

II. QUADRO MACROECONOMICO

centrale ad intervenire ad inizio 2019 per riequilibrare il mercato e favorire l'erogazione di credito al settore privato attraverso un duplice canale. Da un lato, è stata disposta una forte iniezione di liquidità nel sistema bancario per la cifra record di 560 miliardi di yuan (83 miliardi di dollari); dall'altro, con il quinto intervento consecutivo in dodici mesi, è stata apportata una riduzione di 100 punti base dei coefficienti di riserva obbligatoria delle banche che dovrebbe aver liberato oltre cento miliardi di dollari per nuovi prestiti.

Anche la politica fiscale garantirà sostegno all'attività economica cinese: secondo quanto annunciato dal Premier Li Keqiang in apertura del Congresso nazionale del popolo, il taglio delle tasse e il sostegno all'occupazione, sotto pressione per la trasformazione dei processi produttivi, saranno due dei pilastri portanti delle strategie di politica economica per il prossimo futuro: l'obiettivo è la riduzione dell'imposizione fiscale a carico delle imprese affiancato al taglio dell'imposta sul valore aggiunto. Un ulteriore contributo arriverà dalle amministrazioni locali che potranno emettere nuovo debito per finanziare le infrastrutture. Nel complesso, le proiezioni dei principali previsori internazionali rimangono positive, prefigurando una graduale moderazione della crescita verso livelli sostenibili di medio-lungo periodo cui la Cina dovrebbe convergere anche grazie al graduale allineamento dei salari.

Anche il Giappone, la cui economia aveva ripreso slancio nel 2017 chiudendo in accelerazione di 0,8pp rispetto all'anno precedente, ha registrato un rallentamento della crescita del PIL che si stima si sia fermata allo 0,8 per cento nel 2018, accusando l'impatto dei pesanti disastri naturali che hanno colpito il Paese compromettendo l'attività economica nella seconda parte dell'anno. L'economia nipponica è peraltro tra quelle che maggiormente stanno risentendo delle tensioni commerciali internazionali: già dall'autunno dello scorso anno la flessione della domanda estera da parte della Cina sta danneggiando sensibilmente la dinamica dell'export nipponico con ripercussioni significative sull'attività industriale.

Secondo le più recenti indagini sul clima di fiducia delle imprese giapponesi, emerge una crescente preoccupazione degli operatori circa la riduzione degli ordini dalla Cina che sta portando ad un rallentamento complessivo degli investimenti produttivi, molti dei quali posposti o ridimensionati, soprattutto nel campo della robotica e dei macchinari industriali. In prospettiva, aumentano i timori che il rallentamento possa interessare anche i prossimi mesi, quando anche la politica fiscale potrebbe incidere negativamente sul ciclo economico essendo in programma un aumento delle imposte sui consumi che potrebbe portare ad una moderazione anche della domanda interna.

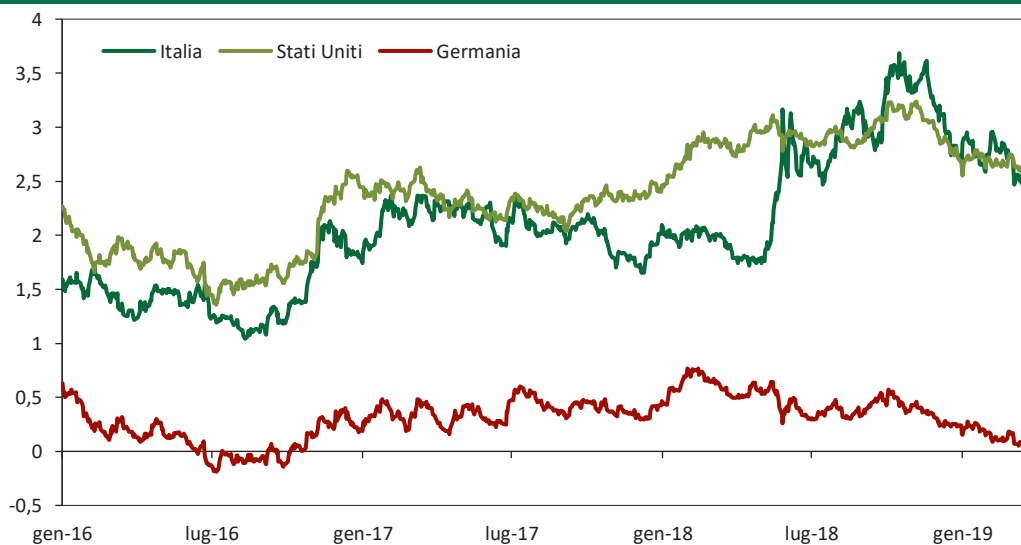
In questo contesto, sia il Governo che la Banca centrale hanno rivisto in peggioramento le proprie aspettative di crescita per l'anno in corso, pur senza esplicitare l'ipotesi di un rischio recessione. Sul fronte della politica monetaria questo si è tradotto nella conferma di una policy ancora accomodante, a tassi invariati e con l'impegno di ulteriori interventi qualora la dinamica economica dovesse richiederlo. Sul fronte della politica fiscale, già con il progetto di bilancio per l'anno in corso, il Governo si è impegnato ad adottare politiche espansive, rinviando al 2025 l'obiettivo di avanzo primario: per gli anni 2019-2020, infatti, l'impatto sul deficit - e conseguentemente anche quello macroeconomico - della stretta derivante dall'aumento dell'imposta sui consumi in programma ad ottobre sarà sostanzialmente neutralizzato dalla decisione di utilizzare metà delle maggiori

entrate per nuovi programmi di spesa. Le aspettative per l'anno in corso restano quindi nel complesso favorevoli, indicando una nuova accelerazione del tasso di crescita intorno all'1 per cento, grazie al contributo della domanda interna che dovrebbe beneficiare sia di nuove agevolazioni fiscali, sia dell'incremento dei salari, già avviato nella seconda metà del 2018 per effetto dei più ristretti margini di capacità produttiva.

A livello globale, quindi, le strategie di politica fiscale si differenzieranno in base alle condizioni congiunturali specifiche dei singoli Paesi, ma in nessun caso si prospettano interventi restrittivi di portata tale da pregiudicare l'espansione economica. Anche negli Stati Uniti, dove la riforma tributaria introdotta lo scorso anno ha di fatto più che esaurito lo spazio fiscale disponibile, si prevede² una politica di bilancio che potrà risultare moderatamente restrittiva solo nell'ultima parte dell'anno per effetto di una riduzione dei finanziamenti federali prevista a legislazione vigente. Verosimilmente, il Governo in carica punterà a conservare per l'inizio del prossimo anno i margini di manovra fiscale ancora disponibili in modo da poterli utilizzare con un timing utile a fornire un volano per la campagna elettorale delle prossime presidenziali 2020.

D'altro canto, anche la politica monetaria dovrebbe risultare nel complesso accomodante, tenuto conto della rimodulazione della strategia della FED e della conferma dell'attuale *stance* da parte di tutte le altre principali Banche centrali. Ciò alleggerisce anche le pressioni sui Paesi emergenti le cui economie, nel corso del 2018, hanno fortemente risentito dell'apprezzamento del dollaro innescato dai rialzi dei tassi di policy stabiliti dalla FED. L'atteggiamento accomodante delle Banche centrali sembra aver anche esercitato un effetto di forte stabilizzazione dei mercati, la cui volatilità resta tutto sommato contenuta nonostante i segnali negativi offerti dagli indicatori macroeconomici.

FIGURA II.2: RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO A 10 ANNI



Fonte: Bloomberg.

