



CONFINDUSTRIA
Centro Studi

SCENARI ECONOMICI

VENTI A FAVORE E FRENI STRAORDINARI

DISTRIBUIRE
MEGLIO,
CRESCERE DI PIÙ

Giugno 2015
N. 23

In copertina disegno di Domenico Rosa.

La pubblicazione, coordinata da Luca Paolazzi, è stata realizzata da: Pasquale Capretta, Alessandro Fontana, Alessandro Gambini, Giovanna Labartino, Francesca Mazzolari, Cristina Pensa, Matteo Pignatti, Ciro Rapacciuolo, Massimo Rodà, Lorena Scaperrotta, Mauro Sylos Labini e Fabrizio Traù.

La presente pubblicazione è stata chiusa con le informazioni disponibili al 19 giugno 2015.

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

INDICE

Premessa	pag. 5
 1. Le previsioni	» 11
1.1 L'economia italiana	» 11
1.2 Le esogene della previsione	» 37
 2. Cattiva distribuzione del reddito e bassa crescita legate a doppio filo	» 71
2.1 Distribuzione funzionale del reddito: in Italia ai massimi la quota del lavoro.....	» 73
2.2 La distribuzione personale del reddito in Italia sfavorisce la crescita	» 85
 <i>Riquadri</i>	
L'incertezza sulla domanda frena gli investimenti	» 15
Quanto sono forti per l'economia italiana le spinte esterne?	» 34
Serve un mix di politiche per accelerare il passo lento dell'economia mondiale.....	» 39
In Svezia una bolla immobiliare alimentata da eccezionali condizioni per l'indebitamento	» 51
Il calcolo delle quote distributive	» 73
Fattori che influenzano le quote distributive.....	» 76
Gli effetti della distribuzione sulla crescita	» 87
Distribuzione personale: di che cosa e come misurarla	» 89
Composizione e distribuzione dei redditi familiari.....	» 96
Squilibri territoriali e distribuzione del reddito	» 98
Come si misura la povertà.....	» 106

PREMESSA

*Nessun vento è favorevole per il marinaio
che non sa a quale porto vuol approdare.*

Lucio Anneo Seneca, Lettere a Lucilio

*Non si può avere la torta dell'efficienza
del mercato e dividerla in parti uguali.*

Arthur M. Okun, The big tradeoff, 1975

Al giro di boa di metà 2015 lo **scenario globale** si presenta ancora **propizio** per l'economia italiana, nonostante il marcato rallentamento nella domanda mondiale e l'incombente minaccia del fallimento greco.

Potenti **venti favorevoli** continuano, infatti, a soffiare. La svalutazione del cambio dell'**euro**, la forte riduzione del **costo dell'energia**, l'ulteriore diminuzione dei **tassi** di interesse e il rafforzamento della domanda interna nel resto dell'**Eurozona** (beneficiaria essa stessa dei medesimi fattori esterni) forniscono una forte spinta al PIL.

La propulsione è **una tantum** e non modifica la posizione competitiva del Paese. Ma i fattori che la compongono non faranno retromarcia tanto presto.

Il mercato del **petrolio** rimarrà con un ampio eccesso di offerta che limiterà il recupero del prezzo, se addirittura non lo riporterà verso i minimi osservati all'inizio del 2015. La pressione al rialzo sul **dollaro** continuerà a essere esercitata dalla superiore performance dell'economia USA e dalla prospettiva di variazione nei tassi di interesse. Gli acquisti di titoli da parte della **BCE** manterranno basso il costo del denaro nell'Eurozona, la cui crescita proseguirà ai ritmi correnti.

Tuttavia, nel contesto internazionale ci sono **evoluzioni meno positive** dell'atteso. Lo slancio delle maggiori economie è diminuito, frenando molto il **commercio mondiale**, mentre la **questione greca** genera onde destabilizzanti, con molteplici conseguenze difficili da calcolare (<acque inesplorate>, le ha chiamate Mario Draghi).

Il **rallentamento globale** che si è verificato all'inizio dell'anno ha essenzialmente natura temporanea. Nel primo trimestre le avversità meteorologiche, gli scioperi portuali e l'impatto del crollo delle quotazioni petrolifere sull'industria estrattiva hanno fermato la ripresa negli **USA**; nel secondo si sono già moltiplicati i segnali di riavvio, anche se non tambureggiante.

Contemporaneamente il crollo degli introiti dall'export di energetici e altre materie prime ha colpito la domanda interna di alcuni importanti **paesi emergenti**, con ripercussioni sugli scambi commerciali che verranno gradualmente riassorbite.

La battuta d'arresto si innesta, però, sulla tendenza di lungo periodo di **minor dinamismo** dell'economia mondiale che è dovuto a fattori demografici e tecnologici e alla diminuzione della crescita potenziale causata dalla crisi (via minori investimenti e depauperamento del capitale umano).

In aggiunta, alcuni grandi paesi emergenti sono entrati in una **nuova fase di sviluppo**, inevitabilmente meno tumultuosa. Questo non significa che sia in atto un'ideale staffetta, con il passaggio del testimone della crescita mondiale ai paesi avanzati: la quota degli emergenti sull'aumento del PIL globale rimarrà saldamente sopra il 70%.

Le proiezioni del CSC incorporano questi **più deboli trend**, per i quali il rischio rimane al ribasso. Non includono, invece, le conseguenze immediate (distinte, cioè, da quelle di lungo termine per l'Unione europea) di un esito negativo delle trattative sul rifinanziamento del debito pubblico greco; perché non sono quantificabili e perché si ritiene che possano essere prese opportune misure per arginarle; il **contagio** non può certo essere escluso e farebbe deragliare l'economia dell'Euro area.

Tassi, cambio e prezzo del petrolio bassi e riaccelerazione del commercio mondiale hanno un **impatto potenziale complessivo** sul PIL italiano che, secondo le stime CSC, è pari a 2,0 punti percentuali nel 2015 e ad altri 1,2 punti nel 2016.

Le **nuove previsioni CSC** sul PIL italiano di +0,8% nel 2015 e di +1,4% nel 2016, osservate dall'angolo visuale di tale impatto, appaiono **prudenti** e lasciano spazio a sorprese positive. Tuttavia, si possono indicare alcune **ragioni** che spiegano il divario tra effetti potenziali e andamenti attesi.

Anzitutto, alcuni dei fattori favorevoli (tassi e cambio) sono il risultato di "estremi rimedi a estremi mali", ossia di azioni di politica monetaria adottate per contrastare pericolose involuzioni deflazionistiche nell'Euro area, particolarmente accentuate nei paesi periferici. In altre parole, sono **forze positive** che controbilanciano **forze negative**. Le prime risulteranno, alla fine, più potenti delle seconde e imprimeranno un moto in avanti, ma meno veloce di quello che si sarebbe normalmente avuto.

Il **rischio di deflazione** è decisamente meno elevato oggi rispetto a sei mesi fa, ma l'inflazione nell'Euro area rimarrà pericolosamente contenuta e lontana dall'obiettivo BCE. È probabile che quest'ultima dovrà intervenire con ulteriori dosi di acquisto di titoli.

In secondo luogo, la **politica di bilancio** rimane **restrittiva**, nonostante i margini di flessibilità conquistati. Ciò vale per l'Italia ma anche per altri paesi europei, con impulsi recessivi che si trasmettono dall'uno all'altro. L'**austerità** come strumento di rafforzamento delle economie si è dimostrata e continua a dimostrarsi fallimentare.

In terzo luogo, e forse più importante, l'Italia soffriva di **lenta crescita** prima della crisi, ma quest'ultima ha ulteriormente diminuito il potenziale del Paese. Perciò il sistema economico ha una **minore reattività** agli stimoli esterni. A maggior ragione visto che incontra ostacoli eccezionali, eretti dalla crisi stessa, che impediscono alla sua dinamica di prendere quota.

L'elenco di questi **freni straordinari** (che si sommano alle difficoltà preesistenti) è già stato illustrato in numerose edizioni di Scenari economici. Vale la pena ripercorrerlo.

Selettività del credito bancario: a differenza delle fasi cicliche passate, nelle quali la ripresa dell'economia era accompagnata, seppure con qualche ritardo, da una maggiore offerta di credito, la nuova norma-

lità è di una dinamica dei **prestiti alle imprese** che rimarrà strutturalmente imbrigliata da **requisiti regolamentari** più stringenti e che tenderanno a diventare ancora più severi; e dalla necessità di smaltire una montagna di **sofferenze** che non ha precedenti (come inedito è stato il ripiegamento dell'economia).

Alta disoccupazione: la perdita di lavoro è stata in linea con quella del prodotto, ma non per questo meno grave; genera **disagio sociale** e timore del futuro, inibendo la propensione alla spesa; è in maggior parte **strutturale** perché quasi il 60% dei senza lavoro lo cerca da oltre dodici mesi, vedendo, man mano che passa il tempo, le sue chance di trovarlo diminuire assieme alle competenze, e perché la creazione di posti avverrà in settori, imprese, territori e per capacità cognitive diverse da quelli in cui si concentrano le sacche di inoccupazione; penalizza molto i **giovani**. La risalita dell'economia sarà **job-rich**, come si vede dai primi segnali, ma ugualmente non basterà a far rientrare la disoccupazione in tempi socialmente accettabili.

Costruzioni deboli: dall'edilizia residenziale vengono segnali di **toccato il fondo**, nelle compravendite e nei mutui ipotecari, ma lo **stock di invenduto** è elevato e i **prezzi** delle abitazioni non si sono pienamente aggiustati in rapporto al reddito disponibile delle famiglie; in quella commerciale uffici, negozi e capannoni vuoti rappresentano un **impedimento**, economico e fisico, a varare nuove iniziative; le **opere pubbliche** sono state tagliate di un terzo e si fatica a finanziarle, nonostante l'abbondanza di fondi europei.

Redditività ai minimi: la quota del **MOL** sul valore aggiunto nel manifatturiero è in calo dal 2000, ai livelli storicamente più bassi e molto inferiore a quella degli altri maggiori paesi europei, dove invece è salita. Il **marginale di profitto** netto è nullo da tre anni. Questi dati rappresentano medie statistiche, intorno alle quali la **dispersione** è altissima: ci sono imprese molto redditizie e altre in perdita. Ma è la media che conta per i comportamenti dell'insieme e questa media disincentiva gli investimenti complessivi. Un parziale aggiustamento, con la quota del MOL che si riavvicina ai valori del 2010, può realizzarsi tra quest'anno e il prossimo se si concretizzeranno le previsioni su dinamiche retributive e produttività; ciò avrà effetti positivi sugli investimenti negli anni successivi.

CLUP penalizzante: negli ultimi anni l'andamento delle retribuzioni nel manifatturiero è stato slegato dalle condizioni di produttività e dell'economia in generale e ha accentuato la **divaricazione** del CLUP italiano da quello dei concorrenti europei, causando un'ulteriore **perdita di competitività** di costo. È l'altra faccia della medaglia dei margini risicati e spiazza le produzioni italiane, che hanno difeso le posizioni sui mercati con più **qualità e innovazione**. L'effetto di queste azioni sui **volumi** sarebbe stato maggiore se avessero potuto far leva su costi più competitivi, a beneficio di crescita e occupazione. È una **zavorra** che continuerà a frenare la dinamica dell'economia italiana, sebbene verrà un po' alleggerita dalle misure varate dal Governo (che abbassano il costo del lavoro del 2,6%) e dalla moderazione della dinamica retributiva, dettata dal rispetto degli accordi contrattuali.

Capacità produttiva inutilizzata: impianti chiusi e settori con perdite permanenti di attività sono un **monumento alla sfiducia**, perché rappresentano plasticamente la falcidie di iniziative imprenditoriali, e frenano nuovi investimenti, perché la propensione è a saturare prima la capacità esistente. L'elevata varianza di situazioni aziendali, con alcune che già operano a pieno regime e molte altre che hanno i motori al minimo, fa sì che gli investimenti ripartano ugualmente, ma con **slancio limitato**. La diversa localizzazione tra chi avrebbe bisogno di ampliare e le aree dismesse non aiuta a colmare rapidamente il

bisogno di spazi dei primi. Di nuovo, siamo in presenza di uno **spiazzamento strutturale** che va affrontato in un'ottica di ricostruzione, più complessa di una semplice ripartenza.

Risparmio ridotto: le famiglie hanno contenuto la riduzione degli standard di vita portando la **parsimonia** ai **minimi storici**. È altamente probabile che una parte crescente dell'aumento del reddito disponibile verrà in questa fase destinata a ripristinare valori più normali del tasso di risparmio, imbrigliando i consumi e sottraendo così risorse al circuito reddito-domanda-produzione.

Per queste ragioni e tenendo conto di questi ostacoli, nelle **previsioni CSC** per l'economia italiana emerge solo una frazione degli stimoli provenienti dallo scenario internazionale. Nel quale la **domanda mondiale** è attesa migliorare, dopo il deludente avvio d'anno (+3,0% nel 2015, dal +3,3% nel 2014, e +4,4% nel 2016), il **petrolio** rimane a buon mercato (62 dollari a barile quest'anno e 70 il prossimo, contro 70 e 75 indicati nelle previsioni di dicembre) e l'**euro** meno forte (1,13 nel 2015 e 1,15 nel 2016, da 1,25 di dicembre e 1,33 nel 2014).

Questo nuovo scenario e, per il 2015, la più alta variazione acquisita nel primo trimestre portano a rivedere al rialzo la **dinamica del PIL**: +0,8% quest'anno (da +0,5% stimato in dicembre) e +1,4% nel 2016 (da +1,1%).

Nel biennio 2015-16 il traino della risalita del PIL passa dalle **esportazioni nette** alla **domanda interna**. Le prime daranno ancora un apporto positivo (+0,2 punti percentuali all'anno), ma inferiore a quello dei tre anni passati a causa del forte aumento dell'import, giacché l'export è atteso in robusta accelerazione. La seconda torna ad aumentare (+0,6% quest'anno e +1,2% il prossimo), fornendo un contributo di 0,6 e di 1,1 punti percentuali, rispettivamente nei due anni, all'incremento del PIL.

I **consumi** delle famiglie vanno dal +0,3% del 2014 al +0,6% nel 2015 e al +1,2% nel 2016 (restando del 6,8% più bassi che nel 2007). Una progressione più lenta di quella del reddito disponibile reale.

Gli **investimenti** ripartono: +1,2% e +2,9% il totale, +3,0% e +3,8% quelli in **macchinari** e mezzi di trasporto (-18% sui valori pre-crisi); ma ancora sofferenti quest'anno quelli in **costruzioni** (-0,5%), che saliranno l'anno venturo (+2,1%; ma ancora -33% rispetto al 2007).

Rilevante è il fatto che l'**occupazione** aumenti in presa diretta con l'attività economica: +0,4% nel 2014, +0,7% nel 2015 e +1,2% nel 2016 nel settore privato. In tre anni si tratta di 440mila unità di lavoro in più, grazie anche alle misure varate dal Governo su contributi sociali e maggiore flessibilità del mercato del lavoro. A fine periodo, comunque, sarà ancora di 1,3 milioni di unità il vuoto occupazionale scavato dalla crisi.

Il **tasso di disoccupazione** scende all'11,8% a fine 2016, dal picco del 13,0% toccato nel novembre 2014; il dato comprensivo dei cassintegrati cala al 12,3%, dal 14,0% raggiunto nel primo trimestre 2014. Il numero di **persone** a cui manca, in tutto o in parte, lavoro era sceso a 8,3 milioni nel primo trimestre 2015, dagli 8,6 dell'estate scorsa.

Guadagni ciclici di produttività, rallentamento delle retribuzioni nel rispetto degli accordi contrattuali esistenti e alleggerimento contributivo (compresa l'IRAP) deciso dal Governo ridurrà parzialmente il divario accumulato tra il **CLUP** italiano e quello dei concorrenti. Nel settore privato il CLUP scende dell'1,3% quest'anno e del 2,1% il prossimo.

Ciò contribuisce a mantenere bassa l'**inflazione** e a sostenere così potere d'acquisto e spesa delle famiglie: +0,2% i prezzi al consumo nel 2015, come nel 2014, e +0,6% nel 2016.

I **conti con l'estero** continueranno a migliorare, anche grazie all'aumento delle ragioni di scambio: il **surplus** delle partite correnti raggiungerà il 3,0% del PIL nel 2016, dall'1,9% nel 2014. Quello commerciale arriverà al 4,0% del PIL. Sono livelli pari o superiori agli alti valori del 1996, quando ancora si sentiva il vantaggio della massiccia svalutazione del cambio. Va ricordato che il **debito con l'estero** ammontava a fine 2014 al 27,7% del PIL.

Il consolidamento dei **conti pubblici** prosegue: il deficit scende dal 3,0% del 2014 al 2,0% nel 2016; il saldo primario sale al 2,3%, dall'1,6%. Il **debito pubblico** inizia a ripiegare in rapporto al PIL: 131,9% nel 2016, dal 132,7% di quest'anno. La politica di bilancio, come detto, rimane **restrittiva**, seppure con maggiore gradualità. Il raggiungimento degli obiettivi richiede di realizzare i risparmi di spesa scritti nei documenti programmatici e necessari per annullare le clausole di salvaguardia.

La **pressione fiscale**, tenuto conto della stabilizzazione del bonus degli 80 euro, scende al 42,7% del PIL nel 2016. Era al 43,3% nel 2013, resta molto alta nei confronti europei.

L'**intensità** del recupero dell'economia italiana, dunque, rimane **modesta** rispetto alle opportunità fornite dal quadro esterno e alla velocità richiesta per recuperare in tempi ragionevoli il terreno perduto dal 2007. Di questo passo, infatti, l'Italia tornerà ai **livelli di PIL** di otto anni fa nel 2022. Una scansione temporale che sottolinea l'importanza di proseguire rapidamente lungo la strada delle **riforme strutturali**.

Tra le riforme va affrontata la questione della **distribuzione del reddito**, la cui relazione con la crescita economica è sempre più al centro del dibattito politico ed economico internazionale.

In **Italia** i dati mettono in luce una **realtà** spesso **diversa** dall'opinione comune e da quella degli altri paesi:

- la **quota del lavoro** sul valore aggiunto è ai massimi storici, mentre la redditività è ai minimi;
- negli anni della crisi le **retribuzioni reali** sono aumentate nell'industria, all'opposto del PIL pro-capite che è diminuito;
- la maggiore **concentrazione del reddito** personale è dovuta al dualismo territoriale e, dunque, dall'arretratezza del **Mezzogiorno**;
- il **vantaggio retributivo** è più chiuso che negli altri paesi e ciò penalizza competenze, merito e investimento in capitale umano;
- lo Stato redistribuisce molto ma il **welfare**, essendo concentrato sulle pensioni, **non è perequativo**;
- la **mobilità intergenerazionale** è minore e ciò tende a perpetuare le differenze;
- il drammatico aumento dei **poveri** negli anni della crisi non è dovuto a un aumento della disuguaglianza ma all'arretramento generale del reddito del Paese; comunque aumenta la fragilità sociale ed economica.

Le **implicazioni di policy** sono altrettanto articolate e non sempre scontate:

- **stimolare** la **produttività** incentivando il progresso tecnologico con maggiori ricerca e sviluppo e istruzione;
- **allineare** meglio la **dinamica dei salari** alla produttività, spostando il baricentro della contrattazione collettiva verso il secondo livello;

- *promuovere la concorrenza* nei mercati dei servizi, per ridurre i prezzi al consumo e facilitare l'accesso alle professioni;
- *favorire lo sviluppo del Meridione* con investimenti, ma soprattutto con lo Stato che fa lo Stato nella scuola, nell'ordine pubblico, nella sanità;
- *accrescere la progressività* negli interventi assistenziali assoggettando l'erogazione all'effettiva disponibilità di mezzi personali;
- *agganciare il salario* ai risultati aziendali e individuali, così da aprire il ventaglio retributivo;
- *migliorare le opportunità* di partenza potenziando l'istruzione scolastica di buona qualità per i figli delle famiglie indigenti, fin dalla prima infanzia e lungo tutto il percorso formativo, così da ridurre gli abbandoni;
- *mettere a punto*, contro la povertà, uno strumento di *sostegno al reddito*, condizionato a comportamenti virtuosi come la ricerca del lavoro, l'investimento in formazione, l'istruzione e le cure mediche dei figli.

Ritorno alla crescita e miglioramento della distribuzione del reddito, funzionale e personale, sono dunque *legati a doppio filo*. Con tali misure la società italiana sarebbe più *efficiente* e più *dinamica*, oltre che più *giusta*.

1 LE PREVISIONI

1.1 L'economia italiana

Il PIL aumenta... Il CSC prevede il PIL italiano in aumento dello 0,8% nel 2015 e dell'1,4% nel 2016.

La variazione positiva rappresenta una svolta dopo un triennio di profonda contrazione (-4,9% cumulato). La dinamica del PIL è prevista in accelerazione nel secondo semestre di quest'anno e in graduale attenuazione nel 2016. Tale andamento sarà sostenuto dal pieno dispiegarsi degli effetti positivi della svalutazione dell'euro, del prezzo del petrolio basso, della riduzione dei tassi di interesse e della maggiore domanda interna nell'Euro area.

...ma la risalita è lenta Il PIL italiano è aumentato nel primo trimestre 2015 di un ammontare (+0,3%) di poco superiore a quello previsto in dicembre dal CSC. Positivo è stato il contributo di investimenti e scorte (rispettivamente +0,3 e +0,5 punti percentuali). Negativo

quello di esportazioni nette e consumi. Secondo le stime CSC il recupero del PIL è proseguito nel secondo trimestre 2015, sebbene l'incremento risulti, sulla base degli indicatori congiunturali disponibili, un po' inferiore.

I due incrementi consecutivi mettono ufficialmente fine alla lunga recessione iniziata nel terzo trimestre del 2011 e sostanzialmente proseguita fino al terzo trimestre del 2014.

Nel primo trimestre il livello del PIL è comunque risultato inferiore del 5,2% (misurato a prezzi costanti) rispetto al secondo trimestre 2011, picco precedente, e del 9,3% rispetto al primo trimestre 2008, massimo pre-crisi; si è attestato sui valori di quindici anni fa. In termini pro-capite la perdita tra 2007 e 2014 è pari all'11,9%, equivalente a quasi 3.400 euro in meno per abitante.

Previsioni riviste al rialzo

Gli incrementi di PIL previsti dal CSC per quest'anno e per il prossimo sono superiori di tre decimi di punto rispetto alle stime elaborate in di-

Tabella 1.1

Le previsioni del CSC per l'Italia (Variazioni %)				
	2013	2014	2015	2016
Prodotto interno lordo	-1,7	-0,4	0,8	1,4
Consumi delle famiglie residenti	-2,9	0,3	0,6	1,2
Investimenti fissi lordi	-5,8	-3,3	1,2	2,9
<i>di cui: in costruzioni</i>	-7,2	-4,9	-0,5	2,1
Esportazioni di beni e servizi	0,5	2,6	3,8	4,4
Importazioni di beni e servizi	-2,3	1,8	3,6	4,2
Saldo commerciale ¹	2,2	3,1	4,0	4,0
Occupazione totale (ULA)	-1,9	0,2	0,5	1,0
Tasso di disoccupazione ²	12,1	12,7	12,3	12,0
Prezzi al consumo	1,2	0,2	0,2	0,6
Retribuzioni totale economia ³	1,0	0,8	1,2	0,9
Saldo primario della PA ⁴	1,9	1,6	1,6	2,3
Indebitamento della PA ⁴	2,9	3,0	2,7	2,0
Debito della PA ⁴	128,5	132,1	132,7	131,9

¹ Fob-fob, valori in percentuale del PIL; ² valori percentuali; ³ per ULA;

⁴ valori in percentuale del PIL.

Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT e Banca d'Italia.

cembre (+0,5% nel 2015 e +1,1% nel 2016). La differenza per quest'anno è dovuta al trascinarsi dal 2014 meno negativo rispetto a quanto atteso (-0,1% verso -0,2%), a un incremento nel primo trimestre superiore (+0,3% contro +0,2%) e alla dinamica nel corso dell'anno migliore, specie nel secondo semestre (+0,40% medio). Il trascinarsi al 2016 risulta, con i nuovi profili, pari a +0,6%. Ciò porterà la crescita media annua all'1,4%, pur in presenza di un andamento trimestrale meno vivace e in graduale rallentamento nel corso dell'anno (Grafico 1.1).

Il numero di giornate lavorative ha un impatto positivo quest'anno e negativo il prossimo: nel 2015 ve ne sono tre in più rispetto al 2014 e nel 2016 due in meno rispetto al 2015.

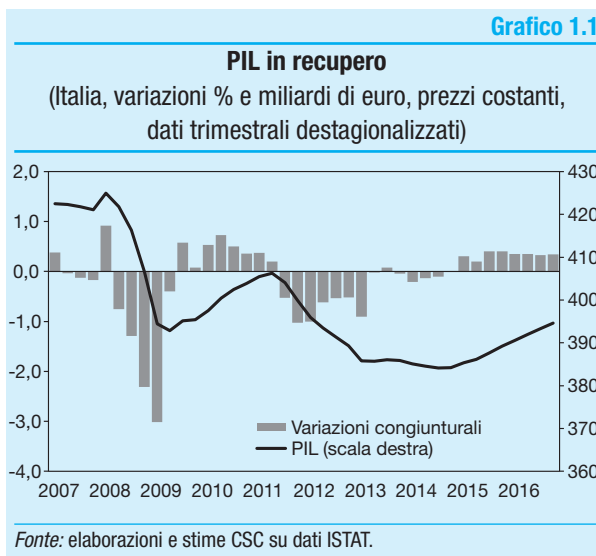
Indicatori positivi

A partire dallo scorso autunno gli indicatori congiunturali qualitativi hanno ripreso a salire, dopo il temporaneo peggioramento registrato nei mesi estivi, fino a raggiungere picchi pluriennali a inizio 2015. A tali progressi non sono corrisposti, tuttavia, recuperi altrettanto marcati degli indicatori quantitativi di domanda e produzione.

L'indice composito di fiducia delle imprese del manifatturiero, delle costruzioni, dei servizi di mercato e del commercio al dettaglio è stato nella media di aprile e maggio pari a 102,1, contro il 98,4 nel primo trimestre; è ai massimi dall'estate del 2008. Nel manifatturiero, in particolare, si è avuta una modesta correzione in maggio (-0,5 punti) dopo otto incrementi mensili ininterrotti (+6,5 punti da agosto 2014 ad aprile 2015); in aprile-maggio è superiore di 2,4 punti ai livelli del primo trimestre, grazie a valutazioni più favorevoli su ordini, produzione e occupazione.

Tra i consumatori la fiducia è diminuita in maggio per il secondo mese consecutivo (-2,3 punti), soprattutto per il calo della valutazione del clima economico generale e del clima futuro. La tendenza rimane comunque positiva: +0,3 punti in aprile-maggio sulla media del primo trimestre e ai livelli più elevati degli ultimi anni.

In maggio il PMI composito per l'Italia (che sintetizza la dinamica complessiva nel manifatturiero e nel terziario) segnala una sostanziale stabilità dell'espansione ai ritmi più elevati da dieci mesi ed è coerente con un'accelerazione nel secondo trimestre (53,8 in media negli ultimi due mesi, da 51,6 tra gennaio e marzo). In particolare, in maggio il PMI manifatturiero è al livello più alto da aprile 2011 (54,8); ai massimi da quattro anni sono sia la componente produzione sia quella degli ordini, grazie sia alla domanda interna sia a quella estera. Anche nei servizi il PMI evidenzia in maggio il proseguimento dell'espansione, ma in rallentamento ri-



petto ad aprile (52,5 da 53,1). Rispetto al primo trimestre del 2015, comunque, in aprile-maggio il PMI è più alto in entrambi i settori (Grafico 1.2).

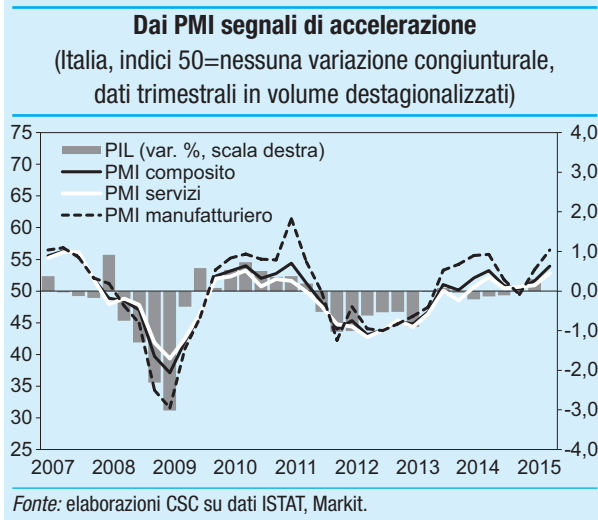
Per i prossimi trimestri ulteriori conferme sul consolidamento dei progressi congiunturali dell'economia italiana vengono dall'indicatore anticipatore dell'OCSE, che precorre le svolte del ciclo di circa un semestre. È aumentato dello 0,42% da ottobre 2014 ad aprile 2015, dopo un calo che si era protratto da giugno a ottobre. Nel primo trimestre è aumentato dello 0,25% sul quarto trimestre 2014 e in aprile è superiore dello 0,14% rispetto alla media dei primi tre mesi dell'anno.

Salgono i consumi... La spesa delle famiglie nel 2014 è salita dello 0,3%, dopo due cali annuali consecutivi (-4,0% nel 2012 e -2,8% nel 2013; nel 2011 era rimasta invariata). Il CSC prevede che continuerà ad aumentare: +0,6% nel 2015 e +1,2% nel 2016.

Rispetto al secondo trimestre del 2007, picco pre-crisi, i consumi delle famiglie sono più bassi del 7,8%. Tale arretramento è da attribuirsi quasi interamente alla caduta che si è avuta tra primo trimestre 2011 e secondo 2013. Da allora i consumi hanno mostrato chiari segnali di recupero, seppure debole: sono aumentati ininterrottamente per sei trimestri consecutivi, registrando una variazione cumulata dello 0,7%. Nel primo trimestre del 2015 c'è stata un'inaspettata diminuzione (-0,1% congiunturale). È probabile, tuttavia, che il recupero dei consumi sia ripartito già nel secondo trimestre. Gli indicatori quantitativi e qualitativi disponibili fino a maggio concordano: sono aumentate del 3,4% le vendite di auto nel bimestre aprile-maggio sul primo trimestre (stime CSC; dati destagionalizzati); tra gli indicatori che compongono l'indice di fiducia dei consumatori, le voci più direttamente legate alle decisioni di spesa (giudizi sul bilancio familiare e sulla situazione economica della famiglia, opportunità d'acquisto di beni durevoli) sono stati mediamente migliori rispetto al primo trimestre; i giudizi sugli ordini interni dei produttori di beni di consumo sono saliti in aprile-maggio (saldo a -18,5, da -20,0 nel primo trimestre 2015). L'indicatore ICC (Confcommercio) è nettamente migliorato in aprile (+0,5% su marzo, dati in volume), grazie a incrementi negli acquisti di beni (+0,6%) e servizi (+0,5%), dopo essere rimasto piatto nel primo trimestre.

In direzione di ulteriori aumenti della spesa delle famiglie agisce la diminuzione dei prezzi del petrolio e degli altri beni energetici, che ha innalzato il potere d'acquisto e liberato risorse. Inoltre, nei prossimi due anni ci sarà il sostegno sia dell'ulteriore incremento previsto per le retribuzioni reali (+1,0% nel 2015 e +0,3% nel 2016) sia del sostanzioso aumento dell'occupazione

Grafico 1.2



(+0,5% e +1,0%). Mentre il riavvio del credito alle famiglie è già evidente nelle recenti statistiche diffuse dalla Banca d'Italia.

Un freno ai consumi può venire, invece, dalla ricostituzione di più elevati livelli di risparmio, che tra 2000 e 2007 era stato in media pari al 12,1% del reddito disponibile; poi era sceso al 6,3% (minimo storico) nel secondo 2012 trimestre; successivamente è risalito, pur con una dinamica oscillante, raggiungendo l'8,6% a fine 2014.

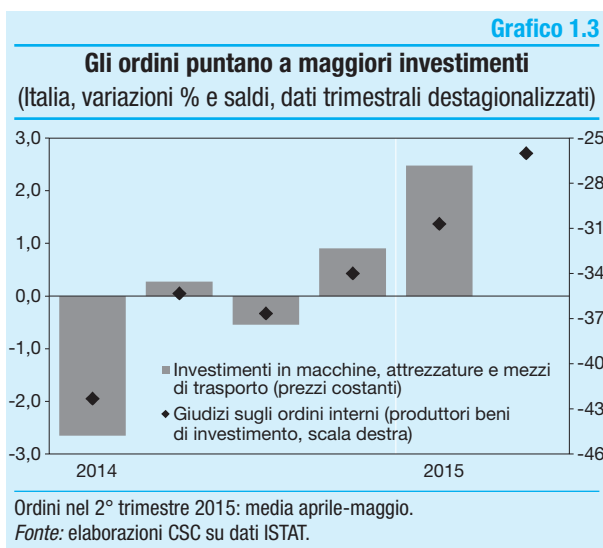
...e di più gli investimenti

Il CSC stima che gli investimenti torneranno ad aumentare quest'anno e accelereranno il prossimo: +1,2% nel 2015 e +2,9% nel 2016, grazie soprattutto agli acquisti di macchinari e mezzi di trasporto (rispettivamente +3,0% e +3,8%). Per gli investimenti in costruzioni proseguirà il calo nel 2015 (-0,5%), mentre nel 2016 è stimata la prima variazione positiva (+1,9%) dopo otto anni.

Va ricordato che gli investimenti sono la componente più ciclica della domanda interna e che hanno registrato un violento arretramento nel corso della crisi: -33,8% la spesa in beni strumentali tra il 2007 e il 2014. Ciò ha intaccato in maniera significativa e duratura il potenziale di crescita dell'Italia. I primi segnali di ripresa degli investimenti si sono avuti già a partire dall'ultimo trimestre del 2014 quando si è registrato un primo incremento marginale (+0,2%), seguito da uno più corposo nel primo 2015 (+1,5%). Il recupero è stato guidato dal forte rimbalzo degli acquisti di mezzi di trasporto (che pesano circa il 6% sul totale) in entrambi i trimestri. Il miglioramento della fiducia sulle prospettive economiche, la riduzione dei costi di accesso al credito e gli incentivi della c.d. "Nuova Sabatini" (estesi anche alle aziende che operano nei servizi di trasporto) hanno contribuito a riavviare i piani di investimento delle imprese.

La spesa in macchinari e mezzi di trasporto dovrebbe ulteriormente accelerare nel secondo trimestre, secondo le valutazioni degli imprenditori: il saldo dei giudizi sugli ordini interni, che mostra una buona capacità previsiva, è salito a -26 da -31 nel primo trimestre (Grafico 1.3). Anche le valutazioni rilevate nell'indagine trimestrale Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore indicano un miglioramento del contesto nel quale operano le imprese, specie con riferimento alle condizioni di investimento e di accesso al credito.

Il basso grado di utilizzo degli impianti (che rimane cinque punti più basso rispetto alla media 2000-2007) e la redditività ai minimi storici sono freni importanti ai piani di spesa delle imprese (si veda il riquadro *L'incertezza sulla domanda frena gli investimenti*).



L'incertezza sulla domanda frena gli investimenti

Nei paesi avanzati, e in particolare in Italia, forza ed estensione della ripresa sono legate strettamente agli investimenti. Rispetto ai passati episodi congiunturali faticano a ripartire, sebbene ci siano segnali di miglioramento, anche nell'economia italiana. Da livelli, tuttavia, molto depressi che penalizzano la crescita potenziale e, quindi, lo slancio effettivo dell'economia. Gli investimenti, infatti, oltre a essere la componente più ciclica della domanda, plasmano l'offerta nella dimensione, nella composizione, nell'avanzamento tecnologico e, quindi, nella produttività.

Il CSC ha ripetutamente messo a fuoco i principali ostacoli che frenano gli investimenti: alta incertezza e aspettative di basso aumento della domanda, maggiori difficoltà a ottenere finanziamenti, alta capacità produttiva inutilizzata, ristrettezze dei bilanci pubblici e, in Italia, redditività ai minimi storici¹. Alcuni di questi sono comuni a tutte le maggiori economie, altri sono presenti solo o soprattutto in quelle che hanno patito l'alta tensione sui debiti sovrani e delle conseguenti politiche di bilancio restrittive. Negli ultimi mesi si sono moltiplicate le analisi delle maggiori organizzazioni internazionali sulle ragioni e le conseguenze della bassa accumulazione di capitale, con conclusioni preoccupate e convergenti ed esortazioni ai governi a promuovere maggiormente gli investimenti, direttamente, con più spesa in infrastrutture, e indirettamente, con incentivi e agevolazioni.

Le analisi partono dalla constatazione che negli anni della crisi l'attività di investimento si è fortemente contratta in tutte le economie avanzate. Mentre la flessione è stata minore nelle economie emergenti, dove l'espansione nei primi anni 2000 era stata eccezionalmente sostenuta. I segnali di recupero sono diversificati e in generale ancora modesti, cosicché la rottura del trend pre-crisi appare ormai netta. In prospettiva, nell'ambito europeo in particolare, le stesse condizioni di contesto che hanno contribuito a deprimere le decisioni di investimento sono destinate almeno in parte a persistere: la disponibilità e il costo del credito, soprattutto bancario, non torneranno alle condizioni pre-crisi (al di là delle politiche monetarie estremamente espansive, che sono rivelatrici della fragilità sistemica); lo stesso si può dire, dopo lo scoppio della bolla, per il volano rappresentato dalle costruzioni; le persistenti esigenze di rientro dei deficit pubblici seguiranno a imprimere impulsi restrittivi alla domanda.

Gli investimenti, come detto, non sono soltanto una componente della domanda aggregata, ma costituiscono anche la principale fonte di incremento della produttività (anche per il loro carattere strategico a livello infrastrutturale), il ritardo accumulato avrà conseguenze sul ritmo della crescita futura e, quindi, sugli investimenti a venire (si veda il riquadro *Serve un mix di politiche per accelerare il passo lento dell'economia mondiale*).

Secondo gli studi specifici svolti dai principali organismi di ricerca internazionali, la principale determinante della caduta degli investimenti fissi, in particolare per quanto riguarda la "seconda" recessione (2011-2014), è identificata dalle aspettative di bassa domanda (effetto

¹ Si veda CSC, *Scenari economici* n. 20, giugno 2014, e *Congiuntura Flash*, febbraio 2015.

acceleratore). L'FMI insiste molto su questo aspetto, a cui si sommano lo stringente vincolo finanziario e la forte incertezza del quadro politico². La BEI valuta che l'incertezza politica spieghi una quota molto alta del declino degli investimenti in Europa (53%)³. La debolezza della domanda è la principale causa anche secondo l'OCSE⁴, che sottolinea come molte economie siano rimaste intrappolate in un equilibrio di bassa crescita, bassi investimenti, elevata disoccupazione, salari stagnanti e consumi fermi, e come il livello attuale degli investimenti sia inferiore a quello potenziale in rapporto al PIL.

Con riferimento specifico all'Italia, in cui la ripresa degli investimenti inizia a intravedersi, ma è, coerentemente con l'evoluzione del quadro congiunturale, piuttosto timida, un'interpretazione in linea con quella proposta dall'FMI è suggerita dalla Banca d'Italia, secondo cui la profonda flessione e il livello depresso riflettono soprattutto la caduta della domanda, cui si sommano tensioni sui finanziamenti e, ancora, l'incertezza⁵. Le stesse stime FMI indicano peraltro una dinamica degli investimenti italiani inferiore a quella spiegabile con il solo acceleratore, uno scarto riconducibile a fattori di incertezza e a vincoli finanziari.

Secondo Nomisma⁶ il delinearsi di una vera e propria trappola della liquidità nell'ambito dell'Eurozona vedrebbe l'Italia particolarmente penalizzata da attese di bassa inflazione (poco sopra lo zero nei prossimi 5 anni), inferiore a quelle medie dell'area (intorno all'1%), tali da richiedere un livello dei tassi di interesse nominali "di pieno impiego" fortemente negativi. In queste condizioni, in cui la leva monetaria è inefficace, e in presenza di un costante assottigliamento dei flussi di cassa e di persistenti effetti di razionamento del credito, la ripresa degli investimenti dipende ancora più strettamente da quella della domanda⁷. E senza un recupero sostenuto della domanda i timori di una nuova ricaduta recessiva seguitano a indurre il rinvio delle decisioni di investimento. Perciò assume un ruolo potenzialmente più rilevante che in passato la leva in chiave anticiclica degli investimenti pubblici.

Uno studio della Commissione europea sottolinea che nell'Eurozona proprio la contrazione degli investimenti pubblici (esito dell'aggiustamento dei conti perseguito contraendo la spesa in conto capitale a fronte delle difficoltà di compressione di quella corrente) ha condizionato negativamente il processo di accumulazione⁸. L'effetto appare più grave nelle economie pe-

² Si veda in particolare il *World Economic Outlook* dell'aprile 2015, pp. 111-143.

³ Si veda European Investment Bank, *Investment and Investment Finance in Europe*, Luxembourg 2013 (lo studio include stime relative al 2014).

⁴ Si veda l'*Economic Outlook* del giugno 2015, pp. 205-279.

⁵ Si veda *Relazione Annuale* 2015, pp. 50-53.

⁶ Si veda S. de Nardis, *Note sui rischi di stagnazione*, Nomisma, Scenario 7 maggio 2015.

⁷ Agli effetti negativi diretti del razionamento si sommano quelli indiretti conseguenti al suo carattere largamente asimmetrico, che comporta difficoltà crescenti proprio per le imprese meno liquide – spesso le più piccole e quelle collocate a monte delle catene di fornitura – con il risultato di imporre in molti casi alle maggiori di accollarsi l'onere di sostenerle sul piano finanziario.

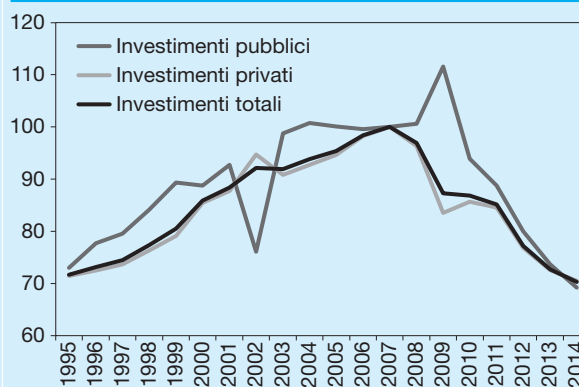
⁸ Si veda M. Buti e P. Mohl, *Lacklustre Investment in the Eurozone: Is There a Puzzle?*, VoxEu, 4 June 2014.

riferiche (Spagna, Italia), maggiormente penalizzate dalle esigenze di rientro. In Italia il taglio degli investimenti pubblici nel corso della seconda recessione (a fronte del sostegno esercitato in chiave anticiclica all'inizio della prima) ha contribuito in misura decisiva all'avvitarsi degli investimenti totali fino al 2014 (Grafico A)⁹.

Una spinta agli investimenti nei prossimi trimestri potrebbe provenire in Italia dal graduale ridursi del grado di incertezza politica, in discesa dal picco raggiunto nel 2012 e inferiore a quello medio delle altre principali economie europee (Grafico B). Uno stimolo non trascurabile, come già avvenuto in passato in occasione di interventi analoghi, potrebbe essere svolto dagli incentivi agli investimenti in beni strumentali per le imprese di dimensione medio-piccola (c.d. "Nuova Sabatini"; Grafico C).

Grafico A

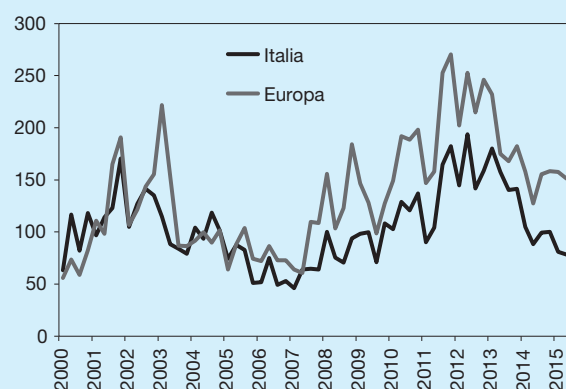
L'avvitamento di investimenti pubblici e privati (Italia, indici 2007=100, prezzi costanti)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Grafico B

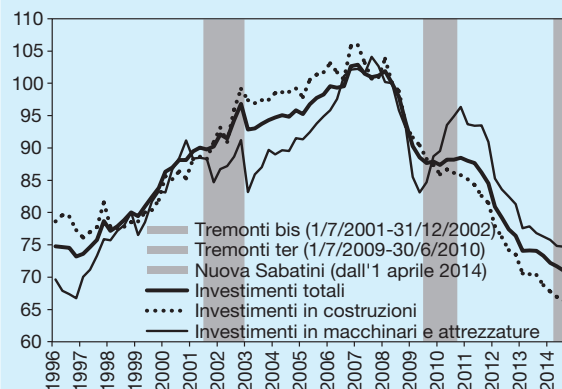
Si è ridotta l'incertezza politica in Italia (Indice di incertezza politica, media 1997-2010=100, dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Economic Policy Uncertainty.

Grafico C

La spinta degli incentivi (Italia, dati trimestrali destagionalizzati, milioni di euro 2010)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

⁹ Nel Grafico A la contrazione della curva relativa agli investimenti pubblici nel 2002 è semplicemente il riflesso dell'aggiustamento contabile dovuto alla contabilizzazione nell'anno delle dismissioni degli enti di previdenza (che figurano come disinvestimento).

Produzione industriale in aumento

L'attività industriale in Italia, dopo tre trimestri di calo, è tornata ad aumentare, seppure lentamente, nell'ultimo quarto del 2014 (+0,2%) e nel primo trimestre del 2015 (+0,3%). A tirare non è stato solo l'export: tra settembre e marzo il fatturato estero è cresciuto del 3,3% e quello interno del 3,2% (variazioni a prezzi costanti, stime CSC). La produzione di beni non durevoli e di beni d'investimento ha sostenuto la ripartenza. L'incremento è diffuso a circa i due terzi dei settori.

Il secondo trimestre è iniziato con un calo in aprile (-0,3% su marzo). Il CSC stima un marginale incremento in maggio (+0,1%), che porta a +0,3% la variazione acquisita (Grafico 1.4). Le valutazioni degli imprenditori sono improntate a prudente ottimismo.

L'attività nelle costruzioni è aumentata dello 0,4% nel primo trimestre sul quarto (primo incremento dal terzo 2013), ma il secondo registra una variazione congiunturale acquisita di -0,9% (-0,3% l'attività in aprile su marzo). Gli imprenditori del settore restano comunque fiduciosi, stando al miglioramento di giudizi e attese negli ultimi mesi.

Più forte il traino dell'export

Nello scenario CSC la crescita delle esportazioni di beni e servizi, pari al 2,6% a prezzi costanti nel 2014, accelererà al 3,8% nel 2015 e al 4,4% nel 2016. Le importazioni, in aumento nel 2014 (+1,8%) dopo due anni di flessione, aumenteranno del 3,6% nel 2015 e del 4,2% nel 2016. Di conseguenza, l'export netto continuerà a offrire un marginale contributo positivo al PIL: +0,2 punti percentuali nel 2015 e nel 2016 (+0,3 nel 2014).

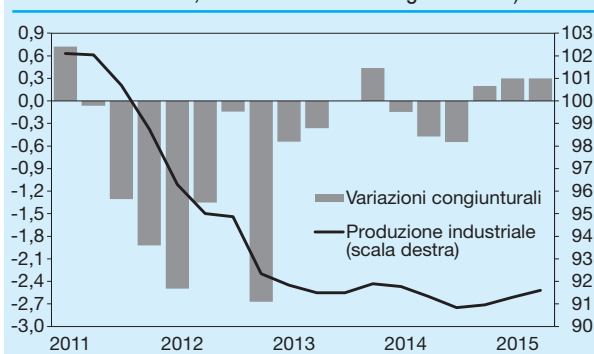
Una potente spinta alle vendite all'estero è offerta dall'aumento di competitività dovuto alla svalutazione dell'euro (-5,9% il tasso di cambio effettivo nominale italiano dal 1° trimestre 2014 al 2° 2015; stime CSC). Mentre il rallentamento del commercio mondiale, avvenuto nella prima parte dell'anno in corso, lascerà il posto a un'accelerazione già a partire dall'estate (si veda il paragrafo 1.2).

La crescita delle esportazioni italiane sarà comunque superiore a quella della domanda potenziale, ossia alla dinamica delle importazioni nei mercati di destinazione dei beni italiani, che è attesa pari a +3,1% nel 2015 e a +4,1% nel 2016 (stime CSC; Grafico 1.5). Grazie, appunto, all'effetto cambio, che sosterrà le vendite extra-Area euro, nonostante la frenata di quei mercati nel 2015 (+1,2%; ma +4,3% nel 2016) anche a causa della debolezza delle economie emergenti. Mentre le vendite intra-Area saranno favorite dalla ripresa del mercato interno (+4,8% la crescita della domanda potenziale nel 2015 e +4,0% nel 2016).

