



CONFINDUSTRIA
CENTRO STUDI

LE SFIDE DEI NUOVI MERCATI, TRA INNOVAZIONI E PAESI EMERGENTI

ROMA, 17 DICEMBRE 2009

Sala Andrea Pininfarina • Confindustria

1 LE PREVISIONI

1.1 L'economia italiana

Avviata la lenta ripresa

Il CSC stima una diminuzione del PIL italiano del 4,7% nel 2009 e un ritorno alla crescita nel 2010: +1,1% (Tabella 1.1). È un parziale recupero della forte caduta dei livelli produttivi registrata nella recessione: -6,5% cumulato dal primo trimestre del 2008 al secondo del 2009. La ripresa si rafforza nel 2011: +1,3%. Ciò riporterà il PIL al livello del 2005.

Il recupero sarà graduale. Dopo il modesto miglioramento osservato nel terzo trimestre 2009 (+0,6% congiunturale), che ha compensato in minima parte la flessione nei cinque precedenti, il CSC prevede una crescita del PIL anche nel quarto 2009 e un consolidamento nei successivi periodi, con una variazione media di poco superiore allo 0,3% trimestrale nel prossimo biennio (Grafico 1.1).

Se la recessione è ormai alle spalle e i segnali di ripresa si sono rivelati sempre più netti e diffusi nelle principali economie mondiali, le conseguenze della crisi continueranno a condizionare l'evoluzione dei prossimi mesi. Determinando una crescita che, nella maggior parte dei paesi industriali, rimarrà a velocità modesta, lasciando a lungo i livelli di domanda e attività molto distanti dai valori pre-crisi (si veda paragrafo 2.1).

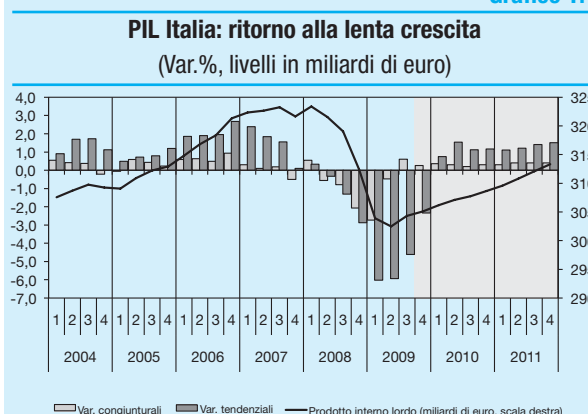
Tabella 1.1

Le previsioni del CSC per l'Italia (Var. %)				
	2008	2009	2010	2011
Prodotto interno lordo	-1,0	-4,7	1,1	1,3
Consumi delle famiglie residenti	-0,9	-1,7	0,8	1,3
Investimenti fissi lordi	-3,0	-12,6	1,4	2,7
Esportazioni di beni e servizi	-3,7	-19,0	4,0	4,2
Importazioni di beni e servizi	-4,5	-14,7	3,8	4,5
Saldo commerciale ¹	0,0	0,5	0,4	0,4
Occupazione totale (ULA)	-0,1	-2,5	-1,4	0,5
Tasso di disoccupazione ²	6,7	7,6	8,7	9,0
Prezzi al consumo	3,3	0,8	1,4	2,0
Retribuzioni totale economia ³	3,3	1,7	2,2	2,4
Saldo primario della P. A. ⁴	2,4	-0,5	-0,3	0,0
Indebitamento della P. A. ⁴	2,7	5,4	5,3	5,0
Debito della P. A. ⁴	105,8	114,9	117,2	118,2

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

⁴ valori in percentuale del PIL.

Grafico 1.1



La parte ombreggiata indica il periodo di previsione.

Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT.

Italia al traino della domanda mondiale

L'intensità e la tenuta immediata della crescita dell'Italia sarà appesa alla forza e alla diffusione della ripresa internazionale. La domanda globale è già in forte recupero grazie all'espansione in Asia e in altri paesi emergenti e all'inusitato sostegno dato dalle politiche economiche.

L'indicatore anticipatore OCSE, che precorre la svolta del ciclo di circa sei mesi, conferma la ripresa generalizzata e segnala ulteriori miglioramenti nei prossimi trimestri nell'Eurozona, soprattutto in Italia e Francia.

I progressi riguardano in particolare il manifatturiero che, secondo le indicazioni PMI, in novembre ha proseguito il recupero nell'Eurozona e negli Stati Uniti. Il PMI globale ha segnato in novembre un aumento dell'attività per il quarto mese consecutivo.

In Italia il CSC stima un incremento della produzione industriale in novembre (+1,6%), dopo il progresso di ottobre (+0,5%). Le favorevoli tendenze della domanda (soprattutto estera) nel giudizio degli imprenditori e le valutazioni sugli ordini segnalate da ISAE e PMI anticipano ulteriori recuperi di attività anche a inizio 2010 (Grafico 1.2).

Rischi futuri

A medio termine permangono rischi di debolezza, legati soprattutto all'esaurirsi degli effetti delle politiche economiche e alla fragilità delle principali componenti della domanda finale (si veda pag. 64). Le difficoltà di accesso al credito rappresentano il principale ostacolo al rilancio dell'attività delle imprese, i cui investimenti sono comunque limitati dagli ampi spazi di capacità inutilizzata. La robusta espansione nei paesi emergenti è la principale assicurazione contro tali rischi.

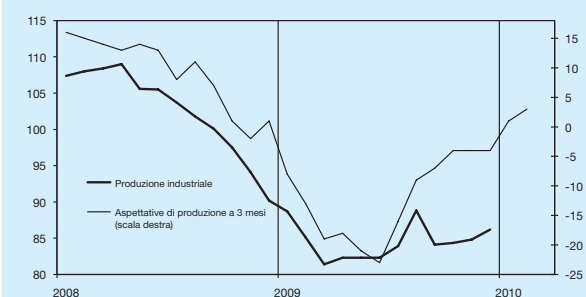
Domanda interna in recupero

In Italia i progressi della fiducia di imprese e consumatori hanno rimesso in moto la domanda interna, così come il suo peggioramento (dovuto all'incertezza su durata e profondità della recessione) aveva indotto le imprese a rinviare i progetti di investimento e le famiglie a una maggiore propensione al risparmio e a una gestione della ricchezza finanziaria molto più prudente.

Dopo due anni di contrazione (-0,9% nel 2008 e -1,7% nel 2009), come mai era accaduto nel dopoguerra, i consumi torneranno ad aumentare nel 2010 (+0,8%), grazie alla buona dina-

Grafico 1.2

Nelle attese recuperi di attività industriale
(Indice di produzione e saldi delle risposte;
dati destagionalizzati)



Le attese di produzione sono spostate avanti di tre mesi.

Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT e ISAE.

mica delle retribuzioni reali (+0,8%) e al miglioramento dei bilanci familiari per i tassi di interesse bancari ancora bassi e l'inflazione che si manterrà contenuta. Agirà da freno, invece, l'ulteriore arretramento occupazionale (-1,4%). I consumi accelereranno nel 2011 (+1,3%) spinti da un incremento del reddito disponibile più deciso.

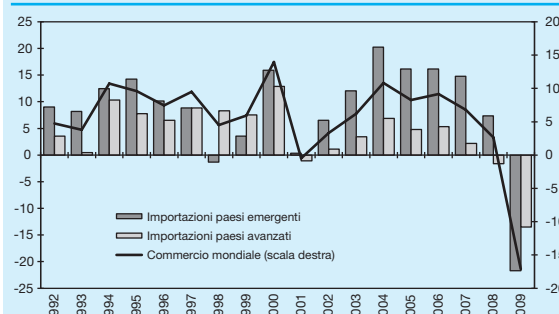
Analogo il profilo degli investimenti che, nelle previsioni del CSC, rimangono una debole componente della domanda. Nel 2009 in calo del 12,6% (-3,0% già nel 2008), saliranno molto lentamente nel 2010 (+1,4%) e nel 2011 (+2,7%), quando si sarà radicato il rilancio della domanda e saranno più elevati l'utilizzo della capacità produttiva e la redditività. Un sostegno verrà dalla piena efficacia degli incentivi disposti dalla "Tremonti ter", che riduce la base imponibile IRES di un ammontare pari al 50% della spesa in macchinari e attrezzature¹ effettuata fino alla metà del 2010. La fragilità del mercato immobiliare produrrà un altro calo degli investimenti in costruzioni nel 2010 (-0,5%), che solo nel 2011 ripartiranno (+1,6%).