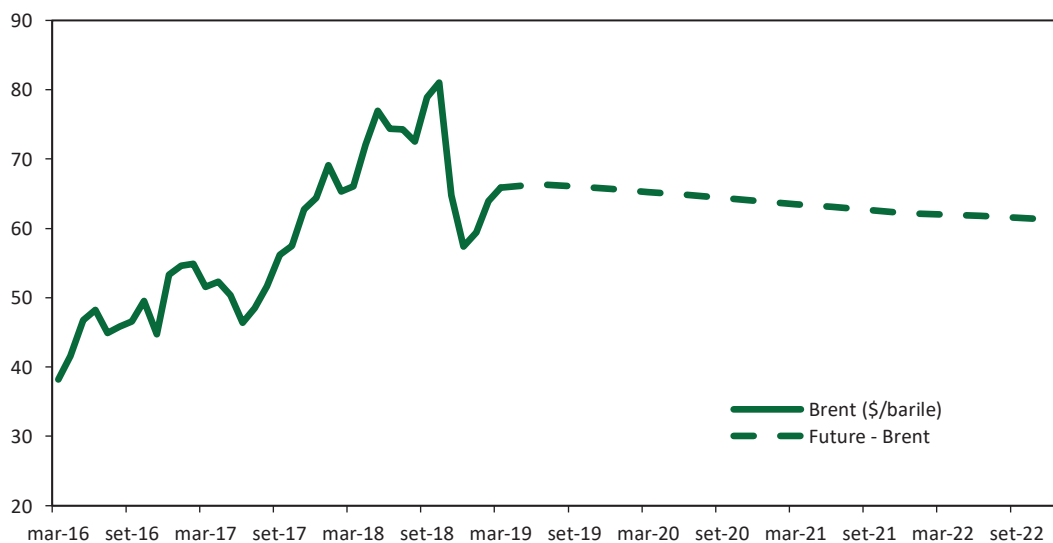
² CBO, "The Budget and Economic Outlook: 2019 to 2029", gennaio 2019.

II. QUADRO MACROECONOMICO

La politica monetaria accomodante è resa possibile anche da tassi di inflazione che in apertura d'anno risultano bassi in pressoché tutte le economie avanzate per effetto di una sensibile riduzione del costo dei beni energetici, materializzatasi già negli ultimi mesi dello scorso anno, nonché come riflesso del rallentamento economico complessivo. In quasi tutti i Paesi, infatti, l'inflazione al consumo si attesta su livelli ben lontani dai target delle principali Banche centrali. Fanno eccezione soltanto gli Stati Uniti ed il Regno Unito, dove la crescita dei prezzi al consumo si sta attestando in media su livelli superiori al 2 per cento. D'altra parte, in tutte le economie avanzate la crescita dei salari si mantiene modesta, nonostante in molti di essi, in primis gli Stati Uniti, il mercato del lavoro abbia raggiunto risultati positivi ai massimi storici. Anche nei Paesi emergenti, l'inflazione, dopo un picco raggiunto non più tardi dello scorso ottobre, è crollata ai livelli minimi degli ultimi dieci anni come conseguenza del rallentamento economico globale. Ciò ha innescato aspettative di ribassi dei tassi di policy da parte delle Banche centrali, in primis in Paesi quali Russia e Messico, dopo i rialzi che sono stati introdotti nell'autunno dello scorso anno in concomitanza del picco di inflazione e di alcuni deprezzamenti localizzati.

Per quanto riguarda il mercato dei prodotti energetici e delle *commodities*, nel corso del 2018, dopo un'iniziale risalita dei prezzi dei combustibili, si è riscontrata una sensibile decelerazione, più accentuata sul finire dell'anno, per effetto di molteplici fattori. Da un lato, infatti, hanno esercitato pressioni al ribasso fattori di offerta quali lo scudo temporaneo concesso dagli Stati Uniti per otto grandi importatori di greggio rispetto alle sanzioni imposte all'Iran e la produzione record statunitense di shale oil; dall'altro, il rallentamento congiunturale ha prodotto una moderazione della domanda mondiale. A partire dall'inizio dell'anno, tuttavia, si sta manifestando nuovamente una tendenza al rialzo per effetto principalmente di restrizioni all'offerta derivanti dalla crisi in Venezuela e dal perdurare delle tensioni con l'Iran, rispetto al quale lo scudo temporaneo dalle sanzioni scadrà il prossimo 4 maggio.

FIGURA II.3: PREZZO DEL BRENT E FUTURES



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

Le tensioni che avevano interessato i mercati finanziari nel 2018, in particolare fino all'autunno dello scorso anno, sono sensibilmente rientrate dopo i recenti annunci di politica monetaria da parte delle Banche centrali dei principali Paesi avanzati che, come detto, si sono posizionate su un percorso molto più graduale di normalizzazione monetaria. Ciò ha offerto ossigeno anche ai Paesi emergenti i cui rendimenti sui titoli di debito sovrano e i relativi spread con i Paesi avanzati stanno gradualmente rientrando dopo i picchi registrati negli ultimi mesi del 2018. A seguito della flessione, le curve dei tassi si sono appiattite; in particolare quella degli Stati Uniti mostra ora una inclinazione leggermente negativa, andamento che normalmente denota prospettive di recessione. Tenuto conto della sostanziale stabilità degli indicatori di volatilità finanziaria sembra che al momento i mercati siano più focalizzati sulla *stance* accomodante della politica monetaria piuttosto che sul rischio di un rallentamento molto più accentuato o di recessione.

Rischi per la previsione

Negli ultimi mesi si è assistito ad un progressivo deterioramento delle aspettative degli osservatori internazionali, con uno sbilanciamento sempre più marcato al ribasso degli scenari di rischio. D'altra parte, dai più recenti segnali dal mondo economico sembra ravvisarsi un quadro meno fosco di quello che si prospettava negli ultimi mesi dello scorso anno. Di fatto, si osserva una situazione di incertezza tale da rendere più bilanciati gli scenari di rischio futuri.

L'incertezza sull'evoluzione del commercio internazionale continua a pesare sulle scelte di investimento e di produzione delle imprese. Se da un lato il 2019 si è aperto con segnali di distensione tra Stati Uniti e Cina, si teme che nel prossimo futuro possa materializzarsi un peggioramento dei rapporti commerciali tra l'America e l'Europa.

Le aspettative circa una dinamica più debole della domanda globale sono influenzate anche dalle preoccupazioni per un rallentamento a ritmi più rapidi del previsto delle principali economie mondiali, Stati Uniti, Cina e Europa. Tuttavia, gli ultimi dati macroeconomici per la Cina mostrano una tenuta della domanda interna e, per quanto riguarda l'export, una riorganizzazione dei flussi commerciali in area asiatica, che potrebbero determinare una maggiore stabilizzazione. La dinamica del PIL cinese dovrebbe inoltre beneficiare di politiche monetarie e fiscali nettamente favorevoli.

Rispetto al rallentamento dell'area euro, le prospettive sono di una moderazione della crescita ma i rischi di una vera e propria recessione appaiono relativamente contenuti: qualora si assistesse ad un recupero del commercio internazionale grazie ai progressi nelle trattative internazionali, la ripresa della domanda estera potrebbe supportare nuovamente le economie europee finora maggiormente penalizzate. D'altra parte, gli strumenti di politica monetaria ancora nell'effettiva disponibilità della BCE sono oggi molto più limitati di quelli che risultavano disponibili al momento della crisi dei debiti sovrani.

Sul piano dei mercati finanziari, le fibrillazioni registrate in chiusura del 2018 sono rientrate dopo gli annunci della BCE e, soprattutto, della FED. Tuttavia, se il rallentamento economico in atto dovesse risultare peggiore di quanto attualmente atteso o eventi imprevedibili portassero ad un repentino cambio delle aspettative, ciò potrebbe innescare brusche e pericolose correzioni sui mercati finanziari.

II. QUADRO MACROECONOMICO

II.2 ECONOMIA ITALIANA

Nel 2018 l'economia italiana è cresciuta dello 0,9 per cento, in rallentamento rispetto all'anno precedente. Il PIL, dopo la modesta crescita del primo trimestre 2018 (0,2 per cento t/t), ha rallentato ulteriormente nel secondo trimestre (0,1 per cento t/t) per poi riportare una crescita lievemente negativa nella seconda metà dell'anno (-0,1 per cento t/t nel terzo e nel quarto trimestre). La domanda interna al netto delle scorte ha continuato ad espandersi, seppur a tassi inferiori rispetto al 2017, mentre le scorte hanno fornito un contributo nullo. Le esportazioni nette hanno invece sottratto 0,1 punti percentuali alla crescita per effetto delle tensioni commerciali globali.