L'export ha chiuso il 2014 in forte rialzo, con una robusta crescita acquisita per il 2015 (+1,8%).

Grafico 1.4

La produzione industriale è tornata a salire
(Italia, indice di produzione industriale, 1° trimestre 2011=100, dati trimestrali destagionalizzati)



Secondo trimestre 2015: acquisito in maggio.

Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT, Indagine rapida.

Ha ristagnato, invece, nel 1° trimestre, a causa di una caduta delle vendite di servizi (-2,4%) che ha controbilanciato l'aumento di quelle di beni (+0,6%). La componente extra-Area euro (-0,1%) ha avuto, comunque, una performance superiore a quella della relativa domanda potenziale (-1,3%), mentre quella intra-Area (+0,3%) è rimasta sotto alla dinamica della domanda potenziale (+0,8%).

In aprile le esportazioni di beni sono diminuite dell'1,2% su marzo. Sono comunque attese ripartire velocemente, anche grazie al rimbalzo del commercio mondiale e, in particolare, alla ripresa della domanda USA (destinazione del 7,1% dell'export italiano) e all'attenuarsi dell'effetto negativo del crollo del prezzo del petrolio su quella dei paesi esportatori di *oil* (11,0% dell'export italiano).

Le prospettive positive sono confermate dagli indicatori qualitativi degli ordini esteri nel manifatturiero: nella media aprile-maggio la componente PMI (57,0) è ai livelli massimi dal 2° trimestre 2014 e il saldo dei giudizi delle imprese rilevati dall'ISTAT (-12) dal 4° 2013.

La robusta dinamica delle esportazioni, che incorporano anche beni e servizi intermedi acquistati all'estero, e la progressiva ripresa della domanda interna italiana favoriranno il recupero delle importazioni. Nel 1° trimestre 2015 la crescita degli acquisti all'estero è stata positiva per il quarto trimestre consecutivo, accelerando all'1,4% sul 4° 2014. Nello scenario CSC, comunque, il livello delle importazioni a fine 2016 sarà ancora inferiore del 6,5% al picco raggiunto nel 2007.

Le ragioni di scambio, cioè il rapporto tra il prezzo delle vendite all'estero e quello degli acquisti, beneficiano delle basse quotazioni del petrolio e delle altre commodity e sono penalizzate dall'euro debole. L'effetto complessivo sarà comunque di un forte miglioramento delle ragioni di scambio nel 2015, che sosterrà il valore delle esportazioni nette, e un marginale peggioramento nel 2016, quando risalirà il prezzo dell'*oil*. Il CSC prevede, infatti, che la loro variazione passerà da +2,2% nel 2014 a +3,4% nel 2015 e a -0,3% nel 2016.

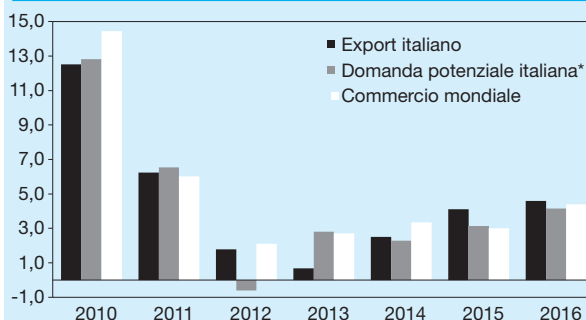
Surplus corrente record

Nel corso del 2014 la dinamica favorevole sia delle quantità scambiate sia dei prezzi ha ampliato l'attivo del saldo di merci al 3,1% del PIL, livello massimo dal 1997. In particolare, grazie alla caduta del prezzo del petrolio, il deficit energetico si è ridotto di 0,8 punti percentuali di PIL dal 2° trimestre 2014 al 1° 2015 (al 2,1%; Grafico 1.6). Nello scenario CSC il saldo commerciale raggiungerà il 4,0% del PIL nel 2015 e lo manterrà nel 2016.

Il saldo dell'interscambio di servizi è nullo nel 2014 e sostanzialmente invariato negli ultimi tre anni, ma in aumento rispetto ai deficit registrati negli anni precedenti. È sostenuto, in particolare, dal rafforzamento del surplus della voce "viaggi", che sarà favorito anche dal deprezzamento dell'euro.

Grafico 1.5

L'export italiano va meglio della domanda (Dati in volume, merci, variazioni %)



* Crescita delle importazioni totali di 38 partner commerciali, ponderate per le quote delle esportazioni italiane verso quei partner.
2015-2016: previsioni CSC.

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

Sono marginalmente migliorate le altre componenti del saldo di parte corrente: il deficit dei redditi primari (da lavoro e da capitale) si è quasi annullato (-0,1% del PIL nel 2014, da -0,3% nel 2013) e quello dei redditi secondari (trasferimenti correnti) si è consolidato a -1,0% del PIL (da -1,1%).

L'attivo di conto corrente ha raggiunto l'1,9% del PIL nel 2014. Secondo le stime CSC aumenterà ancora: 2,9% del PIL nel 2015 e 3,0% nel 2016.

L'ampliamento del surplus di parte corrente e l'aumento del valore di mercato delle attività estere detenute dai residenti (maggiore di quello delle passività italiane detenute all'estero), anche per effetto del deprezzamento dell'euro, hanno comportato un significativo miglioramento della posizione patrimoniale netta italiana: a -27,7% del PIL a fine 2014, in aumento di 3,8 punti percentuali rispetto al 3° trimestre e di 5,1 punti da inizio anno.

Il credito rimane selettivo

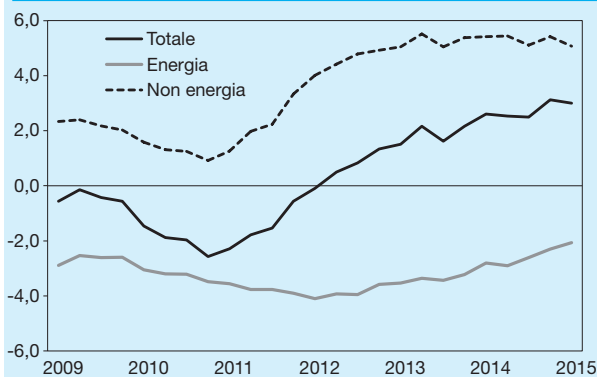
Nella prima metà del 2015 si è attenuata la caduta del credito erogato alle imprese italiane. Nello scenario del CSC una graduale e lenta risalita dei prestiti si materializza nella seconda parte dell'anno in corso, accompagnando il recupero dell'attività economica.

In aprile i prestiti alle imprese si sono ridotti dello 0,2%, dopo il dato positivo di marzo (+0,3%, dati destagionalizzati CSC; Grafico 1.7). Il ritmo medio di caduta del credito nei primi quattro mesi del 2015 è stato di -0,1%, in attenuazione rispetto al -0,3% mensile nel 2014 e al -0,5% nel 2013. Lo stock di prestiti è risultato del 13,2% inferiore al picco del settembre 2011 (-121 miliardi di euro).

La quota di aziende manifatturiere che non ottengono i prestiti richiesti ha subito significative oscillazioni: 11,8% a maggio, da un minimo di 9,4% a fine 2014, ma era al 14,0% all'inizio dello scorso anno (indagine ISTAT). Si tratta, comunque, di valori elevati: tale quota era pari al 6,2%

Grafico 1.6

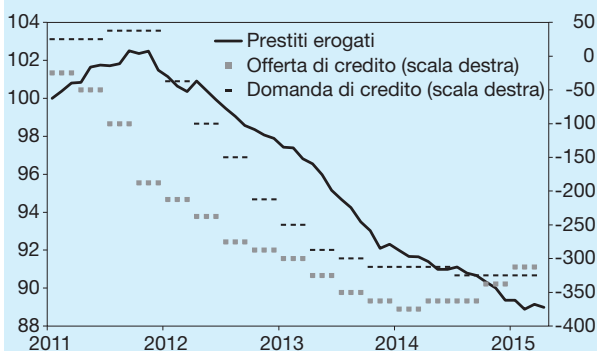
Surplus commerciale al top (Italia, saldi in % del PIL)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Grafico 1.7

Offerta di credito meno stretta, ma pochi prestiti (Italia, imprese, indice gennaio 2011=100, dati destagionalizzati e indici cumulati 4° trimestre 2010=0*)



* Calcolati sulle % nette di risposte delle banche (Bank lending survey); offerta = var. dei credit standard con segno invertito.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia.

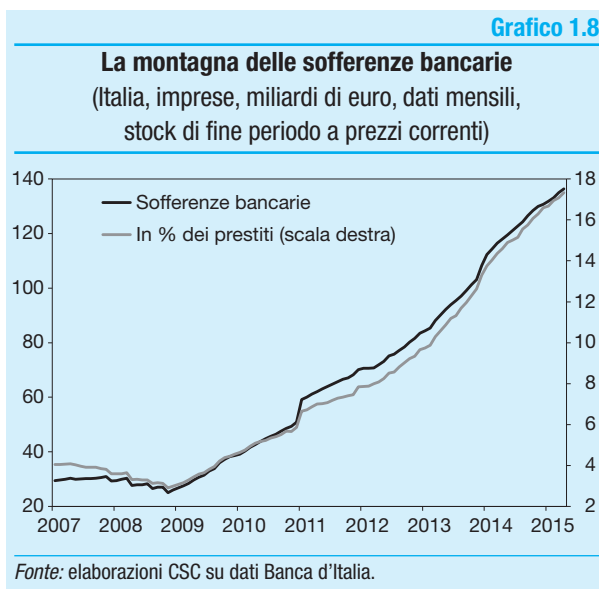
nella prima metà del 2011. Nella gran parte dei casi è la banca a negare il credito (71,5% a maggio), per la restante parte sono le imprese che rinunciano a un'offerta troppo onerosa (28,5%).

La disponibilità di liquidità in azienda, rispetto alle esigenze operative, ha continuato a salire, tornando ai valori pre-crisi: saldo a 34 a maggio nel manifatturiero, da 25 nell'agosto 2014 (32 nel 2007; indagine ISTAT). Le aziende, inoltre, non si aspettano quasi più liquidità in calo: le attese a tre mesi sono a -1 a maggio, da -12 nell'agosto 2014. Tali dati positivi sono confermati dall'indagine Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore, che mostra una flessione della quota di imprese industriali e dei servizi che prevedono liquidità insufficiente: 15,5% per il secondo trimestre, da 19,9% nel primo. Anche nelle costruzioni tale quota scende, ma resta molto elevata (36,2%, da 41,5%).

La normalizzazione, in media, della liquidità è spiegata anche dal pagamento di debiti commerciali arretrati della PA: 36,5 miliardi fino a gennaio 2015, destinati dalle aziende in parte ad accrescere le riserve liquide. Una quota importante delle somme pagate dalla PA per debiti scaduti è stata utilizzata, invece, per ridurre i debiti bancari (indagine Banca d'Italia). Al netto di tali rimborsi alle banche, il calo dei prestiti nel 2014 è stato in realtà meno marcato (-0,2% mensile, rispetto a -0,3%). È importante che il flusso di pagamenti della PA riprenda nei prossimi mesi e che non si formino nuovi arretrati.

I dati qualitativi raccolti presso le banche indicano che la stretta sull'offerta di credito alle imprese è stata allentata, seppure di poco, nell'ultimo trimestre 2014 e nel primo 2015 (*Bank lending survey*). Il forte inasprimento del 2011-2013 continua a pesare. A inizio 2015 le banche hanno continuato a ridurre il margine di interesse medio sui prestiti, ma lo hanno alzato su quelli giudicati più rischiosi. Applicano criteri meno stretti sia sull'ammontare del prestito sia sulle scadenze.

Il parziale allentamento dei criteri di offerta è spiegato dalle banche con il miglioramento della loro posizione patrimoniale e di liquidità e con minori preoccupazioni sull'andamento di particolari settori o imprese. Le banche italiane non indicano più come fattore restrittivo del credito le difficoltà di raccolta sui mercati. Costituiscono una pesante zavorra, però, i prestiti deteriorati accumulati negli ultimi anni: le sofferenze sul credito alle imprese sono salite a 136 miliardi in aprile (pari al 17,3% dei prestiti), da 26 miliardi a fine 2008 (3,0%; Grafico 1.8). Ciò determina un'elevata avversione al rischio di credito da parte delle banche, che sta frenando l'erogazione di nuovi prestiti.



La ripartenza dell'economia non è stata finora sufficiente, da sola, ad appiattire il profilo delle sofferenze. Sono allo studio misure per ridurre tale fardello nei bilanci bancari e sbloccare il canale creditizio. Alcuni grandi istituti hanno già intrapreso iniziative private: vendita sul mercato dei crediti deteriorati, creazione di unità interne specializzate nella loro gestione. Si sta ora ragionando su possibili interventi di sistema: garanzie pubbliche per la vendita di cartolarizzazioni di prestiti deteriorati; più rapida deducibilità fiscale delle perdite su crediti; velocizzazione delle procedure di gestione delle crisi d'impresa e di recupero dei crediti; forse anche la creazione di una società veicolo per l'acquisto di crediti deteriorati.

L'indagine presso le imprese industriali e di servizi conferma il miglioramento delle condizioni di accesso al credito nel primo trimestre 2015 (+4,7 il saldo delle risposte, da -2,4 a fine 2014; Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore). Nelle costruzioni, invece, prosegue il peggioramento, sebbene con un'intensità molto minore rispetto a fine 2014 (-4,7 da -21,0).

I tassi di interesse pagati dalle imprese italiane hanno riflesso nell'ultimo anno la riduzione dei rendimenti *benchmark* sui mercati. In media, è stato del 2,3% in aprile il tasso sui nuovi prestiti, dal 3,5% del febbraio 2014. Le imprese più piccole pagano il 3,1% (dal 4,4%), le maggiori l'1,8% (dal 2,8%). I margini applicati dalle banche, tuttavia, restano ancora ampi nel confronto internazionale. Le piccole imprese in Italia continuano a pagare tassi molto più alti che in Germania, sebbene il divario si sia ridotto: +1,2 punti percentuali nei primi quattro mesi del 2015, da +2,0 punti nello stesso periodo dello scorso anno (lo scarto era nullo nel 2010). La riduzione di tale spread privato ha riflesso quella del divario tra i titoli sovrani di Italia e Germania rispetto al 2014. Occorrerà osservare come si evolverà in relazione all'allargamento dello spread sovrano osservato nelle ultime settimane.

La domanda di credito delle imprese italiane è rimasta stabile nel primo trimestre 2015, come già nel corso del 2014. Ciò è avvenuto anche grazie al minor costo del credito, che stimola le richieste. In particolare, da due trimestri ha smesso di scendere la domanda per finanziare investimenti fissi e sale quella di fondi per scorte e capitale circolante.

La BCE favorisce i prestiti

Lo scenario CSC assume che la risalita dei prestiti alle imprese, dalla seconda metà del 2015, verrà spinta da due fattori.

Primo, le misure espansive BCE in corso di attuazione. Si tratta, da un lato, delle aste T-LTRO, disegnate in modo da fornire alle banche risorse a tassi quasi nulli per erogare nuovi prestiti; le prime quattro aste, fino a giugno, hanno fornito agli istituti italiani 95 miliardi (25% del totale nell'Area euro). Dall'altro lato, degli acquisti di titoli: ABS, cioè prestiti cartolarizzati, per liberare capitale bancario da utilizzare per nuovo credito; *covered bond* bancari; bond pubblici dei paesi dell'Eurozona. Grazie anche a tali misure, il rendimento del BTP decennale è su bassi livelli, nonostante la recente risalita, in parte legata alla crisi greca: 2,20% in media a giugno, da un minimo di 1,30% a marzo, ma era al 4,12% nel dicembre 2013. Il minor rendimento dei titoli pubblici ha accresciuto per le banche l'incentivo a utilizzare le risorse disponibili per erogare prestiti. Inoltre, ha abbassato il costo della raccolta bancaria tramite obbligazioni. Infine, ha migliorato i bilanci degli istituti, attraverso il simmetrico aumento dei prezzi dei titoli in portafoglio.

glio. Per la ripartenza del credito, però, è importante che il rimbalzo recente dei rendimenti sovrani non prosegua.

Secondo, da novembre 2014 è operativa la vigilanza bancaria unica della BCE nell'Area euro. Un passaggio chiave per avviarla è stata la conclusione nell'ottobre 2014 della valutazione degli asset e degli *stress test* BCE-EBA. La diffusione dei risultati della valutazione comprensiva ha accresciuto la trasparenza dei bilanci bancari e può diffondere fiducia nel sistema, aiutando a far ripartire il mercato interbancario. Sui mercati azionari si è registrato finora un andamento positivo delle quotazioni bancarie in Italia (+19,7% a giugno rispetto all'ottobre 2014), sebbene non diverso da quello delle azioni non bancarie (+19,5%). Da inizio 2015, inoltre, è operativo il primo tassello del meccanismo unico di risoluzione di banche in crisi, ovvero il *Board* che lo guiderà. La condivisione delle risorse nazionali in un Fondo europeo di risoluzione procederà molto gradualmente, a partire dal 2016. Per il completamento dell'Unione bancaria mancano progressi nell'assicurazione dei depositi: la creazione di un fondo comune sembra accantonata, ma non procede neanche l'armonizzazione dei fondi nazionali esistenti.

Nel medio termine, la crescita dei prestiti si scontra con un importante ostacolo: la necessità per gli istituti di tenere alti i *ratio* di capitale, in linea con le più stringenti richieste regolamentari e a fronte di una redditività strutturalmente bassa. Ulteriori restrizioni regolamentari in discussione a livello internazionale aggraverebbero il quadro. Per tali motivi, lo scenario CSC assume un aumento molto lento del credito nei prossimi anni, rispetto ai ritmi pre-crisi.

Alcune azioni sono state adottate in Italia per sostenere il canale del credito bancario. Le misure varate più di recente sono: la nuova moratoria sul rimborso dei prestiti; la creazione di nuovi plafond CDP per fornire risorse alle banche che intendano erogare prestiti non solo a PMI, ma anche a *midcap* e reti di imprese; il rafforzamento del Fondo di Garanzia delle PMI; gli interventi per favorire il consolidamento patrimoniale del sistema dei Confidi, che restano però in larga parte inattuati; la misura che consente a società di cartolarizzazione, OICR e compagnie di assicurazione di concedere credito alle imprese.

Alla luce dell'inaridimento del canale bancario, diventano sempre più importanti i canali di finanziamento alle imprese alternativi. Il mercato delle obbligazioni di piccole-medie imprese (mini-bond) ha registrato 10 emissioni nei primi cinque mesi del 2015, per un totale di 108 milioni di euro, volumi tendenzialmente inferiori a quelli del 2014 (50 emissioni in dodici mesi, per 511 milioni). A ciò si affiancano cambiali finanziarie per 17 milioni, emesse da piccole imprese. Fondo di Garanzia, che può garantire portafogli di mini-bond, e Fondo Italiano di Investimento, che ha istituito un nuovo fondo di fondi di *private debt*, e compagnie di assicurazione, che possono investire nei fondi privati che acquistano tali titoli o direttamente in minibond, sono leve fondamentali.

Il mercato azionario dedicato alle PMI, l'AIM Italia, ha registrato 7 nuove quotazioni nei primi cinque mesi del 2015, in linea con le 20 del 2014. C'è carenza di investitori specializzati per allargare tale mercato alle numerose piccole-medie aziende potenzialmente interessate. Positivo appare il progetto di una Unione dei Mercati dei Capitali nella UE, di recente lanciato dalla

Commissione: l'obiettivo è far crescere e integrare i mercati, non solo borsistici, dei paesi membri. Per le imprese italiane ciò potrebbe aumentare la possibilità di reperire risorse finanziarie non bancarie in Italia e all'estero.

Più credito alle famiglie

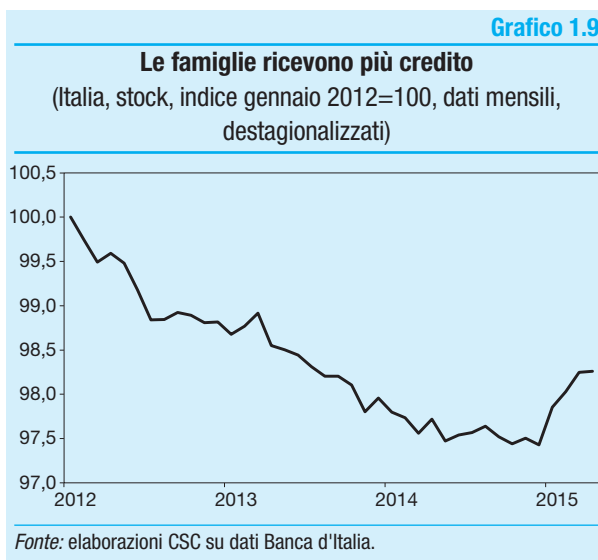
I prestiti alle famiglie italiane sono in risalita da inizio 2015: +0,2% in media nei primi quattro mesi (dati destagionalizzati). Lo stock di credito si era ridotto poco nel 2014 (-0,04% al mese) e in misura maggiore nel 2012 e 2013 (-0,1% al mese). Il punto di svolta, dunque, è già stato superato, a differenza di quanto avviene per il credito alle imprese. Le nuove erogazioni forniscono un sostegno ai consumi e all'attività nel settore residenziale (Grafico 1.9).

Ciò riflette, anzitutto, un'offerta meno stretta. Per i mutui, le banche indicano che i criteri di erogazione sono stati ulteriormente allentati nel primo trimestre 2015, proseguendo la tendenza iniziata a metà del 2013. Nel complesso, però, non è stata ancora annullata la restrizione precedente. Per il credito al consumo, i criteri di offerta sono pressoché invariati sui livelli molto stretti toccati a metà 2013 (indagine Banca d'Italia).

Gli istituti segnalano di aver ridotto, a inizio 2015, i margini di interesse per la media dei prestiti, lasciando invariate le altre condizioni (garanzie, scadenze, volumi). Il costo della provvista e i vincoli di bilancio sono giudicati dalle banche favorevoli all'erogazione di mutui. L'andamento dell'economia, le prospettive del settore immobiliare e il merito di credito dei consumatori sono ritenuti neutrali per l'offerta di credito.

Nel primo trimestre, inoltre, è proseguito l'incremento della domanda di mutui, con un'intensità maggiore rispetto a quanto già registrato nel 2014. Ciò è stato dovuto al miglioramento delle attese delle famiglie sul mercato immobiliare, all'aumento della fiducia e alla flessione dei tassi di interesse. I dati Banca d'Italia, che si fermano ad aprile, mostrano che il TAEG (tasso annuo effettivo globale) per i nuovi mutui è sceso al 2,9%, dal 4,0% nel settembre 2013 (minimo a 2,7% a metà del 2010). Il costo dei mutui, tuttavia, potrebbe aver già risentito del rimbalzo negli ultimi mesi dei rendimenti sui titoli sovrani italiani. Ciò agirebbe da freno alla domanda di prestiti.

Le richieste di credito al consumo sono in crescita da due trimestri, a un ritmo inferiore a quello registrato per i mutui. Ciò riflette un incremento dei progetti di spesa in beni durevoli, una maggior fiducia e, in minor misura, la riduzione dei tassi. Il TAEG sul credito al consumo è sceso meno di quello sui mutui: 8,5% in aprile, da 9,4% nel febbraio 2014. Anche questo tasso potrebbe essere risalito negli ultimi due mesi, sulla scia dell'aumento dei rendimenti sovrani.



Con il PIL aumenta il lavoro

Di pari passo con il recupero del PIL sta ripartendo anche la domanda di lavoro, che si rafforzerà progressivamente nella seconda metà del 2015 e per tutto il 2016. Il CSC stima che l'occupazione (calcolata sulle ULA, unità di lavoro equivalenti a tempo pieno), dopo essere salita nel 2014 nonostante il calo del PIL (+0,2% rispetto al 2013 contro -0,4%), continuerà a crescere per tutto il 2015, riportandosi sui livelli di fine 2012.

L'intensità del recupero si consoliderà nel 2016. In media d'anno le ULA aumenteranno dello 0,5% nel 2015 e dell'1,0% nel 2016. Il calo occupazionale causato dalla crisi, tuttavia, non si assorbirà rapidamente; il biennio previsivo si chiuderà con 1 milione e 333mila ULA in meno rispetto a fine 2007 (-5,3%).

Il vuoto occupazionale più ampio si registra nell'industria ed è in larga misura strutturale. Nell'industria in senso stretto nel primo trimestre 2015 le ULA si sono attestate su un livello di 858mila unità inferiore a quello di fine 2007 (-18,9%). Il calo rappresenta circa il 50% di quello registrato nell'intera economia e riflette l'ampia contrazione del valore aggiunto (-19,5%). Durante la crisi le imprese industriali hanno fatto ampio ricorso alla CIG, come evidenziato dal persistente divario tra la diminuzione delle ULA e quella delle posizioni lavorative, che nel primo trimestre 2015 erano inferiori di 772mila unità rispetto al quarto 2007 (-15,2%). A fronte di un'ancora più ampia contrazione del valore aggiunto (-30,3%), l'espulsione di manodopera nelle costruzioni è stata più intensa. Anche se il calo dell'attività si è interrotto nel primo quarto del 2015 (+0,5% il valore aggiunto rispetto al quarto 2014, +1,4% le ULA), il recupero sarà lento. Dal quarto trimestre 2007 al primo 2015 il settore ha perso 449mila ULA (-23,1%), una flessione che rappresenta più un quarto (26,1%) della diminuzione registrata nell'intera economia, seppure il settore impiegasse solo il 7,7% del totale delle ULA a inizio crisi (quota nel frattempo scesa al 6,4%).

CIG in discesa...

Il ricorso alla CIG, rimasto alto per tutto il 2014, si sta progressivamente sgonfiando: tra gennaio e maggio 2015 le unità di lavoro a tempo pieno equivalenti complessivamente coinvolte sono state mediamente pari a 190mila, un livello simile al primo trimestre del 2009.

Da fine 2012 è in atto una ricomposizione per tipo d'intervento: è sceso quello ordinario (63mila unità, in media nei primi cinque mesi del 2015 dalle 100mila di fine 2013), è cresciuto quello straordinario, che resta alto (115mila unità nei primi cinque mesi del 2015, quasi il 60% del totale), nonostante abbia cominciato a contrarsi dall'autunno 2014 (195mila unità in ottobre).

In caduta la cassa integrazione in deroga che è tornata sui livelli di inizio 2008 (13mila unità in maggio).

Nelle stime CSC lo stock di CIG continuerà a sgonfiarsi progressivamente. A fine 2016, nell'intera economia interesserà ancora l'equivalente di circa 125mila ULA, un livello di poco superiore a quello di fine 2008 (Grafico 1.10).

I dati INPS sul numero di lavoratori in mobilità si fermano a gennaio 2015, mentre gli interventi in deroga sono in progressivo esaurimento (2mila beneficiari da 50mila a inizio 2014), quelli ordinari hanno toccato un massimo storico a gennaio quando coinvolgevano 220mila individui.

Da inizio 2015 è cominciato il *decalage* di durata dell'indennità di mobilità previsto dalla legge Fornero (92/2012).

...e l'occupazione sale

Il numero di persone occupate in Italia, dopo essere diminuito di 870mila unità dal quarto trimestre 2007 al quarto 2013, ha registrato un recupero nel 2014 (+108mila unità tra primo trimestre 2014 e primo 2015) e ha poi registrato un forte incremento ad aprile: +123mila rispetto al primo trimestre (+159mila su marzo), tornando sui livelli di fine 2012.

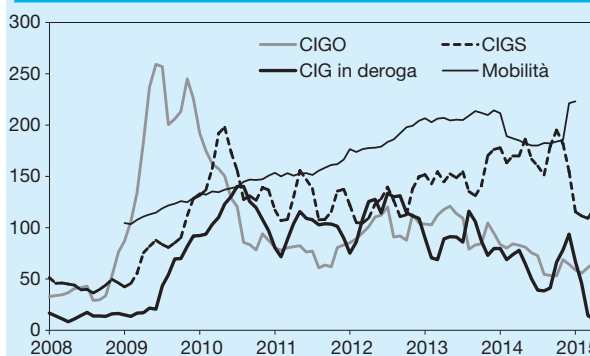
Non è ancora possibile valutare gli effetti dell'introduzione degli sgravi contributivi per le assunzioni a tempo indeterminato, operativi da gennaio, e delle nuove regole previste dal Jobs Act, entrate in vigore a marzo. I dati disponibili indicano che i due interventi stanno avendo un impatto positivo: nei primi quattro mesi del 2015, secondo i dati INPS, le nuove assunzioni a tempo indeterminato sono state più alte del 31,4% rispetto allo stesso periodo del 2014, le trasformazioni sono aumentate del 23,4%.

La disaggregazione per macroaree mostra andamenti alquanto differenti. Al Centro l'occupazione ha tenuto durante la crisi ed è ripartita prima che nel resto del Paese, fino raggiungere un livello più alto rispetto a inizio crisi (+97mila unità tra il primo trimestre 2013 e il primo 2015, +49mila dal primo 2008). Il Nord ha accumulato una perdita occupazionale pari a 257mila unità durante la crisi e anche i dati più recenti non mostrano una rapida ripresa (-15mila unità tra l'ultimo quarto del 2014 e il primo del 2015). Nel Mezzogiorno infine si osserva una progressiva risalita del numero di persone occupate da inizio 2014 (+45mila unità), resta un divario con le altre zone del Paese molto ampio, accumulato dal 2008 in poi attraverso una flessione molto maggiore (Grafico 1.11).

Grafico 1.10

Ancora CIGS da riassorbire

(Equivalente forza lavoro a tempo pieno calcolata sulle medie mobili a 3 mesi delle ore utilizzate e beneficiari di mobilità; migliaia)

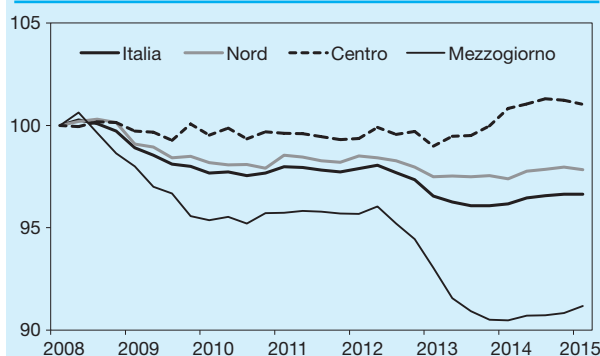


Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati INPS.

Grafico 1.11

È ripartita l'occupazione

(Italia, dati trimestrali destagionalizzati, 1° trimestre 2008=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Nel 2015 il numero di persone occupate continuerà a crescere, con una variazione in media d'anno pari a +0,4% nell'ipotesi che, a fronte della maggiore domanda di lavoro, la creazione di nuovi posti risulti in parte spazzata dal riassorbimento in azienda dei cassaintegrati. Nel 2016 l'occupazione registrerà un +0,9%. Il 2016 si chiuderà con 407mila occupati in meno rispetto a fine 2007 (-1,8%). Questa perdita occupazionale è inferiore a quella misurata in termini ULA (-1 milione e 333mila) perché anche se l'utilizzo della CIG è previsto rientrare verso i livelli pre-crisi entro fine 2016, resteranno altre forme di riduzione degli orari (contratti di solidarietà, part-time, ecc.) a cui le imprese, negli anni di crisi, hanno fatto ampio ricorso per salvaguardare l'occupazione.

Disoccupazione in diminuzione

A inizio 2015 è cominciata la flessione del tasso di disoccupazione (12,4% nel primo trimestre dopo il 12,7% medio del 2014), che continuerà per tutto l'anno, a fronte di una forza lavoro piatta in media d'anno (-0,4% nel primo trimestre), causa del permanere di un'elevata incertezza sulla possibilità di trovare un lavoro. In media nel 2015 il numero di disoccupati in percentuale della forza lavoro sarà pari al 12,3%. Scenderà progressivamente nel 2016, di pari passo con la risalita più veloce dell'occupazione: 12,0% in media d'anno (11,8% nel quarto trimestre).

Considerando anche le ULA equivalenti in CIG, il CSC stima che l'incidenza della forza lavoro inutilizzata passerà dal 13,1% del primo trimestre al 12,8% a fine 2015, per scendere gradualmente a 12,3% a fine 2016. Aveva raggiunto il 14,0% nel primo trimestre 2014.

Nonostante la risalita dell'attività economica, nel mercato del lavoro italiano permarrà un ampio bacino di persone a cui manca lavoro (in tutto o in parte): ai circa 3,2 milioni di disoccupati nel primo trimestre 2015 (+95,2% rispetto a sette anni prima) bisogna aggiungere gli occupati part-time involontari (2,6 milioni, +107,9%) e i non-occupati che sarebbero disponibili a lavorare ma non hanno compiuto azioni di ricerca attiva perché scoraggiati (1,6 milioni, +65,0%) oppure perché stanno aspettando l'esito di passate azioni di ricerca (705mila, +121,8%). In totale, si tratta di 8,3 milioni (+94,4%) di persone.

Un'altra misura del deterioramento del mercato del lavoro durante la crisi è l'ormai elevatissimo stock di disoccupati di lunga durata: nel primo trimestre 2015 le persone alla ricerca di un impiego da almeno dodici mesi erano quasi 2 milioni (+142,3% rispetto al primo trimestre 2008), il 57,1% del totale dei disoccupati.

Retribuzioni al passo dei contratti

Il CSC stima che nell'intera economia l'aumento delle retribuzioni contrattuali sarà pari all'1,1% nel 2015 e allo 0,6% nel 2016, dopo il +1,2% nel 2014. Quello delle retribuzioni di fatto sarà di poco più alta: +1,2% nel 2015 e +0,9% nel 2016. A fronte di un'inflazione estremamente bassa, le retribuzioni reali nel totale dell'economia cresceranno dell'1,0% nel 2015 e dello 0,3% nel 2016.

Sulla dinamica complessiva delle retribuzioni contrattuali continua a pesare il blocco delle procedure negoziali nel settore pubblico (circa un quarto del monte retributivo totale). Il congelamento delle retribuzioni pubbliche, inizialmente introdotto per il triennio 2010-2012, è stato via via prorogato, da ultimo dalla Legge di stabilità 2015, al 31 dicembre di quest'anno. Il CSC pre-

vede che le procedure negoziali nel settore pubblico si riapriranno nel 2016 e che nella seconda metà dell'anno si concluderanno i primi rinnovi contrattuali. Sulla dinamica delle retribuzioni di fatto influirà sia il venir meno di alcuni tagli alla spesa introdotti negli anni passati¹, sia le trasformazioni di personale da tempo determinato a tempo indeterminato previste dall'ultima Legge di Stabilità nell'ambito del progetto "la buona scuola", per il momento rinviate al 2016. Ciò porterà a un aumento delle retribuzioni di fatto nel settore pubblico pari allo 0,3% quest'anno e allo 1,2% nel prossimo.

Negli ultimi anni l'attività contrattuale è stata intensa, invece, nell'industria: in quella in senso stretto, i contratti rinnovati tra fine 2012 e primavera 2014 coprono circa il 95% del monte retributivo e hanno fissato aumenti per il triennio 2013-2015 o per quello 2014-2016 prendendo a riferimento le previsioni ISTAT di inflazione al netto degli energetici importati, così come formulate ad agosto 2012 e a maggio 2013². Sulla base dei CCNL in vigore, le retribuzioni contrattuali nell'industria in senso stretto cresceranno del 2,3% nel 2015. Tra la fine del 2015 e nel corso del 2016 scadranno numerosi contratti. Molti di essi prevedono di considerare, in fase di rinegoziazione, lo scostamento registrato nel triennio precedente tra inflazione prevista al momento del rinnovo e quella effettiva. Quest'ultima risulta nei principali contratti mediamente più bassa di 3,6 punti percentuali rispetto alla prevista. Sulla base di questo scostamento, nel rispetto degli accordi, la dinamica delle retribuzioni contrattuali potrà risultare nulla nel 2016. Le retribuzioni di fatto potrebbero trarre impulso dalla contrattazione di secondo livello, i cui risultati non sono stimabili ex-ante.

Nei servizi privati, l'attività contrattuale è stata nei primi mesi del 2015 più intensa che nel 2014 tanto che la copertura dei contratti è passata dal 17,6% al 51,8% del monte retributivo. Se la copertura dovesse ancora crescere, la dinamica retributiva contrattuale sarà pari allo 0,8% nel 2015 e all'1,1% nel 2016, maggiore di quella nell'industria. D'altra parte nei servizi le retribuzioni reali sono aumentate, nel biennio scorso, meno che nell'industria (-0,4% nel 2013 e +0,8% nel 2014, contro il +0,9% e +1,7%).

Dal 2015 CLUP in frenata

Dopo il +1,2% nel 2014, il CSC stima che l'aumento del CLUP nel totale dell'economia italiana si smorzerà al +0,4% nel 2015, grazie a una dinamica della produttività che tornerà in territorio positivo +0,1% (dal -0,6% nel 2014) e con un costo del lavoro che cresce dello 0,5% (da 0,6% nel 2014).

Nel 2016 la dinamica del CLUP scenderà a -0,4% grazie a una produttività in accelerazione (+0,4%), mentre quello del costo del lavoro si fermerà allo 0,1%.

¹ Dal 2015 non hanno effetto le norme di contenimento della spesa per il personale introdotte dal decreto 78/2010 riguardante il blocco dei trattamenti economici individuali e il blocco economico delle progressioni di carriera.

² La previsione ISTAT di agosto 2012 per l'inflazione IPCA al netto degli energetici importati (+2,0% nel 2013, +1,8% nel 2014, +2,1% nel 2015) è stata presa a riferimento dagli accordi rinnovati fino a maggio 2013, quando le stime sono state riviste (+1,8% per il 2013, +1,8% per il 2014 e +2,0% per il 2015). A maggio 2014 la previsione era più bassa di quella di un anno prima (+0,8% per il 2014, +1,3% per il 2015, +1,5% per il 2016 e +1,6% per il 2016). Il 29 maggio 2015 l'ISTAT ha aggiornato le previsioni dell'IPCA per il periodo 2015-2018 (0,6% per il 2015, 1,1% per il 2016, 1,3% per il 2017 e 1,5% per il 2018).

Le previsioni scontano l'impatto degli incentivi sulle nuove assunzioni a tempo indeterminato effettuate nel 2015 (decontribuzione totale fino a un tetto di 8.060 euro annui) previsti dalla Legge di stabilità, che avranno pieno effetto nel 2016. Nel settore privato la dinamica del costo del lavoro risulterà pari a -1,1% nel 2015 e a -1,5% nel 2016. Quella del CLUP scenderà a -1,3% e -2,1%. Queste stime inglobano anche l'intera deducibilità del costo del lavoro dalla base imponibile IRAP, che in Contabilità Nazionale non è imputata al costo del lavoro ma alle entrate indirette. Senza considerare il taglio dell'IRAP la dinamica del costo del lavoro nel settore privato risulterebbe di +0,7% nel 2015 e di -0,2% nel 2016; quella del CLUP di +0,5% e di -0,8%, rispettivamente.

Inflazione minima... La variazione annua dei prezzi al consumo in Italia è salita a +0,1% a maggio, dopo essere scivolata in territorio negativo (minimo a -0,6% a gennaio; indice NIC). La graduale risalita è stata determinata in buona misura dall'attenuazione della caduta dei prezzi energetici, sulla scia del rimbalzo delle quotazioni petrolifere, ma vi hanno contribuito anche i prezzi alimentari e quelli *core*.

Il rischio di deflazione, perciò, si è ridotto. Nello scenario CSC, come già a dicembre, viene escluso il suo materializzarsi. Ciò grazie anche all'indebolimento dell'euro e alla ripartenza dell'economia italiana nel primo trimestre. La perdurante debolezza della domanda interna, la capacità inutilizzata ancora ampia e la frenata della dinamica del CLUP, tuttavia, terranno gli incrementi dei prezzi su ritmi molto ridotti.

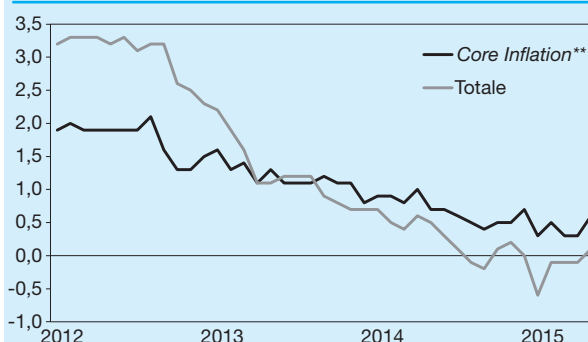
Nello scenario CSC, la dinamica annua dei prezzi al consumo in Italia resterà poco sopra lo zero nel 2015, attestandosi in media a +0,2%. In seguito, continuerà a risalire lentamente, portandosi a +0,6% in media nel 2016. Queste previsioni scontano il fatto che nel 2015 la dinamica totale dell'indice dei prezzi rimanga sotto quella *core* (esclusi energia e alimentari) e la raggiunga poi nel corso del 2016.

La dinamica dei prezzi *core* era scesa a valori molto bassi in seguito alla prolungata debolezza dell'attività economica in Italia, risalendo però a maggio: +0,6% annuo, da un minimo di +0,3% a gennaio (Grafico 1.12). Al suo interno, è maggiore la crescita dei prezzi dei servizi (+0,7%, da +0,5% a gennaio). È risalita anche quella dei prezzi dei beni industriali, settore più esposto alla concorrenza (+0,3% annuo a maggio, da un minimo di -0,1% nel novembre 2014).

I prezzi dei beni energetici continuano a tenere la dinamica dell'indice totale sotto quella *core*. La loro riduzione in termini

Grafico 1.12

Rimane bassa l'inflazione
(Italia, prezzi al consumo, indici NIC*,
variazioni % a 12 mesi, dati mensili)



* NIC = indici nazionali per l'intera collettività.

** Al netto di energia e alimentari.

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

annui si è attenuata negli ultimi mesi (-5,8% a maggio, da -9,1% a gennaio). Questi prezzi e tariffe in Italia seguono con un ritardo di 1-2 mesi e in misura ridotta, per l'alta incidenza di imposte e altre componenti, l'andamento della quotazione del petrolio Brent tradotta in euro. La quale è in forte ribasso in termini annui, pur essendo salita dai minimi (-27,0% a maggio, da -54,7% a gennaio; -26,7% previsto in media nel 2015).

Nel 2016, invece, il prezzo del petrolio registrerà un aumento (+11,3% in euro nello scenario CSC) e ciò sosterrà la dinamica dei prezzi al consumo dei prodotti energetici. Questa voce pesa per il 9,3% nel paniere dei prezzi. Il suo rincaro farà in modo che la variazione annua dell'indice totale nel 2016 si riporti in linea con quella dell'indice *core*.

I prezzi alimentari sono già in aumento. La loro dinamica è salita all'1,0% annuo a maggio (da +0,1% a gennaio). Tale andamento è stato guidato dagli alimentari freschi, i cui prezzi sono più direttamente legati alle quotazioni delle commodity: +2,1% annuo, da -0,3%. I prezzi degli alimentari lavorati, invece, continuano a registrare una dinamica molto contenuta (+0,3%). Gli alimentari contano per il 17,6% nel paniere dei prezzi al consumo in Italia e l'andamento dei loro prezzi ha contribuito negli ultimi mesi a far riemergere la dinamica dell'indice totale dal territorio deflazionistico.

I consumatori italiani si attendono ancora una riduzione del livello dei prezzi, ma con un'intensità molto meno forte rispetto a inizio anno: -8 a maggio il saldo delle risposte, da un minimo di -19 a gennaio. Il cambiamento delle attese è stato in buona misura determinato dal miglioramento dell'attività economica, oltre che dall'attenuazione della caduta dei prezzi energetici.

Sulle prospettive di inflazione nel 2016 resta un rischio al rialzo, rappresentato dal possibile aumento, da gennaio, dell'IVA inserito come clausola di salvaguardia dei conti pubblici. Lo scenario CSC non include tale rincaro, coerentemente con quanto indicato dal Governo nell'ultimo DEF. L'impatto sull'andamento dei prezzi al consumo dei rialzi dell'IVA negli ultimi anni è stato comunque molto limitato, se non nullo: sono stati in gran parte assorbiti dai margini delle imprese. La prevista accelerazione dell'attività economica nel 2016, tuttavia, renderebbe possibile un maggiore trasferimento dell'aumento dell'imposta sui listini finali.

...vicina a quella dell'Eurozona

La variazione annua dei prezzi al consumo in Italia è di poco inferiore a quella media dell'Area euro: il divario è di -0,1 punti percentuali a maggio, da +0,1 a gennaio (indici armonizzati IPCA). I prezzi *core* in Italia hanno una dinamica meno sostenuta di quella che si registra nell'Eurozona (-0,2 punti a maggio) e i prezzi energetici registrano una flessione più marcata che nell'Area (-0,9). Quelli alimentari, invece, crescono di più in Italia (+0,3).

Rispetto alla Germania, in particolare, la dinamica dei prezzi al consumo in Italia resta significativamente più bassa (-0,5 punti percentuali a maggio). I prezzi *core* in Italia crescono meno che in Germania (-0,7 punti) e quelli energetici calano di più (-0,8), mentre gli aumenti dei prezzi alimentari sono quasi allineati (-0,1).

Deficit pubblico in riduzione

Il CSC stima un indebitamento netto della PA al 2,7% del PIL quest'anno e al 2,0% nel 2016 (Tabella 1.2).

Sostanzialmente in linea con quanto indicato nel Documento di Economia e Finanza (DEF) presentato ad aprile scorso, e recepito dal Parlamento (Tabella 1.4). In esso il Governo si è impegnato ad annullare la clausola di salvaguardia sulle imposte indirette introdotta dall'ultima Legge di stabilità (pari a 0,8 punti di PIL) e quella prevista dalla Legge di stabilità 2014 sulle *tax expenditures* (pari a 0,2 punti di PIL) che scatterebbero nel 2016 e a compensarle con 10 miliardi di tagli alla spesa (0,6 punti di PIL). La previsione CSC incorpora sia l'annullamento delle clausole sia i risparmi che, sebbene non ancora deliberati, si è ritenuto di concentrare sulla spesa corrente primaria diversa dai redditi da lavoro e dalla previdenza. Inoltre, poiché questo rapporto è stato chiuso prima della decisione della Corte Costituzionale in merito al blocco della contrattazione nel pubblico impiego (introdotto con il DL 78/2010 e successivamente prorogato fino al 31 dicembre 2015), nello scenario si ipotizza il rigetto del ricorso. Nel 2015 il deficit rimarrà sensibilmente al di sopra della previsione del Governo (2,6% del PIL), per effetto degli esborsi connessi alla sentenza della Corte Costituzionale sull'indicizzazione delle pensioni e al blocco da parte della Commissione europea del *reverse charge*, che comporteranno un peggioramento del deficit di 2,8 miliardi; a questa cifra va aggiunto un aumento della spesa per interessi rispetto allo scenario del DEF per circa 1,3 miliardi. Il deficit 2016 sconta una dinamica più bassa del PIL nominale (+2,2% contro il +3,0% indicato dal Governo) e maggiore spesa per interessi di 1,4 miliardi.

Il deficit di bilancio strutturale, ossia al netto dell'andamento del ciclo e delle *una tantum*, sarà pari allo 0,8% del PIL nel 2015 (dallo 0,9% nel 2014) e allo 0,9% nel 2016. Nello scenario CSC il conseguimento del pareggio di bilancio strutturale è più graduale rispetto a quanto previsto dal Governo.

Il saldo primario è stimato all'1,6% del PIL quest'anno (come nel 2014) e al 2,3% nel 2016. In termini strutturali scende al 3,5% del PIL quest'anno (dal 3,8% nel 2014) e al 3,4% l'anno prossimo.

Migliora il fabbisogno

Il fabbisogno di cassa delle amministrazioni pubbliche è risultato pari a 28,4 miliardi di euro nei primi quattro mesi del 2015, quasi 13 miliardi in meno rispetto allo stesso periodo del 2014. Riduzione comunque confermata anche al netto di introiti da dismissioni (che riducono il fabbisogno), sostegni finanziari erogati ai paesi UEM (che lo accrescono), pagamenti dei debiti della PA verso le imprese e altre operazioni straordinarie (Tabella 1.3).