Il lento risveglio dell'export italiano

Nel 2009 l'avvicinamento del commercio mondiale (-14,0% stima il CSC; Grafico 1.3) è risultato amplificato nelle esportazioni italiane: -19,0%. Nel 2010 la marcata ripresa degli scambi mondiali (+9,5%), anche se non tale da recuperare i livelli persi nel crollo, trainerà in misura demoltiplicata le esportazioni italiane: +4,0%. Questo gap, difficile da colmare, dipende sia dal modello di specializzazione (si veda pag. 80) sia dall'orientamento geografico delle vendite all'estero. Gli acquisti di macchinari e beni di consumo di qualità in cui l'Italia è versata sono tra gli ultimi a ripartire nella ripresa (e tra i primi a patire della congiuntura avversa). Inoltre l'Italia non si è ancora affermata nei paesi più dinamici quali la Cina o l'India, sul cui import ha una quota di poco superiore all'1%. Là dove la presenza italiana è più robusta, come in Russia (5,3% dell'import), la ripresa comincerà successivamente.

Grafico 1.3

Gli emergenti guidano il commercio mondiale (Contributi alla crescita, var. %)



Commercio mondiale: var.% annua dei primi 9 mesi del 2009

Fonte: elaborazioni CSC su dati CPB.

¹ La "Tremonti ter" ha circoscritto il perimetro dell'aiuto ai produttori dei beni compresi nella divisione 28 della tabella Ateco 2007. Questa divisione copre la gran parte dei macchinari utilizzati dalle imprese manifatturiere. Restano esclusi, oltre al comparto degli immobili strumentali, il settore automobilistico (già oggetto di incentivi) e dei mezzi di trasporto, il settore dell'elettronica, compreso l'elettromedicale, quello delle apparecchiature elettriche e quello dei mobili d'arredo. Si tratta di beni spesso impiegati quali beni di consumo durevole (auto, pc, telefonini, mobili). Ma rientrano in questi gruppi anche elementi utilizzabili esclusivamente come beni strumentali delle imprese (motori elettrici, strumenti ottici di precisione, ecc.).

Il contributo delle esportazioni nette all'aumento del PIL italiano quest'anno sarà decisamente negativo (-1,2%), a causa della flessione delle esportazioni superiore di 4,3 punti percentuali a quella delle importazioni. Nel 2010 l'import aumenterà a un ritmo (+3,8%) leggermente inferiore a quello dell'export, azzerando il contributo dell'export netto, che diventerà nuovamente leggermente negativo nel 2011 (-0,1%) perché le importazioni torneranno a salire più delle esportazioni. A prezzi correnti, il saldo della bilancia commerciale è rimasto attivo nel 2009: +0,5% del PIL. Grazie al sensibile guadagno nelle ragioni di scambio (5,6 punti percentuali il divario tra i deflatori di export e import) generato dal minor costo degli input importati. Nel 2010 questo beneficio non solo si esaurirà ma diverrà negativo (-0,5%) riducendo l'attivo commerciale allo 0,4% del PIL (stesso livello nel 2011).

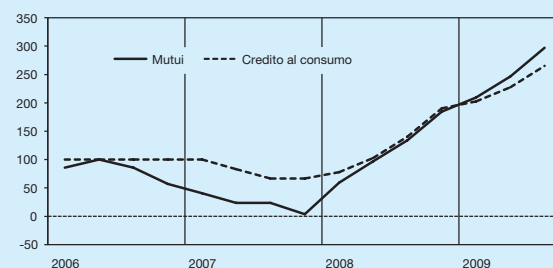
Cruciale la stretta sul credito

Lo scenario CSC sconta un graduale allentamento della stretta creditizia alle imprese in Italia ed Eurolandia, che comunque resta il più deciso freno alla ripresa. In Italia la variazione annua dei prestiti alle imprese è ormai ampiamente negativa (-1,6% in ottobre, era +10,8% nel settembre 2008). Le indagini presso le banche indicano che l'irrigidimento dei criteri di erogazione è in atto dal terzo trimestre 2007, con maggiori richieste di garanzie e minore disponibilità di fondi e allargamento degli *spread*. Questi ultimi rimangono molto alti: in ottobre 1,6 punti percentuali rispetto all'Euribor a tre mesi, 2,4 punti per le aziende piccole e medie (prestiti fino a 1 milione di euro). Le imprese non hanno potuto giovare dell'intero taglio dei tassi ufficiali, sebbene non sia stata piccola la discesa del costo del denaro (2,3% in media in ottobre, 5,8% nell'ottobre 2008). Difficilmente gli *spread* scenderanno ai livelli pre-crisi.

Il credito concesso alle famiglie italiane è invece complessivamente in aumento, anche se a ritmi rallentati. L'erogazione di mutui è ripartita, grazie ai tassi molto bassi: +5,6% annuo a ottobre (era però +11,2% nell'ottobre 2007). Il credito al consumo invece è quasi fermo: +0,2% in ottobre (dal +16,0% a inizio 2006). Nel complesso i prestiti alle famiglie crescono del 4,4% annuo in ottobre, dal +9,5% nell'ottobre 2007. Il sostegno offerto ai consumi permane quindi piuttosto debole. Come per il credito alle imprese, le banche hanno operato una forte stretta degli standard di credito (Grafico 1.4). Che sono stati irrigiditi con intensità crescente nel terzo trimestre 2009, anche perché la restrizione alle famiglie è partita più tardi (inizio 2008) ed è finora stata meno drastica di quella alle imprese. Le indagini

Grafico 1.4

Per le famiglie *credit standard* più stretti
(Italia, indice cumulato, 4°trim. 2005=100, calcolato sulla % netta delle risposte delle banche*)



* Il campo di variazione dell'indicatore originario è tra -100 e 100. Un valore positivo indica irrigidimento negli ultimi tre mesi.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia (indagine sul credito bancario).

presso le banche mostrano anche che, sia per i mutui sia per il credito al consumo, la domanda è in miglioramento ed è diminuita solo marginalmente nel terzo trimestre 2009. Quella di mutui in particolare è stimolata da tassi ai minimi.

**La domanda di lavoro
sale solo dal 2011**

Il mercato del lavoro avverte sempre con ritardo le svolte del ciclo economico, sia in negativo sia in positivo. Durante la recessione, la diminuzione delle unità di lavoro a tempo pieno (ULA) è stata molto più contenuta del calo del PIL: -2,7% verso -6,5%, rispettivamente, dal primo trimestre del 2008 al secondo del 2009 (dati destagionalizzati). Ciò si è tradotto in una marcata diminuzione della produttività (-3,8%) che, a fronte della tenuta dei salari reali (+0,5%), ha fortemente compresso i margini di profitto delle imprese. Questo squilibrio non è sostenibile nel lungo periodo. Nel secondo trimestre del 2009 le imprese hanno iniziato a ridurre l'input di lavoro a un ritmo più elevato del calo di attività (-0,7% contro -0,5% sul primo trimestre). Hanno continuato l'aggiustamento della produttività anche nel terzo: -0,8% le ULA contro il +0,6% del PIL. In uno scenario dove i livelli di attività rimarranno a lungo al di sotto di quelli pre-crisi, i necessari recuperi di produttività causeranno una diminuzione della domanda di lavoro anche durante le prime fasi della ripresa.