Nel dettaglio delle componenti, la crescita dei consumi privati si è più che dimezzata (0,6 per cento da 1,5 per cento) nonostante la dinamica sostenuta del reddito disponibile reale, sospinta dai rinnovi contrattuali del comparto pubblico e le favorevoli condizioni di accesso al credito. La propensione al risparmio è infatti aumentata nel corso dell'anno raggiungendo un picco massimo nel 2T18 (8,5 per cento da 7,8 del 1T18) per poi scendere gradualmente e collocarsi al 7,6 per cento nel 4T18. In media la propensione al risparmio si attesta all'8,0 per cento, un valore inferiore alla media degli ultimi 10 anni (9,0 per cento). Sul rallentamento dei consumi può aver inciso la riduzione della ricchezza, che nel 4T18 ha subito una contrazione di circa 130 miliardi rispetto al 3T18; evidenze empiriche indicano infatti che variazioni della ricchezza finanziaria hanno un impatto sui consumi delle famiglie³.

La situazione patrimoniale delle famiglie resta solida: il debito delle famiglie nel terzo trimestre del 2018 risultava stabile al 61,3 per cento del reddito disponibile, un livello nettamente inferiore alla media dell'area euro (94,8 per cento).⁴ La sostenibilità del debito è stata favorita anche dal permanere di bassi tassi di interesse.

Con riferimento alla tipologia di spesa, la crescita del consumo dei beni ha eguagliato quella dei servizi (0,7 per cento). All'interno della categoria dei beni rallentano quelli durevoli mentre crescono più dello scorso anno i semidurevoli. I beni non durevoli si riducono rispetto allo scorso anno per effetto delle maggiori pressioni inflazionistiche.

È proseguita l'espansione degli investimenti (3,4 per cento), grazie alla tenuta registrata in media nella prima parte dell'anno. In controtendenza rispetto agli anni precedenti, si è fortemente ridimensionato il contributo della componente dei mezzi di trasporto in seguito alla contrazione del mercato dell'auto, che aveva trainato la ripresa negli anni precedenti. L'industria dell'auto e della componentistica italiana, che coinvolge più di 250.000 addetti (tra diretti e indiretti) e quasi 6000 imprese⁵, nel 2018 ha infatti registrato un calo della produzione rispetto all'anno precedente (-3,4 per cento), così come a un calo del fatturato e degli ordinativi (rispettivamente -2,1 per cento e -2,4 per cento).

³ In particolare la propensione marginale al consumo risente maggiormente di un calo o aumento della ricchezza finanziaria rispetto a variazioni della ricchezza reale. Si veda ad esempio Bassanetti A., Zollino F. (2010) The Effects of Housing and Financial Wealth on Personal Consumption: Aggregate Evidence for Italian Households. In: de Bandt O., Knetsch T., Peñalosa J., Zollino F. (eds) Housing Markets in Europe. Springer, Berlin, Heidelberg

⁴ Banca d'Italia, Bollettino Economico, gennaio 2019.

⁵ Fonte: ANFIA

Gli investimenti in macchinari hanno rallentato il ritmo di crescita rispetto al 2017. Con riferimento al settore delle costruzioni, si è assistito ad un'accelerazione rispetto al 2017; gli investimenti in costruzioni sono stati trainati dalle abitazioni, mentre è risultato modesto l'incremento di quelli di natura infrastrutturale. Gli investimenti in abitazioni sono stati a loro volta sospinti dall'attività di recupero del patrimonio abitativo (manutenzione straordinaria) che arrivano oramai a rappresentare il 37 per cento del valore degli investimenti in costruzioni.⁶

Per quanto riguarda il mercato immobiliare, i prezzi delle abitazioni sono tornati in territorio negativo. Le rilevazioni più recenti⁷ confermano che le quotazioni nel quarto trimestre del 2018 hanno continuato a ridursi (-0,2 per cento) e risultano più basse dello 0,6 per cento in confronto al corrispondente periodo del 2017. Nel complesso, i prezzi delle abitazioni esistenti sono scesi dell'1,0 per cento nel 2018, mentre quelli delle nuove abitazioni sono aumentati dell'1,0 per cento.⁸ Le compravendite, che probabilmente hanno risentito positivamente della riduzione dei prezzi, hanno mostrato una contestuale ripresa nel corso del 2018.

Il settore delle costruzioni - in particolare quello immobiliare - resta un driver importante per la ripresa dell'economia, anche in ragione delle positive ricadute su consumi e occupazione. Inoltre, l'andamento delle quotazioni immobiliari ha un effetto diretto sulla ricchezza delle famiglie. I dati sulle consistenze di attività non finanziarie mostrano come le abitazioni costituiscano la quasi totalità della ricchezza reale delle famiglie⁹; un recupero delle quotazioni potrebbe avere un effetto favorevole sui consumi.

La domanda estera è risultata invece indebolita dal rallentamento degli scambi mondiali legato alle tensioni commerciali causate dall'inasprimento dei dazi all'importazione. Dopo il brusco calo nel 1T18, legato probabilmente all'incertezza derivante dall'annuncio dei dazi, le esportazioni sono tornate in territorio positivo ma senza raggiungere i picchi dell'anno precedente. Le importazioni hanno anch'esse rallentato in seguito all'indebolimento della domanda interna e in particolare del ciclo produttivo industriale.

Con riferimento all'offerta, l'industria manifatturiera ha continuato a crescere ma a tassi decisamente inferiori (2,1 per cento dal 3,6 per cento del 2017). I dati di produzione industriale per il 2018 indicano un marcato rallentamento dell'indice (corretto per gli effetti di calendario) allo 0,8 per cento dal 3,6 per cento dell'anno precedente. Differenziate le dinamiche all'interno dei comparti: i beni strumentali e quelli di consumo non durevoli hanno registrato performance ancora positive seppur in decelerazione mentre la produzione di beni intermedi e di consumo durevoli si è ridotta. In particolare il settore dell'auto e componentistica ha registrato un forte calo della produzione rispetto all'anno precedente. Il settore delle costruzioni si conferma in graduale miglioramento, con una crescita che

⁶ Rapporto ANCE <http://www.ance.it/docs/docDownload.aspx?id=48610>

⁷ Si veda: ISTAT, "Prezzi delle abitazioni", aprile 2018 e Banca d'Italia, "Bollettino Economico", aprile 2018.

⁸ ISTAT, <https://www.istat.it/it/archivio/228988>

⁹ Il patrimonio residenziale detenuto dalle Famiglie costituisce nel 2017 più del 92 per cento del valore residenziale complessivo, di cui 81 per cento relativo alle unità residenziali utilizzate come abitazione principale o seconde case. Il calo dei prezzi delle abitazioni ha determinato una riduzione del valore della ricchezza abitativa (-1,4 per cento in media annua nel periodo 2011-2017). Tale dinamica risulta tuttavia in rallentamento: -0,8 per cento nel 2017, da -1,3 per cento nel 2016. ISTAT, "Le attività non finanziarie dei settori istituzionali", marzo 2019.

II. QUADRO MACROECONOMICO

tuttavia è ancora debole (1,7 per cento). Torna in territorio positivo il valore aggiunto dell'agricoltura (settore che comunque ha un peso limitato sul PIL).

Il settore dei servizi si è dimostrato più resiliente di quello manifatturiero nel corso dell'anno, ma è risultato anch'esso in rallentamento, con una crescita del valore aggiunto nel 2018 più che dimezzata rispetto all'anno precedente (0,6 per cento rispetto all'1,4 per cento). All'interno dei vari comparti, tuttavia, la dinamica è stata disomogenea. Nel settore del commercio, dei servizi di alloggio e ristorazione, trasporto e magazzinaggio e in quello delle attività immobiliari la crescita resta favorevole (rispettivamente 1,9 per cento e 1,6 per cento) mentre il valore aggiunto delle attività finanziarie e assicurative e dei servizi di informazione e comunicazione torna in territorio negativo (-1,3 per cento e -2,7 per cento rispettivamente); le attività professionali sono solo lievemente positive (0,4 per cento).