Tabella 1.2

Il quadro della finanza pubblica (Valori in % del PIL)				
	2013	2014	2015	2016
Entrate totali	48,0	48,1	48,1	47,8
Uscite totali	50,9	51,1	50,8	49,8
Pressione fiscale apparente	43,3	43,4	43,5	43,3
Pressione fiscale effettiva	48,9	49,1	49,2	48,9
Indebitamento netto	2,9	3,0	2,7	2,0
Indebitamento netto strutturale	0,8	0,9	0,8	0,9
Saldo primario	1,9	1,6	1,6	2,3
Saldo primario strutturale	4,3	3,8	3,5	3,4
Debito pubblico	128,5	132,1	132,7	131,9
Debito pubblico (netto sostegni)*	125,1	128,4	129,0	128,3

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

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Il CSC stima che il debito pubblico nel 2015 si attesti al 132,7% del PIL (dal 132,1% nel 2014) e al 131,9% nel 2016 quando inizierà il rientro. Al netto dei sostegni ai fondi di stabilità europei (EFSF ed ESM) il debito sarà: 129,0% del PIL quest'anno (dal 128,4% del 2014) e 128,3% nel 2016. La stima include 0,4 punti di PIL di privatizzazioni e dismissioni immobiliari quest'anno e 0,5 punti nel 2016, come indicato dal Governo. Al contrario, non inciderà il pagamento straordinario dei debiti PA avviato nel 2013 perché il programma varato dal Governo è arrivato a

un punto morto alla fine del 2014 pur essendoci ancora 19,8 miliardi di differenza tra lo stanziato e l'erogato e 6,3 miliardi tra le risorse messe a disposizione delle PA e quelle erogate. Resta da capire a quanto ammontino effettivamente i debiti scaduti non ancora pagati, inclusi quelli di parte capitale, fuori bilancio e verso le società partecipate dalle PA. Si dovrà inoltre accertare se le PA stiano rispettando i nuovi termini di pagamento imposti dalla direttiva europea *Late payment*. Ciò è reso possibile dai nuovi strumenti entrati in funzione di recente quali la fatturazione elettronica e le nuove funzionalità della piattaforma elettronica del MEF.

Nello scenario CSC la spesa pubblica in rapporto al PIL si attesta al 50,8% del PIL nel 2015 (dal 51,1% nel 2014) per scendere il prossimo anno al 49,8%. L'aumento in valore quest'anno (+0,7%) è da imputare alla dinamica delle spese per prestazioni sociali (+3,7%), mentre saranno in diminuzione tutte le altre voci di spesa corrente. Nel 2016 l'aumento della spesa pubblica sarà più contenuto (+0,3%). Le uscite in conto capitale risultano pari al 3,7% del PIL quest'anno, e saliranno al 3,8% nel 2016.

La spesa per interessi è stimata al 4,3% del PIL quest'anno e il prossimo. Tale spesa è maggiore di quella prevista nel DEF di 1,3 miliardi quest'anno e 1,4 il prossimo. Questa stima è basata sull'ipotesi che, ferma restando la composizione del debito ai valori di marzo e rimanendo invariata la curva dei tassi, i rendimenti dei titoli italiani decennali scendano gradualmente fino a toccare, a ottobre i 187 punti base e mantenendosi su tale livello fino alla fine del 2016. Il costo medio del debito pubblico sarà pari al 3,4% quest'anno e il prossimo (dal 3,7% nel 2014).

Le entrate complessive sono stimate dal CSC al 48,1% del PIL quest'anno, percentuale invariata rispetto al 2014, e scenderanno al 47,8% l'anno prossimo.

La pressione fiscale cala

La pressione fiscale si attesta quest'anno al 43,5% del PIL e al 43,3% nel 2016, stesso livello del 2013 (43,4% nel 2014). Questi numeri non includono gli effetti della stabilizzazione del bonus di 80 euro prevista dalla Legge di stabilità. Tenendone conto, la pressione fiscale scenderebbe al 43,0% del PIL nel 2015 e al 42,7% nel 2016. L'incidenza effettiva della pressione fiscale sul PIL depurato dal sommerso salirà al 49,2% quest'anno e nel 2016 tornerà al 48,9%.

Tabella 1.3

Fabbisogno in calo (Periodo gennaio-aprile; milioni di euro)		
	2014	2015
Fabbisogno PA	41.350	28.427
(+) Dismissioni	31	2.162
(-) Prestiti a EFSF e paesi membri	1.458	-2.097
(-) Contributi a ESM	2.866	0
(-) Pagamenti debiti alle imprese	2.800	0
(+) Altre operazioni straordinarie	0	0
Fabbisogno al netto delle operazioni straordinarie	34.257	32.686

Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia.

Confermati gli obiettivi del Governo

Nel DEF, gli obiettivi di bilancio, sino al 2017, sono rimasti quelli indicati a ottobre scorso nella relazione di variazione alla Nota di aggiornamento al DEF. Sono stati modificati, invece, quelli per il 2018 quando viene ora stabilito il raggiungimento del pareggio di bilancio effettivo (a ottobre era stato scritto un deficit dello 0,2% del PIL).

Il deficit, secondo il Governo, sarà quest'anno al 2,6% del PIL (dal 3,0% del 2015), l'anno prossimo all'1,8%, nel 2017 allo 0,8% per annullarsi nel 2018 e raggiungere un surplus dello 0,4% del PIL nel 2019.

Il pareggio strutturale, secondo il DEF, sarebbe raggiunto l'anno prossimo nelle previsioni tendenziali. Il Governo opportunamente ha programmato uno scostamento dal deficit tendenziale per il 2016 confermando l'impegno, preso a ottobre scorso, di raggiungere il pareggio strutturale nel 2017. Ciò è reso possibile dall'attivazione della flessibilità prevista per i paesi usciti dalla procedura per deficit eccessivo e che adottano riforme strutturali, visto che l'Italia avrà un deficit ben inferiore alla soglia del 3% del PIL.

Così, rispetto al tendenziale, il Governo ha programmato di utilizzare 0,1 punti di PIL quest'anno, 0,4 nel 2016 e un ulteriore 0,2% nel 2017, per recuperare uno 0,1% del PIL nel 2018.

La recente sentenza della Corte Costituzionale (n. 70/2015) che ha ritenuto illegittimo il blocco dell'indicizzazione delle pensioni superiori a tre volte il minimo, introdotta dal DL 201/2011, costerà, in termini di impatto sul deficit, 2,1 miliardi quest'anno e 500 milioni dal prossimo. Con il DL 65/2015 tali risorse sono state destinate al pagamento *una tantum* quest'anno, per sanare la mancata indicizzazione tra il 2011 e il 2014, e alla modifica dei criteri di indicizzazione. Inoltre, a maggio la Commissione europea ha bocciato l'introdu-

Tabella 1.4

Meno restrittive le politiche di bilancio pubblico (In % PIL)

	2014	2015	2016
Quadro tendenziale			
Indebitamento netto	3,0	2,5	1,4
Indebitamento netto strutturale	0,8	0,5	0,0
Variazione strutturale	0,0	0,3	0,5
Saldo primario	1,6	1,7	2,8
Interessi	4,7	4,2	4,2
Debito pubblico (lordo sostegni e debiti PA)	132,1	132,4	130,3
Debito pubblico (netto sostegni)	128,4	128,8	126,8
Debito pubblico (netto sostegni e debiti PA)	125,9	126,0	124,2
Riduzione stock debito pubblico		0,4	0,5
PIL nominale (milioni di euro)	1.616.048	1.638.983	1.687.708
Var. % PIL nominale	0,4	1,4	3,0
Var. % PIL reale	-0,4	0,7	1,3
Quadro programmatico			
Indebitamento netto	3,0	2,6	1,8
Indebitamento netto strutturale	0,7	0,5	0,4
Variazione strutturale	0,0	0,2	0,1
Saldo primario	1,6	1,6	2,4
Debito pubblico (lordo sostegni e debiti PA)	132,1	132,5	130,9
Debito pubblico (netto sostegni)	128,4	128,9	127,3
Debito pubblico (netto sostegni e debiti PA)	125,9	126,1	124,7
PIL nominale (milioni di euro)	1.616.048	1.638.983	1.681.500
Var. % PIL nominale	0,4	1,4	2,6

Fonte: elaborazioni CSC su stime DEF.

zione del *reverse charge* sull'IVA prevista dalla Legge di stabilità 2015 dalla quale il Governo contava di recuperare 700 milioni. Le risorse assorbite da tali giudizi ammontano complessivamente a 2,8 miliardi quest'anno, superando lo spazio di maggior deficit programmato dal Governo rispetto al tendenziale.

L'anno prossimo il Governo intende utilizzare lo 0,4% di PIL di scostamento tra programmatico e tendenziale, unitamente a tagli alla spesa per 0,6% punti di PIL (10 miliardi di euro), per annullare le clausole di salvaguardia che valgono 16,1 miliardi. Nel 2017, saranno disponibili ulteriori 3,5 miliardi circa per misure espansive.

Nonostante queste scelte positive compiute dal Governo, la politica di bilancio rimarrà comunque restrittiva: il deficit strutturale scenderebbe, infatti, di 0,2 punti di PIL quest'anno, 0,1 punti nel 2016, 0,3 nel 2017 e 0,2 punti nel 2018. E rimarrà restrittiva pur in presenza di un gap tra PIL effettivo e potenziale, che si chiuderà solo nel 2019 (l'*output gap* sarà -2,5% nel 2016, -1,3% nel 2017, -0,3% nel 2018). Nel quadriennio 2015-2018 la restrizione programmata sarà però di 0,8 punti di PIL, la metà di quella che si sarebbe realizzata in base al tendenziale (1,6 punti di PIL).

L'avanzo primario, programmato dal Governo al 2,4% del PIL nel 2016, sarà il più alto nell'UE-28 dopo quello della Grecia (i cui numeri appaiono sempre meno realistici) e più elevato di quello della Germania.

Gli introiti da privatizzazioni programmati sono stati rivisti ancora: scendono allo 0,4% del PIL quest'anno e poi nel 2015 e 2016 saliranno a mezzo punto di PIL l'anno, per calare allo 0,3% nel 2017. Sino a ottobre scorso si prevedeva di incassare 0,7 punti di PIL all'anno nel periodo 2015-2019. Il continuo cambiamento degli obiettivi ne riduce la credibilità. Sarebbe auspicabile che quelli attuali fossero confermati anche in futuro.

Quanto sono forti per l'economia italiana le spinte esterne?

Riduzione del prezzo del petrolio, indebolimento dell'euro, diminuzione dei tassi d'interesse a lungo termine e, dal 2016, accelerazione del commercio mondiale disegnano un quadro esterno molto favorevole per l'economia italiana. Quanto favorevole? Le nuove stime, elaborate dal CSC sulla base della revisione del modello econometrico (per tener conto dell'aggiornamento al 2014 delle serie storiche) e dei valori oggi prevedibili di quelle variabili, indicano una spinta pari al 2,0% del PIL nel 2015 e a un ulteriore 1,2% nel 2016, per un cumulo di 3,1 punti percentuali (Tabella A).

Come si scompone questa spinta tra i vari fattori? La parte maggiore origina dalla svalutazione dell'euro, che a 1,13 dollari USA in media nel 2015 e a 1,15 nel 2016 fornisce un impulso espansivo di 1,3 punti di PIL quest'anno e di altri 0,4 il prossimo, per un totale di 1,7 punti.

Il secondo fattore, per propulsione, è il petrolio, fissato a 62 dollari il barile nel 2015 e a 70 nel 2016. Il suo effetto è di alzare il PIL di 0,5 punti quest'anno e di 0,3 punti il prossimo, per un totale di 0,8 punti.

La riduzione dei tassi di interesse reali a lunga, prodotta dall'intervento della BCE, genera ulteriori 0,6 punti di spinta al PIL, con uno 0,2 nel 2015 e un altro 0,3 nel 2016. Su questa variabile, ancor più che su altre, la previsione è aleatoria.

La stima si basa, infatti, sul rendimento dei BTP decennali, che ha toccato un minimo a 1,13% ai primi di marzo, dal 2,89% medio nel 2014, e oggi si colloca a 2,33%. Parte di questo rialzo è riconducibile all'incertezza generata dalla vicenda greca, che ha riallargato lo spread da 90 punti base a oltre 150. Il venir meno di questo fattore di incertezza lo riporterebbe giù (e c'è chi ritiene che ciò avverrà anche in caso di default greco). Parte, invece, è spiegato dall'aumento dei rendimenti sui Bund, passati dallo 0,1% all'1,0%, per poi scendere allo 0,8%. Una spiegazione può essere l'eccessiva compressione dei rendimenti tedeschi che ha provocato vendite le quali, in un mercato illiquido, hanno fatto crollare i prezzi. Se questa spiegazione si dimostrasse fondata, allora il proseguimento degli acquisti BCE è destinato a fermare la risalita dei tassi sui titoli pubblici tedeschi. Il CSC formula l'ipotesi che lo spread diminuisca gradualmente ai livelli minimi di marzo (1,04 in media) e i rendimenti sui Bund restino ai livelli correnti (0,83 medi a giugno). Ciò riporta il tasso sui BTP all'1,87% dall'ottobre 2015.

Infine, la dinamica del commercio mondiale, a causa del rallentamento degli scambi dal 3,3% nel 2014 al 3,0% nel 2015, agisce da freno quest'anno per meno di un decimo di punto e da stimolo per un po' più di un decimo l'anno prossimo, quando accelererà al 4,4%.

Nello scenario elaborato a dicembre era incorporata già una spinta dai fattori esterni pari alla metà di quella valutata oggi e ripartita tra 2015 e 2016 grosso modo secondo le stesse proporzioni. Ciò significa che il rialzo delle previsioni del CSC include solo una frazione della propulsione aggiuntiva che viene attualmente stimata provenire da petrolio, cambio, tassi e scambi globali, lasciando ulteriori spazi di miglioramento della crescita.

Tabella A

L'impatto delle variabili internazionali sul PIL in Italia
(Aumenti del PIL in punti %)

	2015		2016		Cumulato	
	Nelle previsioni CSC di:		Nelle previsioni CSC di:		Nelle previsioni CSC di:	
	Giugno 2015*	Dicembre 2014**	Giugno 2015*	Dicembre 2014**	Giugno 2015*	Dicembre 2014**
Petrolio	0,48	0,36	0,27	0,22	0,75	0,58
Cambio	1,29	0,49	0,43	0,18	1,72	0,67
Commercio mondiale	-0,04	0,13	0,13	0,16	0,09	0,29
Tassi a lunga	0,22	0,00	0,33	0,00	0,55	0,00
Totale	1,95	0,98	1,16	0,56	3,11	1,54

* Petrolio: da 99 dollari al barile nel 2014 a 62 nel 2015 e 70 nel 2016. Cambio: da 1,33 dollari per euro nel 2014 a 1,13 nel 2015 e 1,15 nel 2016. Commercio mondiale: da 3,3% nel 2014 a +3,0% nel 2015 e +4,4% nel 2016. BTP decennale da 2,89% nel 2014 a 1,85% nel 2015 e 1,87% nel 2016.

** Petrolio: da 99 dollari al barile nel 2014 a 70 nel 2015 e 75 nel 2016. Cambio: da 1,33 dollari per euro nel 2014 a 1,25 nel 2015-2016.

Commercio mondiale: da 3,3% nel 2014 a +4,4% nel 2015 e +4,5% nel 2016.

Fonte: elaborazioni e simulazioni CSC.

1.2 Le esogene della previsione

Commercio mondiale in lenta crescita... Prospettive più incerte per la dinamica degli scambi mondiali nel corso del 2015. È frenata da una crescita meno forte delle attese sia nelle economie emergenti sia negli Stati Uniti, dalle instabilità geopolitiche in Russia e Ucraina e nel Medio Oriente, dai tagli alla domanda interna dei paesi esportatori di petrolio e dal ricorso a misure protezionistiche. Ma è favorita dall'accelerazione della ripresa nell'Area euro, da cui dipende quasi un terzo del commercio mondiale, e dal crollo delle quotazioni *oil*, che ha un effetto netto positivo sulla domanda mondiale.

Nello scenario del CSC il rafforzamento dell'attività economica, soprattutto nell'Area euro, e la mitigazione delle tensioni geopolitiche permetteranno l'accelerazione della crescita del commercio globale nel 2016, a un ritmo leggermente superiore a quello del PIL, ma lontano dalla performance pre-crisi.

Nel 2015, però, il risultato annuo è fortemente condizionato da una caduta inattesa nel primo trimestre (-1,5% rispetto al quarto 2014), dopo una robusta crescita acquisita dal 2014 (+2,8%). Caduta determinata da una performance molto negativa dei paesi emergenti (-3,0%), in particolare di quelli asiatici (-5,8%), e da una stagnazione degli scambi internazionali nei paesi avanzati (+0,1%), con un calo negli Stati Uniti (-1,9%) e un aumento nell'Area euro (+0,5%; Grafico 1.13).

Le cause sono per la maggior parte temporanee: clima rigido e scioperi portuali negli Stati Uniti, che hanno diminuito l'attività USA, e crollo delle quotazioni *oil*, che ha ridotto la domanda interna nei paesi esportatori netti di petrolio. In prospettiva è, invece, attesa rafforzarsi la domanda dei paesi importatori netti di *oil*, in particolare quella dell'Area euro, con un effetto

Tabella 1.5

Le esogene internazionali della previsione (Variazioni percentuali)

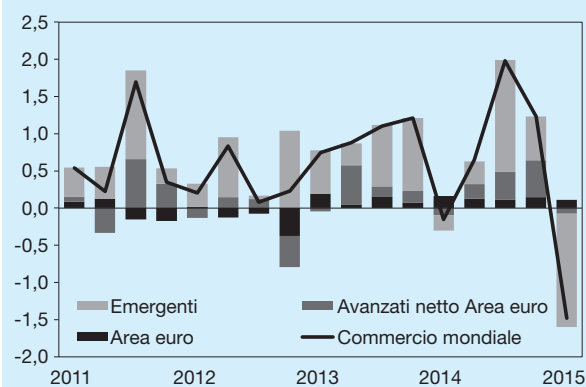
	2013	2014	2015	2016
Commercio mondiale	2,7	3,3	3,0	4,4
Prezzo del petrolio ¹	108,9	99,2	62,0	70,0
Prodotto interno lordo				
Stati Uniti	2,2	2,4	2,2	2,7
Area euro	-0,3	0,9	1,4	1,8
Paesi emergenti	5,0	4,6	4,2	4,7
Cambio dollaro/euro ²	1,33	1,33	1,13	1,15
Tasso FED ³	0,11	0,09	0,29	1,19
Tasso di interesse a 3 mesi USA ³	0,27	0,23	0,40	1,30
Tasso BCE ³	0,55	0,16	0,05	0,05
Tasso di interesse a 3 mesi Area euro ³	0,22	0,21	0,02	0,06

¹ Dollari per barile; ² livelli; ³ valori percentuali.

Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati Eurostat, FMI, CPB.

Grafico 1.13

La brusca frenata del commercio mondiale (Contributi alla crescita, dati trimestrali destagionalizzati in volume)



Fonte: elaborazioni CSC su dati CPB.

nel complesso positivo sul commercio mondiale. Ciò comporterà un rimbalzo degli scambi, a un ritmo superiore a quello medio del 2014 (+0,4% mensile).

Secondo gli indicatori qualitativi le prospettive per il secondo trimestre sono ancora deboli: la componente ordini esteri del PMI globale è diminuita a 49,9 nella media di aprile-maggio da 50,9 nel primo trimestre, tornando appena sotto alla soglia neutrale dopo sette trimestri. Ciò rappresenta un rischio al ribasso per la dinamica attesa degli scambi.

Nel quadro previsivo, comunque, il commercio mondiale è visto accelerare nella parte centrale dell'anno, per poi tornare a crescere ai ritmi registrati nella media dell'ultimo triennio, ampiamente inferiori al passo tenuto prima del 2007.

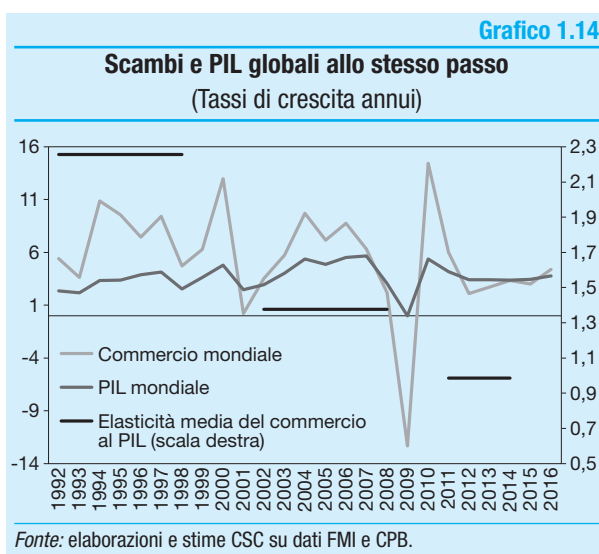
Sulla base del combinato disposto di questi fattori il CSC prevede un aumento del 3,0% degli scambi globali nel 2015 (rivisto dal +4,4% indicato a dicembre scorso) e del 4,4% nel 2016 (da +4,5%).

...e ben sotto i ritmi pre-crisi

La dinamica del commercio mondiale è stata modesta, rispetto al periodo pre-crisi, a partire dal 2011 (dopo il crollo nel 2009 e il rimbalzo tecnico nel 2010). Ciò è in parte dovuto alla debolezza della crescita del PIL (si veda il riquadro *Serve un mix di politiche per accelerare il passo lento dell'economia mondiale*). Ma riflette anche l'effetto di fattori persistenti o addirittura strutturali, già in atto dagli inizi degli anni 2000, che hanno ridotto la sensibilità degli scambi internazionali alla crescita globale, ossia la loro elasticità¹.

Elasticità che è scesa, in media, da 2,3 negli anni 1992-1999 a 1,4 nel 2002-2008 e a 1,0 nel 2011-2014, quando cioè scambi e PIL mondiali sono cresciuti allo stesso ritmo (Grafico 1.14). Si è interrotta, infatti, la corsa della quota del commercio mondiale sul PIL, che è stata pari al 43,5% nel 2014, dal 46,2% nel 2007, picco pre-crisi.

Freni molto persistenti sono: la debolezza delle economie dell'Area euro, che hanno un grado di apertura al commercio con l'estero molto più elevato degli altri principali paesi, grazie all'elevata integrazione intra-Area (la somma di import ed export è pari all'84,9% del PIL nel 2014, contro il 45,6% in Cina e il 29,9% negli Stati Uniti); e la frenata della domanda mondiale di beni di investimento, prodotti *trade intensive*, soprattutto nelle economie avanzate. La ripresa dell'attività economica nell'Area euro e il recupero degli investimenti saranno gradualmente, a ritmi inferiori a quelli pre-crisi (si veda anche il riquadro *L'incertezza sulla domanda frena gli investimenti*), e comunque determineranno una moderata accelerazione del commercio mondiale.



¹ L'elasticità è definita come il rapporto tra la variazione percentuale del commercio mondiale e quella del PIL.

Rappresenta un cambiamento strutturale, invece, lo stop all'estensione delle catene globali del valore (*global value chain*, GVC), cioè delle filiere internazionali della produzione, che si erano sviluppate a ritmi molto elevati a partire dagli anni Novanta, alimentando una corsa degli scambi di beni intermedi. Secondo stime della Banca d'Italia, lo sviluppo delle GVC ha offerto un contributo pari a circa un quarto dell'elasticità del commercio mondiale al PIL nel periodo 1996-2005 e sostanzialmente nullo nel 2006-2011.

Negli ultimi anni, inoltre, sono aumentate le operazioni di *reshoring* di parte dei processi produttivi all'interno dei confini nazionali, che tendono così ad accorciare le GVC. Ciò sta avvenendo, in particolare, negli Stati Uniti, grazie anche alla politica industriale che ha riscoperto la centralità del manifatturiero, e in Cina, che oggi produce internamente beni intermedi ad alto valore aggiunto che prima importava. Una minore partecipazione alle GVC ha contribuito a ridurre, dal 2011 al 2014, l'apertura agli scambi con l'estero sia degli Stati Uniti (-1,0 punti percentuali di PIL) sia della Cina (-7,2 punti).

Serve un mix di politiche per accelerare il passo lento dell'economia mondiale

Le prospettive della crescita mondiale sono insoddisfacenti. Le previsioni di aumento del PIL globale sono state continuamente riviste al ribasso negli ultimi quattro anni. È apparso via via più evidente, infatti, che gli effetti della crisi economica, in particolare sugli investimenti, del rallentamento demografico e del minore impatto stimato delle nuove tecnologie sulla produttività sono molto persistenti, o addirittura permanenti.

Parte del passo frenato, rispetto a quanto osservato nel periodo pre-crisi (+5,1% medio annuo nel 2002-2007), appare per molti versi inevitabile. Tuttavia, soprattutto nei paesi avanzati, molto dipende dal mix di interventi pubblici che verranno adottati per rilanciare la crescita e innalzare il tasso di sviluppo potenziale dell'economia: sostenendo la domanda, soprattutto di investimenti; stimolando l'attività di ricerca e sviluppo; procedendo con le riforme strutturali; e adottando una vera politica industriale coerente con la riscoperta del ruolo centrale del manifatturiero.

In base alle stime pubblicate nelle recenti edizioni del *World Economic Report* (WEO) del Fondo Monetario Internazionale (FMI), le previsioni di crescita economica nel medio-lungo periodo (a cinque anni) sono state abbassate di 1,1 punti percentuali, dal 5,0% del 2008 al 3,9% del 2015, pari a un minor incremento di 1.239 miliardi annui di dollari.

Secondo le stime di aprile 2008, infatti, la crescita mondiale, dopo un iniziale rallentamento, avrebbe nuovamente accelerato al 5,0% medio annuo nel quinquennio 2009-2013. Ad aprile 2009 le prospettive di crescita erano scese al 4,4%, per poi risalire fino al 4,8% ad aprile 2011. Nei successivi quattro anni, infine, le previsioni sono state riviste continuamente al ribasso, raggiungendo nel 2015 un +3,9% per il periodo 2016-2020 (Grafico A)¹.

¹ I dati qui riportati differiscono da quelli originariamente pubblicati nelle passate edizioni del WEO, perché il CSC li ha ricostruiti utilizzando la nuova serie del PIL dei paesi in parità dei poteri d'acquisto (PPA), in modo da rendere possibile comparare le stime delle varie edizioni. La nuova serie delle PPA dà un peso maggiore ai paesi emergenti, più dinamici, e quindi fornisce un valore più elevato per la crescita aggregata nel Mondo.

Le prospettive di crescita sono state ridimensionate sia per il complesso dei paesi avanzati sia per quello degli emergenti. E, all'interno di ogni gruppo, per la quasi totalità dei paesi. In particolare, la crescita attesa nel medio periodo per i paesi avanzati si è ridotta, dal 2008 al 2015, di 0,5 punti percentuali, da +2,6% a +2,1%. Gran parte di questo calo si è verificato negli ultimi due anni: nel 2013 le stime erano ancora pari a +2,5%. Per i paesi emergenti, invece, le previsioni sono diminuite di ben 1,9 punti, da +7,0% a +5,1%, scendendo significativamente già dal 2011².

All'interno di ogni gruppo, inoltre, le previsioni per i singoli paesi hanno registrato una "regressione verso la media", delineando una dinamica livellata verso il basso: sono state riviste maggiormente all'ingiù, cioè, le stime per i paesi che erano attesi crescere di più.

Negli ultimi due anni la diminuzione delle attese di crescita, sia per il Mondo sia per i due macro-gruppi, è andata di pari passo con gli errori di previsione compiuti: è stata, infatti, mediamente uguale alla differenza tra la crescita effettiva nell'anno appena trascorso e le stime effettuate per lo stesso anno dodici mesi prima; mentre nel 2012-2013 la riduzione delle previsioni è stata pari, in media, a circa un terzo degli errori di previsione (minore per i paesi avanzati, maggiore per quelli emergenti).

Con il perdurare della crisi, infatti, è cambiata la sua interpretazione: di carattere sempre meno ciclico e sempre più strutturale, ossia con effetti molto persistenti.

In altre parole, è stato rivisto al ribasso lo sviluppo del PIL potenziale mondiale, che è il livello verso cui il PIL effettivo tende nel lungo periodo, cioè al netto delle fluttuazioni cicliche³. Secondo recenti stime dell'FMI, la crescita del PIL potenziale dei paesi avanzati nei prossimi cinque anni sarà più bassa di circa 0,8 punti percentuali rispetto ai primi anni 2000,



² Anche le stime della crescita per gruppi di paesi sono diverse da quelle originali, seppure marginalmente. Ciò è dovuto sia alla revisione della serie delle PPA sia all'utilizzo della classificazione per gruppi adottata nel 2015, che non coincide con quelle precedenti. In particolare, tra il 2008 e il 2015 sono passati dal gruppo degli emergenti a quello degli avanzati Repubblica Ceca, Slovacchia, Estonia, Lettonia e Lituania.

³ Più precisamente, il PIL potenziale è il livello del PIL che si realizza con il pieno impiego dei fattori produttivi (lavoro e capitale), senza generare spinte inflazionistiche.

mentre nei paesi emergenti il rallentamento nello stesso periodo di tempo sarà di circa 2 punti⁴. Il ritmo di crescita che l'intera economia mondiale può sostenere nel lungo periodo, senza surriscaldarsi, è stimato essersi ridotto di circa 1,3 punti percentuali.

Questa ricostruzione, però, è stata fatta a posteriori. Infatti, durante la crisi le stime del PIL potenziale dei paesi avanzati sono state progressivamente abbassate (le stime per i paesi emergenti non sono disponibili). In particolare, ad aprile 2008 la crescita del PIL potenziale nello stesso anno era stimata pari a 2,4%. Ad aprile di quest'anno, invece, essa è stata stimata pari a 1,8%, sia retrospettivamente per il 2008 sia previsivamente per il 2016. Un calo di 0,6 punti percentuali, appena superiore a quello per le previsioni a cinque anni (che incorporano un piccolo rimbalzo per chiudere l'*output gap*, cioè la distanza tra PIL effettivo e potenziale).

Peraltro, il ritmo di aumento del PIL potenziale era già sceso a questi livelli nelle stime di aprile 2011. L'abbassamento delle previsioni di crescita effettiva tra il 2011 e il 2015 è, invece, interamente dovuto alle revisioni all'ingiù del livello del PIL potenziale e quindi dell'*output gap*. Un più piccolo *output gap* implica un minore spazio di recupero legato al pieno utilizzo della capacità produttiva.

Per esempio, a inizio crisi, nel 2008, l'*output gap* era pari a -1,9%, secondo le stime effettuate in quello stesso anno, a -0,3%, in base alle stime realizzate nel 2011 e a +0,8% stando a quelle più aggiornate (cioè oggi si ritiene che nel 2008 il PIL effettivo fosse superiore a quello potenziale). Ciò corrisponde a 2,7 punti percentuali da sottrarre alla capacità di recupero ciclico del PIL, pari a 0,5 punti in meno all'anno nell'ipotesi di un ritorno al livello di lungo periodo nel quinquennio di previsione (Grafico B).

Cosa c'è dietro il minore potenziale di crescita?

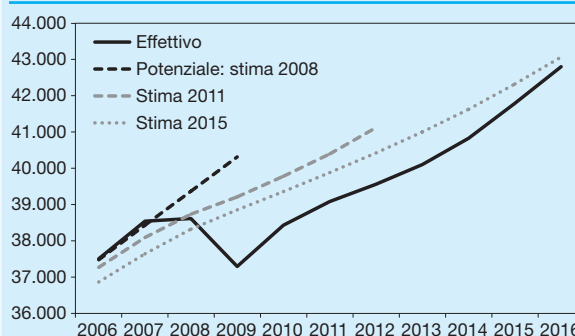
Una causa molto importante è l'evoluzione demografica, che spiega da sola metà del rallentamento. Attraverso due canali.

Il primo è semplicemente un fattore di scala: la minore crescita della popolazione, a parità di dinamica del PIL pro-capite (la misura principe del benessere economico), riduce la performance del PIL totale. Il rallentamento demografico mondiale è secolare: da +2,0% annuo nel decennio Sessanta a quasi zero (+0,1%) alla fine di questo secolo, secondo le previsioni ONU.

⁴ Si veda FMI, *World Economic Outlook* (aprile 2015). Le stime, seppure molto simili, non sono perfettamente comparabili con gli altri dati WEO, perché sono calcolate su un sottogruppo di paesi avanzati ed emergenti.

Grafico B

Avanzati: giù livello e crescita del PIL potenziale (PIL, miliardi di dollari 2006 in parità di potere d'acquisto)



La crescita del PIL potenziale è determinata dalla pendenza delle curve: linee più ripide corrispondono a maggiori tassi di crescita.
Fonte: elaborazioni CSC su stime FMI.

In particolare, la dinamica della popolazione è in calo da +1,2% nel 2005-2010 a +1,0% nel 2015-2020, sottraendo 0,2 punti percentuali annui alla crescita del PIL globale, egualmente distribuiti tra paesi avanzati (da +0,4% a +0,2%) ed emergenti (da +1,4% a +1,2%), dove comunque continuerà a contribuire per un punto in più alla dinamica del PIL.

Il secondo canale è dato dall'invecchiamento della popolazione, che fa diminuire la quota di persone in età lavorativa. Infatti, la crescita della popolazione compresa tra 15 e 64 anni si riduce più di quella totale: da +1,5% medio annuo nel 2005-2010 a +0,9% nei prossimi cinque anni, sottraendo ulteriori 0,4 punti alla crescita del PIL. Questo fattore colpirà un po' più i paesi avanzati (da +0,4% a -0,3%) che quelli emergenti (da +1,8% a +1,2%), contribuendo quindi, per un ulteriore mezzo punto, alla migliore performance dei paesi emergenti rispetto a quelli avanzati.

Inoltre, all'interno della popolazione in età lavorativa, l'invecchiamento della popolazione tende a ridurre la partecipazione al mercato del lavoro, perché la quota delle persone che cercano attivamente un'occupazione cala nelle fasce più anziane di persone in età di lavoro. Allo stesso tempo, agisce in senso contrario una maggiore partecipazione delle donne al mercato del lavoro. Nei paesi avanzati, in particolare, questi due fattori si sono controbilanciati nel periodo pre-crisi. In prospettiva avrà un effetto favorevole anche l'allungamento della vita lavorativa.

Se alla demografia si possono ricondurre 0,6 punti di minor crescita globale, resta da spiegare nelle stime FMI l'altra metà del taglio di 1,3 punti percentuali (circa 0,8 punti per gli avanzati e 2 per gli emergenti). Essa è riconducibile a una combinazione di elementi diversi: una carenza di domanda, che ha caratterizzato la crisi ed è attesa persistere a lungo, e più deboli prospettive dal lato dell'offerta, che hanno avuto origine già nei primi anni 2000.

Carenza di domanda, in particolare nei paesi avanzati, e specialmente in Europa. Sotto forma di bassi consumi e, soprattutto, caduta degli investimenti. Questi ultimi erano pari al 22,8% del PIL dei paesi avanzati negli anni 2000-2007 e sono scesi al 20,6% nel quinquennio 2010-2014.

I mancati investimenti, oltre ad abbassare la domanda, hanno provocato la riduzione e l'obsolescenza del capitale, diminuendo il PIL potenziale. In prospettiva, gli investimenti ripartiranno molto gradualmente, a un ritmo comunque inferiore a quello pre-crisi (si veda il riquadro *L'incertezza sulla domanda frena gli investimenti*). Secondo stime dell'FMI, essi spiegano la restante parte del rallentamento della crescita del potenziale nei paesi avanzati nel quinquennio 2015-2020.

Tempi e modi della ripresa degli investimenti sono, però, incerti. Sono tuttora in azione, infatti, freni persistenti o, addirittura, permanenti. Tra i primi rientrano i lunghi effetti della crisi finanziaria: alto livello di indebitamento e minore disponibilità e maggiore costo del credito. Tra i secondi, invece, il rischio di rimanere bloccati in trappola della liquidità: una condizione di eccesso di risparmio, ossia carenza di investimenti, anche con tassi di interesse

a zero. A sostegno di quest'ultima tesi sono citati gli effetti, di nuovo, dell'invecchiamento della popolazione, dell'aumento della disuguaglianza e del calo dei prezzi relativi dei beni capitali (si veda il capitolo 2, *Cattiva distribuzione del reddito e bassa crescita legate a doppio filo*)⁵.

Nei paesi emergenti, invece, il ritmo di accumulazione di capitale non si è ridotto, anzi ha temporaneamente accelerato, anche perché alcuni paesi hanno adottato misure di stimolo degli investimenti. In prospettiva, però, peserà la necessità di avere un modello di crescita ribilanciato a favore dei consumi, in particolare in Cina.

Durante la crisi, piuttosto, negli emergenti ha frenato la dinamica della produttività. Dinamica che è attesa rimanere su ritmi ben inferiori a quelli pre-crisi anche nel 2015-2020; ciò spiega l'altra parte della loro minore crescita potenziale. Si sono affievolite, infatti, alcune potenti spinte positive che avevano consentito forti guadagni di produttività prima della crisi: maggiore partecipazione alle catene globali del valore, allocazione più efficiente delle risorse nei settori più produttivi e riforme strutturali. In generale, è in atto un processo fisiologico di rallentamento delle economie più dinamiche, che, dopo avere guadagnato posizioni avvicinandosi alla frontiera tecnologica, devono rivedere il proprio modello di crescita.

Nei paesi avanzati la dinamica della produttività aveva rallentato già ben prima della crisi. Sempre secondo l'FMI, infatti, nei dieci anni precedenti al 2007 il suo contributo alla crescita del PIL è diminuito di 0,4 punti percentuali. Dopo una frenata durante la grande recessione, la produttività è tornata a crescere ai ritmi pre-crisi, ma ancora lontano da quelli registrati a cavallo del 2000.

Questo rallentamento è imputabile in parte a un mutamento della struttura produttiva, che ha ridotto il peso di alcuni settori ad alta produttività, specialmente quello manifatturiero. E in parte a un minore impatto stimato del progresso tecnologico, dopo un forte traino fornito dalla diffusione delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione, prima negli Stati Uniti e poi in altri paesi avanzati⁶. Queste stime sono, comunque, molto incerte e i guadagni di produttività derivanti dall'utilizzo delle nuove tecnologie possono essere ancora ampi.

Infine, nei paesi avanzati è diminuita anche la spinta offerta dall'investimento in capitale umano, misurato con il livello medio di istruzione, poiché la quota di persone con istruzione secondaria e terziaria è ormai già molto elevata. Ciò sta accadendo, più lentamente, anche nei paesi emergenti.

Sono numerosi, dunque, i fattori che hanno condotto al rallentamento della crescita globale. Molti hanno caratteristiche persistenti o permanenti (in particolare quello demografico). Si parla, non a caso, di "stagnazione secolare".

⁵ Si veda, per esempio, L.H. Summers, "U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound", *Business Economics*, 49 (2014).

⁶ Si veda, per gli Stati Uniti, J. Fernald, "Productivity and Potential Output before, during and after the Great Recession", *NBER Macroeconomics Annual* (2014).

Le prospettive, però, non sono scritte sulla pietra. Molto dipenderà dalla risposta delle politiche economiche, in particolare nei paesi avanzati. Politiche che devono, necessariamente, operare su più fronti.

Dal lato della domanda, occorre proseguire con gli stimoli monetari non convenzionali, dati i tassi di interesse nominali già ai minimi, e attuare significativi interventi di bilancio pubblico per sostenere la domanda, soprattutto con spesa in investimenti e infrastrutture. Ciò vale particolarmente in Europa.

Dal lato dell'offerta, è necessario favorire la spesa in R&S e puntare sulla qualità dell'istruzione, sul collegamento tra scuola e lavoro e sulla formazione permanente. E costruire una seria politica industriale per rafforzare il manifatturiero, settore ad alta dinamica della produttività e innovazione, con ricadute positive verso il resto dell'economia.

In generale, occorre accelerare lungo la strada delle riforme strutturali, per favorire un'efficiente riallocazione delle risorse e cogliere così le opportunità di crescita, là dove queste si presenteranno. Ciò significa, in particolare, liberalizzare il mercato dei prodotti e rendere flessibile quello del lavoro, grazie anche ad ammortizzatori sociali efficaci.

Protezionismo, TTIP e TPP

Permane, come rischio al ribasso della previsione sul commercio mondiale, il maggior ricorso al protezionismo, soprattutto nelle sue forme occulte, non facilmente identificabili e quantificabili. Secondo l'ultimo rapporto *Global Trade Alert* (GTA), dal 2012 è aumentato il ricorso al protezionismo in tutti i paesi e soprattutto nei G20, nonostante gli impegni assunti ai vertici internazionali per contrastarlo. Nei primi tre trimestri del 2014, comunque, le misure applicate sono aumentate a un ritmo inferiore a quello del biennio precedente (massimo storico dal 2008). Nel 2015 alcuni tra i maggiori *player* del commercio mondiale, che realizzano il 75% degli scambi internazionali e il 60% del PIL, si sono dati l'obiettivo di concludere due accordi di libero scambio, molto importanti per temi trattati e paesi coinvolti: il TTIP (tra USA e Unione europea) e il TPP (tra USA, Canada e i principali paesi del Sud America e dell'Asia Pacifico²).

I round negoziali del TPP sono iniziati nel 2005, con l'obiettivo di creare la più grande area di libero scambio al mondo. A maggio 2015 è stata accettata dal Senato degli Stati Uniti la clausola *Fast Track* che velocizza l'iter di approvazione parlamentare. La conclusione dei negoziati appare però incerta, a causa delle visioni divergenti dell'opinione pubblica nei dodici paesi coinvolti su alcuni argomenti trattati (tutela degli investitori esteri, difesa dei diritti di proprietà intellettuale, sicurezza alimentare e regime di protezione di alcuni settori).

Il TTIP è giunto al terzo anno di round negoziali, ma la conclusione appare ancora lontana, sebbene i responsabili politici di entrambe le parti (USA e UE) lo giudichino fondamentale per

² I paesi coinvolti sono: Australia, Brunei, Cile, Giappone, Malesia, Messico, Nuova Zelanda, Perù, Singapore e Vietnam.

favorire la crescita delle rispettive economie. Secondo stime del CEPR il TTIP aumenterebbe le esportazioni bilaterali del 16-28% per l'UE e del 23-36% per gli USA, con un impatto sul PIL compreso tra lo 0,3% e lo 0,5% per la UE e tra lo 0,2% e lo 0,4% per gli USA, a seconda della portata dell'accordo finale³.

Più squilibrati i conti con l'estero

Nel 2014 i saldi delle partite correnti dei principali paesi si sono stabilizzati, con l'importante eccezione di quello tedesco, ancora in crescita. Secondo le stime dell'FMI, però, nel 2015 sono attesi ampliarsi sia il surplus dell'Area euro (con un contributo positivo di tutti i principali paesi) sia quello delle maggiori economie asiatiche (Cina e Giappone); resterà sostanzialmente invariato il deficit americano; si ridurrà, invece, il saldo dei paesi emergenti (Cina esclusa; Grafico 1.15).

L'aumento degli squilibri è causato da vari fattori: movimenti valutari, calo dei prezzi *oil* e delle altre commodity e diverso ritmo di crescita delle principali economie. I loro effetti si affievoliranno nel 2016, quando gli squilibri sono attesi rientrare parzialmente verso i livelli del 2014.

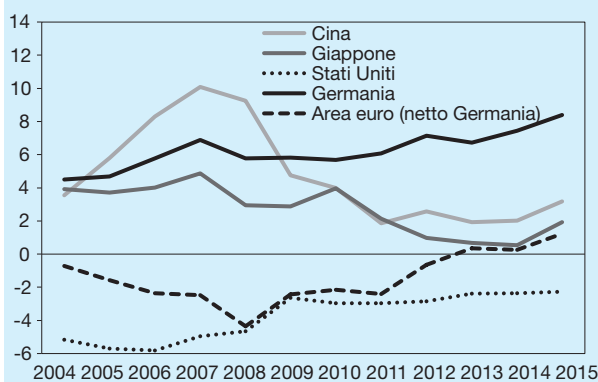
Negli Stati Uniti la robusta crescita della domanda interna, sostenuta anche da dollaro forte e petrolio a buon mercato (che aumentano il potere d'acquisto dei consumatori), spinge le importazioni, mentre il cambio rivalutato penalizza le esportazioni; ciò tende a peggiorare i conti con l'estero. Entrambi tali fattori migliorano le ragioni di scambio, ossia rendono meno cari i beni acquistati rispetto a quelli venduti all'estero. I due effetti si controbilanceranno nel biennio 2015-2016, mantenendo il deficit corrente intorno al 2,4% del PIL.

Il surplus corrente della Cina (importatrice netta di petrolio) è sostenuto dal calo delle quotazioni *oil* e, soprattutto, dalla debole domanda interna. Aumenterà dal 2,0% del PIL nel 2014 al 3,2% nel 2015 e nel 2016. I bassi prezzi delle commodity peggiorano, invece, i conti con l'estero degli altri paesi emergenti; soprattutto di quelli esportatori netti di petrolio, il cui saldo corrente è previsto andare in deficit nel 2015 per la prima volta dal 1998, tornando in seguito in surplus.

Le svalutazioni di yen ed euro rafforzano i surplus del Giappone e dell'Area della moneta unica. Surplus favoriti anche da una domanda interna ancora debole. Il saldo giapponese salirà da +0,5% del PIL nel 2014 a +1,9% nel 2015. Quello dell'Area euro da +2,3% al livello record di +3,3%. Record, in particolare, per il saldo della Germania, atteso a +8,4% del PIL nel 2015 (da

Grafico 1.15

Surplus corrente tedesco *über alles* (Saldo delle partite correnti in % del PIL)



Fonte: elaborazioni CSC su dati e stime FMI.

³ Joseph Francois, *Reducing Transatlantic barriers to trade and investment. An economic assessment*, CEPR (2013).

+7,5% nel 2014), per il quinto anno consecutivo in surplus eccessivo secondo i parametri della Commissione europea⁴. L'esaurirsi della spinta del cambio e il progressivo rafforzamento della domanda interna permetteranno nel 2016 solo un rientro molto contenuto del surplus della Germania (a 7,9% del PIL) e dell'Area euro (a 3,1%).

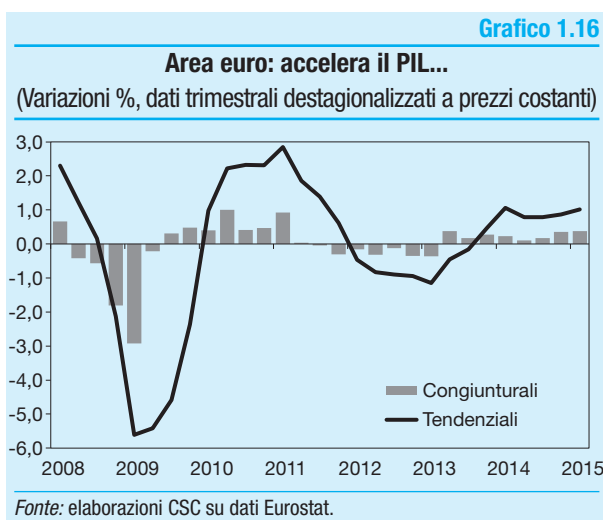
Accelera il PIL nell'Area euro

È continuata nel primo trimestre 2015, allo stesso ritmo del trimestre precedente, la crescita dell'Eurozona (+0,4% congiunturale, +1,0% rispetto a un anno prima; Grafico 1.16), grazie agli effetti del calo dei prezzi delle commodity, in particolare del petrolio, di un cambio favorevole e del QE della BCE. Hanno accelerato consumi (+0,5% dopo +0,4% nel quarto 2014) e investimenti (+0,8% dopo +0,4%) ma è tornato negativo il contributo alla crescita del settore estero (-0,2%) con le importazioni cresciute a un ritmo doppio (+1,2%) rispetto alle esportazioni (+0,6%). Tra i maggiori paesi, ha sorpreso positivamente la Francia, dove il PIL è cresciuto al tasso più elevato da quasi due anni (+0,6%), ha rallentato visibilmente la Germania (+0,3% dopo il +0,7% del quarto trimestre 2014) ed è proseguita ai ritmi più rapidi da inizio 2007 la ripresa in Spagna (+0,9%).

Nel corso del 2015 la crescita dell'Area acquisterà progressivamente vigore, sostenuta dal cambio debole e da tassi e prezzi energetici bassi. Il rallentamento delle economie emergenti e il precipitare della crisi greca potranno frenarne il ritmo, specialmente nei paesi in cui è ancora molto elevato il livello di debito pubblico e/o privato. Nell'ipotesi di una soluzione positiva delle trattative sul caso Grecia, il PIL dell'Area aumenterà dell'1,4% in media nel 2015 e dell'1,8% nel 2016.

L'espansione dell'attività produttiva è proseguita nei mesi primaverili. È risalita in aprile la produzione industriale (+0,1% dopo il -0,4% di marzo) grazie, in particolare, al forte recupero della produzione tedesca (+0,9% su marzo), dove il balzo degli ordini a marzo (+1,4% mensile) e aprile (+1,7%) lascia prevedere forti incrementi produttivi anche nei mesi a venire. E incominciano a manifestarsi pienamente anche gli effetti del cambio sulle esportazioni: in aprile, le esportazioni tedesche sono salite dell'1,9% sul mese precedente.