Assumendo che la produttività torni su valori vicini a quelli pre-crisi entro la fine del 2010, il CSC stima che l'input di lavoro continui a diminuire, seppure a ritmo più contenuto, nel primo semestre dell'anno prossimo e si stabilizzi nel secondo, registrando una flessione dell'1,4% in media d'anno. Il 2010 si chiuderà con 1,1 milioni di ULA in meno rispetto al primo trimestre del 2008². La domanda di lavoro ricomincerà a crescere nel 2011 e si rafforzerà progressivamente nel corso dell'anno (in media registrerà un +0,5%).

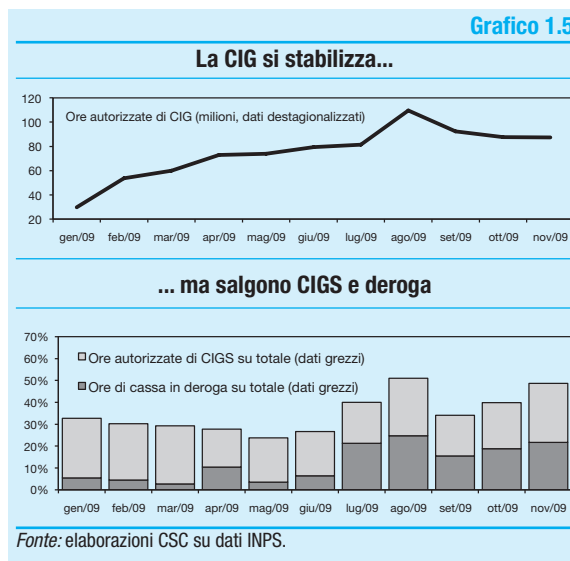
**Alto il ricorso alla CIG
per tutto il 2010**

Il confronto tra l'andamento delle persone occupate (dati dell'indagine sulle forze di lavoro) e delle ULA (dati di Contabilità nazionale) rivela che dal primo trimestre del 2008 al terzo del 2009 la contrazione delle prime è stata meno della metà di quella della seconde: 337mila unità verso 855mila (dati destagionalizzati). Il divario è in larga parte spiegato dal massiccio ricorso alla Cassa Integrazione Guadagni (CIG): nello stesso periodo, l'equivalente forza lavoro delle ore erogate di CIG è infatti cresciuto di ben 335mila unità (da 85mila a 420mila)³. Dato il profilo atteso per la domanda di lavoro, per prevedere l'andamento dell'occupazione occorre fare alcune ipotesi sul ricorso alla CIG.

² Rispetto alle previsioni in Scenari Economici di settembre 2009, la stima è stata rivista verso il basso di 100mila unità circa alla luce della ripresa del PIL nella seconda metà dell'anno e della continua espansione della CIG tra luglio e settembre sostenuta dall'esplosione degli interventi in deroga.

³ La trasformazione della CIG in forza lavoro viene effettuata usando sempre le ore erogate, non quelle autorizzate. Le ore complessivamente autorizzate di CIG (Ordinaria, Straordinaria e in deroga) sono state pari a 283,2 milioni nel terzo trimestre del 2009 (dati destagionalizzati). Assumendo che solo il 63,7% di queste siano state erogate (stima INPS), si ottiene un equivalente forza lavoro del ricorso alla CIG pari a 420mila ULA (con un'ULA equivalente a 432 ore di lavoro al trimestre). Nel primo trimestre del 2008 le ore autorizzate di CIG sono state pari a 45,8 milioni e il tasso di tiraggio stimato dall'INPS è del 79,5%.

L'andamento mensile delle ore autorizzate di CIG sembra segnalare che il ricorso a questo strumento si stia stabilizzando (Grafico 1.5). Infatti, dopo essere stato del 30% medio nel primo trimestre (sempre al netto dei fattori stagionali; con +82% a febbraio), il ritmo di crescita mensile del numero di ore di CIG complessivamente autorizzate si è ridotto di due terzi nel secondo trimestre (+10,5% medio), per poi ulteriormente dimezzarsi nel terzo (+5,3%). I dati di ottobre e novembre confermano che il ricorso alla CIG ha raggiunto un tetto: il tasso di crescita medio mensile tra luglio e ottobre è stato del 2,6%, in linea con l'incremento registrato in luglio (+2,4%). A novembre le ore di CIG complessivamente autorizzate sono rimaste sostanzialmente invariate.



Se l'ammontare delle ore di CIG rimarrà invariato, muterà invece nei prossimi mesi la loro composizione: più integrazioni straordinarie e in deroga e meno ordinarie. Un cambiamento che è già iniziato dall'estate, quando in particolare il peso della deroga è balzato al 23% in luglio-agosto dal 5% medio dei primi sei mesi del 2009. Dati gli ampi stanziamenti per gli interventi in deroga e le procedure facilitate per l'accesso a quelli straordinari⁴, il CSC prevede che il ricorso alla CIG rimarrà alto per tutto il 2010 (per un equivalente forza lavoro di circa 300mila unità in media d'anno, contro le 340 della media del 2009) e scenderà significativamente solo nel 2011 (128mila unità nel quarto trimestre, 168mila in media d'anno).

Assumendo che la CIG abbia raggiunto il picco nel terzo trimestre del 2009, le diminuzioni di ULA dal quarto in avanti dovrebbero tradursi in altrettanti posti di lavoro persi. In particolare, al netto degli effetti statistici derivanti dalle regolarizzazioni degli immigrati, se il part-time rimanesse costante e tutto il calo atteso delle unità di lavoro in CIG corrispondesse a lavoratori riassorbiti, il numero di persone occupate calerebbe di 580mila unità tra il primo trimestre del 2008 e il quarto trimestre del 2010⁵.

⁴ In considerazione della situazione di crisi per gli anni 2009, 2010 e 2011, l'accesso alla CIGS per crisi aziendale conseguente a evento improvviso e imprevisto potrà essere concesso con riferimento alla crisi internazionale anche in assenza del piano di risanamento (Decreto ministeriale 29 giugno 2009, n. 46863).

⁵ Nel dettaglio, 128mila persi nel corso del 2008 (contro 296mila ULA), 342mila nel 2009 (contro 692mila ULA) e altri 108mila nel 2010 (pari alle ULA perse, dato che si assume implicitamente l'equivalenza tra ULA e posti di lavoro persi tra il terzo trimestre del 2009 e il quarto del 2010).

È però alto il rischio che la caduta dell'occupazione sia maggiore e che si protragga anche nel 2011. Ciò dipenderà in modo cruciale dal processo di riassorbimento dei cassintegrati. I posti di lavoro persi tra il 2008 e il 2010 salirebbero a 630mila, a cui se ne aggiungerebbero 35mila nel 2011, nel caso in cui il 70% (invece che il 100%) del calo delle unità di lavoro in CIG si traducesse in lavoratori riassorbiti⁶. Se tale quota fosse solo del 40%, i posti persi salirebbero a 700mila nel 2008-2010 con altri 70mila nel 2011.

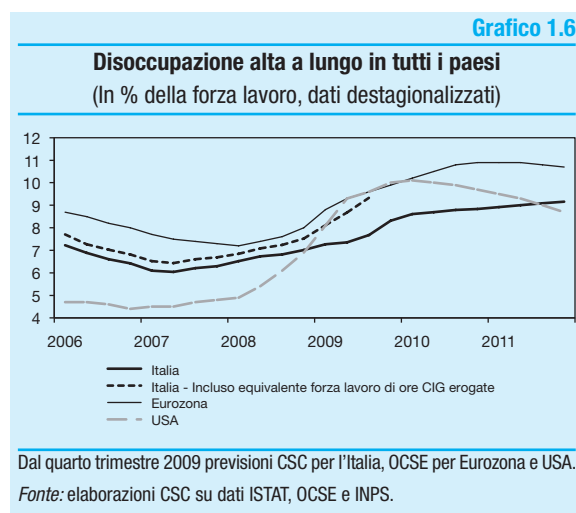
Prendendo a riferimento lo scenario intermedio (70% delle unità di lavoro in CIG riassorbite) e assumendo una lieve flessione della forza lavoro nel 2009 (-0,3%) e nel 2010 (-0,1%), compatibile con l'operare di un effetto scoraggiamento, il tasso di disoccupazione salirà dal 6,5% a inizio 2008 all'8,3% a fine 2009, raggiungendo l'8,8% a fine 2010 e il 9,1% a fine 2011.