Con riferimento alle imprese non finanziarie, nel 2018 è proseguito, seppur gradualmente, il calo della quota di profitto (definito dal rapporto tra risultato lordo di gestione e valore aggiunto) che raggiunge il valore di 41,6 (da 42,7 del 2017 e 43,3 del 2016). Gli ultimi dati pubblicati dalla Banca d'Italia relativi al terzo trimestre 2018 indicano che il debito delle imprese in percentuale del PIL ha registrato un ulteriore calo, collocandosi al 70,9 per cento (dal 71,1 per cento di fine giugno 2018)¹⁰.

Nella prima metà del 2018 è proseguita la tendenza favorevole del mercato del lavoro, che si è invece parzialmente invertita nel secondo semestre. Nel complesso, la crescita degli occupati, quale rilevata dalla contabilità nazionale, è stata comunque pari allo 0,9 per cento, sospinta dall'occupazione dipendente, mentre gli indipendenti hanno continuato a ridursi per l'ottavo anno consecutivo. Le ore lavorate sono aumentate dell'1,1 per cento, quindi si è registrato un aumento delle ore lavorate pro-capite di 0,2 per cento, dopo il calo dello scorso anno.

In base ai risultati dell'indagine delle forze lavoro, l'occupazione cresce dello 0,8 per cento. Il tasso di occupazione sale al 58,5 per cento, a solo 0,1 punti di distanza dal picco del 2008. L'aumento è sospinto dai lavoratori dipendenti (1,2 per cento) a loro volta trainati esclusivamente dagli occupati a tempo determinato mentre per la prima volta dopo quattro anni si riducono gli occupati dipendenti a tempo indeterminato (-0,7 per cento). Con riferimento alla tipologia di orario, il lavoro a tempo pieno cresce a fronte di una lieve riduzione del part-time. Il part-time involontario continua invece ad aumentare (5,0 per cento) e rappresenta il 64,1 per cento del totale del tempo parziale. Il miglioramento del mercato del lavoro si è riflesso nella riduzione del tasso di disoccupazione (al 10,6 dall'11,2 per cento). Altro fattore positivo il calo degli inattivi (-0,9 per cento) e degli scoraggiati (-11,5 per cento).

Dopo la moderazione degli anni scorsi sono tornati a crescere i redditi pro-capite (2,0 per cento dallo 0,3 per cento del 2017) per effetto del rinnovo dei contratti in molti comparti, tra cui il pubblico impiego, e del progressivo esaurirsi degli sgravi contributivi introdotti a partire dal 2015. Il costo del lavoro per unità di prodotto ha mostrato un sensibile recupero (1,9 per cento dal -0,5 per cento del 2017) in seguito alla sostanziale stabilità della produttività del lavoro.

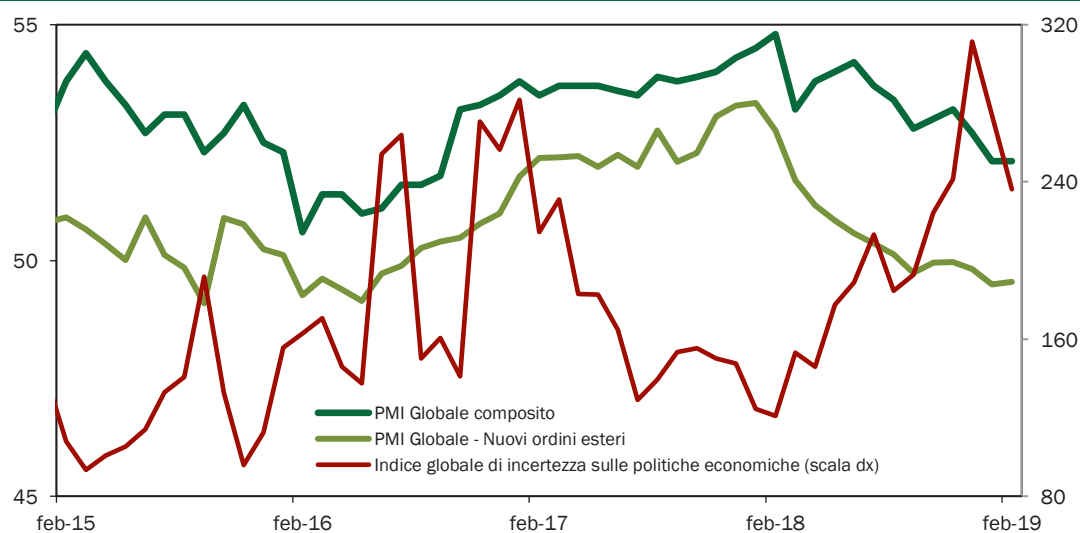
¹⁰ Banca d'Italia, Bollettino Economico, gennaio 2019.

L'inflazione è rimasta sostanzialmente sui livelli dell'anno precedente (1,2 per cento rispetto all'1,3 per cento) sempre sospinta dalle componenti volatili; risulta infatti più contenuta e in lieve decelerazione la componente di fondo rispetto all'anno precedente (0,7 per cento dallo 0,8 per cento). L'inflazione interna, misurata dal deflatore del PIL, ha invece lievemente accelerato (allo 0,8 per cento dallo 0,4 per cento) per effetto del rinnovo dei contratti della PA e del pagamento degli arretrati.

Commercio con l'estero

Nel corso del 2018 il profondo mutamento del quadro economico internazionale è stato in larga parte collegato all'ulteriore irrigidimento delle politiche commerciali, fenomeno già in corso dal 2012. La crisi di fiducia scaturita dalle nuove tariffe introdotte dagli Stati Uniti, soprattutto verso la Cina, ha generato ricadute negative sulla performance economica mondiale: il commercio e la produzione industriale globali sono entrambi cresciuti poco oltre il 3 per cento, decelerando rispettivamente di 1,4 e 0,3 punti percentuali rispetto al 2017¹¹. L'incertezza dello scenario globale si è tradotta in un atteggiamento di attesa da parte delle imprese, come mostrato dagli indici PMI globali e in particolare dalla componente degli ordini esteri, determinando minori investimenti. Secondo le ultime stime dell'UNCTAD, anche nel 2018 gli investimenti diretti esteri (IDE) sono diminuiti, soprattutto verso l'Europa¹², in larga parte per effetto della riforma fiscale introdotta negli Stati Uniti per favorire il rimpatrio degli utili realizzati all'estero dalle multinazionali.

FIGURA II.4: INDICI PMI E DI INCERTEZZA SULLE POLITICHE ECONOMICHE A LIVELLO GLOBALE



Fonte: Markit, S.R. Baker, N. Bloom e S. J. Davis
www.PolicyUncertainty.com

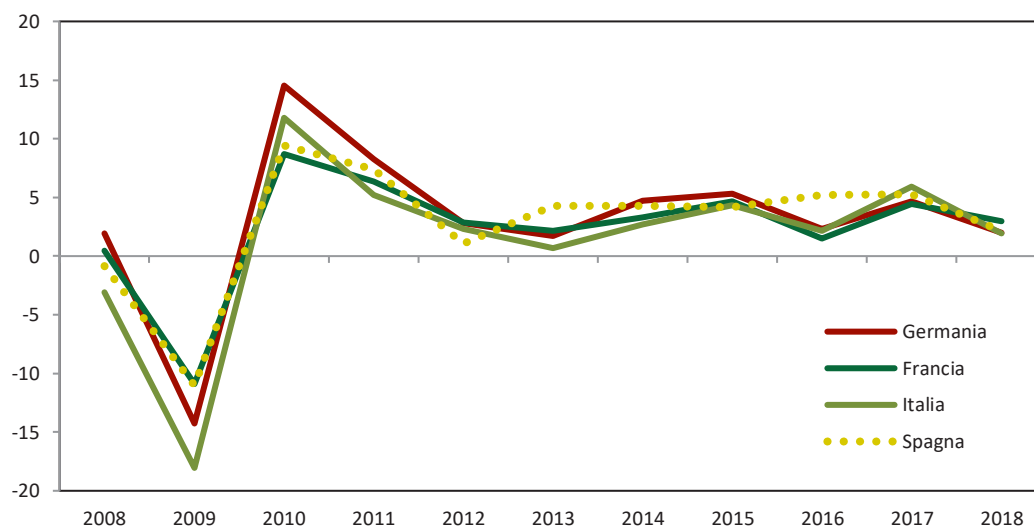
¹¹ Fonte: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, 'World Trade Monitor', 25 Marzo 2018.