Per maggio, il PMI manifatturiero (a 52,2 da 52,0) rileva una, seppur leggera, accelerazione dell'attività, con la componente ordini dall'estero (53,0 da 52,3) al livello massimo da tredici mesi. Nel terziario l'indice PMI è sceso a maggio (53,8 da 54,1), ma resta saldamente in area di espansione.



⁴ Superiore al 6% del PIL, in media, negli ultimi tre anni. Si veda il riquadro *Area euro: correzione zoppa degli squilibri nei conti con l'estero* in CSC, *Scenari economici* n. 22, dicembre 2014.

In aprile, le vendite al dettaglio sono salite sensibilmente (+0,7% su marzo) con una domanda particolarmente elevata in Germania (+1,7%) ma sostenuta anche in Francia (+0,5%) e Spagna (+0,8%). Rispetto allo scorso anno sono, inoltre, notevolmente aumentate le immatricolazioni di auto (+7,5% in aprile, +9,1% nei primi quattro mesi del 2015).

È sceso nuovamente in aprile, per il settimo mese consecutivo e al ritmo più rapido dallo scorso dicembre, il numero dei disoccupati (-130mila unità). Il marcato calo registrato negli ultimi mesi (-595mila unità da novembre 2014) riflette il miglioramento della fiducia delle imprese e, di conseguenza, la loro maggiore propensione ad assumere. Un trend peraltro confermato dal sottoindice PMI composito relativo all'occupazione, salito a 52,3 a maggio, il livello più elevato da quattro anni e in accelerazione rispetto al 51,8 di aprile. Ciò lascia ben sperare per ulteriori riduzioni del tasso di disoccupazione, sceso di un decimo, all'11,1% della forza lavoro, in aprile.

Resta stabile a maggio il sentimento economico degli operatori (a 103,8; Grafico 1.17). Tassi di interesse e prezzi energetici bassi e cambio favorevole sostengono la fiducia di imprese e famiglie. Sia il sentimento economico sia l'indice PMI composito sono, tuttavia, ben al di sopra della media di lungo periodo e coerenti con tassi di crescita del PIL nel 2° trimestre in accelerazione.

Ripartono gli USA

L'economia degli Stati Uniti si è contratta dello 0,7% annualizzato nel primo trimestre del 2015 (+2,2% nel quarto 2014; Grafico 1.18), penalizzata dalle condizioni climatiche avverse, dalle agitazioni sindacali che hanno fino a metà febbraio bloccato i porti della *West Coast* e dal crollo degli investimenti nel settore energetico. Al rallentamento dei consumi (+1,8% rispetto a +4,4% nel primo trimestre) si è aggiunto il calo degli investimenti (-1,3%), spinti giù dal crollo di quelli in impianti e strutture non residenziali (-20,8%, da +5,9%). Si è, inoltre, ampliato il già negativo contributo alla crescita del PIL del settore estero (-1,9% da -1,0%). Al calo delle esportazioni

Grafico 1.17

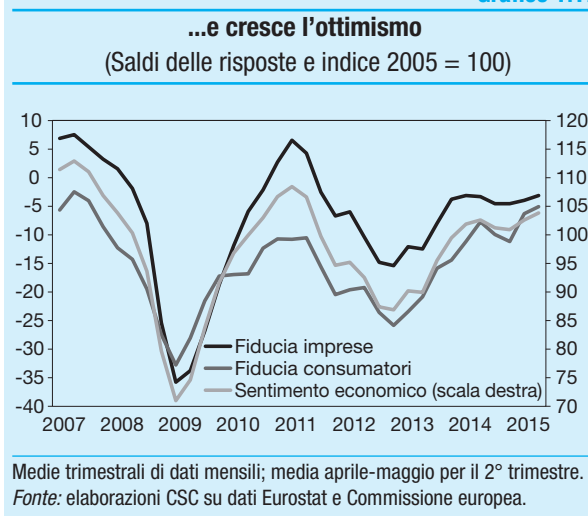
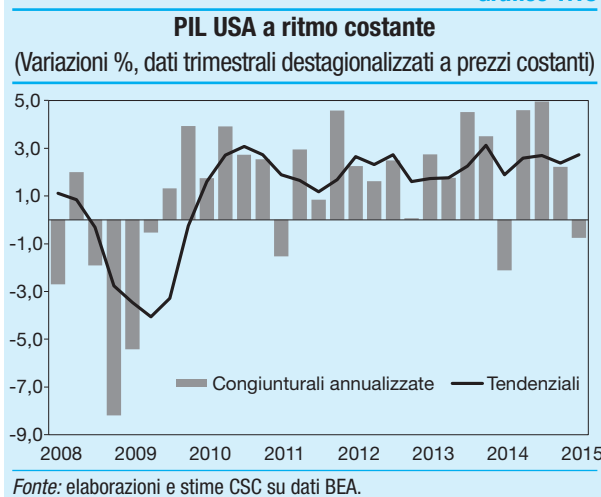


Grafico 1.18



(-7,6%), causato dal sensibile apprezzamento del dollaro e dal rallentamento delle economie emergenti, è, infatti, corrisposto un aumento delle importazioni (+5,6%).

Con il venir meno dei fattori negativi temporanei che l'hanno frenata nel primo trimestre e con la graduale stabilizzazione della produzione e degli investimenti nel settore energetico, l'economia americana è però tornata su ritmi di crescita sostenuti già dal trimestre in corso. Il forte aumento di potere d'acquisto dei consumatori e una solida posizione finanziaria di famiglie, banche e imprese rafforzano le aspettative di consolidamento della ripresa nei prossimi mesi. In media d'anno, il PIL frenerà leggermente nel 2015 (+2,2%) per poi accelerare nuovamente nel 2016 (+2,7%).

Si tratta di ritmi di crescita più contenuti di quelli previsti dal CSC lo scorso dicembre (+3,2% nel 2015 e +2,9% nel 2016). La revisione al ribasso è dovuta a vari fattori. Va innanzitutto ricordato che l'inatteso calo del PIL nel primo trimestre ha ridotto di quasi un punto la variazione acquisita al primo trimestre del 2015. Meno favorevoli, rispetto a dicembre, sono inoltre le ipotesi sul tasso di cambio euro-dollaro e sulla crescita dei paesi emergenti, con riflessi negativi sulle esportazioni americane. Leggermente superiore a quanto stimato a dicembre è invece lo stimolo alla crescita derivante dalla riduzione del prezzo del greggio. Ne trarranno beneficio sia le imprese, che vedono ridursi i costi di produzione, sia, specialmente, le famiglie, che vedono aumentare il potere d'acquisto.

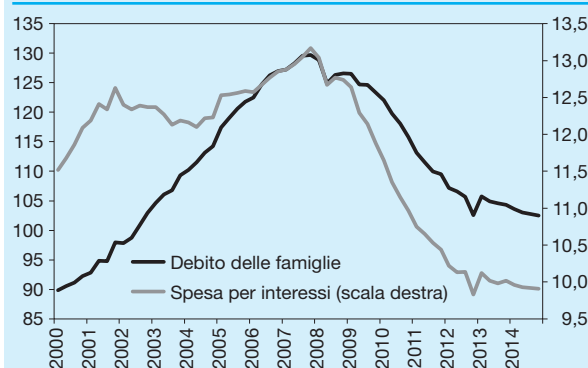
I dati più recenti confermano la rinnovata vivacità della ripresa USA. Ha di nuovo accelerato a maggio l'occupazione, con la creazione di 280mila nuovi posti di lavoro dipendente nel settore non agricolo. Aumenti occupazionali hanno interessato pressoché tutti i settori, sia nel privato sia nel pubblico, segnale evidente di una ripresa ormai sufficientemente ampia da abbracciare tutto il sistema produttivo. La contemporanea crescita delle ore lavorate (+0,3% su aprile) e dei salari (+0,3% mensile, +2,3% annuo) alimenta i redditi personali.

Dopo mesi di dati alquanto deludenti, sono fortemente risalite a maggio le vendite al dettaglio (+1,2%), trainate da quelle di auto che hanno raggiunto, con 17,8 milioni di unità, il nuovo massimo degli ultimi nove anni. Oltre che dall'aumento dell'occupazione, i consumi delle famiglie continueranno a essere sostenuti dal minor prezzo della benzina (di circa il 25% inferiori a quelli di inizio luglio 2014).

Continua ad aumentare la ricchezza delle famiglie, grazie principalmente al recupero del mercato immobiliare: a marzo sono nuovamente aumentati i prezzi delle case (+1% su febbraio, +30,9% rispetto ai minimi di inizio 2012). E si sono fortemente ridotti sia il debito, sceso a fine 2014 ai livelli del 2002, sia la spesa per interessi, ormai ai minimi storici (Grafico 1.19). Grazie a questa ritrovata solidità finanziaria, il consumatore americano è ora

Grafico 1.19

USA: debito in calo e spesa per interessi ai minimi
(Valori in % del reddito disponibile)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

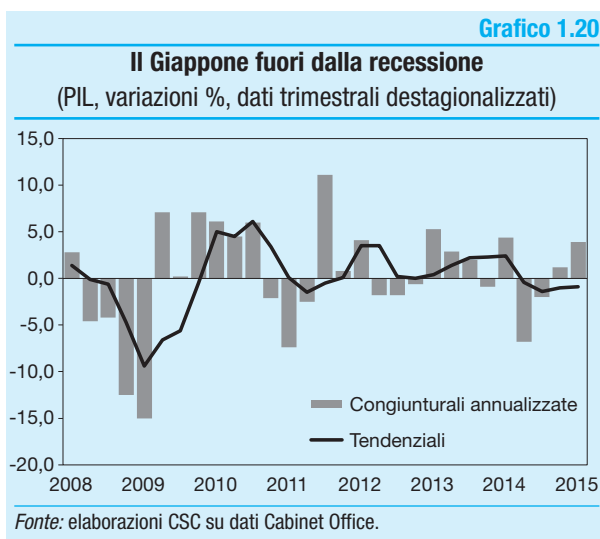
nelle condizioni ideali per spendere gli incrementi di reddito in acquisti di beni e servizi. Sarà il miglioramento della fiducia, già risalita a maggio (a 95,4 da 94,3 in aprile, indice *Conference Board*) a ridurre quella parsimonia (tasso di risparmio al 5,6% del reddito disponibile in aprile) che ha finora impedito una ripresa più solida e rapida dei consumi.

Giappone: Il PIL nipponico ha **rimbalzo in atto** accelerato nel primo trimestre 2015 al tasso annualizzato del +3,9% (+1,2% nel quarto 2014), proseguendo il recupero dalla recessione causata dall'incremento di tre punti percentuali della tassa sui consumi nell'aprile 2014 (Grafico 1.20).

Il cambio di ritmo è stato guidato dal +11,0% della spesa per investimenti (dopo il +1,0% nel quarto 2014), in vista di un forte recupero dei consumi che ancora non si vede (+1,5%, come nei tre mesi precedenti). L'aumento delle scorte ha fornito il maggiore contributo alla crescita (2,2 punti percentuali). Il suo venir meno nei prossimi trimestri frenerà la ripresa, che sarà supportata dal rafforzamento dei consumi, grazie anche a salari reali finalmente in crescita (in aprile la prima variazione annua positiva in due anni, +0,1%), e delle esportazioni, favorite dal cambio debole, ai minimi dal 2002 a fine maggio contro il dollaro. Il CSC stima un incremento del PIL dell'1,6% nel 2015 e una marginale accelerazione nel 2016.

I dati di aprile confermano i segnali di una ripresa ancora non solida: +1,2% mensile la produzione industriale, dopo due segni meno consecutivi, e +0,4% le vendite al dettaglio (-1,8% in marzo). L'inflazione *core* è tornata vicina a zero in aprile (+0,2% annuo in marzo), se si escludono gli effetti dell'aumento dell'IVA per tariffe elettriche e gas. La *Bank of Japan* manterrà il programma di allentamento monetario fino al raggiungimento dell'obiettivo di inflazione al 2%, ritenuto probabile a fine 2016 nell'ipotesi di un moderato aumento dei prezzi del petrolio e del progressivo trasferimento a tutti i lavoratori dei benefici salariali della tornata primaverile di negoziati tra imprese e sindacati.

La riduzione del rapporto debito pubblico/PIL (246% nel 2014) rimane una priorità per l'esecutivo. Un ulteriore sforzo per contenere la spesa pubblica è necessario perché il secondo aumento della tassa sui consumi al 10%, programmato per l'aprile 2017, e la riduzione degli investimenti pubblici per la ricostruzione post-tsunami dal 4,7% del PIL nel 2014 al 3,5% nel 2016 non sono sufficienti a garantire il raggiungimento dell'obiettivo di avanzo primario entro il 2020 (deficit al 7,7% del PIL nel 2014). Una decisa accelerazione è attesa anche sul fronte delle



riforme strutturali dell'*Abenomics*; tra di esse la riduzione della tassazione sui redditi d'impresa al 31,3% nell'anno fiscale 2016, dal 34,6% del 2014, incoraggerà gli investimenti privati.

Regno Unito in frenata

L'economia britannica è cresciuta dello 0,3% congiunturale nel primo trimestre 2015, al ritmo più contenuto dal 2012 (Grafico 1.21). Il rallentamento rispetto agli ultimi tre mesi del 2014 (+0,6%) è legato in parte all'incertezza per le elezioni tenutesi in maggio ed è spiegato dalla frenata al +0,4% dei servizi (+0,9%) e dalla nuova contrazione nelle costruzioni (-1,1%, dopo il -2,2%); stagnante l'*output* industriale (+0,1%, dopo +0,2%). Dal lato della domanda la crescita è stata frenata dalle esportazioni nette (con un contributo di -0,9 punti percentuali alla variazione del PIL),

per l'accelerazione al +2,3% dell'import (+1,6%), specialmente di petrolio e mezzi di trasporto, e per la contrazione dello 0,3% delle esportazioni (+4,6%), causata anche dall'apprezzamento della sterlina. I consumi privati sono saliti dello 0,5% (+0,6% nel quarto 2014), supportati da inflazione ridotta (in aprile ha registrato la prima contrazione su base annua dal 1960: -0,1%) e disoccupazione decrescente (in aprile ai minimi dal 2008: 5,5%).

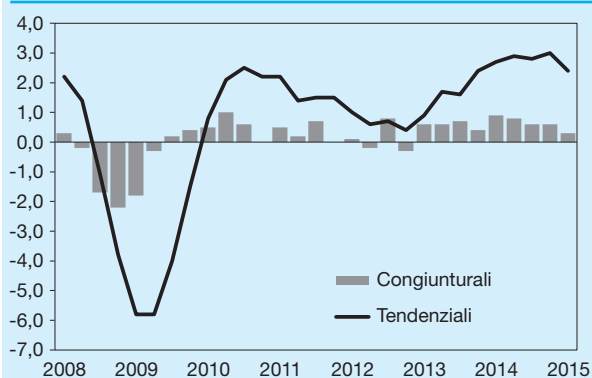
Segnali di moderazione dell'attività provengono nel secondo trimestre dal PMI dei servizi, settore che ha contribuito per 0,4 punti percentuali alla crescita del primo trimestre: 56,5 in maggio (da 59,5). La crescita è prevista proseguire, grazie al traino della domanda interna, a un ritmo moderato nei prossimi trimestri; il PIL aumenterà a un ritmo superiore al 2% nel 2015, rallentando marginalmente nell'orizzonte di previsione per gli effetti delle politiche di consolidamento del bilancio pubblico, necessarie a ridurre un disavanzo che ha segnato ancora il 5,5% del PIL nell'anno fiscale 2014-15. Rischi al ribasso emergono dal clima di incertezza che potrebbe crearsi in vista del referendum sulla permanenza nell'UE, previsto entro il 2017, ma che potrebbe già svolgersi nel 2016.

La combinazione di bassa inflazione e PIL in frenata implica che il primo rialzo del tasso di riferimento (fermo allo 0,50% da marzo 2009) si registrerà non prima del 2016. Indipendentemente dal momento esatto della stretta, che anticiperà secondo la *Bank of England* l'inizio del piano di riassorbimento del programma di *Quantitative Easing* da 375 miliardi di sterline, il tasso ufficiale sarà aumentato solo gradualmente e rimarrà sotto la media di lungo periodo ancora a lungo.

Grafico 1.21

Economia britannica in rallentamento

(PIL, variazioni %, dati trimestrali destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Office for National Statistics.

In Svezia una bolla immobiliare alimentata da eccezionali condizioni per l'indebitamento

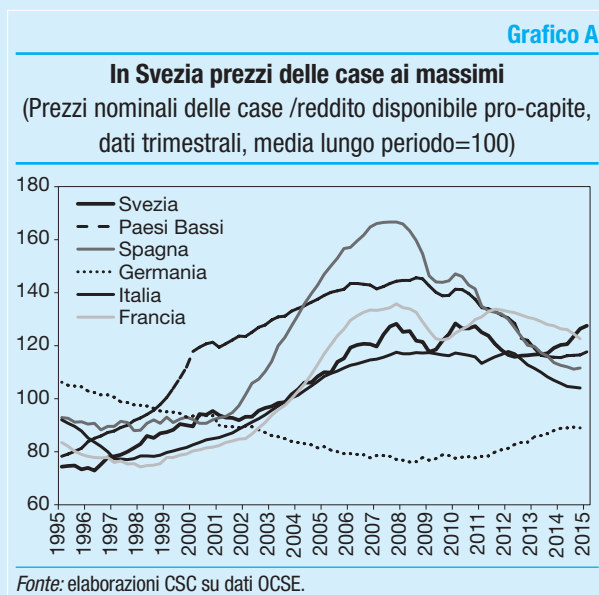
Economia brillante e tassi di interesse, costi dell'energia e inflazione bassi che si traducono in un aumento del reddito disponibile delle famiglie in termini reali e in un'occupazione in crescita. Allo stesso tempo un rischio sempre più concreto di instabilità finanziaria dovuto a una bolla immobiliare, che si cerca di non far scoppiare, e a un indebitamento privato tra i più alti in Europa.

Questo è lo scenario economico della Svezia. Un'economia forte che nel 2015 registrerà una crescita del PIL pari al 2,5% (previsioni Commissione europea), in aumento dal 2,1% del 2014, e che nonostante la crisi ha continuato a crescere allo 0,8% in media d'anno nel periodo 2007-2014. La dinamica dell'occupazione si confermerà solida nel 2015 (+0,8%), dopo gli incrementi dell'1,4% nel 2014 e dell'1,0% nel 2013. Il deficit pubblico è previsto all'1,4% del PIL nel 2015 (1,9% nel 2014), mentre il debito pubblico su PIL toccherà il picco del 44,2% nel 2015, lontano dal 94,0% medio dell'Eurozona¹.

Ciò non assicura una situazione finanziaria stabile per il paese scandinavo, perché un importante rischio sta crescendo insieme alla bolla dei prezzi delle case, attualmente al massimo storico e pari a oltre 2,5 volte in termini reali rispetto ai livelli del 1995 (+159,1%). Nel 2014 sono saliti del 6,4%, dopo il +2,4% nel 2013. Nei primi mesi del 2015 la dinamica positiva è proseguita: da marzo a maggio sono cresciuti dell'8,0% annualizzato.

Se rapportati al reddito disponibile i prezzi delle case nel 2015 si trovano in Svezia ai massimi (127,6, fatto 100 la media di lungo periodo) dal 1995, anno di fine discesa in seguito allo scoppio della precedente bolla immobiliare. La crescita dei prezzi non sembra arrestarsi, mentre gli altri principali partner europei sono in piena fase di correzione post-crisi, eccezion fatta per la Germania in cui però il rapporto prezzi/reddito è ancora inferiore a 100 (Grafico A).

La dinamica delle quotazioni immobiliari non è spiegata soltanto dai fattori che hanno sostenuto nel tempo la domanda di abitazioni: gli ampi sviluppi demografici, la crescente immigrazione e la forte urbanizzazione (86% nel 2014, oltre la media europea del 74%). Hanno influito e continuano a influire in modo decisivo le numerose inef-



¹ Il Consiglio europeo raccomanda il paese, soggetto al braccio preventivo del Patto di stabilità e crescita, di rispettare l'obiettivo di medio termine: deficit strutturale all'1,0% del PIL nel 2015.

ficienze strutturali del mercato immobiliare sul piano dell'offerta, quali la carenza di abitazioni e le difficoltà a realizzare nuove costruzioni, l'uso inefficiente del patrimonio immobiliare già esistente, la scarsa concorrenza nel settore delle costruzioni edili e le rigidità nel mercato delle locazioni. Anche il regime fiscale svedese, inoltre, con incentivi per la proprietà immobiliare tra i più elevati nell'Unione europea, tende a gonfiare i prezzi delle case.

La domanda di immobili è stata ulteriormente intensificata dalle sempre più favorevoli condizioni per l'indebitamento create negli ultimi mesi dall'azione della Banca centrale (*Riksbank*), che, con l'obiettivo di combattere la deflazione incipiente (+0,1% a maggio, ma nell'ultimo anno l'indice dei prezzi ha segnato una contrazione per ben sette mesi, l'ultima volta in aprile, -0,2%) e di contrastare l'apprezzamento del cambio della corona (+18% da fine 2008 contro l'euro), ha tagliato il tasso di riferimento fino al -0,25% e lanciato un programma di *Quantitative Easing* che è stato allargato in aprile fino a 5 miliardi di euro. Nella congiuntura attuale, con bassi tassi di interesse, bassi costi dell'energia, bassa inflazione e quindi più elevato reddito disponibile, la politica della *Riksbank*, che in precedenza aveva alzato i tassi fino a raggiungere il 2,75% a metà del 2011, ha contribuito a creare le condizioni più favorevoli per il finanziamento dei debiti privati. Aggravando, però, il rischio per la stabilità macroeconomica e finanziaria del paese.

L'indebitamento delle famiglie, dovuto in massima parte ai mutui ipotecari che hanno in genere un piano di ammortamento molto lungo, si è attestato al 172,7% del reddito disponibile nel 2014, il livello più alto dal 1995 a oggi². Valori più elevati tra i paesi membri dell'OCSE si riscontrano solo in Danimarca (310,2%), Paesi Bassi (281,8%) e Irlanda (213,2%), tutti paesi in cui i prezzi delle case hanno già registrato un'importante correzione, più o meno brusca. Le diverse misure macro-prudenziali adottate finora dalle autorità svedesi per contenere la domanda di credito, come l'introduzione nel 2010 di un tetto massimo dell'85% alla proporzione tra mutuo e valore dell'immobile (*loan-to-value*, LTV) e la promozione di piani di ammortamento più stringenti e individuali nel luglio 2014, non sono state sufficienti a frenare la progressione del debito. A remare contro ci sono diversi fattori: i) il continuo aumento dei prezzi delle case che negli ultimi due decenni ha anche innalzato il valore dei mutui ipotecari; ii) le generose deduzioni fiscali sugli interessi pagati sui mutui che hanno favorito l'acquisto di abitazioni via indebitamento; iii) i bassi tassi di interesse e le benevole condizioni del credito che hanno reso più accessibili i mutui con alto LTV, ossia hanno permesso alle famiglie di richiedere prestiti più elevati, mantenendo la stessa rata mensile, se non addirittura riducendola.

I prezzi delle case e l'indebitamento privato legato all'accensione dei mutui, che ne costituiscono la maggior parte, sono cresciuti di pari passo fino al 2007. Dopodiché, l'indebitamento è aumentato a un ritmo più elevato, a causa delle condizioni creditizie più favorevoli.

² I mutui svedesi si caratterizzano in molti casi per la loro "inestinguibilità": nella pratica le rate coincidono con gli interessi. La restituzione della somma presa in prestito si può rimandare anche di diversi decenni: nel 2014 il 40% dei mutui non prevedeva l'ammortamento del capitale e tra quelli con ammortamento nel 40% dei casi il piano di restituzione della quota capitale era di almeno 50 anni. Al tasso di ammortamento medio vigente nel 2014 è stato calcolato che l'estinzione del prestito avverrebbe in 140 anni (stime dell'Autorità di vigilanza finanziaria svedese, *Finansinspektionen*).

Il forte incremento dei prestiti ipotecari negli ultimi 20 anni (il peso dei mutui sul reddito disponibile è salito al 125,5% nel 2014 dal 54,7% del 1995 e dal 42,6% nel 1980) e il ritorno dell'LTV medio su valori simili a quelli successivi allo scoppio della precedente bolla immobiliare (40%) creano motivi di incertezza sulla stabilità finanziaria dell'economia svedese e sulla resilienza delle famiglie in caso di shock esterni. L'aumento dei tassi di interesse e la disoccupazione comportano infatti minori surplus o deficit mensili nel bilancio delle famiglie, mentre la caduta dei prezzi delle case implica un aumento dell'LTV e quindi il rischio che il debito contratto superi il valore dell'immobile ipotecato (Grafico B).



Tuttavia, la tendenza al rialzo dell'LTV si è fermata dal 2010 in seguito all'introduzione del tetto dell'85%; in particolare, se si analizzano i nuovi mutui, su cui la nuova normativa ha avuto effetto, l'LTV è sceso al 67% nel 2014, dopo aver toccato il 71% proprio nel 2010. Inoltre, il potenziale impatto sulla capacità delle famiglie di sostenere gli oneri finanziari in caso di eventi esogeni negativi è stato studiato dall'Autorità di vigilanza finanziaria svedese (FSA o *Finansinspektionen*). Gli *stress test* realizzati dall'FSA dimostrano che le famiglie dispongono di ampi margini nei loro bilanci per tener testa, sia alle condizioni attuali sia in caso di un rialzo dei tassi di interesse, a una perdita del reddito da lavoro e a una diminuzione del valore delle case. La resilienza delle famiglie risulta addirittura in miglioramento rispetto alla stessa analisi fatta nel 2013: i) nell'ipotesi di un aumento di 5 punti percentuali del tasso di interesse, la quota di famiglie che va incontro a un deficit reddituale mensile sale a poco meno del 5% nel 2014 (8% nel 2013); ii) ipotizzando che il 10% dei mutuatari perda il lavoro, quasi il 5% delle famiglie andrebbe in deficit (7% nel 2013)³; iii) in uno scenario di prezzi delle case in calo del 20% e disoccupazione in aumento di 10 punti percentuali, poco meno del 2% delle famiglie con nuovi mutui si troverebbe in deficit e con un rapporto LTV superiore al 100%. Se i prezzi scendessero del doppio, ossia del 40%, il 3% delle famiglie andrebbe incontro a un deficit con un valore della casa inferiore a quello del mutuo (4% nell'analisi riferita al 2013).

I risultati confortanti degli *stress test* non implicano che non sia necessario intervenire ulteriormente per frenare la corsa dei prezzi delle case e quindi dell'indebitamento delle famiglie. Infatti, occorre considerare che aumento dei tassi e della disoccupazione e caduta dei prezzi

³ La quota aumenterebbe di 1 punto percentuale in assenza di copertura assicurativa contro la disoccupazione.

immobiliari sono consequenzialmente legati e tutti portano a una forte contrazione dell'economia. L'FSA non ha, però, condotto un test congiunto in cui le tre variabili si muovono simultaneamente in modo avverso per l'economia. Una lezione può venire dall'esperienza storica.

Nei primi anni 90, in un periodo in cui i tassi svedesi toccarono eccezionalmente il 14%⁴, la Svezia registrò un significativo calo dei prezzi delle case di quasi il 30% e un'impennata della disoccupazione di 7,4 punti percentuali. L'evidenza storica ci racconta che il contemporaneo realizzarsi di condizioni avverse condusse a una riduzione di oltre il 4% del PIL e dei consumi privati tra il 1990 e il 1993 e a un crollo di quasi il 70% degli investimenti residenziali tra il 1990 e il 1995.

Le istituzioni svedesi sembrano essere consapevoli dell'attuale situazione: l'FSA era pronta a partire in agosto con un nuovo piano secondo il quale per i mutui accesi con un LTV superiore al 70% il mutuatario avrebbe dovuto restituire fin dal primo anno il 2% del capitale fino a scendere al di sotto della soglia del 70%. La nuova regola è stata tuttavia sospesa dalla sentenza di un giudice di una piccola cittadina secondo il quale l'FSA non avrebbe il mandato per imporre questo tipo di regole. La risposta del Governo è stata che, se necessario, sarà ampliato il mandato dell'FSA o verrà fatta direttamente una legge che imponga l'ammortamento della parte capitale dei mutui con LTV troppo alti. Le istituzioni svedesi sembrano dunque decise a sgonfiare la bolla immobiliare, senza farla scoppiare, e a non interrompere bruscamente il periodo di prosperità economica.

Essere consapevoli è molto importante ma non garantisce di ottenere l'obiettivo desiderato. Le buone intenzioni, come noto, lastricano la strada dell'instabilità.

⁴ In piena crisi del Sistema Monetario Europeo, la Banca centrale svedese aumentò i tassi d'interesse nel tentativo di contrastare gli attacchi speculativi sulla corona svedese.

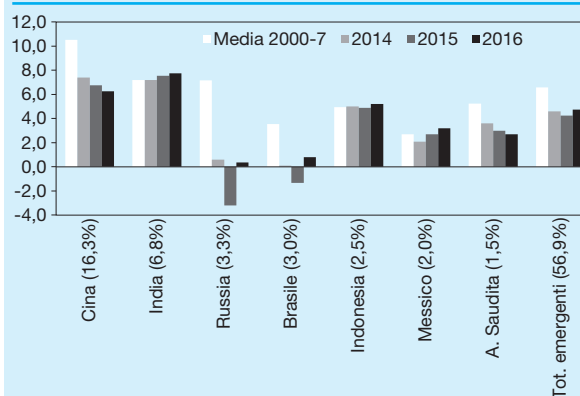
Emergenti in decelerazione

Per l'aggregato dei paesi emergenti prosegue il rallentamento in atto dal 2010; la crescita dei nuovi mercati ha decelerato nel 2014 al 4,6%, dal 5,0% del 2013. Il CSC prevede un'ulteriore frenata al 4,2% nel 2015 e un'accelerazione al 4,7% nel 2016 (Grafico 1.22). Si tratta di ritmi inferiori alla media pre-crisi (6,6% nel 2000-7) e più vicini a quella degli ultimi trent'anni (4,9%).

Le stime CSC sulla dinamica dei paesi emergenti vengono riviste all'ingiù rispetto a quelle elaborate in dicembre (+4,7% nel 2015 e +4,9% nel 2016). La revisione riflette da una parte il peggiora-

Grafico 1.22

Emergenti a velocità diverse
(PIL reale, variazioni %, primi 7 paesi emergenti per peso sul PIL mondiale calcolato a PPA nel 2014)



Tra parentesi il peso sul PIL mondiale calcolato a PPA nel 2014.
Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati FMI.

mento delle prospettive di crescita di medio periodo per alcuni dei principali nuovi mercati (Cina e Brasile su tutti) e dall'altra un indebolimento dell'attività in alcuni dei più importanti esportatori di petrolio (innanzitutto la Russia, per cui contano pure le conseguenze delle tensioni geopolitiche) e di altre commodity (soprattutto paesi dell'America Latina). È stata rivista al rialzo la previsione per l'India in seguito al cambio di metodologia di calcolo del PIL.

I paesi emergenti fornivano nel 2014 più della metà (il 56,9%) del PIL globale (calcolato a parità di potere di acquisto, PPA) e, nonostante il rallentamento, continueranno a contribuire alla crescita mondiale per più del 70% nell'orizzonte di previsione (70,5% nel 2015 e 72,9% nel 2016). Il CSC ipotizza che le tensioni geopolitiche rimangano elevate nel 2015, con la crisi russo-ucraina che non troverà una soluzione pacifica definitiva mentre una situazione di conflitto persisterà in alcuni paesi del Medio Oriente. Il progressivo allentamento di queste tensioni, insieme al venir meno di altri vincoli all'espansione della produzione e della domanda interna, come politiche di bilancio e monetarie fortemente restrittive, permetterà una graduale ripresa a partire dal 2016 in alcune economie (Russia e Brasile, *in primis*) e, quindi, nell'insieme degli emergenti.

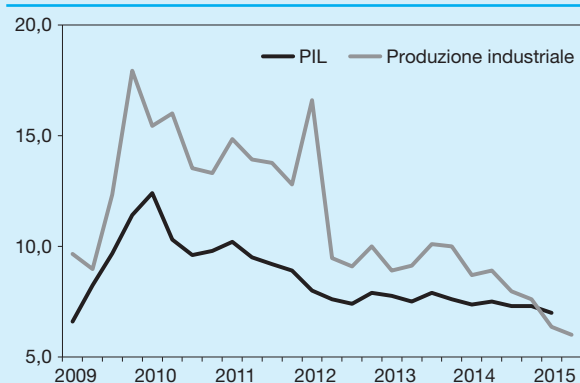
Cina: La Cina è cresciuta del 7,4% nel 2014, registrando il peggior risultato dal
crescita di qualità 1990, ma continuerà a rallentare, nonostante i bassi prezzi delle materie prime energetiche e le politiche del governo a sostegno della domanda interna, nel 2015 e 2016 quando il PIL crescerà rispettivamente del 6,8% e 6,3%. Queste stime sono inferiori a quelle indicate a dicembre e a quelle di consenso, ma potrebbero rivelarsi ottimistiche.

Nonostante la frenata, e grazie al grande peso conquistato sull'economia mondiale, il paese contribuirà alla crescita mondiale nell'orizzonte di previsione per il 33,0% e il 28,7% nei due anni, rispettivamente. Il rallentamento è strutturale, perché la Cina si sta spostando da un modello orientato su export e produzione *labour intensive* a uno maggiormente basato sui consumi privati e produzione di qualità e servizi, ma la transizione non è esente da rischi e il governo deve mantenere, nelle parole del premier Li Keqiang, <il giusto equilibrio tra crescita costante e aggiustamenti strutturali>. I venti contrari nel breve periodo sono costituiti dalla forte frenata del settore immobiliare e dall'eccesso di capacità produttiva inutilizzata.

Nei primi tre mesi del 2015 il PIL cinese è aumentato del 7,0% annuo, coerente per ora con l'obiettivo del governo ("intorno al 7%" nel 2015), ma ha registrato la variazione più bassa degli ultimi sei anni per le difficoltà del mercato immobiliare e della produzione industriale, che in marzo ha registrato l'incremento annuo minore degli ultimi 13 anni (+5,6%; Grafico 1.23).

Grafico 1.23

In Cina l'industria guida la frenata (Variazioni percentuali annue, dati trimestrali)



Produzione industriale: 2° trimestre 2015 = aprile-maggio.
 Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

La brillante performance dei servizi (+7,9% annuo nel primo trimestre) conferma il cambiamento strutturale in atto nell'economia cinese.

I dati del secondo trimestre ribadiscono la debolezza della domanda interna e giustificano il varo di nuovi interventi espansivi da parte di governo e autorità monetarie: in maggio PMI manifatturiero ancora in territorio recessivo a 49,1 (da 48,9), -17,6% annuo l'import (-10,0% in aprile) e inflazione al minimo da gennaio (+1,2%). La Banca popolare cinese ha tagliato in febbraio e aprile il coefficiente di riserva obbligatoria per un totale di 150 punti base (fino al 18,5% dei depositi) e ha operato tre riduzioni, a partire da novembre, del tasso di riferimento per complessivi 90 punti base (a 5,1% da maggio). Il governo ha approvato in aprile incentivi fiscali per le imprese che assumono persone disoccupate o con un solo dipendente e in maggio ha varato importanti nuovi investimenti in infrastrutture ferroviarie. Dal 1° giugno, per favorire i consumi, le tariffe all'import di beni di consumo, anche di lusso, sono state tagliate.

Nel 2015 il governo ha varato, inoltre, provvedimenti che puntano all'attuazione del programma di riforme strutturali volte ad alleggerire gli squilibri interni del paese. Le principali riguardano: i) la liberalizzazione del sistema finanziario, con l'operatività del sistema di garanzia dei depositi, la progressiva eliminazione del tetto al tasso sui depositi e la possibilità concessa alle banche di emettere certificati di deposito; ii) la trasformazione del sistema manifatturiero nazionale da assemblatore a basso prezzo in leader dell'innovazione, con l'approvazione del programma *Made in China 2025*; iii) la sostenibilità del debito delle amministrazioni locali, con l'eliminazione del divieto per le stesse di emettere *bond*. Altri interventi sono in fase di proposta: in tema di riforma fiscale, il passaggio alla tassazione per le imprese basata sul valore aggiunto invece che sui ricavi, e in tema di liberalizzazione dell'economia e riforma delle imprese di proprietà pubblica, la riduzione del numero di queste ultime e la loro apertura a capitali privati. Infine la salvaguardia dell'ambiente è divenuta una questione fondamentale: dopo il piano contro l'inquinamento dell'aria del 2013, è stato approvato un piano contro l'inquinamento delle acque.

India in crescita rapida

L'economia indiana crescerà del 7,6% nel 2015 e accelererà ancora al 7,8% nel 2016, dopo il +7,3% nel 2014. La revisione al rialzo delle previsioni CSC per l'India, come pure della serie storica dei conti nazionali, è dovuta a motivi statistici. In febbraio il ribasamento del PIL da parte dell'istituto nazionale di statistica all'anno fiscale 2011-12 dal 2004-05 e il cambiamento di metodologia di calcolo, da costo dei fattori a prezzi di mercato, hanno portato la crescita su un sentiero più elevato di circa due punti percentuali. Dopo la revisione l'India ha superato la Cina per dinamica del PIL ed è il paese del G-20 con la crescita più elevata.

A parte la revisione statistica, l'India è l'unico paese tra i BRIC con una previsione di crescita in accelerazione. Il nuovo slancio viene dalla domanda interna di beni di consumo e, soprattutto, di investimento, mentre la domanda estera langue, con l'export che in maggio è calato su base annua per il sesto mese consecutivo (Grafico 1.24). Gli investimenti continueranno a trainare l'economia nell'orizzonte di previsione grazie al miglioramento della fiducia delle im-

prese, alimentato dalla presenza di un governo finalmente stabile e orientato alle riforme e al mercato e dal minor costo dell'energia, che ha condotto l'inflazione già al di sotto dell'obiettivo del 6%, fissato per gennaio 2016 (5,0% in maggio). Ciò ha permesso alla Banca centrale di tagliare per ben tre volte nel 2015 il tasso ufficiale (fino a 7,25% in giugno). Un rischio al ribasso è rappresentato dai monsoni estivi: se deboli come previsto, la produzione agricola, già colpita da piogge fuori stagione in marzo, sarebbe ulteriormente compromessa e i prezzi al consumo potrebbero riaccendersi.

Russia in recessione ma solo nel 2015

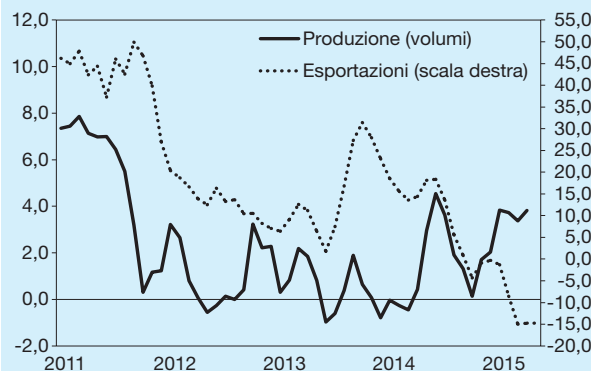
Le previsioni del CSC per la Russia nell'orizzonte di previsione vengono riviste: -3,2% il PIL nel 2015 (da -1,4% previsto in dicembre) e +0,4% nel 2016 (da -0,4%). L'economia si è contratta del 2,2% annuo nel primo trimestre 2015 a causa della diminuzione della domanda interna, legata a salari reali e fiducia in calo e a un più elevato costo del capitale. Le conseguenze dello scontro con l'Ucraina, in particolare delle sanzioni imposte da UE e altri paesi avanzati, e della diminuzione dei prezzi degli idrocarburi si esauriranno nel corso del 2015.

La reazione della Banca centrale, che ha lasciato il rublo fluttuare e deprezzarsi nei confronti del dollaro, ha aiutato a stabilizzare la situazione riducendo le perdite in rubli da minori introiti per il bilancio pubblico causate dalla forte caduta del prezzo del petrolio. I tassi ufficiali sono dovuti salire fino al 17% alla fine del 2014, ma da inizio 2015 prezzo del petrolio e rublo hanno recuperato parte del loro valore e la Banca centrale ha potuto allentare la politica monetaria (il tasso ufficiale è tornato all'11,50% a giugno; Grafico 1.25). Se l'inflazione, che sembra aver toccato un massimo in marzo al 16,9%, continuerà a scendere, la politica monetaria potrà essere ulteriormente allentata con effetti positivi su prestiti a famiglie e imprese. Consumi e investimenti si contrarranno, dunque, meno di quanto precedentemente ipotizzato.

Grafico 1.24

In India produzione su, export giù

(Variazioni % annue, medie mobili a 3 termini, dati mensili)

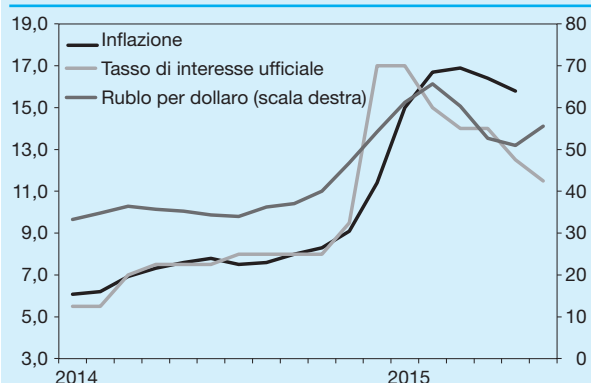


Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

Grafico 1.25

Allentata la tensione su rublo e prezzi russi

(Variazioni e valori %; tasso di cambio rubli per dollaro, dati mensili)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

Tuttavia, la tempesta non è ancora passata: in maggio la produzione industriale ha registrato la contrazione più forte su base annua dal 2009 (-5,5%). L'economia è, però, prevista tornare a crescere nella seconda metà del 2015, guidata dagli investimenti dei piani di sostituzione dell'import e dall'export di gas e petrolio che beneficerà del rimbalzo delle quotazioni degli idrocarburi. La dinamica del PIL sarà positiva nel 2016. Rischi al ribasso restano il possibile riaccendersi del conflitto in Ucraina e l'eventuale inasprimento delle sanzioni a Mosca da parte del G-7.

In Brasile fiducia ai minimi

Il CSC rivede al ribasso le previsioni per il Brasile: -1,3% nel 2015 e +0,8% nel 2016 (rispetto alle previsioni di dicembre -2,1 e -0,9 punti percentuali rispettivamente). Dopo aver stagnato nel 2014 (+0,1% il PIL), il paese entra in recessione nel 2015: il PIL si è già contratto nel primo trimestre dell'1,6% su base annua, con tutte le componenti della domanda interna che hanno registrato una variazione negativa, inclusi i consumi delle famiglie (-0,9%, dopo 45 trimestri consecutivi di incrementi).

La frenata dell'economia è accompagnata dal deterioramento della fiducia degli operatori, che risente della combinazione di bassa crescita e alta inflazione (+8,5% quest'ultima in maggio, ai massimi dal 2003 nonostante un tasso ufficiale fissato dalla Banca centrale al top dal 2009) e dello scandalo di corruzione che ha coinvolto Petrobras, il principale produttore di petrolio del paese. Le misure del governo hanno contribuito ad alimentare l'incertezza, avendo prodotto nel 2014 il primo deficit primario di bilancio da oltre dieci anni, senza portare gli effetti desiderati. La fiducia delle imprese ha toccato il livello minimo dal 2009 in aprile, mentre quella dei consumatori è tornata a scendere in maggio, dopo aver registrato il minimo storico in marzo. Ciò ha avuto riflessi negativi sull'attività manifatturiera (PMI a 45,9 in maggio, minimo da settembre 2011) e dei servizi (42,5, minimo da marzo 2009) e sulle vendite al dettaglio (-1,0% e -0,4% mensile in marzo e aprile; Grafico 1.26).

La lenta ripresa a partire dalla fine del 2015 sarà guidata dalle esportazioni, che beneficeranno degli effetti del deprezzamento del real (-15% da inizio 2015 contro il dollaro), e sarà poi rafforzata dal recupero della fiducia, nell'ipotesi che venga avviato il percorso di riforme strutturali necessarie ad aumentare la competitività del paese.

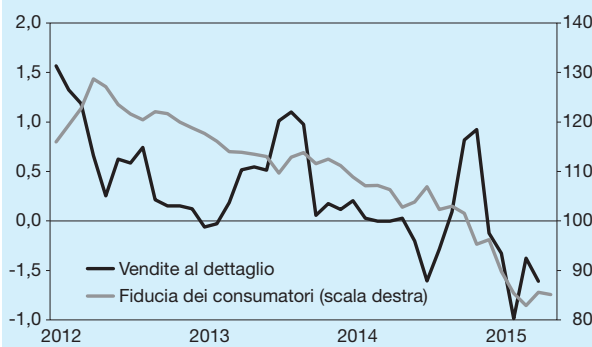
Incertezza politica in Polonia e Turchia

Continua la ripresa nell'Europa emergente⁵: il calo del prezzo del petrolio e il graduale recupero della domanda interna dell'Eurozona sono attesi

Grafico 1.26

In Brasile bassa fiducia e vendite in caduta

(Vendite al dettaglio in volume e fiducia dei consumatori; var. % mensili, medie mobili a 3 termini, e livelli, dati destag.)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

⁵ Per Europa emergente si intende il gruppo di paesi formato da: Albania, Bosnia, Bulgaria, Croazia, Georgia, Ungheria, Kosovo, Macedonia, Montenegro, Polonia, Romania, Serbia, Turchia.

sostenere un'accelerazione dell'area (+2,9% nel 2015 e +3,2% nel 2016, dopo il +2,8% nel 2014), controilanciando gli effetti della contrazione dell'economia russa. Nel 2015 la Polonia crescerà a un ritmo superiore al 3%, la Turchia al 3%, l'Ungheria oltre il 2%, mentre la Croazia uscirà da sei anni di recessione. Nel 2016 il ritmo di crescita di ciascuno di questi paesi sarà almeno confermato, con rischi al rialzo.

Il paese più importante dell'area in termini di PIL è la Turchia, seguita da Polonia e Romania. Le previsioni del CSC per l'economia turca sono riviste al ribasso rispetto a dicembre a +3,0% nel 2015 e +3,1 nel 2016. I minori costi dell'energia daranno ossigeno all'economia, il cui punto debole rimane lo squilibrio dei conti con l'estero. Non aiuterà il rinnovato clima di incertezza politica, dopo l'esito delle elezioni di giugno nelle quali il partito di governo ha perso la maggioranza assoluta in parlamento e non può dunque governare da solo.

La Polonia presenta l'economia più brillante dell'area: nel primo trimestre 2015 è cresciuta dell'1,0% sul quarto 2014 trainata dalle esportazioni nette e al ritmo più veloce dal primo 2014. La domanda interna guiderà la crescita nel 2015 grazie a un mercato del lavoro in salute, tassi di interesse al minimo storico e bassa inflazione. Incertezza viene, però, dall'esito delle elezioni presidenziali, da cui è uscito vincitore l'euroscettico Andrzej Duda. Una vittoria del suo partito nelle elezioni parlamentari, che si svolgeranno in ottobre, renderebbe più difficile il percorso di riforme necessarie a una maggiore integrazione nell'UE.

In Medio Oriente l'Arabia rallenta

Le tensioni in Nord Africa e Medio Oriente stanno ostacolando la crescita dell'area e alimentano il clima di incertezza che frena gli investimenti e il commercio estero. Se l'ipotesi del CSC di mitigazione dei conflitti non si realizzasse, potrebbero persino verificarsi difficoltà per l'approvvigionamento mondiale di materie prime energetiche. La crescita dell'area è prevista accelerare dal 2,6% nel 2014 al 2,9% nel 2015 e al 3,8% nel 2016, con una revisione al ribasso di un punto percentuale nel 2015 rispetto a dicembre dovuta agli effetti del calo dei prezzi del petrolio sulla crescita dei paesi esportatori di greggio. Tra questi c'è l'Arabia Saudita, che è al settimo posto tra i paesi emergenti per peso sul PIL mondiale nel 2014. Con il calo del prezzo del greggio il bilancio pubblico del paese va in deficit nell'orizzonte di previsione; il PIL saudita crescerà del 3,0% nel 2015 e del 2,7% nel 2016, rallentando dal 3,6% nel 2014.

Prezzo del petrolio ancora basso

Nello scenario CSC la quotazione del Brent si mantiene intorno a 65 dollari al barile nella seconda metà del 2015. In media quest'anno si attesta, quindi, a 62 dollari, in netto ribasso rispetto ai 99 dollari del 2014 (108 nei primi otto mesi dell'anno scorso). Nel 2016 la quotazione sale a 70 dollari in media, in scia al graduale riequilibrio del mercato, tramite frenata dell'offerta e aumento della domanda.