Si protrae ovunque la crisi del mercato del lavoro

Il perdurare del deterioramento del mercato del lavoro non è un fenomeno solo italiano. L'evoluzione del tasso di disoccupazione nel nostro Paese (osservata finora e attesa) è in linea nei livelli e nella dinamica a quella degli altri paesi industrializzati (Grafico 1.6). La disoccupazione ha raggiunto il 10,2% della forza lavoro negli Stati Uniti e il 9,8% nell'area euro a ottobre 2009, quando in Italia l'8% ufficiale comunicato dall'ISTAT va corretto al 9,5% tenendo conto dell'equivalente forza lavoro delle ore erogate di CIG. Secondo stime OCSE, nell'area euro la disoccupazione sfiorerà l'11% nel 2010 e non diminuirà nel 2011, mentre negli Stati Uniti scenderà progressivamente verso il 9% ma non al di sotto di questa soglia prima della fine del 2011.

Si stabilizzano le retribuzioni

Dopo essersi raffreddata bruscamente a cavallo tra il 2008 e il 2009, la dinamica delle retribuzioni lorde di fatto per addetto si è stabilizzata in corso d'anno. Nell'industria in senso stretto, che ha sofferto il crollo maggiore dei livelli di attività, le retribuzioni di fatto registrano un +2,4% in media d'anno. Il rallentamento rispetto al 2008 (+3,3%), a fronte di incrementi sostenuti delle retribuzioni contrattuali (+3,1%), è dovuto principalmente alla riduzione delle ore di straordinario (-17% circa⁷) e dei



⁶ Rispetto al caso precedente, 10mila in più nel 2009 e 40mila in più nel 2010.

⁷ Indagine sulle grandi imprese aggiornata a settembre 2009.

premi aziendali individuali e collettivi (-5%, stima CSC)⁸. Ne consegue una riduzione del *wage gap* (la differenza tra le retribuzioni di fatto e quelle contrattuali) del 3,4%.

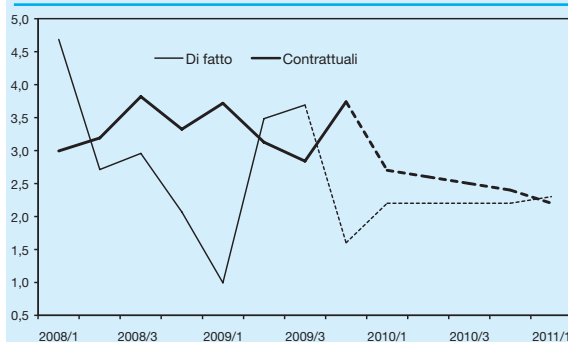
Assumendo che le imprese esauriscano nel 2009 il margine di aggiustamento delle componenti oggetto di contrattazione aziendale o individuale (come premi e superminimi) e comincino ad allungare gli orari di lavoro nel corso del 2010 (+2,5% lo straordinario), la dinamica delle retribuzioni di fatto ritornerà prossima a quella delle retribuzioni contrattuali (Grafico 1.7), che sarà sostenuta da un'intensa stagione contrattuale e dal trascinarsi di *tranche* pagate nel corso del 2009. Nel 2010 quest'ultimo si aggiunge agli incrementi previsti sulla base delle regole del nuovo modello di contrattazione (+1,8% l'anno prossimo) e insieme determinano per le retribuzioni contrattuali dell'industria in senso stretto un incremento del 2,6% (dinamica in linea con quanto l'ISTAT stima già ora per i primi mesi dell'anno prossimo). Nel 2011 le retribuzioni contrattuali sono stimate crescere del 2,2% e il *wage gap* tornerà ad aumentare grazie all'ulteriore rafforzamento dello straordinario e alla ripresa dei premi e dei superminimi, tanto che le retribuzioni di fatto nell'industria in senso stretto saliranno del 2,3%.

Per l'intera economia il CSC stima che le retribuzioni di fatto per addetto aumentino invece dell'1,7% nel 2009. La minore velocità rispetto all'industria in senso stretto è spiegata da un andamento molto debole delle buste paga nei servizi privati (+0,5%). I ritmi di incremento del totale delle retribuzioni si rafforzeranno nel 2010 (+2,2%) e nel 2011 (+2,4%), tornando in linea con le previsioni elaborate per l'industria in senso stretto.

È di segno incerto l'effetto sulla retribuzione media di fatto dei cambiamenti nella composizione della forza lavoro, dei quali comunque il CSC non tiene conto nel formulare le previsioni, che sono quindi da intendersi riferite a un *pool* costante di lavoratori, come d'altronde vale per le retribuzioni contrattuali di fonte ISTAT. Il maggior ricorso alla CIG,

Grafico 1.7

Più dinamiche le retribuzioni
(Industria in senso stretto, retribuzioni di fatto lorde per ULA dipendente; var.% annuali, dati destagionalizzati)



Previsioni CSC (tratteggiate): retribuzioni di fatto dal 4° trim. 2009; contrattuali dal 1° trim. 2010.

Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT.

⁸ Con riferimento alle imprese con almeno 20 addetti (di cui il 30,6% applica un contratto integrativo secondo l'indagine Banca d'Italia sulle imprese industriali e dei servizi), una diminuzione media del premio del 5% implica una diminuzione del 10% per gli addetti coperti da contrattazione aziendale (il 54,4% del totale). Per l'analisi della dinamica delle retribuzioni si ringrazia Ivan Sinis (Unione Industriale di Torino) che ha dato un fondamentale apporto.

che coinvolge soprattutto gli operai, potrebbe aver indotto nel 2009 un aumento delle retribuzioni medie di fatto rilevate nella Contabilità nazionale⁹, ma se così fosse bisognerebbe poi aspettarsi una riduzione prodotta dal riassorbimento dei cassintegrati. Le stime della Contabilità nazionale, inoltre, includono le unità di lavoro irregolari che ricevono uno stipendio inferiore e quindi la retribuzione media potrebbe aumentare se queste ultime diminuissero più di quelle regolari; o, all'opposto, calare se, a parità di tasso di irregolarità, i redditi delle ULA irregolari rallentassero di più (come plausibile, data la mancanza di copertura contrattuale). Infine, vi potrebbero essere effetti di composizione dovuti a riduzioni di manodopera non uniformi tra settori e all'interno delle imprese. Piuttosto che con prepensionamenti (il cui uso era stato massiccio nei primi anni Novanta), queste riduzioni potrebbero avvenire con licenziamenti collettivi che, come regolati dalla legge, causerebbero l'espulsione di lavoratori con minore anzianità, le cui retribuzioni potrebbero essere superiori alla media nei settori a più alto contenuto tecnologico, ma inferiori in quelli *labor intensive*.

**CLUP fermo
nel 2010**

La decelerazione delle retribuzioni di fatto nel 2009 non è stata tale da compensare il forte peggioramento della produttività, causando una dinamica molto sfavorevole del costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP). Nel 2009 le stime del CSC indicano un aumento del CLUP del 4,2% in media d'anno, come risultato di un aumento del costo del lavoro dell'1,7% e un deterioramento della produttività del 2,4%. Nel 2010 l'aumento della produttività (+2,0%) consentirà di rallentare la dinamica del CLUP (+0,2%), che accelererà di nuovo nel 2011 (+1,6%).