¹² Nel 2018 si stima che gli IDE siano diminuiti del 19 per cento a livello mondiale, con una riduzione maggiore in Europa (-73 per cento) rispetto al Nord America (-13 per cento); risulterebbero invece in lieve aumento quelli verso le economie in via di sviluppo (3 per cento). (Fonte: UNCTAD, 'Investment Trends Monitor', Gennaio 2019).

II. QUADRO MACROECONOMICO

In tale contesto, le statistiche di contabilità nazionale mostrano che, dopo aver registrato nel 2017 la migliore performance degli ultimi dieci anni (con un tasso di crescita prossimo al 6 per cento), nel 2018 le esportazioni dell'Italia sono aumentate di meno del 2 per cento, mostrando una moderazione più accentuata rispetto agli altri partner. Fra gli altri principali Paesi UE, le esportazioni della Francia hanno manifestato una maggiore tenuta (il tasso di crescita è stato pari al 3,0 per cento), pur frenando di 1,5pp. È invece più accentuata la decelerazione per la Germania e la Spagna, le cui vendite all'estero sono aumentate attorno al 2 per cento, rallentando rispettivamente di 2,6pp e di poco più di 3pp.

FIGURA II.5: ESPORTAZIONI DI BENI E SERVIZI DELL'ITALIA E DEI MAGGIORI PAESI EUROPEI (dati di contabilità nazionale, variazioni percentuali, dati in valore)



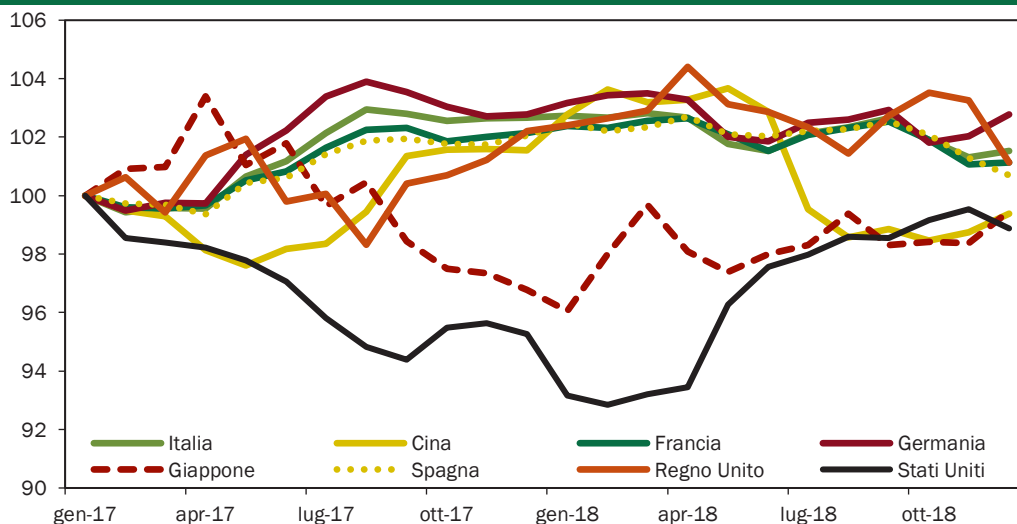
Fonte: Eurostat.

Se si considerano i dati di commercio estero di beni, nel 2018 i tassi di crescita delle vendite della Germania, dell'Italia e della Spagna sono risultati pari o poco al di sopra del 3 per cento, dimezzandosi nel primo caso e decelerando di circa 5 punti percentuali per gli altri due paesi. Si è rivelato invece più stabile il risultato francese, con un incremento del 4 per cento, in flessione di poco più di mezzo punto percentuale. Come per gli altri partner europei, la variazione delle esportazioni in valore dell'Italia è stata sostenuta maggiormente dall'area europea (4,1 per cento dal 7,2 per cento del 2017) rispetto a quella extra-UE (1,7 dall'8,2 per cento), ambito in cui può aver influito una minore competitività di prezzo.

Tra i mercati esteri, in relazione alla quota sulle esportazioni complessive, gli Stati Uniti si confermano la destinazione più dinamica per i prodotti italiani (5 per cento), seguiti dalla Svizzera (8,7 per cento). Nell'area europea, sebbene in decelerazione, prosegue la tenuta delle esportazioni verso i maggiori partner, con un aumento del 3,6 per cento verso la Germania e del 4,5 per cento verso la Francia. Le vendite verso la Spagna crescono più del 3 per cento, ma frenano per oltre 7 punti percentuali; rallentano anche quelle verso il Regno Unito (all'1,1 dal 2,3 per cento dell'anno precedente), riflettendo le incertezze legate all'evoluzione della Brexit. Pesa invece la contrazione delle esportazioni verso le principali economie emergenti (Turchia, Russia e Cina) e, tra i paesi produttori di energia, è più che

raddoppiata la riduzione delle vendite con l'area dell'OPEC (-7,6 per cento); si riducono anche le vendite verso il Mercosur, ma in misura più contenuta (di circa il 2 per cento).

FIGURA II.6: INDICI DI COMPETITIVITÀ DI PREZZO (indici gennaio 2017=100, calcolato sui prezzi dei prodotti manufatti)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

FIGURA II.7: ESPORTAZIONI DI BENI DELL'ITALIA VERSO I PRINCIPALI PAESI EUROPEI (indici gennaio 2017=100, dati destagionalizzati)

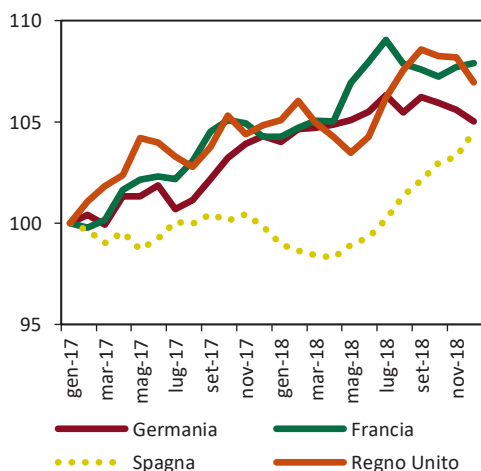
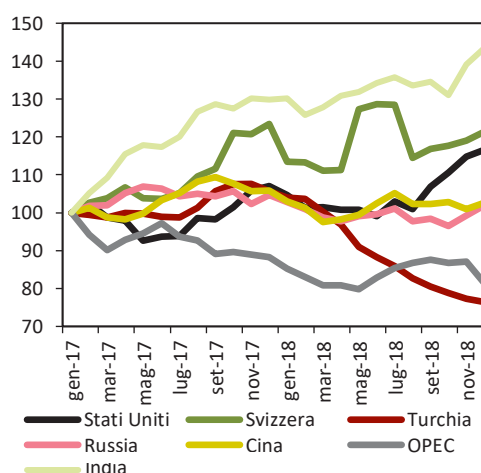


FIGURA II.8: ESPORTAZIONI DI BENI DELL'ITALIA VERSO I PRINCIPALI PAESI EXTRA-EUROPEI (indici gennaio 2017=100, dati destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni basate su dati ISTAT Coeweb.