Il prezzo del Brent è rimbalzato dai minimi: 63,3 dollari in media a giugno, da 48,9 a gennaio (era a 112,2 nel giugno 2014). Per tre anni e mezzo, dal 2011 a metà 2014, si era mantenuto sopra i 100 dollari al barile (Grafico 1.27).

Il rimbalzo è dovuto a una serie di fattori. Primo, l'Arabia Saudita ha smesso di abbassare i listini petroliferi; nel 2014 era stato proprio il loro taglio, per difendere la quota di mercato, a dare il via al crollo del prezzo. Secondo, l'attesa di rafforzamento della crescita mondiale fa

prevedere una domanda di greggio che salirà rapidamente. Terzo, la produzione di *shale oil* USA ha dato segni di una frenata, vero obiettivo della strategia saudita. Quarto, è cresciuto il rischio di stop dell'offerta di alcuni paesi OPEC e non, a causa delle forti tensioni geo-politiche in corso; la capacità estrattiva OPEC indisponibile è già ai massimi (2,6 mbg a maggio, in larga misura in Libia e Iran) e quella non-OPEC è in salita (0,7 mbg, concentrati in Siria e Yemen). Quinto, la capacità inutilizzata OPEC, storica guida dei prezzi, si è ridotta: 1,7 mbg a maggio, da 2,1 nel settembre 2014 (3,7 a inizio 2011); salirà a 2,0 mbg a fine 2015 e a 2,1 a fine 2016, secondo le stime della *Energy Information Administration* (EIA).

Nel mercato mondiale del greggio, quindi, oggi domina l'attesa di un graduale avvicinamento della domanda all'offerta. Ciò avverrà nel 2016, secondo le previsioni EIA, con un significativo assottigliamento del surplus di produzione; al momento si registra ancora una notevole abbondanza di offerta rispetto alla domanda. Le attese sui prezzi sono diventate debolmente rialziste, nonostante l'accumulo di scorte che tradizionalmente agisce in direzione opposta. I *future* indicano un prezzo del petrolio in aumento di 2 dollari per fine 2015 e di altri 2 dollari entro fine 2016.

La previsione sul prezzo del petrolio nel 2016 è soggetta a un significativo rischio al ribasso, legato all'andamento della produzione in Iran. Se le sanzioni internazionali saranno effettivamente tolte, l'estrazione di greggio iraniano (2,9 mbg a maggio) potrebbe tornare in tempi rapidi ai livelli passati (3,7 mbg nella prima metà del 2011; picco a 5,4 mbg nel 1974). Ciò significherebbe l'immissione sul mercato di un'offerta addizionale pari a 0,8 mbg nell'arco di sei mesi, stando alle fonti iraniane. La finalizzazione dell'accordo con le nazioni occidentali è attesa per il 30 giugno. I pieni effetti, quindi, si vedrebbero solo da inizio 2016 e, secondo le stime EIA, spingerebbero il prezzo del petrolio al ribasso di 5-15 dollari al barile il prossimo anno. Nello scenario CSC, ciò significa 60 dollari nel 2016 invece che 70.

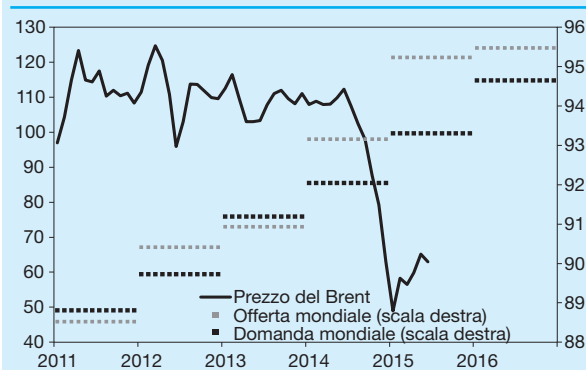
Si assottiglia il surplus di greggio

La domanda mondiale di greggio è attesa in accelerazione nel 2015 (+1,3 mbg, dopo il +0,9 nel 2014). L'incremento si realizza in gran parte nei paesi emergenti (+0,8 mbg), ma il consumo cresce anche negli avanzati (+0,4 mbg). I prezzi bassi stimolano la domanda, che era stata frenata in precedenza proprio dai costi troppo elevati.

L'offerta mondiale, però, cresce a ritmi record (+2,1 mbg nel 2015, dopo il +2,2 nel 2014). L'aumento proviene soprattutto dai paesi non-OPEC (+1,3 mbg), in particolare dallo *shale-oil* USA (+0,9 mbg). Il prezzo del greggio più basso frena l'espansione dell'offerta USA, che ha i maggiori costi di estrazione, rispetto al boom di +1,7 mbg nel 2014.

Grafico 1.27

Petrolio: l'offerta resta superiore alla domanda
(Dollari al barile e milioni di barili al giorno, dati mensili e medie annue)



2015-2016: previsioni EIA per domanda e offerta.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters, EIA.

Anche la produzione OPEC è attesa in crescita: +0,7 mbg nella media del 2015. A maggio è già cresciuta a 37,1 mbg, da 36,3 a gennaio. In particolare, in Iraq l'estrazione è salita a un nuovo record (4,0 mbg, da 3,4 a febbraio), in Arabia Saudita è vicina ai massimi (9,9 mbg, da 9,6 a inizio anno), in Iran è risalita poco (2,9 mbg, da un minimo di 2,7 nel 2013). Viceversa, la produzione di petrolio resta molto bassa in Libia (0,4 mbg a maggio, da 1,5 nel 2013). Il cartello detiene gran parte delle riserve di petrolio e quindi continuerà a determinare i prezzi nel medio-lungo termine.

L'estrazione di petrolio supera quest'anno le richieste di 1,9 mbg (di 1,1 mbg nel 2014). Le scorte di greggio nei paesi OCSE crescono a un ritmo record (+284 milioni di barili).

Nel 2016 la domanda di greggio continuerà ad aumentare a ritmo elevato (+1,3 mbg). L'offerta, invece, rallenterà bruscamente (+0,2 mbg). In particolare, l'espansione negli USA proseguirà a ritmo molto ridotto (+0,1 mbg, stime EIA). La produzione resterà abbondante a livello mondiale, superando ancora di 0,8 mbg la domanda, ma l'eccesso di offerta risulterà più che dimezzato rispetto a quest'anno. Nei paesi OCSE, perciò, proseguirà molto più lentamente l'accumulo di scorte (+87 milioni di barili nel 2016).

Commodity non-oil con prezzi in calo

I prezzi delle commodity non-energetiche sono in generale in riduzione nel 2015, sintomo di un'offerta mondiale ancora relativamente forte rispetto alla domanda. In diversi mercati, tuttavia, prevalgono già attese di una domanda sostenuta che supererà la produzione, anticipando la generale inversione di tendenza delle quotazioni, prevista per il 2016.

I prezzi dei cereali hanno ripreso a scendere, lungo un trend in atto fin dal 2012: il mais registra un -7,2% a giugno rispetto a fine 2014. Tra i metalli, rimbalza il prezzo del ferro (+15,7% a giugno), interrompendo una lunga fase di riduzione (-61,4% a maggio rispetto a fine 2013). Andamento simile per il rame (+4,2% a giugno da febbraio), dopo il brusco calo tra luglio 2014 e inizio anno (-19,5%). Viceversa, tra le fibre tessili, diventa più robusta la risalita del prezzo del cotone (+6,8% a giugno rispetto a inizio 2015, dopo il -33,4% a gennaio dal marzo 2014).

Le quotazioni sono, in generale, sopra le medie di lungo periodo. Il cotone è risalito del 5% oltre i livelli medi del 1990-2009, i cereali vi si stanno avvicinando pur restando lontani (+34% il mais). Ancora molto cari, invece, i metalli: +94% il rame, +75% il ferro.

Il rincaro del cotone è spiegato dall'attesa che nella stagione 2015/2016 la domanda, che viaggia su un trend crescente, superi infine la produzione, che invece cala per il quarto anno consecutivo dopo il picco nel 2011/12 (stime *United States Department for Agriculture, USDA*). Gli stock di cotone, perciò, invertono la tendenza all'aumento e scendono, pur restando molto elevati: 92,2% del consumo annuo nel 2015/2016, dal picco a 98,9% l'anno precedente.

Per il mais, invece, il raccolto è atteso nella stagione 2015/2016 vicino ai massimi dello scorso anno, tanto da riuscire a rimanere sopra a una domanda mondiale in rapida espansione (Grafico 1.28). Ciò guida ancora al ribasso le quotazioni. Le scorte di mais restano su livelli contenuti: 19,4% del consumo mondiale nel 2015/2016, da 19,8% l'anno precedente.

Nella media del 2015 le quotazioni in dollari delle commodity alimentari faranno segnare un calo significativo (-9,8%; previsioni Banca Mondiale), grazie alla produzione che resta relativamente abbondante. Condizioni simili nei mercati *non-food*, dove perciò i prezzi scenderanno sia per i metalli non ferrosi (-9,7%) sia per le commodity industriali di origine agricola (-8,4%).

Il consumo mondiale di materie prime è previsto in accelerazione nel 2016, specie per la maggiore richiesta nei paesi emergenti. Le quotazioni delle commodity registreranno una generalizzata inversione di tendenza, di intensità piuttosto diversificata. Quelle *food* saliranno di poco (+0,8%), grazie alla buona tenuta dell'offerta, come avviene per il mais. Il rincaro sarà maggiore per i metalli non ferrosi (+1,6%) e, soprattutto, per le materie prime non alimentari di origine agricola (+2,4%), per le quali l'aumento dell'offerta è relativamente più debole, come avviene per il cotone.

Tassi BCE ai minimi

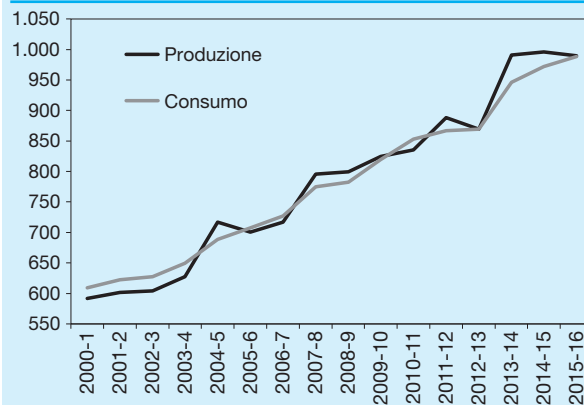
Nello scenario CSC la BCE manterrà i tassi ai livelli attuali (0,05% sui prestiti, -0,20% sui depositi) per tutto l'orizzonte previsivo. La dinamica dei prezzi al consumo, infatti, è ancora troppo bassa, lontana dall'obiettivo del +2,0% annuo: in Eurolandia a maggio +0,3% l'indice totale e +0,9% l'indice *core*, esclusi energetici e alimentari. La ripresa economica, inoltre, è ancora fragile.

Per sostenere consumi e investimenti la BCE deve tenere bassi i tassi in termini reali (Grafico 1.29). L'Euribor a tre mesi è scivolato in territorio negativo: -0,01% a giugno. In termini reali, cioè al netto dell'inflazione *core*, è sceso a -0,9% (era a -0,4% nel maggio 2014). Tale riduzione è stata favorita anche dalla timida risalita della dinamica dei prezzi *core* negli ultimi mesi.

Nello scenario CSC, l'Euribor tornerà gradualmente appena sopra il tasso BCE: 0,02% in media nel 2015 (da 0,21% nel 2014) e 0,06% nel 2016. Questa assunzione è coerente con le indicazioni che vengono dai *future*, che segnalano un Euribor in lenta risalita, a 0,01% a fine 2015 e a 0,08%

Grafico 1.28

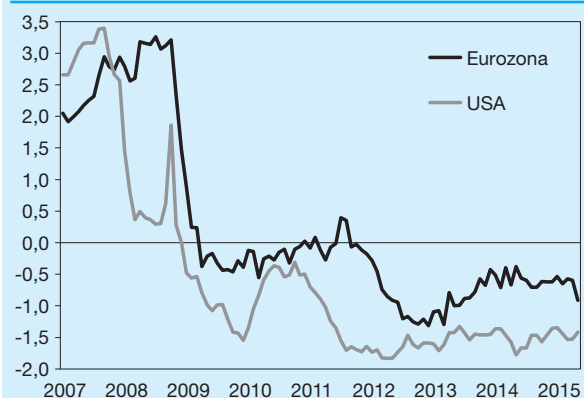
Offerta record e più domanda per il mais (Mondo, milioni di tonnellate, dati annuali)



Fonte: elaborazioni CSC su dati USDA.

Grafico 1.29

Politiche monetarie molto espansive (Tassi reali a breve termine*, valori %, dati mensili)



* Tassi interbancari a 3 mesi meno *core inflation*.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat, BLS, Thomson Reuters.

nel settembre 2016. In termini reali, il tasso di mercato a breve, scontando un graduale aumento dell'inflazione, resterà intorno ai valori correnti: -0,9% nel 2015 e -1,0% nel 2016.

L'articolato set di misure non standard della BCE sta aiutando a ripristinare il meccanismo di trasmissione dell'allentamento di politica monetaria alle economie dei diversi paesi membri, con l'obiettivo di far ripartire il credito bancario e sostenere la crescita.

Completati i rimborsi delle LTRO triennali Nella prima metà del 2015 i prestiti BCE al sistema bancario sono stati ancora soggetti a due andamenti opposti. Da un lato, si è completato a febbraio il rimborso delle LTRO triennali di fine 2011-inizio 2012. Dall'altro, sono proseguite le nuove *Targeted*-LTRO.

A inizio 2015 gli istituti dell'Eurozona hanno restituito la quota residua delle due LTRO triennali (1.019 miliardi originari), scadute definitivamente a gennaio e febbraio. I prestiti BCE a medio-lungo termine, che includono anche LTRO a tre mesi, si sono ridotti di 157 miliardi di euro tra fine dicembre e febbraio. In particolare, quelli alle banche italiane sono calati di 54 miliardi. Le LTRO a tre anni erano nate con il meccanismo dell'importo illimitato e della possibilità di rimborso dopo 1 anno, a discrezione delle banche. Il limite di una tale operazione è rendere in larga misura "passiva" per la BCE la manovra del proprio bilancio. In particolare, i rimborsi da fine 2012 hanno progressivamente ristretto il bilancio BCE, nonostante quest'ultima non volesse certo ridurre lo stimolo monetario all'economia.

T-LTRO sotto tono Le T-LTRO sono state necessarie, in primo luogo, per riempire il vuoto lasciato dalle LTRO triennali. Nelle T-LTRO l'importo è limitato. Per le prime due aste il tetto è pari al 7% dei prestiti in essere a imprese e famiglie, per ciascuna banca, ossia un totale di circa 400 miliardi di euro. La prima asta a settembre (con durata di 4 anni) ha erogato 83 miliardi, la seconda a dicembre altri 130 miliardi. Nel complesso, gli istituti hanno richiesto molto meno del massimo disponibile, in gran parte a causa della bassa domanda da parte delle banche dei paesi *core*.

Le T-LTRO sono, inoltre, mirate a sbloccare il credito. Contengono, infatti, incentivi e sanzioni per le banche affinché queste usino i fondi BCE per erogare nuovi prestiti a famiglie e imprese. Nelle sei operazioni trimestrali successive alle prime due (tra marzo 2015 e giugno 2016), l'importo disponibile per ogni banca è pari al triplo dei nuovi prestiti erogati in eccesso rispetto a specifici benchmark fissati dalla BCE. Quindi, più una banca presta, più può finanziarsi a costo nullo presso la BCE. Le T-LTRO dovrebbero anche favorire la riduzione dei tassi di interesse praticati dalle banche. La prima T-LTRO di questa seconda ondata, effettuata a marzo, ha fornito 98 miliardi alle banche dell'Eurozona. La seconda, a giugno, ulteriori 74 miliardi. Ciò ha portato il totale a 384 miliardi, molto sotto le attese.

La liquidità BCE non aumenta Il risultato delle due opposte tendenze è stato che i prestiti BCE alle banche hanno mostrato ampie oscillazioni negli ultimi mesi, rimanendo però sui valori di fine 2014: 486 miliardi a giugno, da 488 nella prima metà di dicembre (1.261 a metà 2012). Le aste a medio termine forniscono 395 miliardi a giugno (1.100 a inizio 2012), le operazioni tradizionali a breve gli altri 90 miliardi.

Le banche italiane avevano in bilancio in aprile 159 miliardi di fondi BCE (3,9% del totale delle passività), in calo rispetto ai 195 a dicembre (4,8%) che erano stati raggiunti con la seconda TLTRO e prima dei rimborsi finali delle LTRO (che ammontavano a 283 miliardi a metà 2012, 6,7%).

Le banche greche sono quelle che attingono, in proporzione, più di tutte a tali risorse: 113 miliardi in aprile (da 43 miliardi nel settembre 2014), pari al 29% del loro bilancio (da 11%). Ciò avviene in buona misura tramite la ELA (*Emergency Liquidity Assistance*), ovvero direttamente dalla *Bank of Greece*, piuttosto che tramite la BCE, dopo la decisione di quest'ultima a febbraio di non accettare più i titoli sovrani greci come collaterale nelle proprie aste, in mancanza di ragionevoli certezze circa il buon esito del negoziato sul programma di aiuti.

Raccolta bancaria ancora frenata

In vari paesi periferici i fondi BCE restano indispensabili nel finanziare le banche, per i problemi ancora presenti sulle altre forme di raccolta.

La liquidità raccolta sul mercato interbancario resta inferiore ai valori pre-crisi in alcuni paesi, nonostante i progressi degli ultimi anni. Per le banche italiane l'interbancario di Eurolandia contava per 719 miliardi in aprile (17,8% del passivo totale), sopra il minimo di 605 miliardi a fine 2010 (15,8%), ma sotto i valori medi del 2008 (812 miliardi, 22,5%). La valutazione degli asset e gli stress test BCE-EBA, i cui risultati complessivamente positivi sono stati diffusi nell'ottobre 2014, hanno aumentato la trasparenza sullo stato di salute delle maggiori banche dell'Eurozona. Ciò dovrebbe favorire ulteriori miglioramenti nel mercato interbancario.

In Grecia i depositi bancari del settore privato sono crollati negli ultimi mesi: -33 miliardi in aprile rispetto al novembre 2014 (-19%). Anche in altri paesi gli istituti di credito hanno ancora difficoltà nei volumi della raccolta al dettaglio: in Spagna -17 miliardi nello stesso periodo, -3 in Portogallo. I depositi continuano a salire, invece, in Italia (+33 miliardi, +2,1%).

Infine, in alcuni paesi le emissioni di bond bancari continuano a essere inferiori ai titoli in scadenza: in Spagna -15 miliardi le emissioni nette nei primi tre mesi del 2015, in Italia -42 miliardi. In Portogallo e Grecia le emissioni hanno compensato appena quelle rimborsate. Viceversa, le superano in Germania (+23 miliardi nel primo trimestre 2015) e in Francia (+4). Ciò può derivare dal fatto che in alcuni paesi, tra cui l'Italia, le banche trovano poco conveniente negli ultimi anni collocare titoli presso le famiglie, a causa del costo più elevato rispetto ad altre forme di raccolta quali i depositi.

Avanti tutta negli acquisti di titoli

Il portafoglio titoli della BCE è salito a 414 miliardi a maggio, da 191 in ottobre. Gran parte di tale crescita è avvenuta negli ultimi due mesi: +46 miliardi da ottobre a marzo, +176 da marzo a maggio.

Il terzo piano di acquisto di *covered bond* emessi da banche dell'area, iniziato nell'ottobre 2014, finora ha condotto in portafoglio titoli per 90 miliardi di euro. Il programma di acquisti di titoli cartolarizzati ABS (*Asset Backed Securities*), iniziato a novembre, è andato molto più a rilento: appena 8 miliardi acquistati finora. Sia perché la BCE ha di fatto ristretto il campo agli ABS basati su prestiti a famiglie e imprese, con l'obiettivo di rimuovere dai bilanci bancari i vecchi cre-

diti e liberare risorse per nuovi prestiti. Sia perché la Banca Centrale acquista le *tranche senior* di tali ABS (la parte più sicura) e quella *mezzanine* solo se provvista di garanzie pubbliche, che in molti paesi non sono ancora state predisposte.

L'andamento deludente degli acquisti, specie per quanto riguarda quelli di ABS, è ora compensato dall'allargamento dell'intervento ai titoli pubblici⁶. Dal 9 marzo al 12 giugno la BCE ha già acquistato 170 miliardi di titoli pubblici emessi nell'Eurozona, di cui 30 miliardi in Italia.

Il programma complessivo di acquisti (*Quantitative Easing*) ha ora un ritmo di 60 miliardi di euro al mese, per 19 mesi fino al settembre 2016. Il valore totale del piano arriverà, quindi, a 1.140 miliardi. Tali acquisti di titoli determinano, a parità di altre condizioni, una riduzione dei tassi a lungo termine, in particolare dei rendimenti sovrani, e causano un indebolimento dell'euro. Ovvero, allentano le condizioni monetarie nell'Eurozona, favorendo il credito e la crescita. Negli ultimi mesi, forze di segno contrario, specie le crescenti tensioni per la situazione in Grecia, hanno spinto invece al rialzo i tassi sui titoli pubblici, che restano comunque bassi.

Si tratta, peraltro, di un programma "aperto": se a settembre 2016 la BCE non troverà evidenza di una dinamica dei prezzi che stia tornando in linea con il suo obiettivo, proseguirà con gli acquisti. Nell'ultima riunione BCE, tenuta a inizio giugno, il Presidente Mario Draghi ha sottolineato che, se necessario, in futuro sarà possibile accrescere le dimensioni del QE e modificare il suo *timing* e la sua composizione, sebbene al momento non ce ne sia bisogno.

Parte dei titoli nel portafoglio BCE sono stati acquistati con vecchi programmi: 138 miliardi con il *Securities Market Program* (SMP) e 36 miliardi con i primi due programmi di *covered bond*. Questa parte dello stock si va assottigliando lentamente per il progressivo giungere a scadenza dei titoli. Dal giugno 2014 la liquidità creata con gli acquisti SMP non viene più sterilizzata. Ciò determina l'immissione di fondi (decrementi) nel sistema bancario.

Risalgono i fondi parcheeggiati in BCE

I fondi parcheggiati dagli istituti creditizi dell'Eurozona presso la BCE sono di nuovo cresciuti negli ultimi mesi. A giugno 97 miliardi nella *deposit facility* (da 24 nel settembre 2014) e 354 nel *current account* (da 186), per un totale di 451 miliardi. Cifre molto inferiori rispetto ai 912 miliardi di inizio 2012, ma in deciso rialzo dai 210 del settembre 2014.

Il tasso negativo BCE su tali depositi (-0,20%) non ha impedito la risalita. Peraltro, la sostituzione delle LTRO con le nuove aste mirate faceva attendere depositi in BCE su livelli contenuti perché le banche prendono a prestito dalla Banca centrale solo le risorse di cui hanno davvero bisogno.

Dagli ultimi mesi del 2014 la risalita dei depositi degli istituti a Francoforte è avvenuta in parallelo con gli acquisti di titoli da parte della BCE. Gran parte dei titoli che la Banca Centrale sta comprando erano, in effetti, nel portafoglio delle banche. Una possibile spiegazione di questi andamenti è che le risorse liquide provenienti dalla vendita di tali titoli alla BCE vengono parcheggiate

⁶ Il piano disegnato nel settembre 2012 (*Outright Monetary Transactions*) non è mai cominciato, in assenza di richieste dei governi nazionali. L'annuncio delle OMT aveva funzionato, comunque, da scudo anti-spread, dando avvio al calo dei rendimenti dei titoli sovrani periferici.

presso la BCE stessa, in attesa di diversi utilizzi. Questo indicherebbe che il QE sta immettendo meno risorse in circolazione rispetto al valore dei titoli acquistati, perché parte di queste resta inutilizzato dalle banche e non arriva a famiglie e imprese.

Per misurare il totale delle risorse aggiuntive, della liquidità, immesse nel sistema bancario dalla BCE, si può costruire un indicatore sommando ai prestiti BCE gli acquisti di titoli e sottraendo i depositi delle banche. Negli ultimi mesi le risorse nette immesse dalla BCE sono salite in misura contenuta: 477 miliardi a giugno, da 459 nell'agosto 2014 (Grafico 1.30).

Si espande il bilancio BCE

Prestiti alle banche e acquisti di titoli fanno crescere gli asset della BCE, quindi le dimensioni del suo bilancio. Fino a inizio marzo l'incremento del bilancio BCE dai minimi di settembre, spinto da T-LTRO e acquisti di titoli privati, era stato piuttosto ridotto (+147 miliardi). Si è avuta un'espansione di ulteriori 307 miliardi fino a metà giugno (+454 totali dal settembre 2014), grazie anche all'estensione degli acquisti ai titoli pubblici.

L'espansione delle attività nel bilancio BCE proseguirà ancora per più di un anno. Al momento, il bilancio resta ampiamente sotto i livelli massimi di tre anni fa: 2.442 miliardi di euro a giugno, rispetto ai 3.102 miliardi toccati a metà 2012.

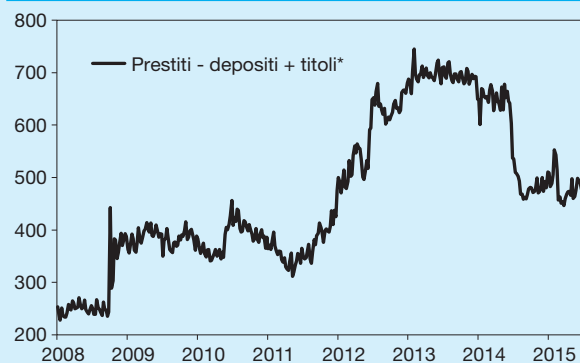
Tassi FED in rialzo

Il tasso di riferimento della FED è fermo da

sei anni e mezzo entro la forchetta 0,00-0,25% (0,13% il tasso effettivo a giugno). Il proseguimento della ripresa USA sta abbassando la disoccupazione (5,5% a maggio), ormai vicina al valore di lungo periodo indicato dai membri della FED (5,0%-5,2%; Grafico 1.31). La dinamica dei prezzi desta qualche preoccupazione (in termini annui è nulla a maggio), ma nasce in larga misura dal ribasso petrolifero: i prezzi al netto di energia e alimentari crescono all'1,7% annuo. Le attese di inflazione, misurate sui titoli pubblici a 10 anni indicizzati ai prezzi, sono già risalite ai valori desiderati (+1,8% a giugno, da +1,6% a gennaio).

Grafico 1.30

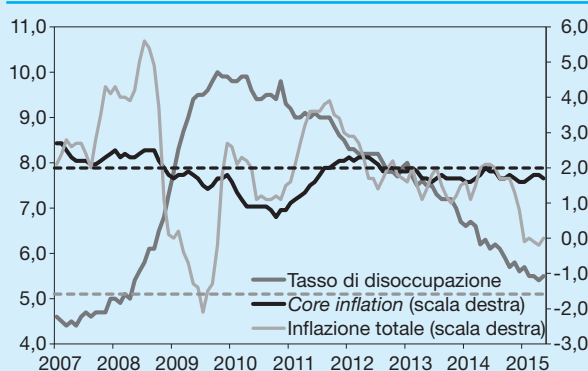
BCE: non riparte l'iniezione di liquidità
(Eurozona, miliardi di euro, dati settimanali, prezzi correnti)



* Prestiti BCE alle banche; depositi delle banche presso la BCE; titoli pubblici e privati nel portafoglio della BCE.
Fonte: elaborazioni CSC su dati BCE.

Grafico 1.31

Vicini i traguardi della FED
(USA, valori % e variazioni % annue, dati mensili)



Linea nera tratteggiata: valore di lungo periodo indicato dalla FED.
Linea grigia tratteggiata: obiettivo FED di medio termine.
Fonte: elaborazioni CSC su dati BLS.

Dalle minute del FOMC di giugno risulta che la vasta maggioranza dei membri (15 a 2, come a marzo) ritiene opportuno iniziare ad alzare i tassi quest'anno, a condizione che prosegua il miglioramento dell'economia. Indicazione fornita anche, in un intervento del Presidente della FED, Janet Yellen, a maggio.

Va considerato che i 17 membri del FOMC votano a rotazione, di modo che solo 10 in ciascun anno possiedono vero potere decisionale. Inoltre, mentre è il FOMC a fissare il target per il *federal funds rate*, il potere di muovere il tasso sulle riserve delle banche presso la FED è in mano a un sottogruppo, di 5 membri, tra cui il Presidente (il *Board of Governors*). La Banca centrale ha di recente chiarito che, durante la prossima fase di normalizzazione dei tassi, utilizzerà proprio il tasso sulle riserve per determinare il *fed funds rate* effettivo. Gli analisti ritengono che il *Board* ristretto sia più prudente sui tassi rispetto all'intero FOMC.

Riguardo all'esatto *timing* del primo rialzo, che dovrebbe avvenire nella seconda metà del 2015, nelle minute della riunione FOMC di aprile viene indicato un approccio mese-per-mese sulla base di un ampio set di dati considerati. La decisione sarà presa quando i dati sull'economia, resi disponibili tra una riunione e la successiva, confermeranno l'atteso miglioramento di mercato del lavoro e dinamica dei prezzi.

La FED ha di recente puntualizzato che, nelle prime fasi della normalizzazione, manterrà la forchetta per il tasso ufficiale con un'ampiezza invariata di 0,25 punti. Quanto alla rapidità del percorso di normalizzazione dei tassi, la Yellen ha chiarito che sarà molto graduale e prudente.

I membri del FOMC hanno indicato a marzo, in media, un livello desiderato dello 0,50-0,75% a fine 2015 e dell'1,75-2,00% a fine 2016. Si tratta di valori in calo rispetto a quelli segnalati a fine 2014 (1,00-1,25% e 2,50%). Dopo l'andamento deludente dell'economia USA nel primo trimestre, il valore mediano è stato confermato per il 2015 sebbene con un abbassamento dei tassi preferiti per molti membri del FOMC e rivisto ancora al ribasso per il 2016 (1,50-1,75%) nella riunione di giugno.

I membri del FOMC, inoltre, continuano a sottolineare che i tassi dovranno rimanere sotto i livelli "normali" per qualche tempo anche dopo che disoccupazione e inflazione saranno ai livelli desiderati. Nella riunione FED di giugno, il valore normale di lungo periodo del tasso ufficiale è stato indicato, in media, al 3,75%.

Nello scenario CSC la FED inizierà ad alzare i tassi negli ultimi mesi del 2015, operando due aumenti di un quarto di punto ciascuno a settembre e a dicembre. Ciò porterà la forchetta per il tasso di riferimento allo 0,50-0,75% a fine anno. Il rialzo proseguirà nel 2016, con altre tre mosse da 0,25% ciascuna, raggiungendo il *range* 1,25-1,50% a fine anno.

Il rialzo FED amplierà progressivamente il differenziale con il tasso BCE. Ciò tenderà a offrire un crescente sostegno al dollaro, indebolendo l'euro. Il differenziale BCE-FED è pari a -0,07 punti a giugno (considerando il tasso effettivo FED). Nello scenario CSC, si amplierà a -0,24 punti percentuali in media nel 2015 (-0,70 a fine anno) e a -1,14 punti nel 2016 (-1,45 a fine anno).

Il tasso interbancario a tre mesi negli USA è stabile allo 0,28% a giugno, poco sopra la parte alta della forchetta FED. Il CSC prevede che salirà allo 0,40% in media nel 2015 e all'1,30% nel 2016.

Bilancio FED ancora gonfio di titoli

La FED, dopo aver terminato gli acquisti di titoli nell'ottobre 2014, continua a reinvestire le somme incassate dai rimborsi. Perciò l'ammontare di titoli nel portafoglio FED è stabile: 2.460 miliardi di dollari in *Treasury* a maggio (55,1% dell'attivo), 1.722 miliardi di MBS (*Mortgage Backed Securities*, 38,6%). La dimensione del bilancio totale della FED è di 4.464 miliardi, oltre cinque volte quella del 2007 (872 miliardi).

La terza fase di *Quantitative Easing* negli USA (QE3) è durata oltre 2 anni, tra 2012 e 2014, con acquisti di titoli per 1.550 miliardi di dollari (85 al mese all'inizio). Ovvero, più di quanto sarà acquistato dalla BCE entro il 2016 (1.254 miliardi di dollari a un cambio dollaro/euro a 1,10). Quanto alla composizione, la FED ha acquistato titoli pubblici come fa ora anche la BCE, mentre tra i titoli privati ha comprato solo MBS, cioè cartolarizzazioni di mutui, mentre la BCE considera un set più ampio di titoli.

Negli ultimi mesi il reinvestimento ha riguardato per lo più titoli federali con durate molto brevi: a maggio la quota dei *Treasury* con scadenza tra 3 e 12 mesi è salita al 4,2% (da 0,1% a novembre), quella dei titoli tra 1 e 5 anni è salita al 45,5% (da 44,6%). Viceversa, la quota di titoli che maturano in 5-10 anni è scesa al 24,0% (da 28,5%) e quella sopra i 10 anni al 26,2% (da 26,7%).

Lo spostamento verso il breve-medio termine della composizione dello stock di titoli favorirà la sua riduzione automatica che avverrà con la semplice sospensione della politica del reinvestimento. La FED ha chiarito, già a fine 2014, che smetterà di reinvestire solo qualche tempo dopo il primo rialzo dei tassi. L'inizio della fase di *exit* sui titoli, quindi, si avrà probabilmente nei primi mesi del 2016. Le vendite di titoli, invece, avranno un ruolo marginale nella riduzione dello stock.

Tassi USA in salita, Borsa record

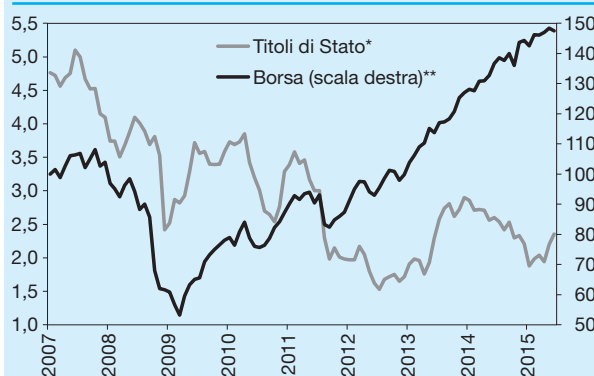
Negli ultimi mesi i tassi a lungo termine negli USA sono risaliti, in attesa dei rialzi FED. Fino al 2014 gli acquisti FED di titoli avevano contribuito a tenere a freno i tassi a medio-lungo termine americani, con l'obiettivo di continuare a sostenere investimenti e consumi, quindi l'occupazione.

Il rendimento del *Treasury* trentennale è aumentato al 3,1% a giugno, da 2,5% a gennaio. Quello sulle obbligazioni tripla A di pari durata emesse da imprese USA è salito al 4,2% (da 3,5%). Il rendimento del *Treasury* decennale è aumentato al 2,4% (da 1,9%; Grafico 1.32).

Il tasso a lunga in termini reali, calcolato sui *Treasury* decennali indicizzati all'inflazione, continua a sostenere la crescita USA, essendo su valori vicini allo zero: 0,5% a giugno, sui livelli di fine 2014.

Grafico 1.32

Borsa USA alle stelle e tassi lunghi in salita
(Rendimenti % e indice gennaio 2007=100, dati mensili)



* *Treasury* nominale a 10 anni.

** Indice S&P 500.

Fonte: elaborazioni CSC su dati FED, Thomson Reuters.

Le quotazioni azionarie della Borsa americana continuano a salire: a giugno +2,1% rispetto a fine 2014 (indice Standard & Poor's 500). Sono vicine ai massimi storici e del 47,4% sopra i livelli di inizio 2007. La loro volatilità è tornata sui valori pre-crisi: l'indice VIX, che riflette la propensione degli operatori a costruirsi una copertura a fronte delle oscillazioni del mercato, era a 13,3 a maggio (13,1 nella prima metà del 2007). Ciò segnala una normalizzazione delle aspettative degli operatori e della loro propensione al rischio. Storicamente, minore incertezza è associata a quotazioni azionarie in aumento.

Negli ultimi mesi, i prezzi delle azioni nei mercati europei sono cresciuti più che negli USA: in Italia +19,8% a maggio da fine 2014, in Germania +18,1%. In quest'ultimo paese le quotazioni sono superiori del 73,6% rispetto ai valori pre-crisi. In Italia, invece, la caduta del 2007-2009 non è stata ancora pienamente recuperata: i prezzi di Borsa sono pari a poco più della metà dei valori pre-crisi (-43,7%).

Euro debole

Il tasso di cambio dell'euro rispetto alle valute dei principali partner commerciali si è deprezzato in misura marcata: -12,6% in aprile dal picco di marzo 2014 in termini effettivi nominali, scendendo sotto i livelli toccati nel luglio 2012. Negli ultimi due mesi ha registrato un rimbalzo (+3,5%).

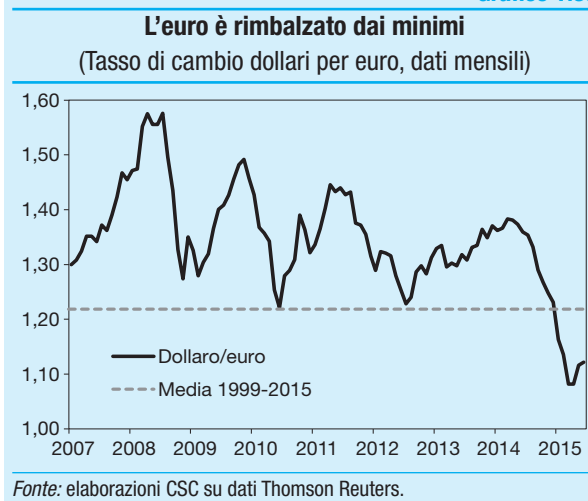
La svalutazione dell'euro è avvenuta, in particolare, nei confronti del dollaro USA, con un minimo a marzo a 1,08 dollari, culmine della discesa iniziata nella primavera del 2014 (1,38 dollari nel marzo dello scorso anno; -21,8%). Negli ultimi tre mesi ha registrato un mini rimbalzo, arrivando a giugno a 1,12 dollari in media (+3,7%; Grafico 1.33).

A indebolire l'euro è stato l'avvio da giugno 2014 di un'ulteriore fase di allentamento monetario da parte della BCE, basata su prestiti condizionati alle banche (T-LTRO) e acquisti di titoli, estesi da marzo anche ai bond pubblici. La discesa dell'euro, in gran parte, è avvenuta anticipando le successive misure espansive BCE, in particolare nell'attesa, poi realizzata, del *Quantitative Easing*. Inoltre, nell'ottobre 2014 la FED ha chiuso il programma di acquisto di titoli USA, che tendeva a indebolire il dollaro.

Il rimbalzo dell'euro è legato soprattutto ai dati sull'economia, che avevano mostrato una crescita deludente negli USA e in rafforzamento nell'Eurozona. Vi ha contribuito la correzione verso l'alto dei rendimenti dei titoli di stato dell'Eurozona.

In prospettiva, continuano a giocare a favore del dollaro vari fattori: lo spread sui tassi a lunga, specie dopo la fine del QE americano; il divario che si aprirà sui tassi a breve, quando la FED

Grafico 1.33



inizierà a rialzarli; le migliori prospettive di medio termine per la crescita USA rispetto all'Eurozona. Tutti questi fattori attirano capitali verso il dollaro e tendono a rafforzarlo.

Gli squilibri nei conti con l'estero, invece, lo indeboliscono a vantaggio dell'euro. L'Eurozona ha un surplus di bilancia corrente crescente, atteso raggiungere nel 2015 il record di 450 miliardi di dollari (pari al 3,9% del PIL, dal 3,4% nel 2014). Gli USA, invece, hanno un ampio e crescente passivo corrente, atteso quest'anno a 475 miliardi di dollari (2,6% del PIL, da 2,4%; stime OCSE).

Nel complesso, le forze in campo spingono ancora verso un euro debole. Il CSC non effettua previsioni sulle valute e in questo scenario si assume un cambio arrotondato rispetto ai valori attuali (a 1,15) da ora fino alla fine del 2016. A dicembre, il CSC aveva indicato 1,25 dollari per euro nel biennio. Dunque, nel nuovo scenario per il 2015 viene incorporata una svalutazione aggiuntiva del 9,3%, calcolata sui dati medi annui. Che si accumula a quella del 6,0% già scontata a dicembre. Nel complesso, l'indebolimento del cambio dell'euro tra 2014 e 2015, rispetto al dollaro, è ora del 14,8%.

2 CATTIVA DISTRIBUZIONE DEL REDDITO E BASSA CRESCITA LEGATE A DOPPIO FILO

La distribuzione del reddito e la sua relazione con la crescita economica sono al centro del dibattito politico ed economico internazionale.

In Italia, la questione distributiva va valutata alla luce di dati spesso trascurati e in gran parte specifici.

Primo, la quota del lavoro sul valore aggiunto è in espansione dagli inizi degli anni Duemila (anche da prima nel manifatturiero), tanto da essere prossima ai picchi di metà anni Settanta. Lo speculare assottigliamento della redditività degli investimenti ha avuto conseguenze importanti sulla dinamica di questi ultimi, che rischiano di continuare a penalizzare la crescita anche in futuro. Ciò è in contrasto con quanto avvenuto in altre economie avanzate e smentisce quella che è la vox populi.

La questione salariale, intesa come una dinamica delle retribuzioni percepita come insoddisfacente, dipende esclusivamente dall'arretramento del reddito prodotto dal Paese, e non da una penalizzazione del fattore lavoro, che anzi è stato favorito, appunto, nella distribuzione del valore aggiunto.

L'implicazione di policy è che occorre: stimolare la crescita della produttività tramite il progresso tecnologico, per cui sono cruciali sia le attività di ricerca e sviluppo (che vanno incentivate e agevolate) sia il sistema di istruzione (che deve essere maggiormente integrato con il mondo produttivo); allineare meglio la dinamica dei salari alla produttività, spostando il baricentro della contrattazione collettiva verso il livello aziendale (entro la cornice fissata dall'accordo sulla rappresentanza sindacale di gennaio 2014, che va reso operativo al più presto); rimuovere le restrizioni alla concorrenza nei mercati dei servizi, da cui proviene una pressione al rialzo dei prezzi al consumo che riduce la competitività.

Secondo, la distribuzione personale del reddito disponibile in Italia è meno concentrata che nei paesi anglosassoni, ma più che in Francia e Germania. Tuttavia, la differenza rispetto a questi ultimi è interamente spiegata dal dualismo territoriale: se il Mezzogiorno avesse lo stesso livello di sviluppo del Centro-Nord e la medesima concentrazione distributiva, la disuguaglianza nei redditi in Italia sarebbe del tutto simile a quelle francese e tedesca. Ciò rappresenta una ragione in più, se mai ce ne fosse bisogno, per favorire lo sviluppo del Meridione, con investimenti ma soprattutto con Stato che fa lo Stato, nella scuola, nell'ordine pubblico, nella sanità.

Il capitolo, curato da Luca Paolazzi, è stato elaborato da Alessandro Fontana, Giovanna Labartino, Francesca Mazzolari e Mauro Sylos Labini. Il lavoro si è avvalso dei preziosi suggerimenti, che non implicano alcuna responsabilità sul contenuto finale, di Enrico Giovannini (Università di Roma "Tor Vergata") e Sauro Mocetti (Banca d'Italia).

Terzo, in Italia l'intervento pubblico ha un ruolo molto rilevante nell'attenuare la concentrazione dei redditi, più per l'elevata dimensione dell'intervento stesso che per il suo carattere perequativo. Questo in larga parte si spiega con la predominanza nei trasferimenti delle pensioni che, essendo legate alla retribuzione, hanno natura assicurativa e non sono lo strumento principale delle politiche redistributive. La ricaduta di policy è che il welfare italiano dovrebbe puntare a una maggiore progressività negli interventi assistenziali, assoggettando l'erogazione all'effettiva disponibilità di mezzi personali. Se adottata su larga scala, la prova dei mezzi può consentire di rendere più efficiente anche l'erogazione dei servizi pubblici, elevando le tariffe ai prezzi di mercato e compensando i meno abbienti con sussidi al reddito.

Quarto, la disuguaglianza nelle retribuzioni è inferiore rispetto a quella misurata in altri paesi. Si remunerano meno le competenze e le capacità individuali. I dati mostrano poca cultura meritocratica e troppo egualitarismo, anche nelle politiche retributive aziendali. L'obiettivo di policy è l'apertura del ventaglio retributivo, ottenuta agganciando il salario ai risultati aziendali e individuali; l'apertura innescherebbe un circolo virtuoso, grazie all'impatto positivo sulla produttività, via maggiore impegno dei lavoratori e maggiori investimenti in capitale umano. Anche in questo caso, spostare il baricentro della contrattazione dal primo livello a quello aziendale contribuirebbe a remunerare il merito. Cruciale è, inoltre, promuovere la diffusione di politiche aziendali premianti, che mettano il lavoratore al centro.

Quinto, la mobilità intergenerazionale in Italia è bassa nel confronto internazionale e ciò amplifica gli effetti negativi della diseguale distribuzione personale del reddito sulla crescita. Perciò occorrono politiche che migliorino le opportunità di partenza per mettere chi nasce ai piedi della scala sociale nelle condizioni di salirla. In tal senso, l'accesso all'istruzione scolastica di buona qualità, fin dalla prima infanzia, è cruciale e va agevolato riducendone il costo-opportunità per le famiglie indigenti.

Infine, la crisi ha ridotto la ricchezza prodotta dal Paese e, anche se la disuguaglianza non è aumentata, l'impoverimento generale si è tradotto in un aumento consistente del numero di famiglie e persone in povertà assoluta. La diffusione della deprivazione materiale, pur avendo interessato anche quei gruppi ritenuti meno vulnerabili, è stata più ampia per i più poveri (disoccupati e famiglie numerose). Per tali ragioni è importante mettere a punto anche in Italia uno strumento di sostegno al reddito, condizionato a comportamenti virtuosi come ad esempio la ricerca del lavoro e l'investimento in formazione.

Ritorno alla crescita e miglioramento della distribuzione del reddito, funzionale e personale, sono dunque legati a doppio filo.

2.1 Distribuzione funzionale del reddito: in Italia ai massimi la quota del lavoro

2.1.1 Cos'è e perché conta la distribuzione funzionale

La distribuzione funzionale (o primaria) è la ripartizione del valore aggiunto generato da un sistema economico fra i fattori che hanno partecipato a produrlo, principalmente lavoro e capitale (si veda il riquadro *Il calcolo delle quote distributive*).

Lo studio delle quote distributive è in primo luogo rilevante per le implicazioni che esse hanno su quanto un sistema è in grado di produrre. Le decisioni di investimento, in particolare, sono influenzate dai tassi di profitto e uno schiacciamento della quota di reddito che va al capitale può diminuire il tasso di accumulazione con conseguenze negative su produttività e crescita. Un tal circolo vizioso potrebbe essere in atto oggi in Italia. Nel nostro Paese, infatti, in contrasto con quanto avvenuto in altre economie avanzate e contrariamente a quella che è la *vox populi*, la quota del lavoro è in espansione dai primi anni Duemila (anche da prima nel manifatturiero), tanto da essere prossima ai picchi di metà anni Settanta. Lo speculare assottigliamento della redditività degli investimenti ha avuto conseguenze importanti sulla dinamica di questi ultimi, che rischiano di continuare a penalizzare la crescita anche in futuro.

Il livello e la variazione delle quote distributive ha anche implicazioni sulla stabilità macroeconomica di un sistema. Esse, per esempio, attraverso l'impatto sulla composizione della base imponibile e in presenza di aliquote fiscali diverse su redditi da lavoro e da capitale, incidono sulle entrate fiscali e quindi sui saldi di bilancio.

La distribuzione funzionale del reddito ha a che fare con questioni di equità? In linea di principio, essa dovrebbe remunerare i fattori produttivi in modo tale da favorire la crescita, ovvero in linea con la loro produttività. Inoltre, va considerato che a configurare una distribuzione personale del reddito (sulla quale ha senso chiedersi se sia) più o meno equa concorrono, insieme alla quota di valore aggiunto che va al lavoro, numerosi altri fattori, quali il tasso di disoccupazione, i salari relativi, la struttura proprietaria della ricchezza e del capitale, la tassazione e i trasferimenti sociali.

Il calcolo delle quote distributive

Nella distribuzione funzionale del reddito la quota del lavoro è data dal rapporto tra il costo totale del lavoro, composto da retribuzioni lorde, contributi sociali a carico delle imprese e altri oneri da esse sostenuti (per esempio: mensa, asili nido, costi di trasporto, forme di welfare aziendale), e il valore aggiunto, ovvero i ricavi al netto delle spese per i beni e i servizi intermedi. La quota del capitale si ricava come residuo di quella del lavoro. Entrambe sono direttamente calcolabili utilizzando i dati di contabilità nazionale.