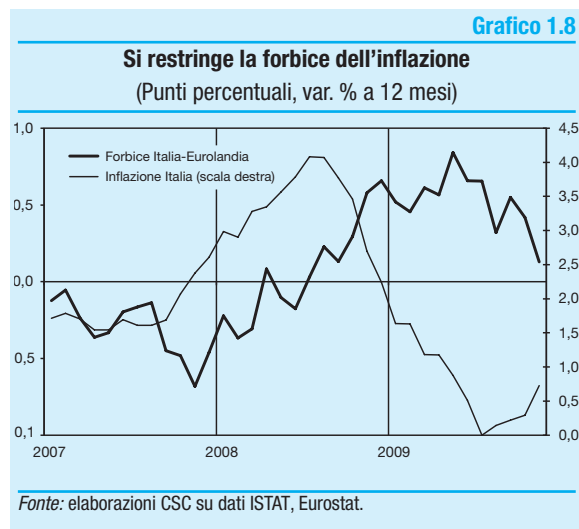
**L'inflazione risale
ma sotto controllo**

La tendenza al rialzo dell'inflazione italiana proseguirà nel 2010: 1,4% l'aumento medio dei prezzi al consumo (1,8% a dicembre). Sarà dell'1,3% in Eurolandia. Ma si tratta in gran parte di un effetto statistico, perché risentirà del confronto con il periodo in cui le quotazioni delle materie prime erano scese drasticamente, mentre poi sono risalite. Le pressioni inflattive di origine interna resteranno quasi del tutto assenti e le aspettative dei consumatori sull'andamento futuro dei prezzi sono ancora negative. Nel 2009 il CSC prevede che l'inflazione si attesti in Italia allo 0,8% (0,3% in Eurolandia). Tale stima sconta l'accelerazione dei prezzi al consumo intorno all'1% tendenziale a dicembre 2009. Nel 2011, nonostante la crescita economica più sostenuta, si avrà un incremento dei prezzi contenuto: 2,0% in media d'anno e 2,1% a dicembre.

L'inflazione al consumo è risalita a novembre in Italia allo 0,7%, dallo zero toccato a luglio. In Eurolandia allo 0,6%, dal -0,7% di luglio. Il differenziale tra l'inflazione italiana e quel-

⁹ Questa ipotesi trova supporto nei dati sulle grandi imprese, dove più alta è l'incidenza del ricorso alla CIG e dove le retribuzioni orarie nell'industria hanno registrato incrementi di molto superiori a quelli osservati in Contabilità nazionale (6,2% verso 3,8% nel secondo trimestre del 2009 rispetto al secondo del 2008). Parte della differenza è da ascrivere ad altre ragioni, in primis riduzioni di orario per ore retribuite.

la dell'area euro si è normalizzato, scendendo a 0,1 punti percentuali a novembre, da un massimo di 0,8 punti toccato a maggio (Grafico 1.8). Queste ampie variazioni del differenziale sono dovute alla più lenta e minore reazione alle fluttuazioni delle quotazioni petrolifere mostrata dai prezzi energetici in Italia rispetto a quelli di Eurolandia, in entrambe le direzioni. Ciò per le maggiori rigidità nella fissazione dei prezzi nel nostro sistema e il più basso peso dell'energia sull'indice italiano dei prezzi al consumo.



Lo scenario CSC sconta un prezzo del petrolio stabile non molto sopra i livelli attuali. Come atteso, sta rientrando la variazione annua negativa dei prezzi dei beni energetici: -11,2% a ottobre da -14,6% a luglio. La tendenza proseguirà, riportando a fine 2010 l'inflazione totale in linea con quella di fondo, misurata dalla *core inflation* (esclusi energetici e alimentari). La *core* in Italia è sempre rimasta su livelli moderati. In ottobre è stata pari all'1,6% annuo, dal minimo toccato come previsto in agosto (1,4%). Entrambe le componenti principali della *core* restano frenate: i prezzi dei servizi sono saliti dell'1,7% annuo in ottobre (1,6% in agosto), quelli dei beni industriali non energetici dell'1% (0,9% in agosto). In Eurolandia la *core* è ai minimi: 1,2% annuo in ottobre (1,8% in aprile). Per il permanere di un'ampia capacità inutilizzata, l'inflazione di fondo italiana resterà stabile: 1,6% a fine 2009 (1,7% in media d'anno) e 1,7% a fine 2010 (1,7% in media). Nel 2011 andrà al 2,0% a fine anno (1,9% in media), livelli comunque contenuti.

Le entrate tributarie deteriorano i saldi di bilancio

Le nuove previsioni del CSC sulla finanza pubblica non si discostano significativamente dalle stime pubblicate a settembre. L'indebitamento netto della P.A. è stimato al 5,4% del PIL nel 2009, al 5,3% l'anno prossimo e al 5,0% nel 2011. Questi valori non incorporano la manovra prevista dal Governo per il 2011, nella misura dello 0,4% del PIL, perché al momento non se ne conosce la composizione. Si conferma la dinamica negativa delle entrate nell'anno in corso (-1,3%). In recupero nel 2010 (+1,5%) e nel 2011 (+3,1%). In rapporto al PIL raggiungono il 47,0% nel 2009 e si riducono al 46,6% nel 2010 e al 46,4% nel 2011; ciò è l'effetto della contrazione del PIL nominale nel 2009 e della ripresa nei prossimi anni. Dal lato delle uscite, il CSC stima un'accelerazione per quest'anno (+4,0%), un rallentamento nel 2010 (+1,3%) e una ripresa nel 2011 (+2,5%). La spesa pubblica si attesta al 52,5% del PIL nel 2009, al 51,8% l'anno successivo e al 51,4% nel 2011. Il saldo primario nel 2009 e nel 2010 è negativo (rispettivamente

-0,5% e -0,3% del PIL) e nullo nel 2011. Secondo il CSC il debito pubblico nel 2009 sale al 114,9% del PIL (dal 105,8% del 2008), per poi raggiungere il 117,2% nel 2010 e il 118,2% nel 2011. L'aumento di quest'anno è attribuibile in larga parte al peggioramento del fabbisogno che nei primi nove mesi dell'anno è stato pari a 73,6 miliardi di euro, più che raddoppiato rispetto allo stesso periodo del 2008 (35,4 miliardi). Il debito lordo nel 2009 è in buona parte condizionato dall'ammontare dei depositi detenuti presso la Banca d'Italia. A settembre questi hanno superato i 70 miliardi (18 nel medesimo mese del 2008). Per quanto ci si attenda una riduzione a fine anno, l'entità di questa somma è legata alle scelte di emissione tese da un lato ad approfittare dei bassi tassi a breve e dall'altro ad allungare la durata media dei titoli in scadenza per tutelarsi da rialzi futuri dei tassi. Il CSC ha stimato l'ammontare di tali depositi in 30 miliardi a dicembre 2009, in 20 a dicembre 2010 e in 8 a dicembre 2011. Al netto dei depositi, il debito nel 2009 scenderebbe al 112,9% del PIL. Mentre considerando i depositi nella stessa misura di settembre (70 miliardi) il debito salirebbe al 117,4% del PIL.

Il peggioramento dell'indebitamento per l'anno in corso è quasi integralmente attribuibile all'andamento delle entrate. Rispetto alle previsioni del Governo contenute nella Relazione previsionale e programmatica (RPP) presentata a settembre 2008, i quattro provvedimenti

Tabella 1.2

Gli effetti delle manovre sui conti					
(Stime ufficiali, milioni di euro)					
	LF 2009	DL 185/08	DL 5/09	DL 78/09	Totale
Maggiori entrate	291	5.163	712	1.473	7.639
Minori entrate	925	2.175	10	513	3.623
Aumento netto entrate	-634	2.988	702	960	4.016
Maggiori spese	339	4.179	1.063	3.643	9.224
Corrente	302	3.677	0	735	4.714
Capitale	38	502	1.063	2.908	4.511
Minori spese	973	1.223	364	2.690	5.250
Corrente	953	108	0	89	1.150
Capitale	20	1.114	364	2.601	4.099
Aumento netto spese	-634	2.956	699	953	3.974
Corrente	-651	3.569	0	646	3.564
Capitale	18	-612	699	307	412
Riduzione indebitamento netto	0	32	3	7	42

LF = Legge finanziaria; DL = Decreto legge.
 Fonte: elaborazioni CSC su dati MEF.

con effetti aggiuntivi nel 2009 (la legge finanziaria per il 2009, il decreto legge n. 185/08 di novembre 2008, il decreto legge n. 5/09 di febbraio 2009 e il decreto legge n. 78/09 di luglio 2009), principalmente diretti a fronteggiare la crisi, non hanno comportato, secondo le stime ufficiali, un peggioramento dell'indebitamento, ma solo una riallocazione delle voci di entrata e di spesa (Tabella 1.2). Confrontando le previsioni di settembre 2008 con gli effetti delle manovre previsti dal Governo e con le stime contenute nella RPP di settembre 2009, si nota che le spese sono complessivamente in linea con quanto programmato, anche se in virtù della riduzione della spesa per interessi per 9,7 miliardi (Tabella 1.3). La spesa primaria è al contrario superiore di 6,3 miliardi rispetto alle previsioni. Ciò che ha determinato il netto deterioramento dell'indebitamento è la riduzione delle entrate per oltre 50 miliardi rispetto a quanto previsto. L'evoluzione negativa delle entrate nel 2009, secondo il Governo, è attribuibile al mutamento del quadro economico conseguente alla crisi che ha comportato una revisione in negativo della stima del PIL nominale di circa 109 miliardi (-6,7% del livello previsto a settembre 2008).