Guardando alle performance settoriali, rispetto al 2017, le esportazioni crescono per tutti i comparti, sebbene il farmaceutico e i trasporti presentino una moderazione più evidente. Le vendite di prodotti farmaceutici si sono accresciute del 4,7 per cento (decelerando di oltre 10 punti percentuali), con un aumento più robusto nell'area extra-europea (per oltre il 7 per cento), pur con riduzioni consistenti verso gli Stati Uniti (-6,5 per cento), la Turchia (-9,9 per cento) e la Russia (-7 per cento). Nel mercato europeo, l'incremento delle vendite è prossimo

II. QUADRO MACROECONOMICO

al 3 per cento, ma si registrano variazioni negative tra l'8 e il 9 per cento verso il Belgio e il Regno Unito.

Per il settore dei mezzi di trasporto, dopo cinque anni consecutivi di espansione, le vendite si sono ridotte (-0,1 per cento dal 7,2 per cento del 2017), in larga parte per la contrazione del comparto dell'auto (5,5 per cento dal 11,5 per cento dell'anno precedente) soprattutto nei mercati non europei (-15,1 per cento); le riduzioni di maggior peso si hanno negli Stati Uniti (-1,0 per cento), in Turchia (-28,4 per cento) e in Cina (-60,3 per cento). All'interno dell'UE il settore è invece cresciuto quasi del 3 per cento. Tra gli altri settori, l'incremento è attorno al 3 per cento per le esportazioni di prodotti chimici, di macchinari e di apparecchi elettrici, sebbene il primo abbia decelerato in misura più che doppia (per oltre 6 punti percentuali) rispetto agli altri due comparti. Accelerano leggermente le esportazioni di computer (al 6,7 per cento) e, tra i settori tipici del Made in Italy, quelle del comparto tessile mostrano una maggiore tenuta (3,3 per cento) rispetto ai beni alimentari, bevande e tabacco (2,5 per cento).

Nel complesso, il saldo commerciale dell'Italia (pari a circa 39 miliardi dai 47,6 miliardi nel 2017) rimane tra i più elevati dell'Unione Europea dopo quelli della Germania, dei Paesi Bassi e dell'Irlanda¹³, pur toccando il valore più contenuto degli ultimi cinque anni. Il deficit della bilancia energetica sale a 42,6 miliardi, in aumento per oltre 10 miliardi rispetto all'anno precedente, per effetto delle maggiori importazioni e delle più elevate quotazioni dei beni energetici. I risultati in termini di saldo delle partite correnti rimangono positivi (2,8 per cento del PIL), restando sostanzialmente in linea con i due anni precedenti.

FOCUS

Performance delle esportazioni italiane: ostacoli e impatto degli shock esterni

Tra i diversi aspetti relativi alla performance delle esportazioni italiane, il recente Rapporto dell'ISTAT¹⁴ riporta i fattori che hanno maggiormente influenzato l'attività delle imprese esportatrici e la trasmissione degli shocks esterni sulla performance settoriale. Per il 43 per cento delle aziende è migliorato il volume di affari, grazie ai maggiori investimenti e all'aumento dell'occupazione anche di personale ad elevata qualifica; tuttavia sale al 22 per cento (+2pp) la quota di aziende che ne rileva una diminuzione. Le imprese dell'industria (circa un terzo) ritengono che la concorrenza di aziende straniere è stato l'elemento che più ha compresso il fatturato estero, mentre per il 12,4 e l'11,1 per cento ritiene poco rilevanti la pressione sui prezzi da parte di altre società italiane o gli ostacoli burocratici (incluse le barriere tariffarie).

In un'ottica settoriale, la concorrenza nazionale rappresenta un fattore negativo, in particolare per i prodotti da minerali non metalliferi e della pelletteria; rimane presente la pressione esercitata da competitor esteri in diversi comparti (prodotti petroliferi, del legno, lavorazione di minerali non metalliferi, metallurgia, prodotti in metallo e i macchinari). Circa il 40 e il 20 per cento delle imprese operanti nei settori degli autoveicoli e della metallurgia rivela di aver risentito della 'guerra dei dazi'.

Passando all'effetto degli shocks economici sull'andamento settoriale, l'esame delle interconnessioni su scala internazionale, attraverso la *Social Network Analysis*, può consentire di determinare in che misura il settore estero italiano assorbe i mutamenti del ciclo economico o dell'avanzamento tecnologico. Indagando le relazioni dei settori esportatori italiani con la Germania, gli Stati Uniti e la Cina, per l'anno 2014, si evidenzia che quattro settori dell'industria (macchinari, chimica, autoveicoli, metallurgia e prodotti in

¹³ Fonte: Eurostat, 15 febbraio 2018.

¹⁴ ISTAT, 'Rapporto sulla competitività dei settori produttivi', 25 Marzo 2019.

metallo) hanno legami molto intensi sia in uscita sia in entrata con questi tre paesi. Altri comparti (costruzioni, prodotti da minerali non metalliferi e servizi sanitari) appaiono rilevanti per le vendite all'estero in relazione al loro elevato grado di interconnessione con i mercati considerati; appare invece meno importante il terziario.

In sintesi, i settori più avanzati dell'industria e del terziario italiani hanno un peso maggiore nelle connessioni con l'estero rispetto a quelle domestiche e sono più rilevanti le connessioni con la Germania e gli Stati Uniti. Per le costruzioni e i servizi (market e alla persona) è preponderante il ruolo nei legami intersettoriali su base nazionale.

Guardando alle prospettive di breve termine, permangono i rischi al ribasso del contesto internazionale legati all'incertezza delle relazioni commerciali cino-statunitensi, la cui più recente evoluzione potrebbe condurre ad una composizione. Rimane tuttavia aperto il confronto tra Stati Uniti ed UE, soprattutto sul settore degli autoveicoli che ben rappresenta i reciproci legami commerciali e all'interno del quale l'Italia costituisce il terzo paese esportatore per un valore di 4,6 miliardi di dollari nel 2018, dopo la Germania ed il Regno Unito¹⁵. Ulteriori opportunità potrebbero aprirsi con le recenti iniziative di confronto con la Cina, nella linea dei round negoziali già intrapresi dall'UE¹⁶.

Andamento del credito

Nel corso del 2018 è proseguita la dinamica positiva dei prestiti al settore privato e le rilevazioni più recenti confermano l'espansione del credito anche all'inizio del 2019. I dati preliminari per il mese di gennaio, diffusi dalla Banca d'Italia, mostrano infatti un'offerta complessiva in aumento dell'1 per cento su base tendenziale, sospinta dalla prosecuzione della crescita del credito concesso alle famiglie (2,6 per cento a/a). Per le società non finanziarie tuttavia si è verificata una contrazione dei prestiti (-0,7 per cento su base annua) che ha interrotto la serie di incrementi iniziata a fine 2017.

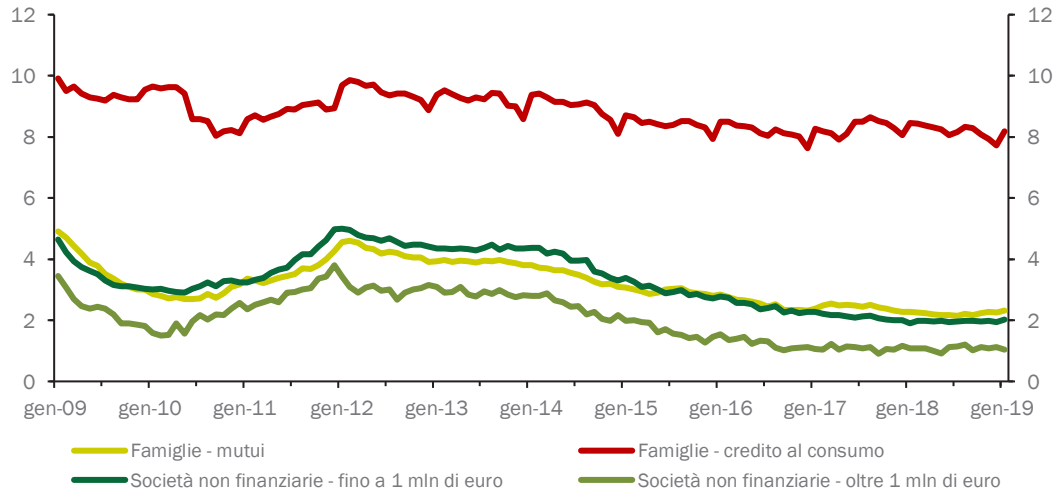
I tassi d'interesse continuano a rimanere su livelli contenuti e stabili. A inizio 2019, il tasso armonizzato applicato alle famiglie per nuove concessioni legate all'acquisto di abitazioni è pari al 2,3 per cento, mentre quello applicato al credito al consumo è pari all'8,2 per cento. Per quanto riguarda i nuovi prestiti alle imprese, il tasso medio relativo alle concessioni al di sotto della soglia del milione di euro è di poco superiore al 2 per cento, mentre al di sopra di tale soglia il tasso è pari all'1,04 per cento.