Il calcolo, tuttavia, necessita di alcune correzioni per tener conto di una serie di fattori. Il primo di tali fattori è che una misura esplicita del costo del lavoro esiste soltanto per i lavoratori dipendenti. Una rilevante porzione di addetti, tuttavia, è costituita da lavoratori auto-

nomi. Sottraendo al valore aggiunto il solo costo del lavoro dipendente si ottiene, pertanto, una sovrastima della quota del capitale. Inoltre, la concentrazione di lavoro autonomo è molto dissimile tra paesi e, per una stessa economia, varia nel tempo oltre che per settore e dimensione aziendale (è generalmente più alta nei servizi e nelle piccole imprese). Non tenere conto della presenza di lavoratori indipendenti produrrebbe quindi ulteriori distorsioni nelle valutazioni comparate, sia sui livelli sia sulla dinamica, delle quote distributive. Il modo più comunemente adottato per ovviare al problema è quello di attribuire ai lavoratori autonomi un costo del lavoro pari a quello medio dei lavoratori dipendenti¹.

Un altro fattore distorsivo è l'IRAP, che in sé è un'imposta indiretta ma di fatto agisce innalzando il costo del lavoro alla stregua di un contributo sociale. Ciò impone una seconda correzione nel calcolo del costo del lavoro per l'Italia, così da tenerne conto a partire dal 1998, anno della sua introduzione².

Infine, settore pubblico e rendite immobiliari incidono su livelli e dinamiche delle quote di reddito che vanno al lavoro e al capitale, fornendo un quadro non corretto. Nel settore pubblico, per il modo stesso in cui il valore aggiunto è definito (come somma del costo del lavoro e degli ammortamenti del capitale), la quota lavoro è molto elevata e ciò tende a sopravvalutare la quota del lavoro nell'intera economia. Inoltre, la dinamica delle quote è influenzata dalle variazioni nel peso del settore pubblico sull'intera economia. Per evitare tali distorsioni nel livello e nell'andamento, è opportuno focalizzare l'analisi sulle quote del solo settore privato³.

Per quanto riguarda le rendite immobiliari, nei conti nazionali compaiono i servizi imputati al patrimonio abitativo e commerciale (fitti effettivi e imputati), i quali sono prodotti sostanzialmente senza l'apporto di lavoro e risentono di elementi (scarsità dei terreni e di edifici, tassi di interesse e conseguente valutazione degli asset) molto meno rilevanti per i processi produttivi nel resto dell'economia; perciò distorcono il livello e la dinamica della quota del capitale. In Italia, per esempio, il peso delle locazioni sul PIL è passato dal 5,2% nel 1981 al 13,8% nel 2014 e comporta un progressivo assottigliamento della quota lavoro, che in realtà è imputabile a un aumento della rendita e non a maggiori profitti. Per ovviare a ciò, per l'Italia si esclude una stima delle rendite immobiliari dal computo del valore aggiunto⁴.

¹ Per una discussione dei pro e contro di questo e di aggiustamenti alternativi, si veda Douglas Gollin, "Getting Income Shares Right", *Journal of Political Economy*, 2002, vol. 110(2).

² La correzione è necessaria data la distorsione nella rappresentazione dell'andamento del costo del lavoro in contabilità nazionale provocata nel 1998 dall'abolizione dei contributi sanitari (9,6% la parte a carico delle imprese) e della contestuale introduzione dell'IRAP, che è contabilizzata come imposta indiretta (4,25% allora). Il metodo è quello proposto e descritto da Roberto Torrini in "Quota profitti e redditività del capitale in Italia: un tentativo di interpretazione", *Politica Economica*, 2005, vol. 12(1).

³ In mancanza di dati omogenei (nel tempo e tra paesi) su valore aggiunto e costo del lavoro nel settore pubblico, il settore privato è approssimato come l'intera economia al netto dei settori: amministrazione pubblica e difesa, assicurazione sociale obbligatoria; istruzione; sanità e assistenza sociale (sezioni O, P e Q della classificazione Ateco 2007).

⁴ Ovvero una stima dei fitti effettivi e imputati, che ricadono nella sezione L-Attività immobiliari della classificazione Ateco 2007.

2.1.2 La quota del lavoro torna ai livelli degli anni Settanta

In Italia nell'intera economia la quota lavoro sul valore aggiunto¹, dopo aver oscillato su valori medi al di sopra del 70% tra i primi anni Settanta e la metà degli anni Ottanta, è diminuita fino a toccare livelli storicamente modesti, poco sopra il 60%, all'inizio degli anni Duemila (61,2% nel 2001). Da allora è tornata a crescere fino al 2010 (65,7%), stabilizzandosi negli ultimi anni.

Nel solo settore privato gli andamenti di lungo periodo sono piuttosto simili, anche se, come atteso, escludendo il settore pubblico e altri servizi non vendibili la quota del lavoro risulta più contenuta.

Al lavoro il 76,1% del valore aggiunto netto locazioni...

Sottraendo dal computo del valore aggiunto il valore delle locazioni cambiano sia il livello (che risulta molto più alto) sia la dinamica della quota del lavoro. Si delineano, infatti, un calo più contenuto, seppur iniziato già a metà anni Settanta (da 77,7% nel 1975 a 65,6% nel 2001), e un recupero molto più accentuato (fino al 76,1% nel 2014). Tanto che la quota del lavoro è oggi prossima ai massimi storici degli anni Settanta e sopra i valori di un periodo di recessione, in cui gli aggiustamenti ciclici si sovrapposero (come oggi) a quelli strutturali (Grafico 2.1).



L'ampliarsi della quota del lavoro in Italia da inizio anni Duemila è un fenomeno non ancora ben documentato e studiato nelle sue determinanti, mentre il suo calo intercorso da metà anni Settanta è un fatto ampiamente analizzato dalla letteratura economica, anche perché comune a vari paesi europei (si veda il riquadro *Fattori che influenzano le quote distributive*).

In sintesi, alla rapida espansione della quota del lavoro nella prima metà degli anni Settanta, ha fatto seguito un progressivo processo di aggiustamento finalizzato al recupero dei margini di redditività da parte delle imprese, perseguito con una riduzione della domanda di lavoro e un aumento nell'utilizzo del capitale². Alla successiva ulteriore caduta della quota lavoro hanno verosimilmente concorso una pluralità di fattori: mutamenti istituzionali (quali il consistente programma di privatizzazioni avviato nella prima metà degli anni Novanta e gli accordi sala-

¹ In questo approfondimento si utilizza il valore aggiunto ai prezzi base, l'unico disponibile per gli altri paesi nei conti nazionali diffusi da Eurostat. Nel calcolo delle quote sarebbe preferibile utilizzare il valore aggiunto al costo dei fattori, ovvero al netto di imposte indirette e di sussidi alla produzione e al consumo, sui quali incide l'intervento pubblico che assorbe parte del valore aggiunto.

² Si veda Roberto Torrini in "L'andamento delle quote distributive in Italia", *Politica Economica*, 2010, vol. 26(2).

riali tra parti sociali e governo del 1993), progresso tecnologico, globalizzazione e maggiore competizione internazionale. Sul peso di ciascuno di essi non vi è pieno consenso.

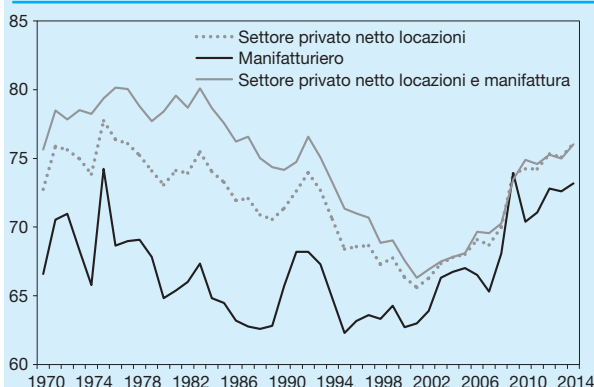
L'esistenza di molteplici fattori esplicativi, che potrebbero aver agito nella stessa direzione rafforzandosi tra di loro o talvolta anche in direzione opposta, è supportata dalla forte eterogeneità di comportamento tra vari settori, che emerge già con chiarezza anche solo scorrendo il settore manifatturiero dal resto del settore privato.

...e ai massimi storici nel manifatturiero Il manifatturiero è caratterizzato da oscillazioni delle quote molto più marcate, a riflesso della maggiore ciclicità del comparto.

Tuttavia, anche nell'andamento di lungo periodo, si rileva una sorta di divaricazione tra il manifatturiero e il resto del settore privato a partire dalla metà degli anni Novanta: nel primo la quota del lavoro comincia a risalire prima e molto più ripidamente che nel resto del settore privato, guadagnando 10,9 punti percentuali (da 62,3% nel 1995 a 73,2% nel 2014) e riportandosi vicino al picco storico di metà anni Settanta (74,2%) e ben oltre quello dei primi anni Novanta, generato sia dalla rivalutazione reale della lira sia dalla recessione (68,2% nel 1992; Grafico 2.2).

Grafico 2.2

...in ascesa soprattutto nel manifatturiero
(Reddito da lavoro in % del valore aggiunto ai prezzi base)



Reddito da lavoro aggiustato per il peso del lavoro indipendente (utilizzando le unità di lavoro) e corretto per l'introduzione dell'IRAP.

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Fattori che influenzano le quote distributive

Le quote di lavoro e capitale nella distribuzione funzionale dipendono da una serie di fattori, che ne spiegano sia i livelli differenziati tra settori e paesi sia la dinamica nel tempo.

Variano in primo luogo in funzione dell'**intensità di capitale**. Nei settori dove il rapporto tra capitale e lavoro è molto alto, si pensi ad esempio all'energetico, la quota del lavoro è naturalmente minore, mentre nei settori dove il rapporto tra capitale e lavoro è più basso, come nel commercio, nella ristorazione o nei servizi alberghieri, è più elevata. Ciò implica che, a seconda della composizione settoriale, due economie o la stessa economia osservata nel tempo abbiano quote del lavoro aggregate diverse, pur in presenza di quote identiche in ciascun settore.

L'intensità di capitale dipende dalle **tecnologie adottate**, che variano nel tempo e influenzano il modo in cui si produce e, quindi, le proporzioni in cui il prodotto si ripartisce tra salari e profitti. E dipende dalla dimensione media delle imprese: quelle più piccole tendono ad avere

una minore dotazione di capitale e quindi una più alta quota del lavoro. Composizione settoriale del PIL e dimensionale delle imprese si influenzano vicendevolmente, ma sono in certa misura indipendenti l'una dall'altra.

Inoltre, il rapporto tra capitale e lavoro è influenzato dal **prezzo relativo dei fattori**: al diminuire del costo (relativo) di un fattore ne aumenterà la quantità (relativa) impiegata, cosicché, al limite, se il rapporto tra i fattori mutasse proporzionalmente alle variazioni del costo relativo, le quote distributive rimarrebbero invariate. La stabilità delle quote è un fatto stilizzato ampiamente documentato in passato, che gli economisti hanno spesso incorporato come un'assunzione nei modelli macroeconomici. Tuttavia, anche ammettendo piena possibilità di sostituzione tra lavoro e capitale, l'aggiustamento descritto richiede verosimilmente tempi lunghi di realizzazione, cosicché si potrebbe osservare che all'aumentare del costo del lavoro in un primo momento salga la quota lavoro, ma che successivamente le imprese inizino a ridurre l'occupazione per far fronte alle mutate convenienze relative. Questo è quello che secondo molti analisti sarebbe avvenuto tra gli anni Settanta e Ottanta in Italia e in altri paesi europei, in risposta allo shock salariale iniziato a fine anni Sessanta. All'opposto, una liberalizzazione del mercato del lavoro che riduca il costo di assunzioni e licenziamenti, seppur non osservati direttamente nelle retribuzioni, incentiva maggiore occupazione e, quindi, potrebbe far salire la quota del lavoro. Ciò potrebbe essere accaduto in Italia da metà anni Novanta in poi, ma l'analisi dei dati non conforta questa tesi, perché il rapporto capitale/lavoro ha continuato ad alzarsi.

Le quote distributive dipendono anche dal **grado di concorrenza** di un mercato: i settori, i paesi, le fasi storiche caratterizzati da un minor livello di concorrenza tendono ad avere una quota del lavoro più bassa e margini di profitto più elevati. L'apertura dei mercati alla concorrenza interna ed estera abbassano quindi la quota del capitale.

Altra determinante è rappresentata da **fattori istituzionali**, come la presenza e la forza dei sindacati e la proprietà pubblica o privata delle imprese. La proprietà pubblica tende a produrre maggiori salari e/o eccesso di occupazione che innalzano la quota del lavoro.

Nel breve periodo, la dinamica delle quote distributive è, inoltre, influenzata dalle **oscillazioni cicliche dell'economia**. In particolare, la quota del lavoro ha un andamento anticiclico. In fase recessiva, per esempio, l'aggiustamento dell'input di lavoro avviene in ritardo e in misura più contenuta rispetto al calo dell'attività, con conseguente aumento della quota del lavoro. Che si ridimensionerà successivamente, con la ripresa dell'attività e l'aggiustamento dell'occupazione nel frattempo intercorso.

2.1.3 Il capitale perde terreno

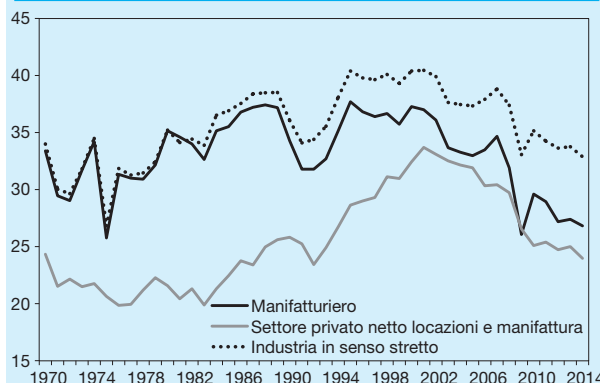
I livelli e la dinamica della quota del capitale sono speculari a quelli della quota lavoro. Nel settore manifatturiero italiano il rapporto tra margine operativo lordo (MOL) e valore aggiunto è oggi ai minimi storici: 26,8% nel 2014 dal 37,7% nel 1995 (25,8% nel 1975). La difformità di an-

damenti delle quote tra manifatturiero e resto del settore privato da metà anni Novanta in poi è risultata in una convergenza sorprendente dei loro livelli: la differenza nella quota capitale, da 14,2 punti percentuali nel 1981 e 9,1 nel 1995, si è addirittura azzerata nell'anno nero 2009 e si è attestata su 2,8 punti nel 2014 (Grafico 2.3), nonostante la maggiore intensità di capitale nel manifatturiero e in ragione della più ampia caduta dell'attività produttiva.

Il calo della quota del capitale generalizzato all'intera economia italiana e il fatto che esso sia stato più accentuato nel manifatturiero rispetto al resto del settore privato non risultano spiegati da una diminuzione di intensità di capitale. Al contrario, il rapporto tra capitale/lavoro ha continuato ad alzarsi in entrambi i macro-settori e perfino di più nel manifatturiero. Questa evidenza solleva due considerazioni. Primo, non avvalorare l'idea del ricorso a tecniche più intensive di lavoro, come sostenuto da alcuni analisti. Da un lato è vero che il lavoro è divenuto meno costoso in virtù, in un primo momento, della moderazione salariale scaturita dal protocollo sulla politica dei redditi del 1993 e, in seguito, della diffusione di contratti di lavoro non-standard con le riforme di fine anni Novanta; d'altronde anche il costo del capitale è diminuito nello stesso periodo, a seguito della riduzione dei tassi di interesse reali e della forte ascesa delle quotazioni azionarie (nel periodo pre-crisi). Secondo, il fatto che la riduzione della quota capitale sia stata accompagnata da un aumento del rapporto capitale-lavoro (come d'altronde di quello capitale-valore aggiunto) implica un calo del rendimento del capitale perfino più intenso di quello suggerito dalla dinamica delle quote e più accentuato proprio nel manifatturiero, che è per molti versi il motore dell'economia italiana (Grafico 2.4).

Grafico 2.3

Profitti nei manufatti ai minimi storici...
(Italia; MOL in % del valore aggiunto ai prezzi base)

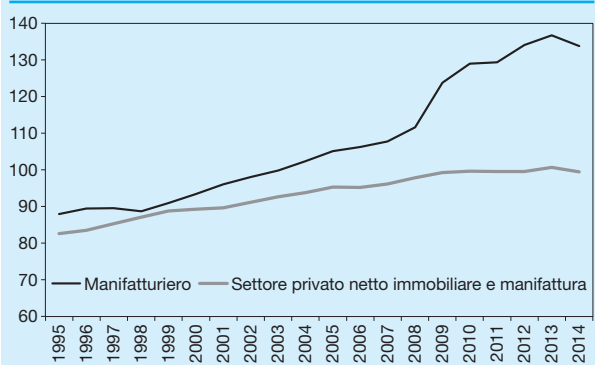


Margine operativo lordo: VA - reddito da lavoro, aggiustato per il peso del lavoro indipendente (utilizzando le unità di lavoro) e corretto per l'introduzione dell'IRAP.

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Grafico 2.4

...nonostante la più alta intensità di capitale
(Italia; stock di capitale netto a prezzi costanti su ULA totali)



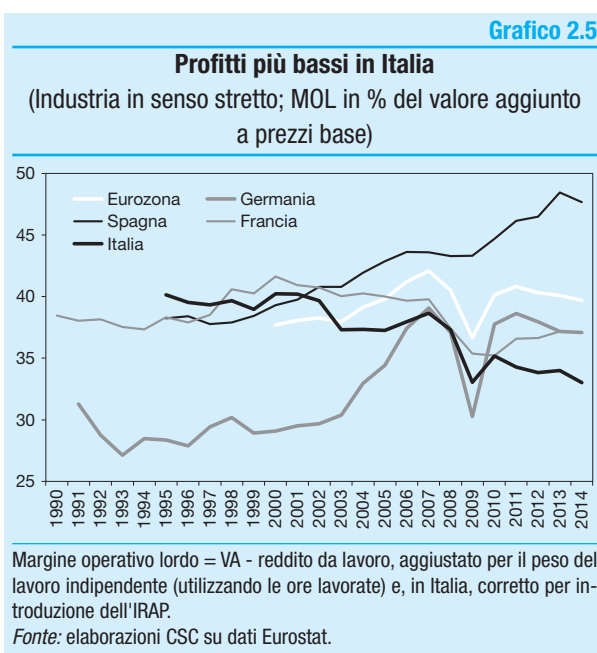
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Nell'industria italiana al capitale il 32,9%...

Anche allargando lo sguardo al totale dell'industria al netto delle costruzioni (a cui la disponibilità di dati limita il confronto internazionale), si rileva in Italia una contrazione del MOL, seppur meno marcata e che inizia più tardi, ovvero dai primi anni Duemila: la quota del capitale scende dal 40,5% nel 2001, picco storico, al 32,9% nel 2014, sui livelli di fine anni Settanta. La dinamica negativa è, tuttavia, interamente trainata dal settore manifatturiero, dato che, al contrario, nel settore energetico la quota dei profitti è risultata in espansione fino a tutto il 2009 (+18,4 punti percentuali, da 63,6% nel 1995 a 82,0%), sorretta da ampi guadagni di produttività, iniziati con i processi di privatizzazione dei primi anni Novanta e accompagnati da una dinamica retributiva relativamente contenuta rispetto al settore manifatturiero, anche in termini nominali negli anni immediatamente successivi alle privatizzazioni. Per quanto riguarda le attività estrattive, l'altro comparto che assieme all'energetico e al manifatturiero compone l'industria in senso stretto, sono caratterizzate come l'energia da un rapporto capitale-valore aggiunto molto più elevato di quello medio nel manifatturiero e la quota profitti è rimasta sostanzialmente stabile nel corso degli ultimi due decenni (81,7% nel 2014 dall'82,6% nel 1995).

...6,7 punti % in meno della media Eurozona

L'andamento delle quote distributive in Italia risulta in controtendenza rispetto all'Eurozona nel suo complesso e, in particolare, ad alcuni grandi paesi *competitor*. Nell'industria al netto delle costruzioni il rapporto tra MOL e valore aggiunto, che tra 2000 e 2014 è calato in Italia di 7,2 punti percentuali, è cresciuto di 2,0 punti nella media dell'Eurozona e di ben 8,0 e 8,4 punti rispettivamente in Germania e Spagna. In Francia, invece, è complessivamente diminuito di 4,5 punti tra 2000 e 2013, ma grazie al rialzo registrato tra 2011 e 2013 si attesta su un livello più elevato che in Italia (37,2 nel 2013, ultimo anno disponibile, contro 34,0; Grafico 2.5).

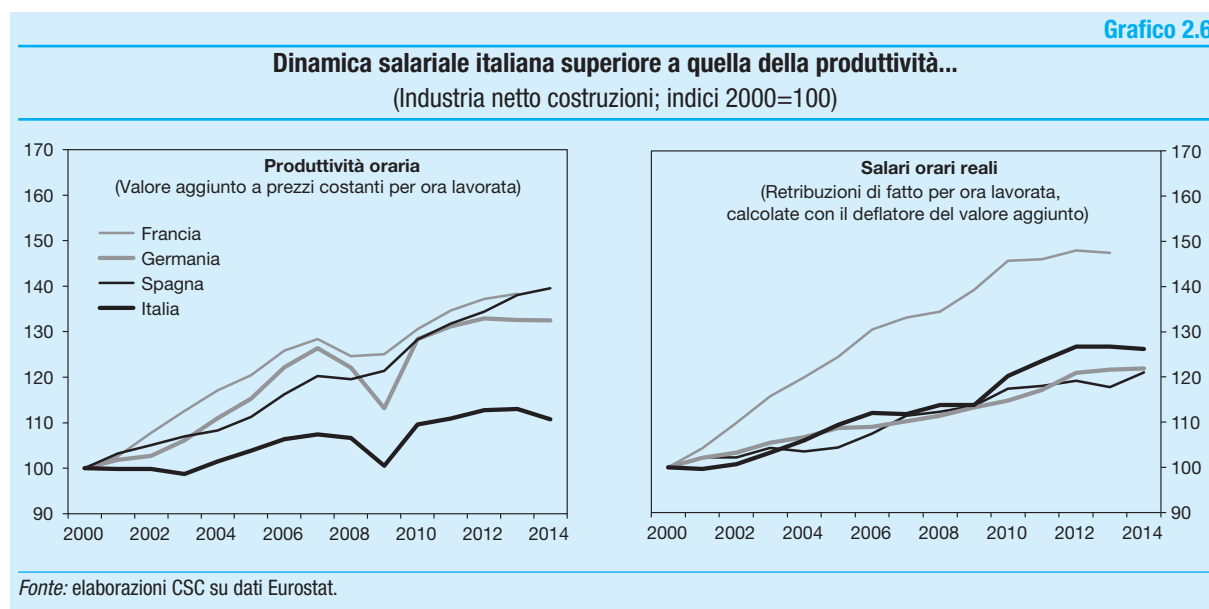


Per valutare le ragioni della diversa dinamica della quota capitale nei vari paesi, è utile analizzare l'andamento comparato di due sue determinanti, ovvero produttività del lavoro e retribuzioni lorde reali (calcolate con il deflatore del valore aggiunto³). Quando la prima cresce a un ritmo superiore alle seconde, la quota capitale si espande e viceversa.

³ Normalmente, per calcolare la dinamica delle retribuzioni reali, si deflaziona usando l'indice dei prezzi al consumo, da cui dipende il potere d'acquisto dei lavoratori. Qui, per capire cosa ha determinato l'andamento delle quote distributive, si deve invece utilizzare il deflatore del valore aggiunto, che è al denominatore delle quote stesse. A differenza della dinamica dei prezzi al consumo, che è uguale per l'intera economia, quella dei deflatori del valore aggiunto varia tra settori.

Questa scomposizione mette in luce come l'Italia sia stata caratterizzata da una dinamica della produttività bassa rispetto agli altri grandi paesi europei: +10,8% la variazione cumulata tra 2000 e 2014, penalizzata anche dalla maggiore intensità della crisi, contro il +32,5% in Germania, il +38,3% in Francia e il +39,5% in Spagna. Ciò non è tuttavia dipeso da una bassa propensione a investire o da una bassa capacità innovativa delle imprese italiane⁴.

A fronte di queste differenze nell'andamento della produttività, la dinamica dei salari reali in Italia è stata molto simile rispetto a Spagna e Germania, addirittura superiore negli anni di crisi (+26,2% la variazione cumulata tra 2000 e 2014, contro rispettivamente un +21,8% e un +21,0%). All'opposto, il caso dell'industria francese, caratterizzata da un andamento della produttività in linea con quello di Spagna e Germania, ma una crescita dei salari reali ben superiore (Grafico 2.6).

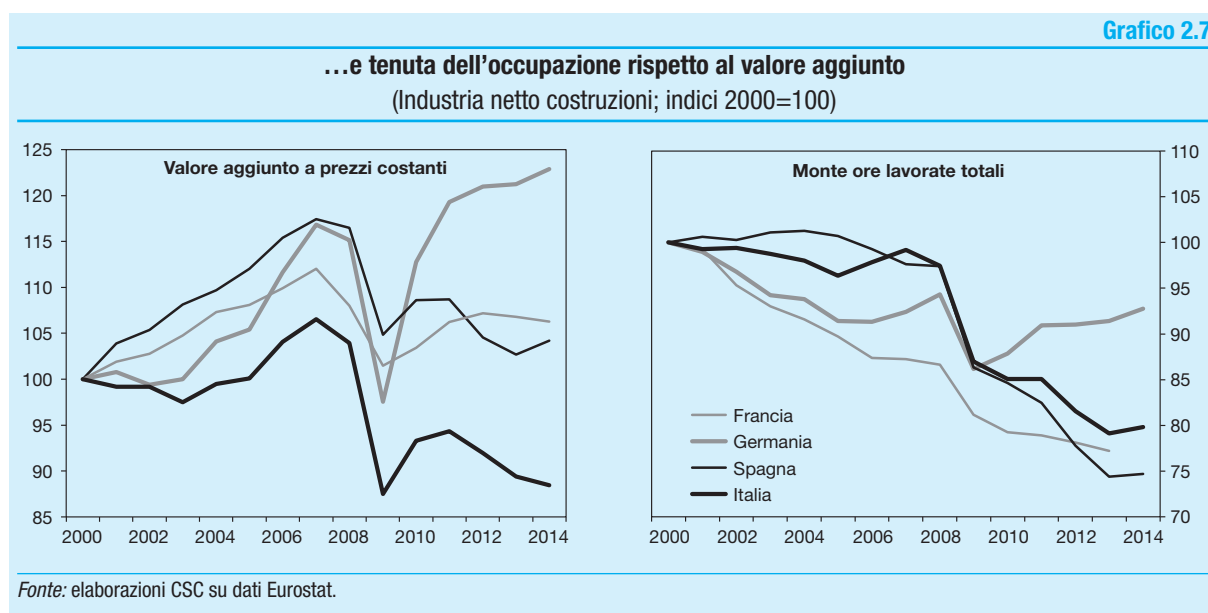


Dall'analisi emerge, dunque, che la quota dei profitti nell'industria italiana (come d'altronde in quella francese) è stata penalizzata da una dinamica retributiva disallineata da quella della produttività. Tale disallineamento comporta anche un aumento del CLUP, che si trasferisce in una dinamica dei prezzi più alta, innescando un circolo vizioso in cui, a parità di andamento del potere d'acquisto dei salari, si ha inflazione più elevata che penalizza competitività e/o margini.

Quando si scompone ulteriormente la dinamica della produttività del lavoro in quelle del valore aggiunto e del monte ore lavorate, si rileva che è la bassa crescita del primo a inizi anni Duemila (cominciata a metà anni Novanta) ad aver penalizzato l'Italia rispetto agli altri paesi, a fronte di una sostanziale stabilità dell'occupazione. Nel 2005-2007 il valore aggiunto nell'industria italiana aveva ricominciato a crescere a buon ritmo. La crisi ne ha provocato invece il crollo, a

⁴ Si veda la nota dal CSC n. 15-7 "Industria italiana con alta propensione ad investire e innovare".

cui è seguito un aggiustamento dell'occupazione relativamente meno marcato che altrove, con conseguente appiattimento della produttività. Contro un'elasticità delle ore lavorate al valore aggiunto prossima all'unità in Italia, nell'industria spagnola e francese l'input di lavoro è calato a un ritmo oltre due volte quello del livello di attività, generando così forti guadagni di produttività (Grafico 2.7).



2.1.4 Nel manifatturiero italiano bassa la redditività degli investimenti

L'andamento delle quote distributive non dà pienamente conto della redditività degli investimenti, che dipende dallo stock del capitale investito, oltre che dalla parte di valore aggiunto che va ai profitti. La profittabilità va perciò analizzata direttamente rapportando il MOL allo stock di capitale esistente.

Il capitale rende il 12,7% lordo in Italia...

Nel manifatturiero italiano il margine di profitto lordo è passato dal 24,5% nel 1995 al 20,3% nel 2007 e al 12,7% nel 2014. In parallelo, anche se su livelli più bassi, si è mosso il tasso di profitto netto⁵, che è calato dal 12,3% nel 1995 all'8,4% nel 2007, per poi pressoché azzerarsi con la crisi (0,4% nel 2009). La progressiva erosione dei margini è diretta conseguenza di quanto già documentato nei precedenti paragrafi, ovvero del calo della quota di reddito che va al capitale accompagnato da un'espansione del rapporto capitale-lavoro. Questa tendenza di lungo periodo contribuisce a spiegare, anzi ne è probabilmente il fattore principale, il mancato aggancio degli investimenti alla buona performance delle espor-

⁵ Al lordo e al netto degli ammortamenti.

tazioni nell'immediato pre-crisi, aggancio che si è verificato in Germania dove la quota del capitale è invece molto aumentata⁶ (Grafico 2.8).

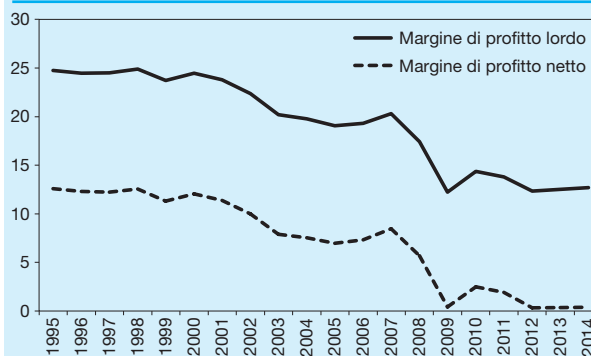
...contro il 26,4% in Germania

Nel manifatturiero tedesco, infatti, i margini di profitto (lordi) hanno registrato una rapida espansione negli anni pre-crisi, passando dal 19,1% nel 2003 al 28,5% nel 2007. Dopo il crollo nel biennio 2008-2009, sono tornati negli anni successivi sui livelli pre-crisi (26,4% nel 2012). La migliore performance dei margini in Germania è spiegata dall'espansione della quota di reddito che va al capitale accompagnata da un rapporto capitale-lavoro sostanzialmente stabile (59,6 euro per ora lavorata nel 2003, 59,8 nel 2007 e 60,2 nel 2012; a prezzi 2005), in controtendenza rispetto all'espansione registrata in Italia nello stesso periodo (da 45,0 a 49,8 a 65,0).

In quanto a rendimenti del capitale la Germania ha sorpassato anche la Francia, dove i margini di profitto lordi sono calati (dal 32,5% nel 2000 al 21,8% nel 2013) a fronte, come in Italia, della contrazione della quota di reddito che va al capitale e della contemporanea espansione del rapporto capitale-lavoro (nello stesso periodo passato da 49,2 euro per ora lavorata a 67,5; Grafico 2.9).

Grafico 2.8

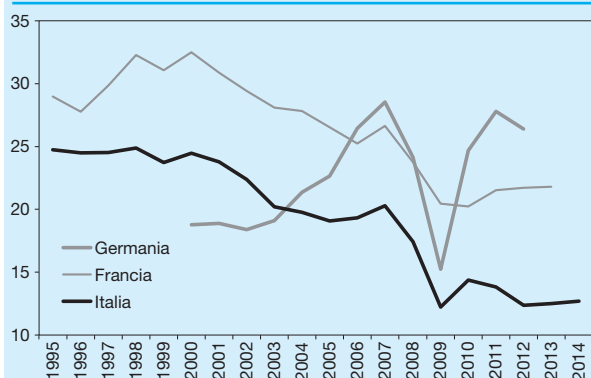
Sui manufatti margini bassi e calanti in Italia... (Margine operativo in % dello stock di capitale netto)



Settore manifatturiero. Margine operativo = VA (al lordo e al netto degli ammortamenti) - reddito da lavoro, aggiustato per il peso del lavoro indipendente (utilizzando le unità di lavoro) e corretto per l'introduzione dell'IRAP.
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Grafico 2.9

...ma già tornati sugli alti livelli pre-crisi in Germania (Margine operativo lordo in % dello stock di capitale netto)



Settore manifatturiero. MOL = VA - reddito da lavoro, aggiustato per il peso del lavoro indipendente (utilizzando le ore lavorate) e, in Italia, corretto per introduzione dell'IRAP.

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT e Eurostat.

2.1.5 Quota lavoro in aumento ma lavoratori insoddisfatti?

In Italia, pur in presenza di una quota lavoro elevata e crescente, la percezione dei lavoratori circa il livello e l'andamento dei propri redditi da lavoro disponibili è negativa.

La disgiunzione tra distribuzione funzionale del reddito e percezione dei lavoratori riguardo alle risorse a loro disposizione può avere diverse ragioni: (i) poca crescita dell'economia (nel

⁶ Dal 2005 al 2007 gli investimenti fissi lordi sono cresciuti del 4,8% cumulato in Italia, contro il +11,7% in Germania.

qual caso una quota lavoro elevata corrisponde a una fetta, magari sempre più grande, ma di una torta che rimane invariata, o addirittura si restringe, come nel 2007-2014); (ii) frutti della crescita distribuiti in maniera diseguale (a questo tema è dedicato il paragrafo 2.2); (iii) il reddito da lavoro in contabilità nazionale è un concetto diverso dal *take-home pay*, perché al lordo di tasse e contributi a carico del lavoratore, e in più include elementi, come i contributi pensionistici o per altre prestazioni sociali a carico dell'impresa, che per miopia, disinformazione o preferenze potrebbero non essere valutati dal lavoratore al costo sostenuto dal datore; (iv) il potere d'acquisto dei lavoratori dipende non solo dalla loro retribuzione netta in busta paga, ma anche dalla dinamica dei prezzi al consumo, che incorpora le imposte indirette e altre voci determinate dalla politica economica (come i ticket sanitari); (v) l'aumento del prezzo delle case e degli affitti non influisce sulla distribuzione funzionale, ma incide negativamente sul potere d'acquisto delle retribuzioni.

**Nel 2014 costo
del lavoro 40mila euro,
retribuzione netta
20mila**

Se la quota del lavoro dipende dal costo del lavoro (composto da retribuzioni lorde e contributi sociali a carico delle imprese), quel che conta per il lavoratore, per il suo benessere e per le sue decisioni di spesa e risparmio, è il potere di acquisto delle retribuzioni nette. Nel 2014 un lavoratore italiano con retribuzione media, a fronte di un costo sostenuto dal datore di lavoro pari a 39.926 euro (di cui 29.132 di retribuzione lorda e 10.794 tra contributi INPS e INAIL, accantonamenti TFR e costo di eventuale welfare aziendale), ha percepito in busta paga 19.923 euro, al netto di 6.444 euro di imposta sul reddito (comprensiva delle addizionali regionali e locali) e di 2.765 euro di contributi versati all'INPS.

Tra 2000 e 2014 la retribuzione nominale lorda media è aumentata del 5,8% cumulato reale, ossia al netto dell'incremento dei prezzi al consumo, con una variazione media annua dello 0,4%. Un incremento modesto, ma comunque superiore a quello pressoché nullo registrato nello stesso periodo dalla produttività, misurata con il PIL per unità di lavoro (Tabella 2.1).

**Buste paga salite
di 1.591 euro...**

“In soldoni”, questa variazione implica che i lavoratori hanno visto crescere il valore reale della busta paga annua lorda in media di 1.591 euro (prezzi 2014), pari quasi a una mensilità. Per un dipendente pubblico l'incremento è stato di 2.320 euro, per un privato di 1.552 e di 4.815 per un addetto del manifatturiero (quasi due mensilità).

La disaggregazione per settore mostra andamenti eterogenei, spiegati da vari fattori. Nel settore pubblico le retribuzioni lorde reali, cresciute del 7,3% nell'intero periodo, hanno in realtà registrato un andamento molto sostenuto nel pre-crisi (+14,5% tra 2000 e 2007), per retrocedere del 6,4% nel corso degli 8 anni di crisi, come riflesso del congelamento delle retribuzioni contrattuali (in virtù del blocco delle procedure negoziali iniziato nel 2010 e via via prorogato, da ultimo fino a tutto il 2015). Nel complesso del settore privato sono aumentate del 5,3% tra 2000 e 2007 e dello 0,6% tra 2007 e 2014 (contro un +1,3% e un -1,8% della produttività nei due periodi). Nel manifatturiero sono aumentate del 7,7% nel pre-crisi (sostenute da un incremento della produttività dell'8,3%) e di un altro 8,2% dal 2007, ovvero più del doppio della variazione della produttività (+3,8%).

Tabella 2.1

Gli aumenti in busta paga (Italia; retribuzioni per unità di lavoro dipendente, euro)									
	2000	2007	2014	Var. % 2000-2007		Var. % 2007-2014		Var. % 2000-2014	
				Medie annue	Cumulate	Medie annue	Cumulate	Medie annue	Cumulate
Retribuzioni nominali lorde									
Intera economia	20.685	25.961	29.132	3,3	25,5	1,7	12,2	2,5	40,8
Settore pubblico	24.009	32.221	34.286	4,3	34,2	0,9	6,4	2,6	42,8
Settore privato	19.702	24.307	27.784	3,0	23,4	1,9	14,3	2,5	41,0
Settore manifatturiero	21.825	27.550	33.874	3,4	26,2	3,0	23,0	3,2	55,2
Retribuzioni reali lorde^(a)									
Intera economia	27.541	29.500	29.132	1,0	7,1	-0,2	-1,2	0,4	5,8
Settore pubblico	31.966	36.613	34.286	2,0	14,5	-0,9	-6,4	0,5	7,3
Settore privato	26.231	27.620	27.784	0,7	5,3	0,1	0,6	0,4	5,9
Settore manifatturiero	29.059	31.305	33.874	1,1	7,7	1,1	8,2	1,1	16,6
<i>Per memoria:</i>									
PIL per unità di lavoro	59.421	60.305	59.488	0,2	1,5	-0,2	-1,4	0,0	0,1
Retribuzioni reali nette^{(a) (b)}									
Intera economia	19.540	20.889	19.933	1,0	6,9	-0,7	-4,6	0,1	2,0
Settore pubblico	22.680	25.926	23.448	1,9	14,3	-1,4	-9,6	0,2	3,4
Settore privato	18.611	19.557	19.001	0,7	5,1	-0,4	-2,8	0,1	2,1
Settore manifatturiero	20.617	22.167	23.166	1,0	7,5	0,6	4,5	0,8	12,4
<i>Per memoria:</i>									
Reddito reale disponibile per famiglia ^(a)	51.443	49.819	41.174	-0,5	-3,2	-2,7	-17,4	-1,6	-20,0

(a) Deflazionate con l'indice dei prezzi al consumo; prezzi costanti 2014.
 (b) Al netto di contributi INPS a carico del lavoratore e di imposta sul reddito, comprensiva di addizionali regionali e locali (aliquote per lavoratore *single* senza figli con salario pari a quello medio).
 Settore pubblico: dati ricostruiti dal conto economico delle Amministrazioni Pubbliche.
 Fonte: elaborazioni CSC su dati OECD e ISTAT.

...di cui solo 393 nelle tasche dei lavoratori...

Nel dibattito sulle cause dell'insoddisfacente dinamica delle retribuzioni è spesso citato il crescente carico fiscale. In effetti, tra 2000 e 2014 l'incremento della pressione fiscale e contributiva ha ridotto di quasi due terzi l'incremento percentuale reale delle retribuzioni. L'aliquota IRPEF (imposta personale sul reddito) è salita, infatti, di circa 2,3 punti percentuali, dal 19,9% al 22,1%⁷. Quella di contribuzione INPS a carico dei lavoratori di 0,3 punti, da 9,19% a 9,49%. Dal 2000, la busta paga netta è così

⁷ Aliquote medie, comprensive delle addizionali regionali e comunali, per un lavoratore non sposato senza figli con salario pari a quello medio (si veda OCSE, *Taxing wages* 2013-2014). Le aliquote sono calcolate al netto delle detrazioni standard per lavoratore dipendente.

cresciuta in media del 2,0% a prezzi costanti, contro il +5,8% di quella lorda. In valore assoluto e a prezzi 2014, la retribuzione annua netta si è innalzata di 393 euro.

**...ma le altre
forme di reddito
perdono**

Confrontando le variazioni di retribuzione netta individuale e di reddito disponibile familiare, entrambi a prezzi costanti, si nota che, a fronte di un aumento del 2% della prima, il secondo è diminuito del 20% cumulato dal 2000. È vero che su questa diminuzione, per gran parte accumulata nel corso della crisi (-17,4% tra 2007 e 2014), ha inciso la forte riduzione dell'occupazione negli ultimi 8 anni (-2,7%), ma l'arretramento del reddito disponibile anche nel pre-crisi (-3,2%), quando l'occupazione saliva molto (+6,0%) e le retribuzioni nette crescevano (+6,9%), suggerisce che altre forme di reddito diverse da quello da lavoro dipendente abbiano subito ingenti perdite, che si sono accentuate durante la crisi. In particolare, tra i redditi da capitale e al lordo di imposte, gli interessi sono diminuiti del 55,4% (-51,9% solo dal 2007); i dividendi sono calati nel complesso ancora di più (-66,9%), ma solo durante la crisi (-76,5%); i redditi misti lordi, ovvero quelli che spettano a proprietari di impresa che prestano lavoro per cui non percepiscono retribuzione, sono scesi del 35,1% dal 2000 (-25,4% dal 2007). I trasferimenti (pensioni e assistenza) sono l'unica componente che invece è cresciuta (+1,6% dal 2000 al 2007; +2,0% negli ultimi 8 anni).

**Come si può
tornare a crescere**

È risaputo che l'Italia ha affrontato la crisi dopo oltre un decennio di bassa crescita e che, quindi, l'ingente riduzione di prodotto e reddito verificatasi dal 2007 a oggi è intervenuta su un quadro di lungo periodo di impoverimento relativo. La questione salariale, intesa come una dinamica delle retribuzioni percepita come insoddisfacente, dipende dall'arretramento del reddito prodotto dal Paese, e non da una penalizzazione del fattore lavoro, che anzi è stato avvantaggiato come quota sul valore aggiunto. A maggiore ragione, dunque, tornare a crescere è una priorità per il nostro Paese e l'analisi della distribuzione funzionale del reddito mostra alcuni nodi che è importante sciogliere per riuscire a farlo: stimolare la crescita della produttività tramite il progresso tecnologico, per cui sono cruciali sia le attività di ricerca e sviluppo (che vanno incentivate e agevolate) sia il sistema di istruzione (che deve essere maggiormente integrato con il mondo produttivo); allineare meglio la dinamica dei salari alla produttività, spostando il baricentro della contrattazione collettiva verso quella a livello aziendale (a promuoverla contribuirà l'accordo sulla misurazione della rappresentanza sindacale di gennaio 2014, che deve essere reso operativo al più presto); rimuovere le restrizioni alla concorrenza nei mercati dei servizi, da cui proviene una pressione al rialzo dei prezzi al consumo.

2.2 La distribuzione personale del reddito in Italia sfavorisce la crescita

La distribuzione personale (o secondaria) del reddito è la sua ripartizione fra individui o famiglie. Nelle economie avanzate, il legame fra distribuzione funzionale e personale è complesso. I redditi individuali, infatti, includono, oltre a quelli da lavoro, anche i redditi da proprietà e i trasferimenti. Inoltre, le determinanti di una variazione delle quote distributive sono cruciali per l'impatto che essa ha sulla distribuzione personale. Per esempio, un aumento della quota

lavoro dovuto alla crescita dei salari più alti con occupazione stabile spinge ad una maggiore concentrazione della distribuzione personale, mentre un aumento che riflette la crescita dell'occupazione con salari costanti spinge ad una distribuzione personale più egualitaria. Il CSC considera in questo rapporto anche la distribuzione personale per le sue implicazioni sulla performance economica italiana.

2.2.1 L'importanza della distribuzione personale

Come e in che misura la distribuzione del reddito si lega allo sviluppo economico? Lo influenza o ne è una conseguenza? Per molto tempo l'ipotesi più accreditata è stata di una relazione a "U rovesciata": dopo una prima fase in cui la crescita determina un aumento delle disparità economiche, i benefici del progresso si estendono a fasce di popolazione più ampie e la disuguaglianza diminuisce⁸. Le evidenze storiche e comparate più recenti mostrano, però, che non sempre nei paesi industrializzati la crescita riduce la concentrazione del reddito. Negli anni Novanta, per esempio, USA e Regno Unito hanno visto crescere sia le disparità economiche sia il PIL per abitante.

Non esistono, quindi, leggi universali, ma piuttosto episodi che possono essere descritti come fughe in avanti, nel corso delle quali solo alcuni individui o gruppi sociali riescono a cogliere i benefici del progresso, e possibili rincorse, che però non sono affatto scontate né inevitabili. Si possono, in effetti, evidenziare nessi causali molteplici e multidirezionali tra crescita economica e distribuzione.

Sul nesso causale che va dalla disuguaglianza alla crescita agiscono forze di segno opposto (si veda il riquadro *Gli effetti della distribuzione sulla crescita*). Determinare quale sia l'effetto complessivo è una questione empirica. Sia i principali studi accademici sia le ricerche delle più importanti organizzazioni internazionali mostrano che in media livelli di disuguaglianza maggiori sono correlati con tassi di crescita dell'economia più bassi⁹.

Il legame quantitativo che emerge negli studi empirici è piuttosto forte e, secondo una recente pubblicazione dell'OCSE¹⁰, una diminuzione di 1 punto dell'indice di concentrazione di Gini¹¹ è associata ad un aumento del PIL di 0,8 punti nei 5 anni successivi; in 25 anni il guadagno cumulato è di circa il 3%.

⁸ Il primo a supportare questa ipotesi con dati empirici è stato Simon Kuznets, "Economic growth and income inequality", *American Economic Review*, 1955, vol. 45(1).

⁹ Si veda, per esempio, Philippe Aghion, Eve Caroli and Cecilia García-Peñalosa, "Inequality and Economic Growth: The Perspective of the New Growth Theories", *Journal of Economic Literature*, 1999, vol. 37(4); Jonathan D. Ostry, Andrew Berg, Charalambos G. Tsangarides, "Redistribution, Inequality, and Growth", *IMF Staff discussion note*, 2014; e infine OCSE, *In it together. Why less inequality benefits all*, Parigi, 2015.

¹⁰ Si veda OCSE, *In it together. Why less inequality benefits all*, Parigi, 2015.

¹¹ L'indice di concentrazione di Gini, relativo al reddito disponibile equivalente, è l'indicatore di disuguaglianza più utilizzato nei confronti internazionali. Per avere un'idea di quanto una variazione di 1 punto significhi, ricordiamo che la differenza tra Italia e Germania è di 5 punti.

Riguardo al nesso causale opposto, quello cioè che va dalla crescita economica alla distribuzione del reddito, in economie con livelli di sviluppo simili, la crescita è stata accompagnata da dinamiche distributive differenti. Sia le politiche pubbliche sia le caratteristiche stesse della crescita possono spiegare queste differenze. In generale, negli ultimi decenni la distribuzione dei redditi da lavoro è diventata più concentrata soprattutto a causa di due importanti forze che hanno caratterizzato la crescita e che hanno aumentato la domanda relativa di competenze e accresciuto la dispersione salariale, anche all'interno di gruppi di individui con caratteristiche relativamente simili: le nuove tecnologie ICT e la globalizzazione.

Le nuove tecnologie hanno reso meno remunerative sul mercato del lavoro le competenze facilmente standardizzabili e quindi replicabili dai computer. La globalizzazione ha accresciuto la concorrenza per i lavoratori meno qualificati residenti nei paesi avanzati da parte dei lavoratori a basso costo dei paesi emergenti. I due fenomeni hanno, infine, congiuntamente fatto sì che, anche all'interno di gruppi di persone con competenze comparabili, le retribuzioni siano diventate più disuguali. Soprattutto nelle attività economiche globalizzate, come quelle sportive e dello spettacolo, piccole differenze nella performance lavorativa determinano oggi grandi differenze nelle retribuzioni per effetto del fenomeno *winner-take-all*, chi vince prende tutta la posta¹². Anche in altre occupazioni, le nuove tecnologie e il mercato diventato globale hanno sprigionato le differenze di remunerazione di talento e creatività.