Le imposte dirette sono scese nei primi nove mesi dell'anno dell'1,9% rispetto allo stesso periodo del 2008, a causa della dinamica delle retribuzioni, della riduzione delle aliquote IRES e del minor prelievo dovuto alla parziale deducibilità dell'IRAP. Le imposte indirette hanno registrato la riduzione più marcata, in quanto seguono in presa diretta la flessione dell'attività economica e quindi il calo dei consumi, oltre che gli effetti degli sgravi fiscali

Tabella 1.3

Il crollo delle entrate peggiora il deficit				
(Valori assoluti in milioni di euro)				
	RPP 2009 (settembre 2008)	Effetti delle manovre (stime ufficiali)	RPP 2010 (settembre 2009)	Differenza
Spesa primaria	718.224	3.974	728.539	6.341
di cui corrente	653.918	3.564	659.094	1.612
In conto capitale	64.306	412	69.445	4.727
Interessi	83.732		74.013	-9.719
Spesa totale	801.956		802.552	596
Entrate tributarie	481.101		444.064	-37.037
Imposte dirette	253.697		237.715	-15.982
Imposte indirette	227.172		205.872	-21.300
Contributi sociali	223.874		213.910	-9.964
Altre entrate	62.911		63.633	722
Entrate totali	767.886	4.016	721.607	-50.295
Indebitamento	-34.070	42	-80.945	-46.917

Fonte: elaborazioni CSC su dati MEF.

sull'IRAP. Nei primi sei mesi dell'anno la contrazione del gettito IVA, che conta per circa il 40% delle indirette, è stata pari al 9,3% rispetto al primo semestre dell'anno precedente. Il gettito totale delle imposte indirette si è ridotto nel medesimo periodo del 5,0%. I contributi sociali hanno risentito, oltre che dell'andamento delle retribuzioni, anche della sospensione dei pagamenti accordata in Abruzzo. Al contrario, le entrate in conto capitale sono salite a un ritmo molto elevato per gli introiti derivanti dalle licenze UMTS.

Nel 2010 e nel 2011 le entrate tornano a crescere principalmente per il recupero delle imposte indirette, legate al ciclo e dei contributi sociali (per il venir meno delle agevolazioni all'Abruzzo). Più modesto l'aumento delle imposte dirette quasi esclusivamente per effetto della detassazione degli utili reinvestiti in macchinari.

Da sottolineare che nel 2008 a una variazione del PIL nominale dell'1,8% ha corrisposto una variazione negativa del gettito da imposte indirette del 5,1%. Nel 2009 l'RPP indica una variazione negativa del PIL del 2,6% rispetto al 2008 e stima che le imposte indirette diminuiscano del 4,5%. Nel 2005-2006 il loro gettito era cresciuto in misura ben superiore al PIL nominale. È difficile individuare le ragioni di questo crollo. Può dirsi che questi andamenti sembrano solo in parte spiegati dalla dinamica dei consumi. La rimozione degli interventi volti a limitare l'evasione fiscale può aver influito sui risultati ma non è possibile affermarlo con certezza. Anche in alcuni altri paesi europei si è avuta una dinamica simile (Regno Unito su tutti), ma là è spiegata dalle modifiche delle aliquote decise nel contesto delle misure anticrisi.

Per il 2010 il quadro complessivo della finanza pubblica non è modificato nei saldi dalla legge finanziaria 2010 attualmente in discussione alla Camera dei deputati. Questa non ha sostanziali effetti sul livello dell'indebitamento seguendo la strada già percorsa dal Governo con l'adozione dei citati provvedimenti anticrisi. Si tratta quindi di un provvedimento che, oltre a quantificare come di consueto l'ammontare delle risorse destinate al rinnovo dei contratti del pubblico impiego, le dotazioni previste da leggi di spesa pluriennali e le uscite per quelle voci la cui determinazione è demandata appunto alla legge finanziaria, impiega le risorse derivanti dal cosiddetto scudo fiscale e quelle connesse al trasferimento alla gestione del Ministero dell'economia della quota del Fondo Trattamento fine rapporto non destinata alla previdenza complementare dai lavoratori e sinora incanalate all'INPS.

Tabella 1.4

Il quadro della finanza pubblica				
(Valori in % del PIL)				
	2008	2009	2010	2011
Entrate totali	46,6	47,0	46,6	46,4
Uscite totali	49,3	52,5	51,8	51,4
Indebitamento netto	2,7	5,4	5,3	5,0
Debito pubblico	105,8	114,9	117,2	118,2

Fonte: elaborazioni e previsioni CSC su dati ISTAT.

1.2 Le esogene della previsione

Scambi globali nel 2011 a livelli pre-crisi

A settembre il commercio mondiale, con un +5,3% reale rispetto ad agosto, ha confermato l'inversione di tendenza avvenuta già a giugno. L'import non è ripartito solo nei paesi emergenti (+7,2% a settembre) ma anche in quelli avanzati (+4,8%). La locomotiva asiatica guida nel complesso la ripresa, ma a settembre sorprendentemente l'America latina ha registrato un ritmo di incremento delle importazioni superiore: quasi +10%, contro 8,9%.

L'andamento degli ordini dall'estero, ovunque in netta risalita, e la crescita più robusta della produzione industriale mondiale (+0,8% a settembre rispetto ad agosto), accanto alla fine del decumulo generalizzato delle scorte, ribadiscono e spiegano il netto recupero degli scambi internazionali.

Il 2009 per il CSC si chiude con un crollo del commercio mondiale pari al 14,0%, dovuto alla caduta verticale nell'ultimo trimestre del 2008 e nella prima parte dell'anno in corso; in parte controbilanciata da incrementi mensili nella seconda metà del 2009 a ritmi superiori a quelli medi degli anni passati.

Nel 2010 la crescita degli scambi mondiali tornerà vigorosa (+9,5%; Grafico 1.9). Un incremento dovuto in buona misura al positivo trascinamento dal 2009. Il pieno ritorno ai livelli pre-crisi non avverrà prima della fine del 2011, quando il commercio mondiale segnerà un ulteriore progresso del 7,0%. D'altronde, gli scambi mondiali risentiranno di tutti gli ostacoli che freneranno la ripresa della domanda interna nelle varie economie e che sono

Tabella 1.5

Le esogene internazionali della previsione

(Var. %)

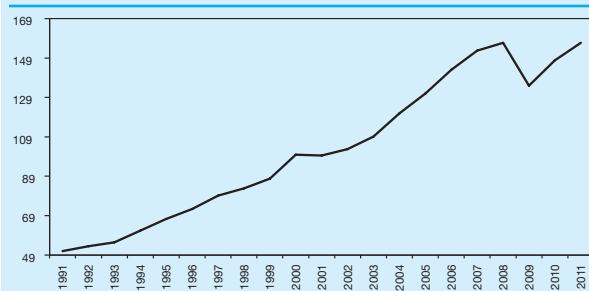
	2008	2009	2010	2011
Commercio mondiale	2,9	-14,0	9,5	7,0
Prezzo del petrolio ¹	97,3	62,0	80,0	80,0
Prodotto interno lordo				
Stati Uniti	0,4	-2,5	2,6	2,4
Area euro	0,7	-3,9	1,4	1,8
Paesi emergenti	6,0	2,0	5,5	6,5
Cambio dollaro/euro ²	1,47	1,40	1,50	1,50
Tasso FED ³	2,1	0,3	0,4	1,3
Tasso di interesse a 3 mesi USA ³	2,9	0,7	0,4	1,4
Tasso BCE ³	3,9	1,3	1,1	1,5
Tasso di interesse a 3 mesi Area euro ³	4,6	1,2	1,1	1,6

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

Grafico 1.9

Riparte il commercio globale

(Media di import-export mondiale di beni in volume, indice 2000=100)



2009 stime CSC; 2010 - 2011 previsioni CSC.

Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati CPB.

descritti nel Capitolo 2 (si veda pag. 64). Cui si aggiunge un fattore specifico di vischiosità costituito dal protezionismo strisciante (si veda pag. 60).

Asia emergente in testa alla ripresa

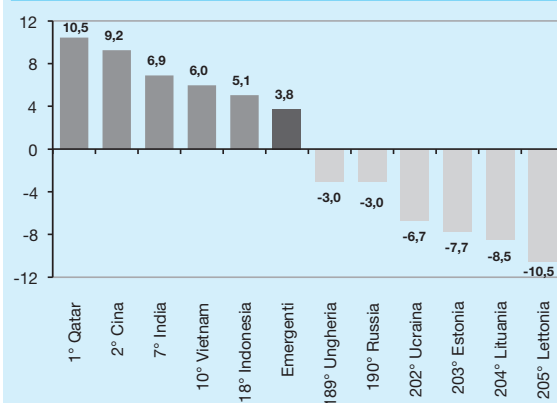
I mercati emergenti hanno continuato a crescere in termini aggregati anche nel 2009, sebbene a un ritmo del 2,0% molto inferiore al 7,0% medio degli ultimi cinque anni. Nel 2010 e nel 2011 sarà più marcato: 5,5% e 6,5%, rispettivamente. Vi contribuirà il ritorno a una dinamica sostenuta anche dell'Europa centro orientale. L'Asia fa da traino all'espansione degli emergenti. Soprattutto Cina e India che avanzano nel 2009 almeno dell'8,5% e del 5,5%, apportando i contributi maggiori alla crescita mondiale. I due paesi producono insieme il 9,0% del PIL mondiale (peso calcolato a prezzi e cambi correnti) e hanno dunque una dimensione sufficiente per essere tra i motori della ripresa globale, grazie alla solidità e alla dimensione della loro domanda interna, agli stimoli fiscali del Governo cinese (che hanno avuto ricadute positive anche nei paesi vicini) e alle politiche del neo eletto Governo indiano, che ha saputo rispondere efficacemente alla crisi come dimostrano i dati di PIL del terzo trimestre al di sopra delle aspettative (+3,1% sul secondo).

Nei prossimi trimestri la Cina dovrà fare i conti con l'eccessiva capacità produttiva accumulata e si prevede il suo temporaneo rallentamento nella seconda metà del 2010, una volta esauriti i benefici delle politiche espansive. Il Governo ha ribadito a fine novembre che i sostegni fiscali e monetari verranno mantenuti anche l'anno venturo. Ma ha esplicitato l'obiettivo di contrastare la capacità produttiva in eccesso soprattutto nei settori di acciaio, cemento, carbone, energia eolica, di quelli collegati alla produzione fotovoltaica e nelle costruzioni, rendendo più stringenti le regole di tutela ambientale e di concessione dei terreni e i requisiti finanziari per ottenere credito. Le politiche economiche dal 2010 in avanti saranno incentrate sul ribilanciamento dell'economia e sulla sostenibilità del modello di sviluppo, con particolare attenzione al rafforzamento dei consumi e degli investimenti privati. Si incentiverà lo sviluppo dei settori emergenti.

Altre aree sono in maggiore difficoltà. Molti paesi dell'Europa centrale e orientale, a causa degli ampi disavanzi di parte corrente, sono stati travolti dalla brusca riduzione dei finanziamenti esteri e sono ora impegnati a rimettere a posto i conti con l'aiuto di FMI e

Grafico 1.10

Emergenti: la classifica della ripresa (Crescita media del PIL 2009-2010)



Fonte: elaborazioni e stime CSC.

altre istituzioni internazionali. La loro ripresa è più lontana e almeno nel 2009 la crescita del PIL dell'area è stata negativa. Fa eccezione la Polonia (la prima economia dell'Europa centrale emergente) che resiste alla crisi grazie a fondamentali solidi e un ampio mercato interno, oltre che alle politiche espansive del Governo.

Gli esportatori di materie prime (OPEC, America latina, Russia e CSI¹⁰) hanno risentito nel 2009 dello sgonfiamento dei prezzi energetici e alimentari e nel 2010 riceveranno ossigeno dalla rimonta delle *commodity*, anche se resta incerto l'andamento futuro delle loro quotazioni. L'Indonesia è in una posizione di particolare favore grazie alla domanda cinese di petrolio che è rimasta sostenuta. La Russia, tra le maggiori economie emergenti (3% del PIL mondiale, stazza simile a quella del Brasile), è in profonda recessione: secondo le stime del Ministero dell'economia nel 2009 il PIL si è contratto dell'8,5% a causa della discesa dei prezzi e della richiesta di gas e petrolio. Le debolezze strutturali irrisolte, a cominciare dalla mancata diversificazione dell'economia, l'hanno resa particolarmente vulnerabile, nonostante i 380 miliardi di dollari di riserve ufficiali accumulate negli anni del boom. In Brasile, esportatore anche di materie prime, il PIL è tornato a crescere dell'1,1% nel secondo trimestre portando il paese fuori dalla recessione prima del previsto e dell'1,3% nel terzo. Il pacchetto varato dal Governo a sostegno della domanda si sta dimostrando efficace. Per l'intero 2009 il PIL è stimato in lieve aumento (era atteso in lieve contrazione fino a tre mesi fa) e nel 2010 il suo incremento sarà deciso.

Prezzi delle materie prime frenati dall'offerta Le previsioni del CSC si basano su un prezzo del petrolio Brent costante nel 2010-2011 a 80 dollari al barile. Nel 2009 è stato in media di 62 dollari (-36,3% sul 2008), in aumento dai bassi livelli di inizio anno (43 dollari a febbraio). A novembre è arrivato poco sotto 80 dollari. Le stime degli istituti internazionali sono state in generale riviste al rialzo per il 2010. Ma le prospettive restano molto incerte, per le condizioni ancora eccezionali dell'economia globale. Ciò suggerisce di proiettare, come già fatto in settembre, un prezzo prossimo ai valori attuali. Peraltro non dissimile dai profili previsivi di alcuni dei principali analisti. La *Energy Information Administration* (EIA) si attende una sostanziale stabilità per il greggio: 77 dollari all'inizio del 2010, 81 alla fine.