¹⁵ Fonte: ACEA (European Automobile Manufacturers Association), 'EU-US automobile trade: Facts And Figures', 18 Marzo 2019.

¹⁶ Fonte: European Commission, 'Report of the 20th round of negotiations for the EU-China Investment Agreement', 1 Marzo 2019 (http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2019/march/tradoc_157772.pdf).

II. QUADRO MACROECONOMICO

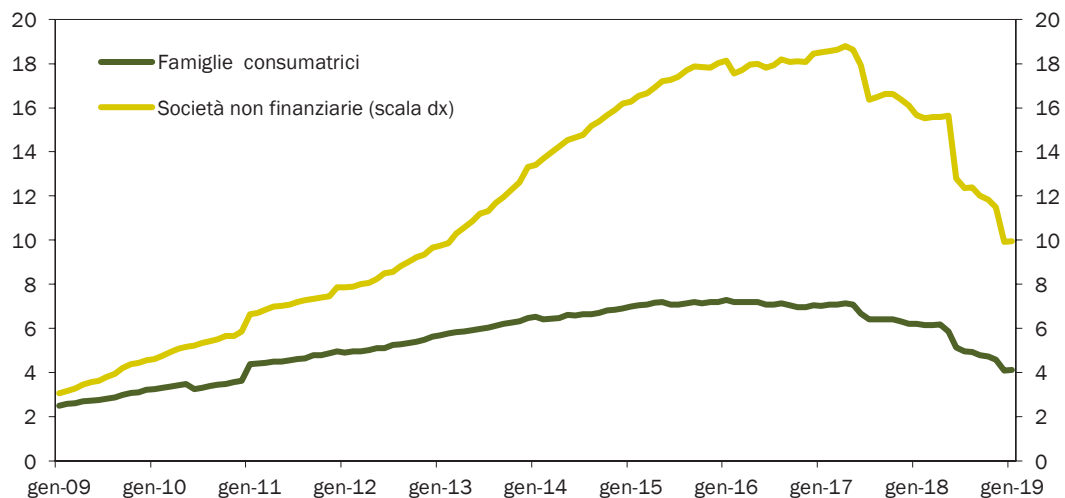
FIGURA II.9: TASSI D'INTERESSE ALLE IMPRESE NON FINANZIARIE E ALLE FAMIGLIE (in %)



Note: I dati fanno riferimento ai tassi armonizzati applicati alle nuove concessioni in euro.
 Fonte: Banca d'Italia.

La qualità del credito continua a migliorare e si è ulteriormente ridotta l'incidenza dei prestiti deteriorati. Si mantiene infatti sostenuta la contrazione delle sofferenze, che in gennaio segnano una riduzione di oltre 32 punti percentuali su base tendenziale. In particolare, nel corso dell'ultimo anno le esposizioni deteriorate nei confronti delle società non finanziarie si sono ridotte poco sotto il 10 per cento del totale dei prestiti, (ritornando sui valori di fine 2013), mentre le sofferenze delle famiglie corrispondono a circa il 4 per cento dei prestiti, quota paragonabile a quella del 2011.

FIGURA II.10: SOFFERENZE VERSO RESIDENTI (in percentuale dei prestiti totali)



Fonte: Banca d'Italia.

La più recente indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), pubblicata in gennaio, rileva un lieve irrigidimento nei criteri di offerta dei

prestiti alle famiglie e alle imprese italiane. Per il primo trimestre dell'anno le attese degli intermediari suggeriscono politiche di offerta del credito sostanzialmente invariate. La domanda di prestiti da parte delle imprese ha registrato un incremento, al quale hanno contribuito soprattutto il basso livello dei tassi di interesse e la spesa connessa con scorte e capitale circolante. Allo stesso modo la domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni da parte delle famiglie è in lieve aumento favorita dai tassi di interesse contenuti e dai prezzi delle abitazioni ancora bassi.

Prospettive per l'economia italiana

Scenario a legislazione vigente

Le informazioni più recenti di natura quantitativa e qualitativa confermano la prosecuzione di una fase ciclica debole per l'economia italiana ma in lieve miglioramento rispetto alla seconda metà del 2018. Gli indicatori disponibili confermano un quadro più fosco per il settore manifatturiero e più favorevole e resiliente per il settore dei servizi.

Le indagini sul clima di fiducia delle imprese manifatturiere mostrano una riduzione rispetto alla media del quarto trimestre. Nel primo trimestre sono anche aumentate le scorte di prodotti finiti. Il PMI manifatturiero resta sotto la soglia di espansione da sei mesi. La produzione industriale a gennaio è aumentata oltre le attese (1,7 per cento m/m) dopo il calo registrato in dicembre; a livello settoriale si registra un forte aumento congiunturale nel comparto dell'energia e dei beni di consumo non durevoli. Tenuto conto delle informazioni più recenti si stima un andamento piatto della produzione industriale nel primo trimestre.

Riguardo il settore delle costruzioni, le ultime indicazioni sulla produzione mostrano deboli incrementi congiunturali. Indicazioni positive provengono dal settore residenziale ancora favorito dai tassi sulle nuove erogazioni di prestiti per l'acquisto di abitazioni; inoltre la fiducia è aumentata sensibilmente alla fine del 1T19, avvicinandosi ai massimi storici.

Passando al settore dei servizi, le stime più recenti prefigurano una modesta ripresa nel 1T19 dopo il lieve aumento registrato nel 4T18: gli indicatori congiunturali disponibili indicano un graduale aumento della fiducia; il PMI a febbraio è tornato al di sopra della soglia di espansione, a 50,4, e a marzo è salito ulteriormente a 53,1, confermando le indicazioni dell'indagine Istat.

Le indagini congiunturali sulla fiducia dei consumatori mostrano un progressivo calo dalla seconda metà del 2018 e hanno raggiunto in marzo 2019 il livello più basso dall'agosto 2017. I consumatori nella prima parte dell'anno beneficeranno di un maggiore potere d'acquisto grazie ad un livello dei prezzi al consumo ancora prossimo all'1 per cento (1,1 per cento a marzo); l'inflazione di fondo è invece ferma allo 0,5 per cento.

Riguardo la domanda estera, le indicazioni disponibili mostrano nel complesso una modesta crescita grazie alla tenuta del commercio estero extra-UE registrata su base annua. Segnali incoraggianti provengono dalle attese del fatturato dell'export in miglioramento nel primo trimestre 2019.

II. QUADRO MACROECONOMICO

La crescita per il 2019 è rivista al ribasso 0,1 per cento in termini reali dall'1,0 per cento stimato lo scorso dicembre (si veda il riquadro 'Gli errori di previsione sul 2018 e la revisione delle stime per il 2019 e gli anni seguenti'). Nel 2020, 2021 e 2022, si stima che il tasso di crescita reale progredisca gradualmente e il PIL cresca dello 0,6 per cento nel 2020, dello 0,7 per cento nel 2021 e dello 0,9 per cento nel 2022. Nell'insieme, le previsioni per il 2019 e 2020 non si discostano sostanzialmente dalla media rilevata da Consensus Forecasts.