In questo contesto l'istruzione è doppiamente importante: per ridurre gli effetti negativi della disuguaglianza sulla crescita e per evitare che quest'ultima generi maggiore disuguaglianza¹³.

Gli effetti della distribuzione sulla crescita

L'approccio economico convenzionale ipotizza che società più disuguali rafforzino gli incentivi individuali ad investire in istruzione e a lavorare duramente e, quindi, aumentino le capacità di crescita del sistema economico. Un secondo modo in cui la disuguaglianza può rafforzare la crescita è innalzando il risparmio complessivo e quindi gli investimenti, grazie alla minore propensione al consumo delle classi agiate.

D'altra parte, esistono almeno tre canali attraverso cui la disuguaglianza può diminuire il tasso di crescita invece di aumentarlo. In primo luogo, disparità economiche troppo elevate inducono i cittadini/elettori ad essere favorevoli a politiche redistributive o regolative che riducono l'efficienza economica e, più in generale, a maturare sentimenti anti-mercato e anti-impresa. In casi estremi, la disuguaglianza può minare alle fondamenta le regole della convivenza sociale e favorire la nascita e la crescita di movimenti sociali antagonisti o persino lo scoppio di vere e proprie rivolte.

¹² Si veda, per esempio, Robert Frank e Philip Cook, *The winner-take-all society: why the few at the top get so much more than the rest of us*, Penguin Book, New York, 1996.

¹³ Si veda, per esempio, Claudia Goldin e Lawrence F. Katz, *The race between education and technology*, The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge Massachusetts, 2008.

In secondo luogo, la disuguaglianza può rallentare la crescita riducendo gli investimenti in capitale umano. Le decisioni di istruzione dipendono, infatti, dal livello di reddito e di ricchezza delle famiglie e i nuclei meno abbienti hanno difficoltà a trovare come finanziare le spese necessarie a far studiare i figli. Un'eccessiva polarizzazione economica può, quindi, escludere ampie fasce di popolazione dall'accesso ai gradi di istruzione successivi a quelli dell'obbligo, anche quando l'investimento in istruzione sarebbe invece conveniente. Minori investimenti in capitale umano abbassano il potenziale di crescita e riducono la possibilità di far emergere talenti e creatività. In questo modo, inoltre, più disuguaglianza può tradursi in minore mobilità sociale, che perpetua la disuguaglianza stessa. Scuola e università, infatti, oltre a trasmettere conoscenza e competenze possono svolgere le funzioni di vero e proprio ascensore sociale.

Un terzo canale attraverso cui la disuguaglianza può ostacolare la crescita, per certi versi speculare ad uno dei motivi ricordati sopra per cui può invece favorirla, riguarda i consumi. La propensione al consumo è più alta per le classi sociali meno abbienti e una minore disuguaglianza innalza il livello della domanda interna e le fa superare quella soglia minima necessaria ad adottare nuove tecnologie.

2.2.2 Nel confronto internazionale le diverse posizioni dell'Italia

Nel confronto internazionale relativo alla distribuzione personale, la situazione italiana cambia a seconda dell'indicatore e della metodologia utilizzati (si veda il riquadro *Distribuzione personale: di che cosa e come misurarla*). In sintesi, in Italia:

- la disuguaglianza che riguarda le retribuzioni è relativamente contenuta se confrontata con quella dei principali paesi avanzati. Inoltre, la sua dinamica riflette cambiamenti istituzionali (contrattazione collettiva, meccanismi di adeguamento dei salari all'inflazione) e le condizioni complessive dell'economia (crisi economica degli anni Novanta). Mentre è meno influenzata dall'aumento della domanda di lavoratori maggiormente qualificati o in possesso di migliori competenze;
- la quota di reddito complessivo detenuta dall'1% dei cittadini più abbienti è del 9,4%, percentuale notevolmente inferiore a quelle dei paesi anglosassoni (USA al 19,3% e Regno Unito al 12,9%) e Germania (12,7%), ma leggermente superiore a quella della Francia (7,9%);
- la concentrazione dei redditi personali disponibili è in una posizione intermedia fra USA e Regno Unito, da un lato, e Francia e Germania, dall'altro. Due sono i fattori principali che spiegano questo dato. Primo, i trasferimenti pubblici, a differenza di quanto succede in Germania, aumentano la disuguaglianza complessiva invece di ridurla. Secondo, e soprattutto, gli ampi divari territoriali spingono in su l'indice di concentrazione sia per l'arretratezza del Mezzogiorno sia per una sua più alta disuguaglianza interna.

Distribuzione personale: di che cosa e come misurarla

Le evidenze empiriche sulla distribuzione personale hanno implicazioni politiche ampiamente dibattute e spesso controverse. È quindi opportuno esplicitare, *in primis*, le domande alle quali è necessario rispondere per arrivare alle evidenze in questione.

In primo luogo: distribuzione “di che cosa”? Ovvero di quale variabile: retribuzione, reddito, consumo, ricchezza? Potrà apparire scontato che almeno su questo ci sia chiarezza, ma purtroppo non è così, tanto che spesso nel dibattito pubblico vengono sovrapposte e confuse evidenze e discussioni relative alle diverse variabili. L’analisi del CSC mostra come, a seconda di quella presa in considerazione, cambi il grado (assoluto e comparato) di disuguaglianza che caratterizza l’Italia.

Quando l’obiettivo è comprendere gli effetti della disuguaglianza sulla crescita, ciò che conta sono il reddito disponibile familiare e, ancora meglio, la ricchezza. Sono questi aggregati che, in ultima istanza, condizionano le decisioni di risparmio e investimento in istruzione. Quando l’obiettivo, invece, è analizzare gli effetti della crescita sulla disuguaglianza è preferibile concentrarsi sulle retribuzioni individuali. Ciò permette di isolare le disparità generate sul mercato del lavoro da quelle dovute ai trasferimenti pubblici, al tasso di remunerazione di risparmio e proprietà immobiliare e alla struttura familiare.

Secondo: disuguaglianza “tra chi”? Per essere chiari su questo punto, si devono definire le caratteristiche della popolazione di riferimento (luogo di residenza, età, titolo di studio, condizione occupazionale) e individuare una scala di confronto (individuale, familiare, equivalente). In particolare, dato il reddito complessivo, lo standard di vita dei singoli componenti dipende da quante persone formano il nucleo familiare. Ma dividere semplicemente il reddito complessivo per il numero dei componenti ed ottenere così il reddito individuale non è il metodo migliore, dato che la coabitazione genera economie di scala (per esempio, nelle spese per l’elettricità e il riscaldamento) e i bisogni crescono meno che proporzionalmente con il numero dei componenti. Per tenerne conto, il livello di benessere economico personale viene spesso approssimato dal cosiddetto “reddito equivalente”, ottenuto dividendo il reddito complessivo per la radice quadrata del numero dei componenti familiari.

Terzo: si tiene conto o meno del ruolo dello Stato, ovvero si valuta la disuguaglianza al netto o al lordo dell’intervento pubblico? Data l’ampia variabilità tra paesi e nel tempo del raggio di intervento dello Stato, è cruciale chiarire questo aspetto.

Quarto: come viene misurata la distribuzione? A quale indicatore sintetico si fa riferimento (indice di Gini, rapporto fra momenti, quota percentuale dei percentili più alti)? Non si tratta affatto di una puntualizzazione metodologica fine a se stessa. Anzi: dato che diversi indici riassumono caratteristiche diverse di una distribuzione, è necessario chiarire, per esempio, se e a quale parte di questa (superiore o inferiore) un indice assegni più importanza. Per l’Italia, per esempio, sulla base di indicatori differenziati il CSC mostra come ci sia più disugua-

gianza nella parte inferiore della distribuzione, mentre negli Stati Uniti una quota significativa dell'aumento della disuguaglianza complessiva si deve alla crescita della concentrazione dei redditi nella coda superiore.

2.2.3 Poco al merito nella distribuzione italiana delle retribuzioni

Le differenze salariali sono generate sul mercato del lavoro e, dunque, la distribuzione che ne deriva si avvicina molto a quella rilevante per l'analisi degli effetti della crescita sulla disuguaglianza. In realtà, la dispersione di stipendi e salari non dipende solo da fattori strettamente economici, come la domanda e offerta relativa di competenze, ma anche da molti altri, quali le leggi sul salario minimo, il potere contrattuale dei sindacati, la copertura dei contratti collettivi, l'incidenza del lavoro part-time, la composizione anagrafica della forza lavoro e le norme sociali prevalenti che determinano quanta disuguaglianza è considerata accettabile¹⁴.

La popolazione di riferimento è formata dai lavoratori dipendenti e le retribuzioni sono considerate a livello individuale. L'indice qui utilizzato, scelto perché disponibile in modo omogeneo per diversi paesi, è il rapporto percentuale fra il nono decile, il livello cioè che si ottiene ordinando le retribuzioni in modo crescente e individuando il valore che divide il 10% di chi guadagna di più dal restante 90%, e la retribuzione mediana. Nei dati utilizzati, le retribuzioni sono calcolate al netto delle imposte, quindi l'evidenza presentata non è completamente indipendente dall'intervento dello Stato.

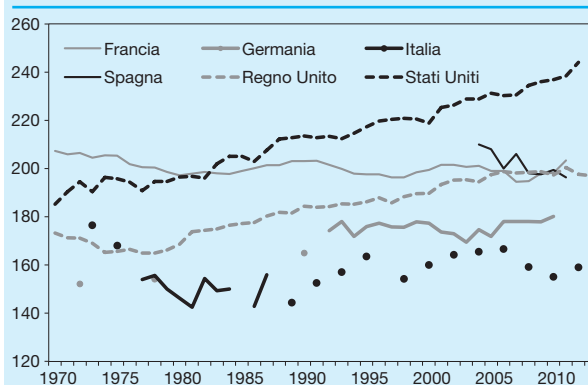
Retribuzioni comprese in Italia

Nel 2012 l'indice era pari in Italia a 159%, livello relativamente basso rispetto a quello degli altri paesi considerati: il minimo è della Norvegia al 148% e il massimo degli Stati Uniti al 244%¹⁵ (Grafico 2.10).

Poiché l'indice è calcolato sulle retribuzioni nette, parte delle differenze tra paesi possono essere spiegate dal diverso impatto redistributivo di imposte e contributi (pagati dai lavoratori). In particolare, quest'ultimo è superiore in Italia e Germania rispetto a Stati Uniti, Francia, Spagna

Grafico 2.10

Retribuzioni italiane molto uniformi...
(Retribuzioni nette, rapporto % fra 9° decile e mediana)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Chartbook of Economic Inequality.

¹⁴ Per una rassegna dell'ampia letteratura economica che ha studiato il ruolo di questi e altri fattori sulla disuguaglianza in vari paesi avanzati, si veda *The Oxford Handbook of Economic Inequality*, 2009.

¹⁵ In altre parole, mentre la retribuzione che separa il 10% dei lavoratori dipendenti meglio pagati dal restante 90% è in Italia pari a poco più di una volta e mezza la retribuzione mediana, negli Stati Uniti è pari a quasi due volte e mezza.

e Regno Unito¹⁶. Ciò significa che se negli USA fosse applicato il sistema di tassazione e di contribuzione italiano o tedesco, la distribuzione delle retribuzioni sarebbe più piatta e quindi meno concentrata.

La distribuzione retributiva italiana non ha avuto una dinamica uniforme: dopo il netto schiacciamento registrato negli anni Settanta, che ha portato l'indice al suo minimo nel 1981 (142,5%), si è stabilizzata per tornare ad aprirsi nei primi anni Novanta e rimanere costante negli ultimi due decenni, complessivamente con un ventaglio meno ampio di quello dei primi anni Settanta.

La dinamica osservata negli altri paesi avanzati è piuttosto eterogenea: l'indice è rimasto relativamente invariato in Francia e Germania, mentre è cresciuto notevolmente negli Stati Uniti e, in misura inferiore, nel Regno Unito, indicando un aumento della disuguaglianza.

Nel caso statunitense l'aumento è spiegato molto bene da fattori economici e, in particolare, dalla dinamica di domanda e offerta relative di lavoratori istruiti¹⁷. In questo senso, si può affermare che l'aumento della disuguaglianza è stato una conseguenza della crescita economica. Infatti, la domanda di competenze è salita notevolmente a causa di progresso tecnologico e globalizzazione, che hanno aumentato, rispettivamente, la produttività dei lavoratori più qualificati e la concorrenza per quelli meno qualificati. L'incremento dell'offerta relativa di competenze ha nel frattempo rallentato, come conseguenza della più bassa crescita della quota di giovani laureati. Il risultato è stato un notevole aumento della retribuzione relativa dei laureati.

In Italia, invece, i due episodi chiave per spiegare le discontinuità descritte non riguardano domanda e offerta di competenze e sono: l'accordo confederale del 1975 sul cosiddetto punto unico di contingenza, che ha accentuato la compressione delle differenze retributive causata dall'indicizzazione dei salari ai prezzi; la crisi economica degli inizi degli anni Novanta, che ha avuto un effetto opposto. In altri termini, domanda e offerta di competenze hanno giocato un ruolo relativamente meno importante.

L'istruzione paga meno in Italia

In Italia le retribuzioni relative dei laureati non hanno seguito una dinamica paragonabile a quella statunitense. Secondo gli ultimi dati disponibili, i laureati italiani hanno, in media, una retribuzione del 47% più alta rispetto ai diplomati e dell'89% rispetto a chi non ha un diploma di scuola superiore. Ma è una differenza inferiore

¹⁶ L'analisi della distribuzione delle retribuzioni pre-imposte e contributi non è possibile a causa dell'indisponibilità di dati. Per avere un'indicazione dell'impatto del settore pubblico sulla distribuzione delle retribuzioni nette si è analizzato l'incidenza e la progressività di imposte e contributi pagati nei paesi considerati. La differenza tra l'aliquota media di imposta pagata dai redditi pari al 167% del reddito medio e quella dai redditi pari al 67% della media fornisce un'indicazione della progressività; l'aliquota media rappresenta l'incidenza complessiva delle imposte sulle retribuzioni; moltiplicando l'incidenza per la progressività si riesce ad avere una stima dell'impatto redistributivo del settore pubblico. I dati OCSE (*Taxing wages 2013-2014*) consentono un sommario confronto dell'impatto redistributivo sebbene questi dati si riferiscano alla imposizione teorica sulle retribuzioni di determinate figure tipo. Il confronto tra lavoratori non sposati e senza figli indica che, tra i paesi considerati, imposte e contributi pagati hanno un effetto redistributivo maggiore in Germania e Italia; minore negli Stati Uniti; poco superiore agli Stati Uniti è l'impatto in Francia, Spagna e Regno Unito.

¹⁷ Si veda, per esempio, David Autor, "Skills, education and the rise of earnings inequality among the "other 99 per cent"", *Science*, 2014, vol. 344(6186).

a quella OCSE (rispettivamente 89% e 104%; dati per il 2012 o ultimo anno disponibile). In generale, i paesi dove i laureati hanno retribuzioni relativamente più elevate hanno anche più ampie disuguaglianze retributive, ma la maggiore remunerazione dell'istruzione non è l'unico fattore a spiegare le differenze nella disuguaglianza dei redditi da lavoro dipendente: per esempio, in Spagna o Australia il vantaggio retributivo dei laureati è inferiore che in Italia, ma la distribuzione retributiva è più concentrata (Grafico 2.11).

I sistemi di istruzione sono eterogenei e quindi le competenze acquisite da diplomati e laureati variano da paese a paese. Il più basso vantaggio retributivo dei laureati italiani dipende allora dal fatto che l'università non è in grado di fornire competenze adeguate? O dalle caratteristiche del mercato del lavoro? La recente indagine OCSE PIAAC consente di rispondere a questo interrogativo confrontando tra paesi le retribuzioni medie mensili di individui con differenti competenze cognitive misurate in modo omogeneo¹⁸ (Grafico 2.12). Anche in questo caso, il profilo retributivo è in Italia relativamente piatto: la retribuzione media di chi ha più competenze numeriche è sì del 42% più elevata di chi ne ha meno, ma si tratta della differenza più bassa fra i paesi che hanno partecipato all'indagine (negli Stati Uniti è del 145%).

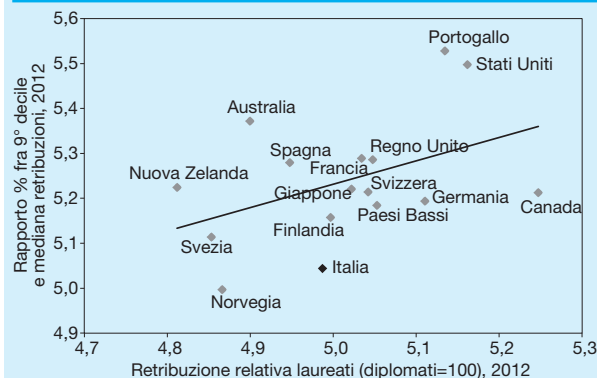
Per l'apertura del ventaglio retributivo

Nel confronto internazionale, dunque, l'Italia è caratterizzata da una distribuzione delle retribuzioni relativamente più compressa che altrove. Oltre che riflettere caratteristiche peculiari di offerta e domanda di lavoro, tale compressione è indubbiamente generata dal meccanismo di fissazione dei salari, in cui prevale la contrattazione collettiva di primo livello (nazionale settoriale). Essa prevede aumenti salariali volti a garantire il potere d'acquisto delle buste paga, ma per lo più slegati dall'andamento di produttività e disoccupazione.

¹⁸ Per un'analisi approfondita di questi dati, si veda Michele Pellizzari, "Le competenze dei lavoratori italiani oltre la scuola", in Centro Studi Confindustria, *People First. Il capitale sociale e umano: la forza del Paese*, 2014.

Grafico 2.11

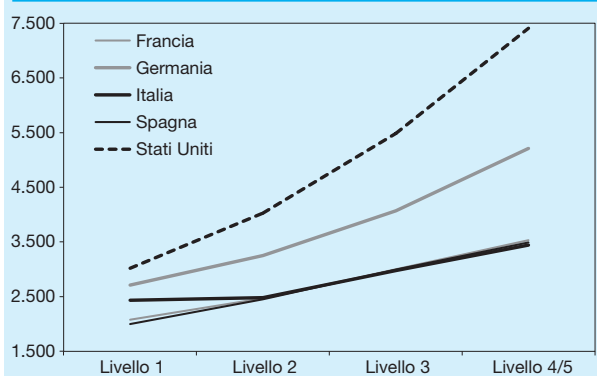
...poco premianti l'istruzione...
(Dati in scala logaritmica)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Chartbook of Economic Inequality.

Grafico 2.12

...e le competenze cognitive
(Retribuzioni medie mensili in dollari PPA per lavoratori a tempo pieno, livelli OCSE PIAAC di competenze matematiche, 2012)



Fonte: elaborazioni CSC su dati OCSE-PIAAC.

Nel 2013 i minimi da contratto nazionale rappresentavano mediamente in Italia l'80% della retribuzione lorda totale, con un picco oltre il 91% nel Mezzogiorno (dati Banca d'Italia). Un'apertura del ventaglio retributivo, ottenuta agganciando il salario ai risultati aziendali e individuali, innescherebbe un circolo virtuoso, grazie all'impatto positivo sulla produttività, sia aumentando l'impegno dei lavoratori sia stimolando maggiori investimenti in capitale umano. Per lasciare spazio ad aumenti legati a parametri di produttività aziendale e/o individuale occorre spostare il baricentro della contrattazione dal primo livello a quello aziendale. Ma anche promuovere la diffusione di politiche aziendali premianti, che mettano il lavoratore al centro.

2.2.4 Nel reddito una distribuzione concentrata

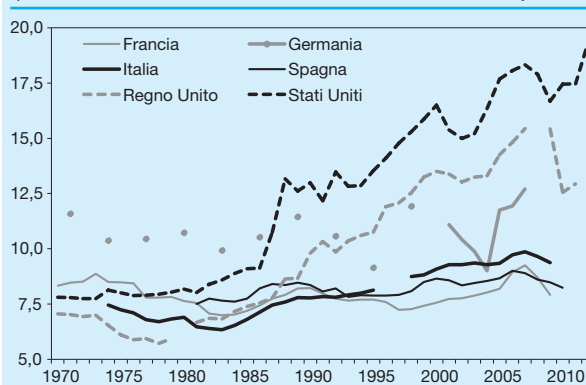
Il reddito, la variabile più spesso utilizzata per analizzare la distribuzione personale, è un aggregato composito e comprende, oltre ai redditi da lavoro dipendente e autonomo anche quelli da proprietà (interessi, dividendi, affitti e rendite su immobili e terreni) e i trasferimenti (pensioni e altre prestazioni sociali).

Un indicatore di concentrazione della distribuzione, che di recente è spesso al centro del dibattito pubblico ed accademico, è la quota percentuale del reddito complessivo detenuta dall'1% di popolazione più ricco. Come nel caso dell'indice utilizzato per esaminare la distribuzione retributiva, la scala di equivalenza è individuale; la "quota del top 1%" è calcolata utilizzando il reddito al lordo delle imposte per tutta la popolazione. I motivi principali della popolarità di questo indicatore sono la relativa facilità di interpretazione, la disponibilità di serie storiche molto lunghe e la capacità di cogliere la concentrazione di risorse disponibili per la minoranza più ricca della popolazione¹⁹.

Negli USA una quota record al top 1% Come nel caso della distribuzione retributiva, gli Stati Uniti sono un chiaro outlier fra i paesi avanzati: nel 2012 l'1% della popolazione più in alto nella distribuzione personale incassava quasi il 20% del reddito complessivo. In Italia la quota del top 1% si attestava poco oltre il 9% nel 2009 (ultimo dato disponibile), livello inferiore a quello tedesco e di poco superiore a quello di Francia e Spagna (Grafico 2.13). Il fatto forse più sorprendente è la crescita che l'indicatore ha avuto negli USA nel corso degli ultimi decenni: la quota del top 1% è più che raddoppiata,

Grafico 2.13

Redditi: in Italia al top 1% una quota in media Eurozona...
(Quota % detenuta dall'1% con reddito individuale lordo più alto)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Chartbook of Economic Inequality.

¹⁹ Si veda, per esempio, Antony Atkinson, Thomas Piketty e Emmanuel Saez, "Top incomes in the long run of history", *Journal of Economic Literature*, 2011, vol. 49(1).

passando dall'8,0% del 1981 al 19,3% del 2012. In Europa, una crescita comparabile c'è stata solo nel Regno Unito e, in misura inferiore, in Germania. In Italia, invece, la quota è cresciuta molto meno (di circa 3,5 punti percentuali nel periodo 1983-2007) e ha subito una leggera diminuzione negli anni della crisi (diminuzione avvenuta anche in altri paesi).

Un tratto distintivo del top 1% italiano è il peso contenuto che hanno al suo interno stipendi e pensioni: rappresentano appena il 39,9%, contro il 58,8% degli USA, il 47,7% della Francia e il 68,0% della Spagna²⁰. Anche questa è una ricaduta dello stretto ventaglio retributivo, oltre che della maggiore rilevanza del lavoro indipendente nell'economia italiana.

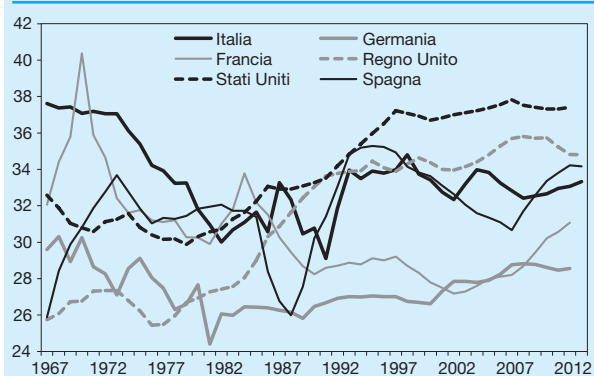
L'indicatore maggiormente utilizzato per analizzare la distribuzione personale del reddito è l'indice di concentrazione di Gini. Questo riflette tutta la distribuzione del reddito e non solo il peso della coda superiore. Un valore uguale a 0 corrisponde a una distribuzione completamente egualitaria e uno uguale a 100 ad una in cui una persona riceve tutto il reddito disponibile²¹. L'indice è calcolato a livello individuale sul reddito disponibile equivalente, ossia al netto delle imposte e dei contributi sociali, includendo i trasferimenti pubblici e tenendo conto della composizione del nucleo familiare.

Concentrazione del reddito elevata anche in Italia...

Anche secondo questo indicatore, fra i paesi avanzati gli USA sono in cima alla classifica della disuguaglianza, seguiti da Regno Unito e Spagna. L'Italia stavolta si colloca appena sotto, in una posizione intermedia fra i paesi anglosassoni e Francia e Germania (Grafico 2.14). È un dato per certi versi sorprendente, considerata la poca concentrazione nella distribuzione delle retribuzioni italiane. Ma non bisogna dimenticare che per quest'ultima la popolazione di riferimento è composta solo dagli individui che percepiscono un reddito da lavoro dipendente. La quota di disuguaglianza italiana che dipende dai redditi da lavoro dipendente è relativamente contenuta, mentre contano molto i redditi da lavoro indipendente e i trasferimenti. Questi ultimi, oltre ad avere un peso importante sulla quota complessiva del reddito, sono distribuiti in modo tale da accentuare le disuguaglianze esistenti. In Germania, invece, dove hanno un peso sul reddito

Grafico 2.14

...ma più disuguaglianza misurata con Gini
(Indice di concentrazione di Gini su reddito disponibile equivalente)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Standardized World Income Inequality Database.

²⁰ Il dato della Germania non è disponibile disaggregato per fonte di reddito.

²¹ Un modo intuitivo per interpretare l'indice di Gini, in una scala da 0 a 100, è ricordare che, se moltiplicato per due, è una misura del valore atteso della differenza nel reddito di due individui estratti a caso dalla popolazione di riferimento. Per esempio, il fatto che in Italia l'indice di Gini sia uguale al 32,7% (dato 2010) significa che, se prendiamo due individui scelti a caso, il valore atteso della differenza dei loro redditi è pari al 65,4% del reddito medio.

complessivo simile, riducono la disuguaglianza complessiva (si veda il riquadro *Composizione dei redditi familiari e disuguaglianza*).

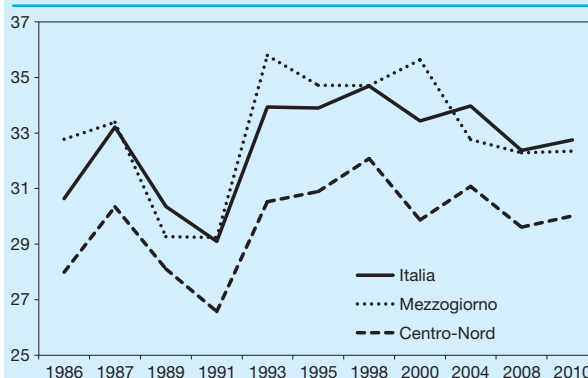
Una seconda e decisiva ragione per cui l'Italia ha una distribuzione del reddito disponibile relativamente concentrata sono i divari territoriali. Il Mezzogiorno, infatti, oltre ad avere un reddito pro-capite che è circa il 54,2% di quello del Centro-Nord, presenta anche livelli di disuguaglianza superiori²² (Grafico 2.15). Il divario di sviluppo (rappresentato dal reddito pro-capite) spiega perché l'indice di Gini nazionale stia sopra gli indici di Gini relativi alle due grandi macroregioni. Se il Mezzogiorno avesse un livello di disuguaglianza interno simile a quello del Centro-Nord e convergesse ai suoi livelli di reddito, la disuguaglianza complessiva si ridurrebbe in Italia di circa il 20% e sarebbe del tutto simile a quelle francese e tedesca (si veda il riquadro *Squilibri territoriali e distribuzione del reddito*).

...ma stabile durante la crisi

Un secondo aspetto da sottolineare è la relativa stabilità, anche durante gli anni della crisi, della distribuzione del reddito in Italia: dopo la crescita avvenuta all'inizio degli anni Novanta, sono seguiti due decenni in cui l'indice di Gini non ha avuto significative oscillazioni. Si tratta di un dato che nasconde importanti movimenti orizzontali che hanno modificato le posizioni relative di gruppi definiti in base all'età anagrafica o alla condizione professionale del capofamiglia. Dalla metà degli anni Novanta fino agli anni precedenti alla crisi la distribuzione dei redditi è mutata a vantaggio delle famiglie dei lavoratori indipendenti e, in parte, dei dirigenti e dei pensionati, a scapito di quelle degli operai e degli impiegati. Durante la crisi, invece, sono stati i lavoratori indipendenti a subire le perdite più consistenti. Solo i pensionati, infine, hanno visto crescere il loro reddito relativo in entrambi i periodi²³. Comunque, a differenza di quanto successo in Francia e Spagna, la concentrazione nella distribuzione del reddito personale non è aumentata durante la crisi.

Grafico 2.15

Il dualismo territoriale aumenta la concentrazione (Indice di concentrazione di Gini su reddito disponibile equivalente)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Luxembourg Income Study.

²² Non è facile stabilire quanto la disuguaglianza interna al Sud sia la causa o l'effetto dell'arretratezza economica del Meridione. Per una discussione storica si veda Emanuele Felice, *Perché il Sud è rimasto indietro*, Il Mulino, Bologna 2014.

²³ Si veda Andrea Brandolini, "The Big Chill. Italian Family Budgets after the Great Recession", in Carlo Fusaro and Amie Kreppel (a cura di), *Italian Politics 2013*, Berghahn, New York.

Composizione e distribuzione dei redditi familiari

Una via per far luce sulle ragioni dell'elevata concentrazione dei redditi italiana è confrontarla con quella di Germania e Stati Uniti, paesi rappresentativi di contesti socio-economici per certi versi polari rispetto al nostro, misurando l'importanza delle diverse componenti del reddito familiare sul grado di disuguaglianza complessivo¹. Il contributo che ciascuna componente del reddito dà all'indice di Gini complessivo è dato dal prodotto di tre fattori: (i) la quota di ciascuna componente sul reddito totale, (ii) l'indice di Gini specifico per ciascuna componente (calcolato sull'intera popolazione) e (iii) il rapporto di correlazione di rango, una misura di come l'ordinamento delle famiglie sulla base di ciascuna componente è associato all'ordinamento sulla base del reddito totale. Per esempio, il rapporto di correlazione di rango del reddito da capitale sarebbe uguale a 1 se l'ordinamento delle famiglie rispetto al reddito da capitale coincidesse con quello che si ottiene rispetto al reddito complessivo e sarebbe uguale a -1 se fosse invece completamente capovolto (Tabella A).

I redditi da lavoro hanno un peso maggiore sul reddito complessivo in USA (78,7%) rispetto a Germania e Italia (rispettivamente 68,0% e 66,3%; i dati sono gli ultimi disponibili e si riferiscono al 2010). Specularmente i trasferimenti sono più importanti nei due paesi europei, pesando quasi un terzo sul totale, mentre contano meno di un quinto negli Stati Uniti. Una prima particolarità dell'Italia è l'importanza del reddito da lavoro autonomo, che pesa più di un quinto sul reddito totale, mentre è inferiore a un decimo in Germania e a un ventesimo negli USA.

In tutti i paesi considerati, il rapporto di correlazione di rango è elevato per i redditi da lavoro e da proprietà, dato che la loro distribuzione è simile a quella del reddito totale, mentre è contenuto (in Germania addirittura negativo) per i trasferimenti, soprattutto per quelli di assistenza sociale. Il fatto che per l'Italia il rapporto di correlazione riferito ai trasferimenti sia relativamente elevato è un indicatore della loro minore capacità di raggiungere le famiglie con maggiori difficoltà economiche.

L'Italia ha l'indice di Gini più elevato per quanto riguarda il reddito da lavoro dipendente, ossia una maggiore disuguaglianza, mentre gli USA hanno il più basso, cioè una disuguaglianza più bassa. Questo risultato potrebbe apparire contraddittorio rispetto a quanto documentato in relazione alla disuguaglianza retributiva, bassa in Italia e alta negli USA, ma dipende dal fatto che qui l'indice è calcolato per l'intera popolazione e, quindi, riflette anche la distribuzione nell'occupazione dipendente, che per l'Italia è molto disomogenea, essendo assai basso il tasso di occupazione. Ricalcolando l'indice per i soli percettori, il quadro è completamente capovolto con gli USA in testa e l'Italia in coda, coerentemente con quanto visto sopra per le retribuzioni individuali (colonna 5).

In tutti i paesi considerati sia i redditi da lavoro sia i redditi da proprietà spiegano una porzione della disuguaglianza complessiva più elevata rispetto al peso che hanno sul reddito totale (Ta-

¹ Un confronto simile per il 2000 è contenuto in Andrea Brandolini, "La disuguaglianza dei redditi personali: perché l'Italia somiglia più agli Stati Uniti che alla Germania?" in Raimondo Catanzaro e Giuseppe Sciortino, (a cura di), *La fatica di cambiare. Rapporto sulla società italiana*, Il Mulino, Bologna 2009.

bella A, colonne [1] e [5]). Due sono invece i risultati peculiari per l'Italia: primo, se il reddito da lavoro dipendente spiega una quota relativamente contenuta della disuguaglianza complessiva (41,2% contro un peso sul reddito totale del 48,0%), il reddito da lavoro autonomo spiega invece una quota relativamente elevata (34,1% contro un peso sul reddito totale del 20,1%). Secondo,

Tabella A

Italia: trasferimenti e reddito da lavoro indipendente pesano nella disuguaglianza complessiva
(Scomposizione dell'indice di Gini del reddito disponibile equivalente per fonte di reddito, 2010)

	Quota % su reddito totale [1]	Indice di Gini [2]	Indice di Gini se reddito positivo [3]	Rapporto di correlazione di rango [4]	Contributo %* [5]
Italia					
Lavoro	68,0	50,3	34,1	0,72	75,3
- dipendente	48,0	56,8	31,8	0,50	41,2
- indipendente	20,1	86,2	43,9	0,65	34,1
Proprietà	2,8	90,1	88,1	0,75	5,8
Trasferimenti legati a:	29,2	70,1	39,6	0,30	18,9
- Attività lavorativa	27,4	72,0	36,3	0,32	19,1
- Assistenza	1,1	96,2	41,5	-0,14	-0,5
Reddito totale	100,0	32,8	32,7	1,00	100,0
Germania					
Lavoro	66,3	52,7	35,0	0,72	86,1
- dipendente	58,0	56,1	36,0	0,62	68,4
- indipendente	8,2	94,1	47,1	0,62	16,3
Proprietà	4,8	86,8	83,4	0,62	8,8
Trasferimenti legati a:	28,9	58,5	49,3	-0,09	-5,2
- Attività lavorativa	22,6	72,2	39,5	-0,04	-2,0
- Assistenza	2,1	92,1	41,4	-0,50	-3,3
Reddito totale	100,0	29,4	28,6	1,00	100,0
Stati Uniti					
Lavoro	78,7	48,3	40,7	0,89	93,2
- dipendente	74,3	49,8	40,7	0,90	91,2
- indipendente	4,6	95,9	62,3	0,53	6,4
Proprietà	3,8	91,7	83,7	0,68	6,5
Trasferimenti legati a:	17,5	63,9	62,8	0,01	0,3
- Attività lavorativa	12,1	80,4	47,0	0,03	0,9
- Assistenza	3,1	74,0	55,1	-0,38	-2,3
Reddito totale	100,0	36,4	36,3	1,00	100,0

Per l'Italia le voci che compongono il reddito disponibile sono al netto di imposte e contributi sociali. Per Germania e Stati Uniti sono ottenute ripartendo pro quota l'ammontare di imposte dirette, ipotizzando che i trasferimenti legati all'attività lavorativa siano assoggettati a imposta per metà e che le prestazioni assistenziali siano esenti.

* Per ogni componente del reddito, il contributo è ottenuto come prodotto tra le colonne 1, 2 e 4 e rapportando il risultato all'indice di Gini per il reddito totale.

Fonte: elaborazioni CSC su dati *Luxemburg Income Study*.

la componente dei trasferimenti pensionistici legati all'attività lavorativa è responsabile di una quota significativa della disuguaglianza complessiva: ben il 19,1%, che si contrappone allo 0,9% USA e al -2,0% tedesco. È un risultato che evidenzia come la disuguaglianza nella previdenza ricalchi quella dovuta ad altre componenti di reddito, a riprova che il sistema previdenziale era iniquo, sia nel liquidare pensioni molto elevate rispetto alla contribuzione (perché commisurate alla retribuzione degli ultimi anni di carriera) sia nell'erogare pensioni basse ma comunque generose rispetto alla contribuzione versata (perché concesse con pochi anni di contributi o perché da reddito autonomo con aliquote contributive un tempo molto inferiori e applicate a reddito autodichiarato). Con le riforme introdotte, molti di questi problemi scompaiono.

Squilibri territoriali e distribuzione del reddito

Per approfondire il confronto territoriale è opportuno misurare la disuguaglianza del reddito utilizzando la differenza logaritmica media, un indicatore di disuguaglianza che, diversamente dall'indice di Gini, può essere scomposto additivamente in tre parti: le prime due misurano le disuguaglianze interne a ciascuna macro area, mentre la terza misura la disuguaglianza fra Mezzogiorno e Centro-Nord. La somma delle prime due componenti, ottenute semplicemente moltiplicando la differenza logaritmica media interna a ciascuna area per il peso della relativa popolazione, può essere interpretata come il livello di disuguaglianza dovuto solo alle disparità interne alle due macro aree. La terza componente, invece, può essere vista come la disuguaglianza dovuta al dualismo (Tabella A).

I risultati della scomposizione confermano l'importanza della questione meridionale per la disuguaglianza italiana: se si potesse annullare il dualismo territoriale, la disuguaglianza complessiva italiana diminuirebbe dell'11,6%¹. Se invece i redditi del Mezzogiorno fossero distribuiti come quelli del Centro-Nord la disuguaglianza si ridurrebbe del 9,3% circa.

Per comprendere l'importanza di questi numeri, possiamo confrontare il caso italiano con quello di Spagna e Germania, partner europei che, come noi, registrano disparità territoriali piuttosto marcate². In Germania è naturale identificare come aree arretrate quelle appartenenti alla vecchia Germania Est. In Spagna, invece, la distinzione è meno chiara e, per evitare scelte arbitrarie, consideriamo come aree arretrate le *Comunidades autonomas* con un reddito pro-capite inferiore del 75% alla media UE.

In primo luogo, il dualismo di Spagna e Germania spiega solo il 2,3% della loro disuguaglianza complessiva, contro l'11,6% italiano. In secondo luogo, i risultati mostrano che mentre in Italia e Spagna il peso della disuguaglianza delle aree meno sviluppate è superiore al loro

¹ L'impatto sarebbe probabilmente meno eclatante se fosse possibile correggere i redditi territoriali in modo da tener conto del minore costo della vita nel Mezzogiorno.

² Si tratta di un confronto simile a quello fatto in Andrea Brandolini e Roberto Torrini, "Disuguaglianza dei redditi e divari territoriali: l'eccezionalità del caso italiano", *Rivista di Politiche Sociali* 2010, vol. 3.

Tabella A

Il peso del Mezzogiorno nella distribuzione: caso unico in Europa
(Scomposizione della deviazione logaritmica media per area geografica, 2010)

	Italia		Spagna		Germania	
		%		%		%
Aree più sviluppate						
a. Deviazione Log Media	0,17		0,21		0,14	
b. Quota popolazione	0,66		0,67		0,80	
Contributo (ax b)	0,11	51,9	0,14	59,1	0,12	80,8
Aree meno sviluppate						
a. Deviazione Log Media	0,22		0,28		0,12	
b. Quota popolazione	0,34		0,33		0,20	
Contributo (ax b)	0,08	36,5	0,09	38,6	0,02	16,9
Differenza media fra Aree	0,02	11,6	0,01	2,3	0,00	2,3
Deviazione log media totale	0,21	100,0	0,24	100,0	0,14	100,0

Le aree meno sviluppate sono il Mezzogiorno in Italia; l'Andalusia, l'Estremadura, Murcia, le Canarie e la Castilla La Mancha in Spagna; i Länder della vecchia Germania Est in Germania.

Fonte: elaborazioni CSC su dati *Luxemburg Income Study*.

peso demografico, in Germania è vero il contrario: sono i *Länder* occidentali ad avere una distribuzione del reddito più concentrata.

In definitiva, se sia il livello sia la distribuzione del reddito equivalente delle regioni arretrate si uniformasse a quello delle regioni avanzate, la disuguaglianza totale diminuirebbe complessivamente di circa il 20,9% in Italia, dell'11,6% in Spagna. In Germania, invece, aumenterebbe dello 0,8%.

2.2.5 Importante l'intervento pubblico

Tra i fattori che spiegano il diverso grado di concentrazione nella distribuzione personale dei redditi un'importanza particolare ha l'intervento pubblico. Una delle attività del settore pubblico è, infatti, la redistribuzione di risorse che vengono prelevate dai contribuenti attraverso imposte, contributi sociali e tariffe e utilizzate per la produzione di beni e servizi ceduti ai cittadini oppure erogate attraverso trasferimenti monetari o in natura²⁴.

L'intervento pubblico, in base al modo in cui si prelevano risorse e si distribuiscono beni e servizi prodotti, trasferimenti monetari e non, modifica la distribuzione dei redditi che si determina in base ai vari meccanismi, di mercato e istituzionali.

²⁴ Esempi di servizi prodotti e ceduti ai contribuenti sono i servizi sanitari, di istruzione e di trasporto pubblico; esempi di trasferimenti monetari sono gli assegni di disoccupazione e le pensioni; un esempio di trasferimento in natura è il rimborso dei farmaci.

Limitate le informazioni

A causa della limitatezza dei dati disponibili non è possibile apprezzare fino in fondo l'impatto redistributivo dell'attività pubblica. Soprattutto, non è facile individuare chi beneficia dei beni e servizi pubblici e dei trasferimenti in natura. Tanto meno è agevole avere queste informazioni associate a redditi e trasferimenti monetari percepiti e imposte e contributi pagati. La capacità perequativa dei servizi pubblici può essere più o meno ampia. Erogare gratuitamente i servizi scolastici ha certamente un effetto positivo nella riduzione delle disuguaglianze di reddito ma altrettanto non può dirsi per altri beni e servizi. Per esempio, se in un paese accedessero all'università solo i cittadini con un reddito elevato, erogare gratuitamente anche la formazione universitaria significherebbe accentuare la disuguaglianza, perché il servizio universitario verrebbe finanziato con le imposte pagate da tutti i contribuenti, compresi quelli meno abbienti. La capacità redistributiva dell'intervento pubblico è sì legata alla tipologia di beni e servizi pubblici erogati ma anche e soprattutto a chi usufruisce degli stessi²⁵.

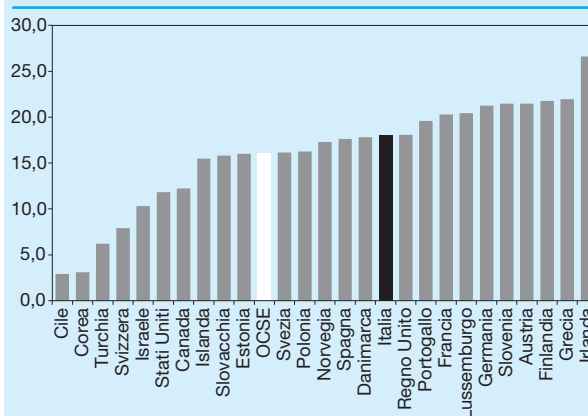
In generale, l'impatto redistributivo dell'intervento pubblico può essere scomposto in due componenti: la dimensione dell'intervento, cioè l'incidenza dello stesso sul reddito (inclusivo dell'intervento), e la progressività, cioè la caratteristica per cui un tributo grava in misura maggiore sui soggetti che hanno un reddito più alto e un sussidio finisce in misura maggiore a coloro che hanno un reddito più basso. Quest'ultima caratteristica è di solito misurata con l'indice di Kakwani, dato dalla differenza tra il valore del Gini sulla distribuzione dell'imposta o trasferimento e quello sui redditi pre imposta o trasferimento. Per lo stesso impatto redistributivo possono variare anche molto la dimensione dell'intervento e la progressività dello stesso.

Il forte impatto redistributivo della mano pubblica

Confrontando l'indice di concentrazione di Gini calcolato sui redditi prima dell'intervento pubblico, mediante imposte dirette, contributi sociali e trasferimenti, con quello calcolato sui redditi disponibili, cioè dopo tale intervento, emerge che il settore pubblico ha nella media dei paesi OCSE un ruolo molto rilevante nel ridurre la disuguaglianza dei redditi: nel 2011 l'indice di Gini passa da 47,2 a 31,2, riducendosi di 16,1 punti (Grafico 2.16). Il settore pubblico in Italia riduce di 18,0 punti la disuguaglianza, più che negli Stati Uniti (11,8 punti) e in Spagna (17,6), ma meno che nel Regno Unito (18,1), in Francia (20,3), in Germania (21,2) e nei paesi nordici.

Grafico 2.16

Importante l'impatto redistributivo di tasse e trasferimenti
(Differenza assoluta dell'indice di Gini sui redditi pre imposte e trasferimenti e post imposte e trasferimenti, 2011)



Fonte: elaborazioni CSC su dati OCSE.

²⁵ Tradizionalmente si ritiene che i servizi sociali, istruzione e sanità su tutti, abbiano l'effetto di ridurre la disuguaglianza ma ciò non è necessariamente vero e soprattutto l'effetto distributivo può variare in modo sostanziale tra paesi in relazione a chi usufruisce dei servizi stessi e alle tariffe pagate.

È interessante notare che la capacità redistributiva pubblica tende ad essere più accentuata laddove è più elevata la disuguaglianza dei redditi (Grafico 2.17). In altri termini, più è elevato l'indice di Gini, maggiore è la differenza tra lo stesso indice calcolato prima e dopo l'intervento pubblico. Ciò sembra confermare che maggiore disuguaglianza induce politiche redistributive. Ciò è vero in media; fanno eccezione Stati Uniti (l'indice di Gini scende solo di 11,8 per effetto di imposte e trasferimenti) dove l'impatto redistributivo dell'intervento pubblico è basso, ma la concentrazione dei redditi è elevata.

I trasferimenti pesano di più

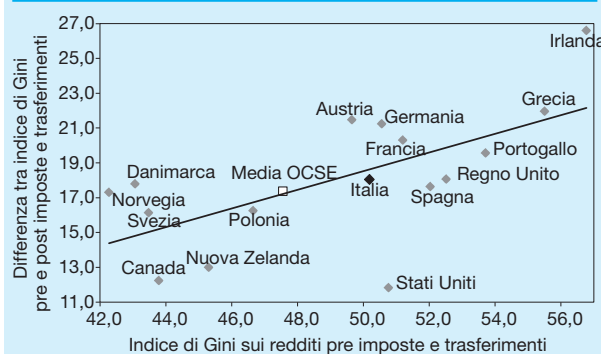
In tutti i paesi OCSE la riduzione della concentrazione dei redditi è ottenuta in misura maggiore attraverso i trasferimenti piuttosto che con tasse e contributi sociali (Grafico 2.18)²⁶. Dai dati emerge che i trasferimenti sono più efficaci di imposte e contributi nel migliorare la distribuzione personale del reddito. Ma questo risultato dipende dalle scelte politiche effettuate dai Governi nel corso del tempo.

In Italia, imposte e contributi redistribuiscono molto...

Rispetto alla tendenza generale, sono una relativa eccezione gli Stati Uniti dove trasferimenti e imposte hanno grosso modo lo stesso impatto redistributivo. L'Italia è, invece, tra i paesi OCSE, quello in cui imposte e contributi hanno il maggior effetto redistributivo perché sono molto più progressivi. Ciò è vero, nonostante i paesi OCSE con una tassazione più elevata presentino minore progressività. Va sottolineato però che è possibile valutare l'impatto redistributivo solo delle imposte sui redditi e dei contributi sociali.

Grafico 2.17

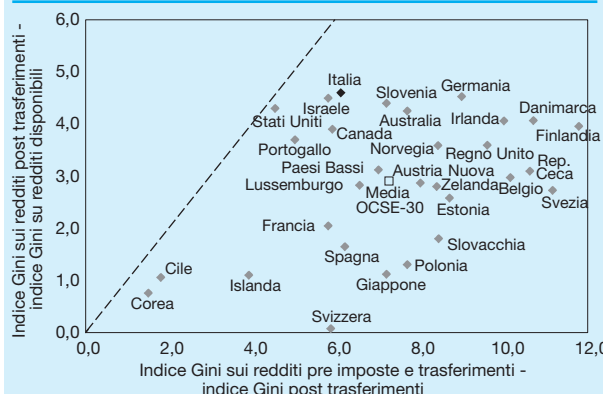
Maggiore la concentrazione, più tasse e trasferimenti la riducono (Indici 2011)



Fonte: elaborazioni CSC su dati OCSE.