FOCUS

Gli errori di previsione sul 2018 e la revisione delle stime per il 2019 e gli anni seguenti¹⁷

Questo approfondimento ha lo scopo di analizzare la revisione delle previsioni di crescita rispetto a quelle formulate nell'Aggiornamento del Quadro Macroeconomico e di Finanza Pubblica pubblicato lo scorso dicembre.

In primo luogo si analizzano gli scostamenti tra i valori previsti per il 2018 e i dati di consuntivo pubblicati dall'ISTAT in marzo. Tali scostamenti sono visibili nella Tavola R1 (colonna c, errore di previsione). Ai fini dell'analisi si ricorda che le precedenti previsioni per il 2018 erano formulate a dicembre e includevano i risultati del terzo trimestre e che i dati ISTAT pubblicati a marzo includono anche le revisioni intervenute successivamente; il differenziale riportato nella colonna c è attribuibile quindi sia all'errore di previsione quarto trimestre dell'anno che alla revisione dei trimestri precedenti.

TAVOLA R1: PRINCIPALI VARIABILI DEL QUADRO MACROECONOMICO (dati destagionalizzati)

	2018			2019					
	Previsioni e risultati			Fattori motivanti della revisione delle stime di crescita (differenze dei tassi di crescita)		Previsione		Delta previsione e altri fattori	
	Agg. Dicembre 2018	Consuntivo	Errore di previsione	Delta effetto trascinamento	Delta scenario internazionale	Agg. Dicembre 2018	DEF 2019	DEF - agg. dic. 18	Altri fattori
	a	b	c = b-a	d	e	f	g	h = g-f	i = h-d-e
PIL	0,9	0,8	-0,2	-0,2	-0,2	1,0	0,1	-0,81	-0,4
Importazioni di beni e servizi	1,9	1,8	-0,1	-0,3	-0,4	2,3	2,3	0,0	0,7
Spesa per consumi delle famiglie	0,6	0,6	0,0	0,0	0,0	0,8	0,6	-0,2	-0,2
Investimenti fissi lordi	4,0	3,2	-0,8	-0,4	0,1	2,5	0,7	-1,9	-1,5
Esportazioni di beni e servizi	0,9	1,4	0,5	0,4	-1,0	2,4	2,1	-0,3	0,4
Deflatore PIL	1,1	0,8	-0,3	-0,2	0,0	1,4	0,9	-0,4	-0,2
Deflatore consumi	1,1	1,1	0,0	0,0	0,2	1,4	1,0	-0,4	-0,6

Con riferimento al PIL si può constatare che le previsioni sono risultate lievemente superiori ai dati di consuntivo ISTAT principalmente per effetto della performance del 4T18, peggiore delle attese. Come si evince dall'analisi delle componenti della domanda aggregata, che mostrano un dato di consuntivo degli investimenti peggiore delle attese, l'economia italiana è stata particolarmente penalizzata dal rallentamento del settore manifatturiero a livello

¹⁷ In questo riquadro si fa riferimento ai dati dei conti economici trimestrali pubblicati il 5 marzo 2019 che risultano corretti per i giorni lavorativi. Il dato annuale grezzo, cioè non corretto per le giornate di lavoro, della crescita del PIL 2018 risulta pari allo 0,9 per cento poiché vi sono state 3 giornate lavorative in più. Nel 2019 i giorni lavorativi sono gli stessi del 2018.

globale e in particolare di quello tedesco. La produzione di beni di investimento in Italia è molto legata alla domanda mondiale e alle filiere in cui entra la Germania.

Per il 2019 è possibile formulare delle indicazioni sullo scenario tendenziale del DEF tenendo conto non solo dell'aggiornamento dei dati ma anche delle nuove ipotesi sullo scenario macroeconomico internazionale.

La **colonna d** "Delta Effetto trascinamento" indica la differenza dell'effetto statistico di trascinamento del 2018 sul 2019 tra il valore stimato nell'ultimo aggiornamento ufficiale e il valore di consuntivo; in sostanza, tale valore mostra di quanto si modificherebbe la previsione annuale del 2019 per effetto dell'aggiornamento dei dati del 2018 a parità di precedenti ipotesi di crescita in ciascun trimestre del 2019. Per il PIL la variazione dell'effetto di trascinamento è negativa e pari a -0,2 punti percentuali. Sull'effetto trascinamento pesa il risultato inferiore alle attese del 4T18 (-0,1 per cento t/t). Risulta lievemente negativo anche il trascinamento sul tasso di crescita del deflatore del PIL con ripercussioni sulla stima del PIL nominale.

La revisione del quadro internazionale rispetto a dicembre viene esplicitata nella **colonna e** ("delta scenario internazionale") che ne mostra l'impatto sulle principali variabili stimato con il modello econometrico del Dipartimento del Tesoro. L'effetto del nuovo quadro internazionale è anch'esso negativo e risente della sensibile revisione al ribasso della domanda mondiale pesata per l'Italia.

In sintesi, l'effetto congiunto delle due variazioni spiega metà della revisione al ribasso del PIL come si evince dalla **colonna i** (c.d. altri fattori) che mostra la differenza tra l'effettiva revisione delle previsioni (colonna h = DEF-DBP) e l'ammontare di revisione suggerito dall'analisi dei dati. L'altra metà della revisione è legata a una dinamica prevista del PIL nel primo semestre 2019 ancora modesta, spiegata da un accresciuto livello di incertezza e dal rallentamento del manifatturiero europeo, in particolare di quello tedesco, ancora non pienamente colto dalle variabili esogene internazionali.

La tavola R2 offre una sintesi degli impatti sulla crescita del PIL dell'evoluzione del contesto internazionale ponendolo a confronto con quanto ipotizzato nella Nota di aggiornamento di Dicembre 2018.

La dinamica della domanda estera pesata per l'Italia nell'ultimo trimestre del 2018 è risultata più debole rispetto a quanto si era prospettato a dicembre e le stime per il 2019 sono state riviste al ribasso dal 3,9 per cento al 2,3 per cento. Conseguentemente l'impatto negativo della domanda mondiale sulle esportazioni italiane e di conseguenza sul PIL, risulta maggiormente pronunciato nel 2019 con una riduzione della crescita dello 0,3 per cento nel 2019 e dello 0,1 per cento nel 2020. Nel 2021 si stima, invece, un decimo di punto di maggiore crescita.

Gli ultimi mesi del 2018 sono stati caratterizzati da una brusca caduta delle quotazioni del greggio terminata a dicembre, mentre nei primi mesi del 2019 si è assistito ad una risalita dei prezzi. La proiezione attuale basata sui contratti futures prevede una modesta riduzione del prezzo del petrolio fino al 2022. Rispetto a quanto prospettato a dicembre si ha invece un livello dei prezzi leggermente più alto su tutto l'orizzonte di previsione, soprattutto nel 2019 e 2020. Da ciò deriverebbe un impatto negativo di un decimo di punto per il PIL nel 2020.

Sul fronte dei tassi di cambio, nel 2018 si è osservato un deprezzamento dell'euro rispetto al dollaro, che sembra protrarsi anche nei primi mesi del 2019. Per la proiezione delle valute è stata adottata un'ipotesi tecnica che implica che il tasso di cambio resti invariato nel tempo e risulti pari alla media degli ultimi 10 giorni lavorativi. L'aggiornamento del tasso di cambio nominale effettivo rispetto a dicembre vede un maggiore deprezzamento dell'euro rispetto alle altre valute dello 0,6 per cento nel 2019. L'impatto macroeconomico risulta positivo di un decimo di punto percentuale sulla crescita del PIL nel 2019 e nel 2020.

Il profilo dei tassi d'interesse sui titoli di Stato risulta maggiormente accomodante per l'economia nel triennio 2019-2021. Inoltre si prospetta una riduzione del differenziale tra il BTP e il BUND decennale e un miglioramento delle condizioni del credito. Secondo le stime