Grafico 2.18

I trasferimenti riducono la concentrazione più delle tasse (Punti di riduzione dell'indice di Gini, fine anni 2000)



Lungo la linea tratteggiata (bisettrice) l'impatto redistributivo delle imposte è uguale a quello dei trasferimenti.

Fonte: elaborazioni CSC su dati OCSE (2012).

²⁶ Per apprezzare l'efficacia di trasferimenti e imposte nel ridurre la disuguaglianza si è confrontato l'impatto redistributivo dei trasferimenti con quello di tasse e contributi sociali. Il primo è ottenuto come differenza tra l'indice di Gini sui redditi pre tasse e trasferimenti e quello calcolato sui redditi integrati con i trasferimenti; la redistribuzione operata dalle tasse è quantificata dalla differenza dell'indice di Gini sui redditi integrati dai trasferimenti e quello sui redditi disponibili (cioè integrati con i trasferimenti e al netto delle tasse).

I trasferimenti, sebbene impattino più delle tasse, appaiono meno efficaci di quelli erogati nella maggior parte dei paesi OCSE, a eccezione di Francia e Stati Uniti.

...ma poco progressivi i trasferimenti

I trasferimenti pubblici, in Italia, sono in larga parte costituiti da pensioni: secondo i conti della protezione sociale pubblicati da Eurostat, il 19,7% del PIL nel 2012, più che in Francia (16,8% del PIL), Regno Unito (14,7% del PIL), Germania (13,7%) e Spagna (13,4%). Le pensioni sono erogate principalmente sulla base di un criterio assicurativo e quindi slegate dalle condizioni familiari. Per tale ragione questi trasferimenti non hanno e non devono avere carattere progressivo. Stesso discorso riguarda i sussidi di disoccupazione, pari allo 0,9% del PIL nel 2012. E' vero che nelle pensioni sono incluse le integrazioni al minimo, gli assegni sociali, le pensioni agli invalidi civili e altre prestazioni minori (vitalizi, pensionamenti anticipati e altre pensioni a coloni e mezzadri) che hanno carattere assistenziale e perciò redistributivo. Queste erogazioni però costituiscono una quota minoritaria: il 9,4% delle pensioni erogate. Invece, in Italia la parte dei trasferimenti pubblici costituita da sussidi alle famiglie e per l'alloggio diretti a ridurre la concentrazione dei redditi, è pari all'1,5% del PIL, meno della metà che in Francia (4,2% del PIL), Germania (4,0% del PIL) e Regno Unito (3,7% del PIL).

La scarsa progressività dei trasferimenti in Italia, quindi, si spiega con una composizione fortemente sbilanciata su erogazioni che non hanno l'obiettivo di redistribuire reddito. Per tale ragione, nel confronto con gli altri paesi, l'insieme dei trasferimenti pubblici è caratterizzato da bassa progressività (Tabella 2.2). L'indice di Kakwani in Italia è pari a 32,7, sotto la media OCSE (48,0), al valore registrato in Germania (41,1), Stati Uniti (54,4) e Regno Unito (72,8). I trasferimenti risultano più progressivi solo rispetto a Polonia (25,2), Francia (21,5), Portogallo (21,6) e Austria (18,9). Pur essendo poco progressivi, il loro impatto redistributivo è comunque poco sotto la media OCSE per effetto della elevata incidenza sui redditi (inclusivi dei trasferimenti), inferiore solo a quella di Polonia, Francia, Austria e Svezia. In altre

Tabella 2.2

Poco progressivi i trasferimenti in Italia...

(Trasferimenti in denaro; popolazione in età lavorativa; indici; fine anni 2000)

	Impatto redistributivo	Dimensione	Progressività
Australia	9,7	11,6	83,7
Regno Unito	8,5	11,7	72,8
Danimarca	11,8	16,8	70,3
Finlandia	6,5	11,1	58,4
Paesi Bassi	8,0	13,7	58,3
Canada	6,0	10,9	54,9
Stati Uniti	4,1	7,5	54,5
Belgio	11,9	22,0	54,1
Svezia	12,1	22,8	52,8
Germania	8,6	20,8	41,1
Italia	7,3	22,4	32,7
Polonia	7,1	28,0	25,2
Portogallo	4,3	19,8	21,6
Francia	5,6	26,2	21,5
Austria	5,2	27,5	18,9
Media OCSE	7,9	17,9	48,0

I paesi sono in ordine decrescente per progressività.

Impatto redistributivo = dimensione x progressività.

Dimensione = % trasferimenti su reddito disponibile.

Progressività: indice Kakwani = indice Gini sui trasferimenti - indice Gini sui redditi pre imposte e trasferimenti.

Fonte: elaborazioni su dati OCSE.

parole, i trasferimenti hanno un effetto redistributivo apprezzabile attribuibile alla dimensione dell'intervento più che alla progressività.

In generale, la progressività dei trasferimenti è legata alla tipologia di erogazioni prevalente in ciascun paese e, nella media OCSE, le pensioni e i sussidi di disoccupazione presentano minore progressività rispetto ai trasferimenti alle famiglie e ai sussidi per l'alloggio.

Nell'ambito delle pensioni di vecchiaia, quelle erogate in Italia sono comunque, tra i grandi paesi avanzati, più progressive solo delle pensioni erogate in Francia ma circa la metà di quello che si registra nella media OCSE²⁷ (Tabella 2.3). Ciò emerge dall'analisi degli effetti sulla popolazione in età lavorativa poiché non sono disponibili i dati su tutta la popolazione. La scarsa progressività dipende anche, nel lavoro dipendente, dal modo in cui sono state liquidate le pensioni in essere: nella parte alta della distribuzione sono state premiate le carriere dinamiche che si sono concluse con retribuzioni elevate; nella parte bassa, è stato reso possibile ritirarsi in età precoce con un assegno basso ma comunque alto rispetto alla speranza di vita residua e ai contributi versati. Nel lavoro autonomo le pensioni basse originano da più basse aliquote contributive applicate a redditi autodichiarati.

L'impatto redistributivo delle pensioni è comunque appena più elevato della media OCSE per effetto della elevata incidenza sul reddito.

Le statistiche OCSE mostrano che in Italia anche i trasferimenti alle famiglie sono meno progressivi che negli altri paesi OCSE, mentre forniscono un contributo importante alla riduzione della concentrazione dei redditi i sussidi ai disoccupati.

Occorrono interventi più selettivi

Nel quadro che emerge il welfare italiano è poco efficace nel ridurre la concentrazione dei redditi principalmente per l'elevato peso delle pensioni. Tuttavia anche gli interventi assistenziali, che dovrebbero essere selettivi, sono poco progressivi.

Tabella 2.3

...in particolare le pensioni
(Pensioni di vecchiaia; popolazione in età lavorativa; indici; fine anni 2000)

	Impatto redistributivo	Dimensione	Progressività
Australia	3,4	3,8	90,7
Danimarca	5,7	6,5	88,1
Finlandia	1,6	2,0	80,7
Regno Unito	3,4	5,1	66,0
Svezia	6,3	11,1	56,9
Paesi Bassi	3,1	5,7	54,5
Belgio	6,3	12,3	51,0
Canada	17,6	35,0	50,3
Stati Uniti	2,0	4,1	49,4
Germania	4,2	13,1	32,2
Italia	4,5	18,3	24,5
Polonia	3,8	21,3	17,7
Portogallo	1,9	14,4	13,1
Austria	2,0	20,6	9,7
Francia	1,9	19,1	9,7
Media OCSE	4,4	11,8	47,1

I paesi sono in ordine decrescente per progressività.

Impatto redistributivo = dimensione x progressività.

Dimensione = % pensioni su reddito disponibile.

Progressività: indice Kakwani = indice Gini sulle pensioni - indice Gini sui redditi pre imposte e trasferimenti.

Fonte: elaborazioni su dati OCSE.

²⁷ Qui si fa riferimento solo alle pensioni di vecchiaia.

Per migliorare l'efficacia del welfare è cruciale il collegamento tra le diverse basi informative relative a redditi, consumi e patrimoni così da orientare i trasferimenti all'effettiva disponibilità di mezzi personali. È importante sottolineare che la verifica riguardi non solo il reddito ma anche il patrimonio. Si tratta della cosiddetta "prova dei mezzi", un metodo che è già utilizzato per alcune prestazioni (asili nido, università e in alcune Regioni per le prestazioni sanitarie) e la cui estensione accrescerebbe la progressività e quindi l'efficacia redistributiva dell'intervento pubblico. Se adottata su larga scala, la prova dei mezzi consentirebbe di rendere più efficiente l'erogazione dei servizi pubblici con tariffe elevate al prezzo di mercato e i meno abbienti compensati con sussidi al reddito.

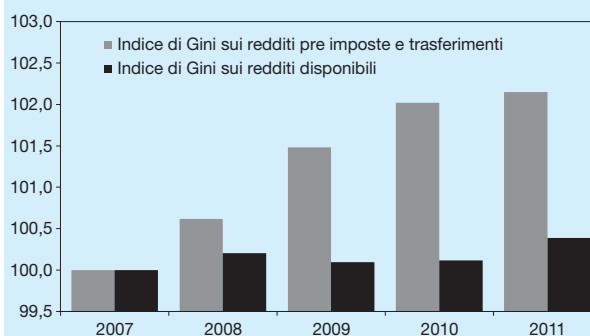
Il ruolo degli Stati nella crisi

Qual è stata l'efficacia dell'intervento pubblico nel mitigare gli effetti della crisi sulla distribuzione del reddito? Tra il 2007 e il 2011, l'indice di concentrazione di Gini calcolato sui redditi prima dell'intervento pubblico è aumentato di 2,2 punti nella media OCSE (Grafico 2.19). L'indice di Gini è cresciuto in particolare in Spagna (+6,1 punti), Grecia (+5,0), Irlanda (+3,0) e Francia (+2,9) mentre è diminuito in Polonia (-0,7). In Italia è cresciuto di 1,1 punti. L'intervento pubblico, valutato attraverso l'indice di Gini calcolato sui redditi disponibili, ha contenuto a 0,4 punti l'aumento nella media OCSE al 2011 rispetto al 2007.

La concentrazione dei redditi è aumentata di soli 0,4 punti in Grecia, di 0,7 in Irlanda e di 0,5 in Italia (Grafico 2.20). Si tratta di aumenti molto contenuti e statisticamente non significativi. Nonostante la redistribuzione pubblica non sia riuscita a compensare integralmente l'aumento della disuguaglianza pre-imposte e trasferimenti, essa ha svolto un ruolo molto importante. Buona parte della correzione pubblica è stata automatica e indotta dalla progressività della tassazione e dei trasferimenti per cui maggiore disuguaglianza che si produce nell'economia induce maggiore redistribuzione anche in assenza di

Grafico 2.19

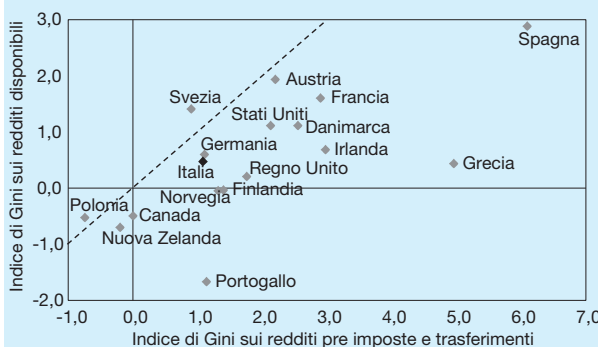
Cresciuta la concentrazione dei redditi pre imposte e trasferimenti nei paesi OCSE
(Variazioni assolute rispetto al 2007, media 25 paesi OCSE)



Fonte: elaborazioni CSC su dati OCSE.

Grafico 2.20

Dove la mano pubblica è efficace sulla distribuzione dei redditi
(Variazioni assolute 2008-2011)



Lungo la bisettrice (linea tratteggiata) l'intervento pubblico non ha ridotto la concentrazione, a destra in basso l'ha contenuta, il contrario in alto a sinistra. La maggiore distanza dalla bisettrice in basso a destra indica un miglior esito della combinazione tra tendenze spontanee e intervento pubblico nel perequare la distribuzione dei redditi.

Fonte: elaborazioni CSC su dati OCSE.

interventi discrezionali²⁸. In parte, però, l'aumento della redistribuzione è riconducibile agli stimoli di bilancio introdotti all'inizio della crisi e poi riassorbiti negli anni successivi. Ciò si nota soprattutto nel 2009 quando l'indice di Gini sui redditi disponibili, nei paesi OCSE, è diminuito mentre quello sui redditi osservati prima dell'intervento pubblico è aumentato.

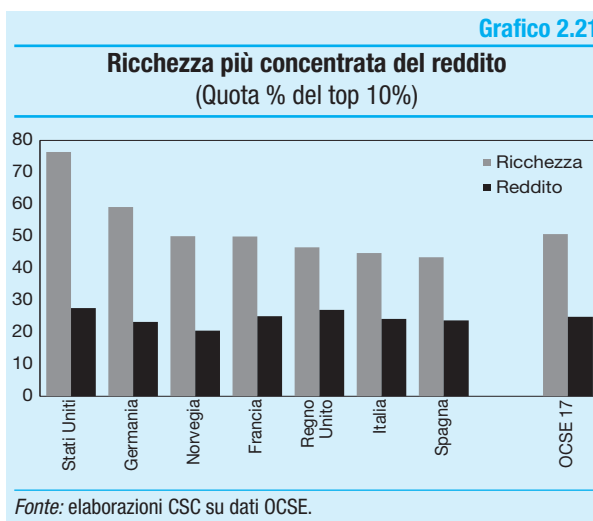
La risposta pubblica è stata molto diversa tra paesi mettendo in evidenza la differente efficacia dei sistemi nazionali nell'attenuare gli effetti della crisi sulla distribuzione del reddito. Grecia, Spagna, Portogallo, Irlanda e Regno Unito sono i paesi che presentano la differenza maggiore tra l'aumento dell'indice di Gini sui redditi pre-intervento pubblico e quello sui redditi disponibili; in altre parole, sono i paesi in cui il settore pubblico ha ridotto maggiormente l'aumento della concentrazione dei redditi. L'Italia si è rivelata meno capace non solo dei paesi migliori già indicati ma anche di Stati Uniti, Francia e paesi nordici ma più capace di Germania, Canada, Austria e Svezia.

In questo potrebbe aver influito l'aumento della tassazione immobiliare per il 2012, poi attenuato nel 2013 e cresciuto di nuovo l'anno successivo con l'introduzione della Tasi. Sebbene per le prime case, secondo uno studio di Banca d'Italia, l'aumento della tassazione (IMU e Tasi) non ha avuto alcun impatto redistributivo sui redditi (incluso nell'analisi della distribuzione personale del reddito anche i non proprietari di abitazione)²⁹. Ciò dipende dal modo in cui è disegnata l'imposizione e, in particolare, dalla scarsa rappresentatività delle rendite catastali.

2.2.6 Alta la concentrazione della ricchezza in Italia

La distribuzione della ricchezza è un tema meno discusso nel dibattito pubblico rispetto a quella del reddito. Non certo per la sua minore rilevanza, ma perché, solo recentemente, sono diventati disponibili dati che consentono il confronto internazionale. Per quanto si tratti di dati meno affidabili e omogenei di quelli relativi alla distribuzione del reddito è possibile trarre alcune conclusioni.

Un primo aspetto da sottolineare è che, in tutti i paesi per i quali esistono dati comparabili, la ricchezza è più concentrata rispetto al reddito. In Italia, per esempio, mentre il 10% delle famiglie che percepisce i redditi più alti incassa il 24,2% del reddito totale prodotto dal Paese, il 10% delle famiglie più ricche detiene il 44,9% della ricchezza complessiva (Grafico 2.21). Secondo questo indica-



²⁸ Come notato da Immervoll e Richardson in "Redistribution policy and inequality reduction in OECD countries: what has changed in two decades?", *OECD Social, employment and migration working papers*, n. 122, 2011.

²⁹ Un'ampia analisi al riguardo è contenuta in G. Messina e M. Savegnago "A prova di acronimo: i tributi locali sulla casa in Italia", Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 250, 2014.

tore, in ottica comparata il livello di disuguaglianza della ricchezza è in Italia relativamente basso (la stessa quota è al 76,4% negli USA e al 59,2% in Germania). D'altra parte, occorre tener presente che nel nostro paese la ricchezza è circa 7,9 volte il reddito medio, valore elevato se confrontato con il 5,9 USA, il 5,8 della Francia e il 4,2 della Germania. Ciò rende la distribuzione della ricchezza italiana, per quanto meno disuguale, un problema relativamente più importante in un'ottica di uguaglianza delle opportunità.

Al contrario di quanto visto in relazione al reddito, in Italia la crisi ha aumentato la concentrazione della ricchezza. In particolare, il primo quintile, il livello di ricchezza che separa il 20% della popolazione con la minore ricchezza dal resto, è diminuito del 25,3% arrivando a circa 5.500 dollari USA, mentre quella dell'ultimo quintile è scesa di appena lo 0,8%, restando superiore a 850mila dollari USA. Il dato segnala che le famiglie più povere hanno dovuto attingere maggiormente ai loro risparmi per coprire le necessità del bilancio familiare.

2.2.7 Povertà in crescita durante la crisi

La crisi ha ridotto la ricchezza prodotta, il PIL, e anche dove, come in Italia, la concentrazione del reddito non è aumentata, l'impoverimento generale si è tradotto in un aumento consistente del numero di famiglie e di persone povere o che sono a rischio povertà. Nel 2013, ultimo anno per cui sono disponibili i dati, in Europa più di 122 milioni e 600mila individui erano a rischio di povertà, in crescita del 4,3% rispetto al 2008 (si veda il riquadro *Come si misura la povertà*).

Come si misura la povertà

Esistono due definizioni di povertà: assoluta e relativa.

Povertà relativa: si definiscono poveri in senso relativo i soggetti che non raggiungono una certa soglia di risorse fissata in funzione del livello medio o mediano osservato in una popolazione presa a riferimento. Valutare la povertà relativa significa misurare le risorse economiche di ognuno rispetto a quelle possedute da tutti gli altri.

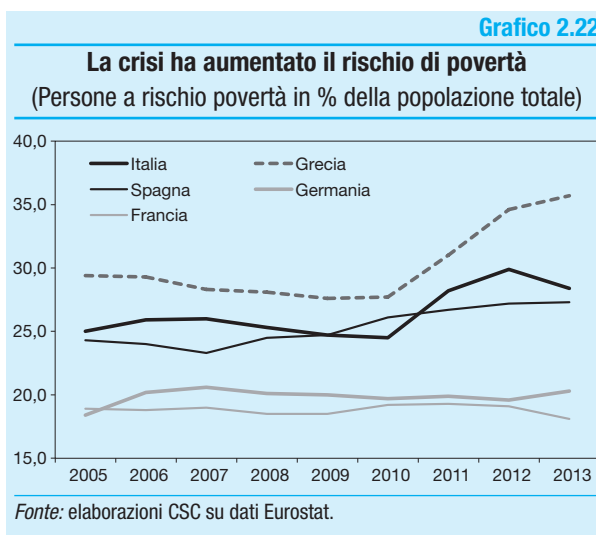
Povertà assoluta: sono in condizione di povertà assoluta le persone appartenenti a famiglie con una spesa complessiva per consumi inferiore al valore monetario, a prezzi correnti, di un paniere di beni e servizi considerati essenziali, definito in base all'età dei componenti della famiglia, all'area geografica e alla tipologia del comune di residenza.

Esiste inoltre una misura di cosiddetto “**rischio di povertà ed esclusione sociale**”, che mette insieme alcuni degli aspetti che caratterizzano le due condizioni sopra elencate. Sono classificati come individui a rischio di povertà ed esclusione sociale le persone che presentano almeno una delle seguenti tre condizioni:

- rischio di povertà dopo i trasferimenti sociali: hanno un reddito equivalente inferiore o pari al 60% del reddito equivalente mediano delle persone residenti;

- forte deprivazione materiale: vivono in una famiglia con almeno quattro dei nove problemi seguenti: i) non poter sostenere spese impreviste di importo pari o sopra gli 800 euro; ii) non potersi permettere una settimana di ferie all'anno lontano da casa; iii) avere arretrati per il mutuo, l'affitto, le bollette o per altri debiti come per es. gli acquisti a rate; iv) non potersi permettere un pasto adeguato ogni due giorni, cioè con proteine di carne o di pesce (o equivalente vegetariano); v) non poter riscaldare adeguatamente l'abitazione; non potersi permettere vi) una lavatrice; vii) un televisore a colori; viii) un telefono; ix) un'automobile.
- bassa intensità lavorativa: vivono in una famiglia dove in media gli adulti lavorano meno del 20% del potenziale in un anno.

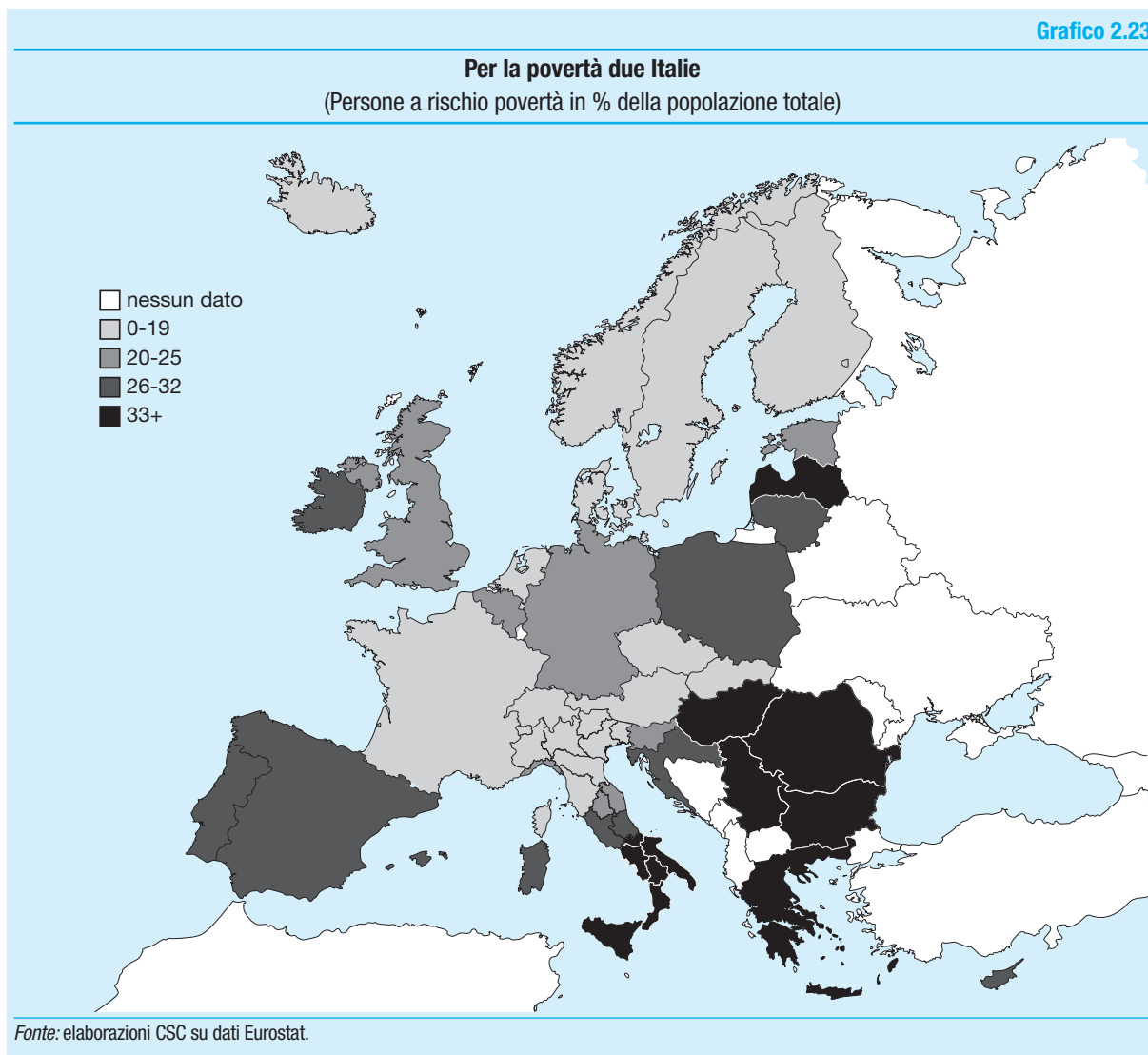
In Grecia si è registrato l'aumento più preoccupante: gli individui a rischio povertà sono saliti dal 28,1% al 35,7% della popolazione; in particolare, il numero di individui che vive in famiglie a bassa intensità di lavoro è aumentato di 10 punti percentuali e l'indice di forte deprivazione materiale di 9. Critica anche la situazione in Spagna, dove gli individui esposti al rischio di povertà sono passati dal 23,3% al 27,3% della popolazione totale; come in Grecia, è la componente lavoro ad aver aggravato maggiormente la situazione: la quota di membri di famiglie a bassa intensità di lavoro è cresciuta di ben 9,1 punti. Più stabile il quadro in Francia e Germania, che hanno rispettivamente il 18,1% e il 20,3% di cittadini a rischio povertà, quote pressoché invariate rispetto all'inizio della crisi (Grafico 2.22).



In Italia le persone a rischio di povertà superano nel 2013 i 17 milioni. Anche se in calo rispetto al picco dell'anno precedente (-4,7%), rimane il 25% in più rispetto al *target* europeo³⁰. La loro quota sulla popolazione è pari al 28,4%, poco più alta della media europea (24,5%), ma il dato nasconde forti disparità regionali. Tra tutte le regioni europee la Sicilia è quella con la quota più alta di persone a rischio povertà (55,3%), vicina alle regioni di Bulgaria e Romania (Grafico 2.23). Le regioni del Nord-Ovest e del Nord-Est presentano invece percentuali medie di rischio di povertà più basse rispetto alla media europea (18,8% e 16,6% rispettivamente).

³⁰ La strategia Europa 2020 fissa, tra i suoi obiettivi, quello di far uscire almeno 20 milioni di persone dalla povertà e dall'emarginazione. L'Italia dovrebbe sottrarre 2,2 milioni di persone dalle condizioni di povertà ed esclusione sociale rispetto al 2008.

Grafico 2.23



Rischio di povertà maggiore nel Mezzogiorno

La percentuale di individui a rischio povertà è aumentata in Italia soprattutto perché è cresciuta la quota di chi si trova in situazioni di forte deprivazione materiale: 12,4% nel 2013 +5,6 punti percentuali rispetto al 2007 (la percentuale di individui in famiglie con bassa intensità lavorativa è aumentata di un punto percentuale tra il 2007 e il 2013, quella della quota di individui a rischio povertà dopo i trasferimenti sociali è diminuita di 0,7 punti). La quota di individui che dichiara di non poter sostenere spese impreviste era nel 2013 il 40,4% (+8,4 punti rispetto al 2007); quella di coloro che riferiscono di non poter riscaldare adeguatamente l'abitazione era pari al 19,1% (+8,7 punti). Nelle regioni del Sud la percentuale di coloro che erano in condizioni di deprivazione materiale era di 8,5 punti più alta della media italiana (20,9% contro 12,4%).

Alla luce della forte crescita dell'incidenza della deprivazione materiale, non stupisce che in Italia sia salita molto anche la povertà assoluta, le cui misure aiutano a delineare ancor meglio il grado di vulnerabilità di alcuni gruppi sociali.

Nel 2013 le famiglie italiane in condizione di povertà assoluta erano il 7,9% del totale, pari a 2 milioni e 28mila (+108% dall'inizio della crisi), gli individui poveri il 9,9% della popolazione residente, oltre 6 milioni (+148%; Grafico 2.24). L'aumento di deprivazione e povertà assoluta è stato generalizzato. Tuttavia, pur avendo interessato anche alcuni gruppi sociali ritenuti meno vulnerabili, è stato più ampio per quelli per cui la povertà era già alta (nuclei residenti nel Mezzogiorno, con più figli, dove il capo famiglia è disoccupato)³¹.

Con la crisi aumenta la povertà assoluta... Nel Mezzogiorno l'incidenza della povertà assoluta è cresciuta di 8,8 punti percentuali tra il 2007 e il 2013, contro i 4,8 e 4,0 registrati rispettivamente nel Centro e nel Nord. Ciò ha ampliato ulteriormente le già forti differenze tra aree geografiche. La quota di persone povere ha raggiunto il 14,8% nel Mezzogiorno, mentre si ferma al 7,6% nel Centro e al 7,3% nel Nord.

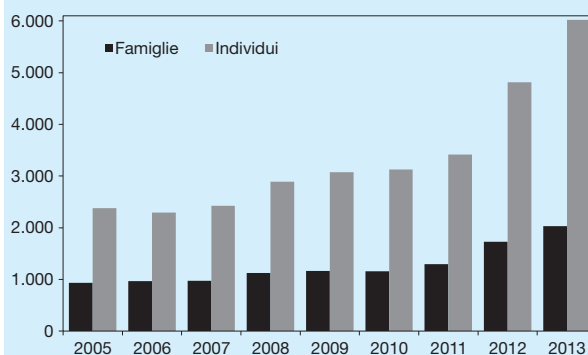
L'aumento ha interessato soprattutto le famiglie più numerose: per quelle composte da coppie con tre o più figli la quota di individui in povertà assoluta ha raggiunto il 21,3% della popolazione di riferimento nel 2013, +13,3 punti rispetto al 2007.

Per le famiglie con a capo una persona in cerca di occupazione l'incidenza della povertà è cresciuta di ben 18 punti percentuali, balzando al 28%. La variazione è stata marcata nelle famiglie di operai e di lavoratori autonomi (+6,6 e +5,8 punti rispettivamente) e più contenuta tra quelle di impiegati e dirigenti (+1,4 punti). La povertà è calata leggermente per gli individui con più di 65 anni (-0,6 punti percentuali; Grafico 2.25).

Un'elevata quota di popolazione che dispone di poche risorse va di pari passo con la bassa crescita dell'economia. I legami tra i due fenomeni sono numerosi: abbassamento della propensione al consumo, innalzamento della conflittualità sociale e della criminalità, minore dinamica della produttività via minore motivazione delle persone, minore salute e maggiori costi sanitari e, in generale, minore capacità di adattamento dell'economia agli shock e ai cambiamenti.

Grafico 2.24

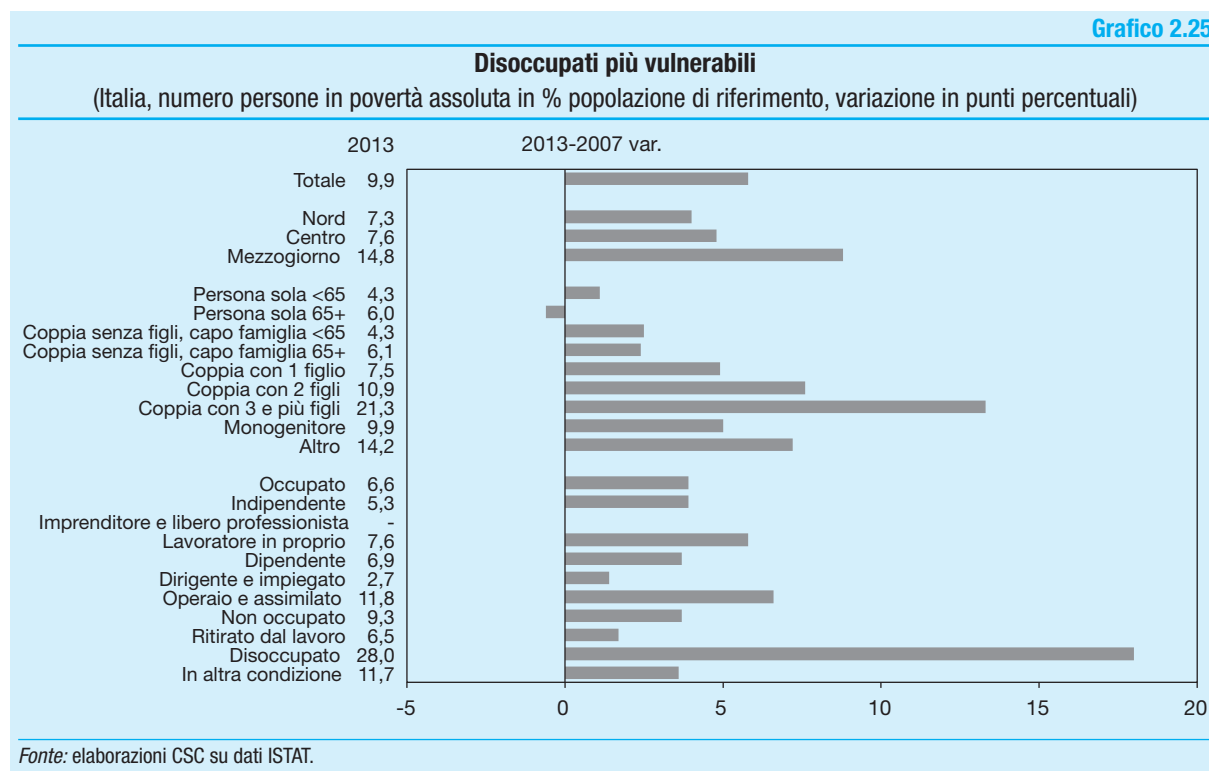
Forte salita della povertà assoluta italiana
(Italia, numero di famiglie e individui in condizione di povertà assoluta, dati annuali, migliaia)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

³¹ Si veda Andrea Brandolini, "The Big Chill. Italian Family Budgets after the Great Recession", in Carlo Fusaro and Amie Kreppel (a cura di), *Italian Politics 2013*, Berghahn, New York.

Grafico 2.25



...soprattutto per disoccupati e famiglie numerose

La lotta alla povertà è una questione non solo di equità ma anche di efficienza: la povertà rallenta la crescita e dissipa creatività, energie e intelligenze.

Negli anni in Italia sono state avanzate numerose proposte e avviate varie sperimentazioni per costruire uno strumento di contrasto alla povertà, ma di fatto, ad oggi, il Paese è l'unico in Europa, insieme alla Grecia, privo di una misura nazionale a sostegno di chi si trova in condizioni di povertà.

Vari governi si sono adoperati per la sperimentazione di strumenti di contrasto alla povertà. Attualmente sono ancora in atto alcune misure tra cui la Carta di Inclusione Sociale introdotta dal governo Monti e successivamente trasformata nel SIA (sostegno di inclusione attiva)³². Queste sperimentazioni hanno una durata stabilita e interessano una quota minima delle famiglie in povertà. Nel 2015 è stata presentata una proposta per l'introduzione graduale di un Reddito di Inclusione Sociale (REIS), strumento universale condizionato che a regime costerebbe 7,1 miliardi³³. L'implementazione del REIS prevede un trasferimento monetario pari alla differenza tra una misura delle risorse economiche della famiglia e il costo di un paniere di beni e servizi ritenuto decoroso secondo gli standard di vita del Paese, e differenziato a seconda della composizione del nucleo familiare, del costo della vita e della disponibilità di servizi collettivi locali. Il REIS non va confuso con un "reddito di cittadinanza", che garantirebbe a qualunque persona un trasferimento monetario, slegato da qualsiasi obbligo. L'accesso al REIS sarebbe condizionato a un test sulle effettive dispo-

³² Si veda CSC, "Che SIA la strada giusta?" in *Scenari economici* n.19, dicembre 2013.

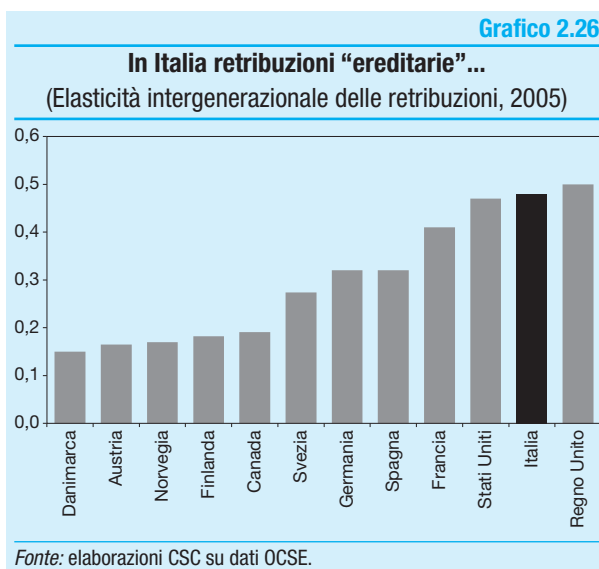
³³ Per maggiori dettagli si veda la proposta "Reddito di Inclusione Sociale" su www.redditoinclusione.it.

nibilità economiche, reddituali e patrimoniali, della famiglia. Inoltre, l'integrazione al reddito è prevista solo se ci si attiva concretamente a cercare un lavoro e se, nel caso si abbiano figli, si faccia loro frequentare la scuola e li si porti alle visite mediche di controllo. La proposta prevede, per arginare al meglio gli effetti distorsivi e i comportamenti di azzardo morale, una costante valutazione d'impatto dell'intervento. Valutare l'efficacia di un programma di questo tipo (così come di qualsiasi intervento di politica economica) è fondamentale al fine di capire se vengono raggiunti gli obiettivi, in questo caso aiutare davvero le famiglie più disagiate, generando gli effetti desiderati ma non quelli indesiderati. Per farlo occorre adottare un metodo contro-fattuale: utilizzando indagini campionarie su beneficiari e non beneficiari, prima e dopo l'ammissione/esclusione dal programma.

Il progetto di costituzione di uno strumento universale a contrasto della povertà, come il REIS, affiancherebbe le riforme che puntano a migliorare l'impianto degli ammortizzatori sociali e ridisegnano le politiche attive (anche attraverso un miglior utilizzo dei fondi sociali europei). In particolare, un potenziamento di queste ultime, anche attraverso un'offerta formativa in linea con le esigenze del sistema produttivo, non può non accompagnarsi all'introduzione di una politica a sostegno delle famiglie più povere, dove la presenza di disoccupati e inattivi è prevalente.

2.2.8 La bassa mobilità intergenerazionale italiana

L'evidenza empirica mostra, per i paesi in cui dati e, quindi, studi sul tema sono disponibili, che le condizioni socio-economiche dei genitori, misurate in termini di istruzione, occupazione e redditi, sono correlate positivamente con quelle dei figli. Al crescere dell'intensità di questa relazione aumenta la probabilità che la posizione che gli individui raggiungono sia determinata da quella dei propri genitori, e quindi diminuisce la mobilità intergenerazionale³⁴. Quando valutata sul livello delle retribuzioni, la mobilità intergenerazionale nei paesi avanzati mostra un'ampia varianza. L'Italia si colloca tra i paesi caratterizzati da un minor grado di mobilità, su livelli simili a quelli del Regno Unito e più bassi che in Germania, Spagna e Francia. Dall'altro lato della scala si collocano i paesi del Nord Europa, dove il grado in cui le retribuzioni dei padri predeterminano quelle dei figli è ai minimi, segno di maggiore mobilità (Grafico 2.26).



³⁴ La mobilità intergenerazionale è misurata dalla relazione tra lo stato socio-economico dei genitori e quello dei figli, una volta che sono diventati adulti. In pratica, la sua valutazione in un dato paese e momento (e ancor più comparata) è complicata dalla scarsità dei dati adatti alla sua misurazione. Si osserva, quindi, una molteplicità di approcci di misurazione per colmare la mancanza o l'imperfezione dei dati e ciò diminuisce la comparabilità dei risultati.

Retribuzioni dei figli condizionate da quelle dei padri

Anche guardando ai livelli di istruzione, in Italia quelli dei figli sono molto correlati con quelli dei padri. Nel 2005, per un 35-44enne italiano con padre laureato la probabilità di aver conseguito un titolo universitario era di 54,7 punti percentuali più alta che per un coetaneo con un padre non diplomato, la più elevata fatta eccezione di Lussemburgo (66,2%) e Irlanda (65,9%; dati EU-SILC). La differenza scende sotto i 50 punti in Spagna, sotto i 40 in Gran Bretagna e Francia ed è ai minimi in Austria (13,1).

Grazie alle informazioni raccolte dall'indagine annuale sui bilanci delle famiglie italiane della Banca d'Italia è possibile costruire matrici di mobilità intergenerazionale che confrontano le occupazioni svolte dai padri con quelle svolte dai figli alla stessa età. I dati disponibili non consentono, invece, di costruire un indice sintetico di mobilità perché non è possibile classificare oggettivamente tutte le categorie occupazionali in una scala di prestigio sociale³⁵. Nell'indagine la domanda sull'occupazione dei genitori è stata introdotta per la prima volta nel 1993; i dati, se confrontati con quelli dell'indagine del 2012 (la più recente disponibile), suggeriscono che nell'arco di quei 20 anni la mobilità intergenerazionale è diminuita (Tabella 2.4).

La mobilità intergenerazionale è diminuita

Per un 30-50enne con padre operaio la probabilità di essere a sua volta operaio, pari al 50,5% nel 1993, è cresciuta al 61,7% nel 2012 (+11,2 punti percentuali). D'altra parte la probabilità di essere impiegato è diminuita di 3,3 punti e quella di diventare dirigente, già molto bassa (1,3%), si è assottigliata ulteriormente (-0,8 punti).

Tra 1993 e 2012, anche per i figli di impiegati è diminuita la mobilità verso occupazioni più elevate. La probabilità di rimanere impiegato aumenta di 4,2 punti percentuali, quella di essere operaio di 9,1 punti. Invece, si registra una diminuzione della probabilità sia di avanzare a carriere impiegatizie direttive (-8,2 punti) sia di accedere alla libera professione (-3,0 punti). Cresce, ma di poco, la probabilità di diventare dirigente, da 3,0% a 3,7%.

Cresce inoltre la permanenza intergenerazionale in occupazioni più elevate, sia dirigenziali (+10,6 punti) sia come libero professionista (+3,8 punti). Alla luce della bassa incidenza di queste occupazioni sul totale della forza impiegata (rispettivamente 1,8% e 4,2% nel campione di intervistati 30-50enni nel 2012), queste variazioni appaiono ancora più indicative di una trasmissione padre-figlio dei lavori più remunerativi. Nel caso delle libere professioni, la permanenza non stupisce alla luce dell'ancora scarso livello di concorrenza che le contraddistingue³⁶, nonostante le liberalizzazioni effettuate.

I risultati fin qui descritti forniscono indicazioni sull'evoluzione della mobilità intergenerazionale, ma vanno letti con cautela perché influenzati anche dalle mutazioni del mercato del lavoro avvenute nei vent'anni considerati e difficilmente scorponabili nell'analisi. Ad esempio, l'età di entrata nel mercato del lavoro si è elevata, e ciò può distorcere l'analisi della mobilità (in particolare nel caso di padri dirigenti e figli impiegati); un effetto analogo può essere prodotto dalla frammentazione delle carriere, poiché, da metà anni Novanta, l'entrata nel mercato del

³⁵ Si veda Sauro Mocetti, "Intergenerational earnings mobility in Italy", *The B.E. Journal of Economic Analysis and Policy*, vol. 7(2), 2007.

³⁶ Si veda Michele Pellizzari e Jacopo Orsini, *Dinastie d'Italia*, Egea, Milano, 2012.

Tabella 2.4

...e la mobilità tra generazioni è diminuita nel tempo

(Matrici di mobilità intergenerazionale: condizione professionale dell'intervistato e di suo padre alla stessa età, valori %)

1993	Condizione professionale dell'intervistato								
Condizione professionale del padre dell'intervistato	Autonomo	Operaio	Impiegato	Insegnante/ Impiegato direttivo	Dirigente	Libero professionista	Imprenditore	Totale	
	Autonomo	23,0	31,0	23,9	7,4	2,4	5,2	7,3	100,0
	Operaio	12,6	50,5	25,3	5,6	1,3	1,3	3,5	100,0
	Impiegato	8,4	15,8	46,5	18,3	3,0	4,6	3,5	100,0
	Insegnante/Impiegato direttivo	7,8	3,3	29,5	36,2	12,9	10,3	0,0	100,0
	Dirigente	9,3	2,1	18,9	52,8	2,1	11,5	3,4	100,0
	Libero professionista	16,1	6,7	18,6	12,8	18,3	19,6	7,9	100,0
	Imprenditore	9,0	9,7	16,8	18,8	0,2	28,0	17,4	100,0
	2012	Condizione professionale dell'intervistato							
Condizione professionale del padre dell'intervistato	Autonomo	Operaio	Impiegato	Insegnante/ Impiegato direttivo	Dirigente	Libero professionista	Imprenditore	Totale	
	Autonomo	18,1	35,4	20,1	13,0	1,6	5,9	5,9	100,0
	Operaio	6,6	61,7	22,0	5,3	0,5	1,7	2,4	100,0
	Impiegato	5,9	24,9	50,6	10,1	3,7	1,6	3,1	100,0
	Insegnante/Impiegato direttivo	3,7	10,5	28,4	27,5	6,0	20,6	3,3	100,0
	Dirigente	0,8	4,2	57,3	11,6	12,6	8,4	5,1	100,0
	Libero professionista	20,2	20,5	16,4	16,6	3,0	23,4	0,0	100,0
	Imprenditore	11,6	7,1	51,1	9,3	1,8	7,0	12,1	100,0
	Var. 1993-2012 in p.p.	Condizione professionale dell'intervistato							
Condizione professionale del padre dell'intervistato	Autonomo	Operaio	Impiegato	Insegnante/ Impiegato direttivo	Dirigente	Libero professionista	Imprenditore		
	Autonomo	-4,9	4,5	-3,8	5,6	-0,7	0,7	-1,4	
	Operaio	-6,0	11,2	-3,3	-0,3	-0,8	0,4	-1,2	
	Impiegato	-2,5	9,1	4,2	-8,2	0,7	-3,0	-0,4	
	Insegnante/Impiegato direttivo	-4,1	7,1	-1,1	-8,6	-6,9	10,3	3,3	
	Dirigente	-8,5	2,1	38,4	-41,3	10,6	-3,1	1,7	
	Libero professionista	4,0	13,8	-2,2	3,9	-15,3	3,8	-7,9	
	Imprenditore	2,5	-2,6	34,3	-9,5	1,6	-21,1	-5,3	

Campione composto da 1.769 individui 30-50enni per il 2012 e 2.847 individui 30-50enni per il 1993. Tabelle pesate.

Fonte: elaborazioni CSC su microdati Banca d'Italia-Indagine sui bilanci delle famiglie italiane.

lavoro avviene con maggiore frequenza attraverso forme di contratto diverse da quelle a tempo indeterminato. Il progresso tecnologico ha, inoltre, distrutto alcune occupazioni e ne ha create di nuove, complicando l'identificazione della mobilità intergenerazionale.

Un ulteriore elemento di cautela proviene dal fatto che la struttura economica italiana è molto mutata nel corso degli ultimi quarant'anni e ciò che appare come minore mobilità può essere in parte dovuto a una diversa composizione dell'occupazione.

**Alta disuguaglianza
e bassa mobilità:
un circolo vizioso...**

Il quadro qui delineato è quello di una società italiana impoverita, dove, seppure non sia aumentata la concentrazione della distribuzione, è cresciuto di molto il numero di persone in povertà assoluta ed è diminuita la mobilità sociale, già bassa nel confronto internazionale.

Ci sono vari canali attraverso cui un'elevata disuguaglianza e una bassa mobilità intergenerazionale possono rallentare la crescita. È certo che l'una amplifica l'effetto negativo dell'altra, in un circolo vizioso. Pensiamo alla distribuzione del reddito come a una scala con dieci gradini, dove ogni gradino rappresenta un decile. La distanza tra gradini è la misura della concentrazione, mentre la probabilità di passare da un gradino all'altro è quella della mobilità. Quanto più ampia è la distanza tra i gradini e quanto più bassa è la mobilità, tanto più difficile è passare da un gradino all'altro e più elevato è il costo individuale e sociale di rimanere ai piedi della scala. Per i troppi che non fanno il salto, cresce infatti l'insoddisfazione, con conseguente minor livello di motivazione e investimento in capitale umano (il canale principale per cui bassa mobilità porta a minor crescita). A livello aggregato ciò determina inefficienze, sia in termini di minore produttività sia di potenziale conflittualità sociale.

**...che va rotto fornendo
migliori opportunità**

Occorre investire in politiche che migliorino le opportunità di fare il salto. Migliorare l'istruzione, fin dalla prima infanzia, è cruciale.

Ad oggi, invece, il nostro sistema di istruzione presenta molti punti deboli, ben rappresentati dagli elevati tassi di abbandono (sia per la scuola superiore sia per l'università) e dal basso grado di integrazione tra istruzione e lavoro, con conseguente difficoltà di transizione scuola-impiego al termine degli studi.