La risalita del Brent nel 2009 (76,9 dollari a novembre, +79,3% rispetto a febbraio) ha rispecchiato i sempre più netti segnali di ripresa internazionale. In particolare il miglioramento della domanda mondiale di greggio che è stata più volte rivista al rialzo dai previsori: la *International Energy Agency* l'ha aumentata di 1,6 milioni di barili al giorno (mbg; +1,9%) negli ultimi sei mesi. Il recupero è più vivace nei paesi emergenti che hanno un'intensità petrolifera più bassa ma in aumento. Le scorte di greggio USA, tradizionale indicatore di sintesi del mercato fisico, sono in calo da sei mesi: -10% a novembre 2009 dal

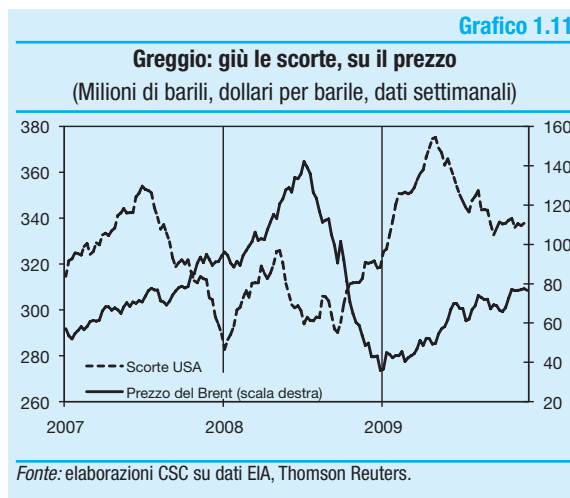
¹⁰ Comunità degli Stati Indipendenti, raggruppa i paesi dell'ex Unione Sovietica.

picco di inizio maggio (-37,5 milioni di barili, Grafico 1.11). Al rialzo del petrolio hanno contribuito l'indebolimento del dollaro e i capitali finanziari, frenati però rispetto al passato dalla propensione al rischio ancora bassa.

Il trend di rincaro non ha basi solide e la stabilità delle quotazioni è l'ipotesi più probabile. La domanda mondiale nel 2009 è stata pur sempre in calo sul 2008 (-1,4 mbg). Dal lato dell'offerta, con i forti tagli di fine 2008 e inizio 2009 (-3,6 mbg in totale) l'OPEC ha ottenuto l'obiettivo di riportare il prezzo tra 70 e 80 dollari e negli ultimi mesi sta facendo risalire la produzione (+0,5 mbg a ottobre 2009 rispetto al primo trimestre). Nuovi più significativi aumenti produttivi potrebbero essere decisi a breve, accrescendo l'offerta nel 2010. Anche l'estrazione non-OPEC sale, seppur poco e con profilo piatto (+0,4 mbg nel 2009 e nel 2010). Risultato di una produzione OCSE in ridimensionamento strutturale (-0,1 mbg nel 2009) e di aumenti nei PVS soprattutto America latina, in Russia e negli altri paesi CSI. Nel 2010 la domanda crescerà di 0,8 mbg sul 2009 e il mercato fisico resterà in equilibrio.

Nel lungo periodo la tendenza sarà al rialzo, dato l'aumento della domanda non-OCSE e i costi marginali crescenti dell'estrazione, secondo lo scenario IEA al 2030. Tuttavia, nel medio termine i prezzi del petrolio saranno frenati da un eccesso di capacità produttiva di greggio. I paesi OPEC vedranno aumentare la loro man mano che giungono a termine i nuovi progetti partiti prima della recessione mondiale. Nel frattempo quest'ultima e gli sforzi per l'efficienza energetica hanno decisamente abbassato il sentiero di crescita della domanda mondiale: la IEA ha rivisto al ribasso la previsione sulla domanda mondiale di greggio nel 2015 di circa 4 mbg. Perciò la capacità inutilizzata OPEC, già molto ampia, è destinata a rimanere elevata nel medio termine. Ciò peraltro riaccenderà le tensioni in seno al cartello per la definizione delle quote produttive, tendendo a indebolirlo. L'eccesso di capacità verrà riassorbito in seguito, quando sarebbero dovuti entrare in produzione i progetti tagliati nel 2008-09 a causa della crisi finanziaria.

Anche nei mercati dei metalli industriali si sta registrando un recupero della domanda mondiale, che sta sostenendo i prezzi. Per la gran parte dei metalli si sono avute forti risalite delle quotazioni (+97,0% il rame da fine 2008 a novembre 2009, +117,0% il piombo), che le hanno quasi riportate ai livelli pre-crisi. Il graduale incremento delle produzioni, già avviato, frenerà i prezzi nel prossimo anno.



Ripresa vivace negli USA...

Politiche economiche tempestive e minore dipendenza dall'export hanno reso la recessione meno profonda e la ripresa più veloce negli USA rispetto all'Eurozona. Il PIL si è contratto del 2,5% nel 2009 (l'acquisito in corso d'anno è -2,7%) e crescerà del 2,6% nel 2010, recuperando le perdite dovute alla crisi in un solo anno. Per il 2011 il CSC prevede un aumento del 2,4%. Nel quarto trimestre 2009 si profila un incremento moderato del PIL (Grafico 1.12); il passo sarà più deciso nella prima parte del 2010, che si concluderà con un +2,6% tendenziale nel quarto trimestre.

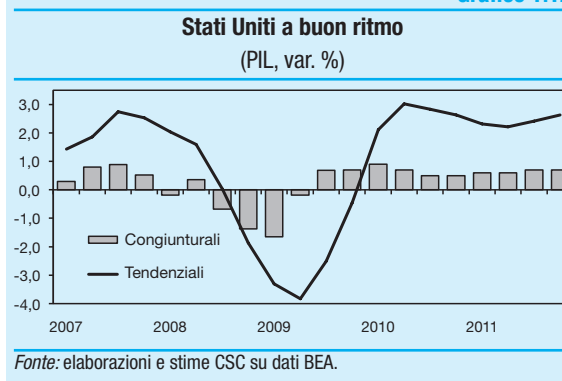
La dinamica del terzo trimestre (+0,7% sul secondo) è stata sostenuta da consumi (+0,7%) e investimenti (+0,1%) tra cui in forte rialzo, per la prima volta dal quarto 2005, anche la componente residenziale (+4,6%). L'andamento molto positivo dei profitti (in forte crescita da tre trimestri, +10,6% nel terzo sul secondo), dovuto ai

decisi aumenti di produttività che hanno drasticamente ridotto il costo unitario del lavoro, è un buon viatico per gli investimenti e per la ripresa anche nei trimestri a venire. La necessità di ripristinare un livello di scorte adeguato trainerà sia produzione sia importazioni, di beni intermedi e strumentali in particolare. Già nel terzo trimestre al contributo positivo delle scorte alla crescita (+0,2%) è, infatti, corrisposto un contributo altrettanto negativo dell'export netto (-0,2%). Dopo tre trimestri di variazioni negative, sono tornati a salire anche i redditi personali (+0,3%), nonostante la diminuzione delle ore lavorate.

Sono aumentati in ottobre per il quarto mese consecutivo sia la produzione (+0,1% su settembre) sia il grado di utilizzo della capacità produttiva (a 70,7%). L'indice ISM manifatturiero (53,6 in novembre) ormai da quattro mesi segnala espansione. In forte rialzo soprattutto le componenti relative a ordini (60,3) e aspettative (59,9) e ciò preannuncia incrementi della produzione anche nei prossimi mesi.

Il mercato immobiliare è in recupero. I prezzi delle case sono in aumento da giugno (+2,4% nel terzo trimestre, indice Case-Shiller), interrompendo la caduta iniziata nel terzo trimestre 2006. In netto rialzo in ottobre le vendite di case nuove (+6,2% su settembre, +5,1% su ottobre 2008) e specialmente di quelle esistenti (+10,1% sul mese, +23,5% sull'anno), trainate dal credito d'imposta sull'acquisto della prima casa oltre che dai bassi tassi e dall'elevato indice di accessibilità. Continua a scendere lo stock di case invendute, ormai prossimo ai livelli del 2007.

Grafico 1.12



Le conseguenze della crisi restano profonde nel mercato del lavoro americano. Tuttavia, nonostante sia un indicatore ritardato della congiuntura, si intravedono già segnali di miglioramento nel calo dei sussidi di disoccupazione e nell'incremento delle assunzioni temporanee. Ciò comincia a riflettersi anche nei dati complessivi: dopo il picco di quasi 800mila posti persi a gennaio, il ritmo di caduta dei posti di lavoro si è ridotto fin quasi ad annullarsi a novembre (-11mila unità). Quando il tasso di disoccupazione è diminuito al 10%, dal 10,2% di ottobre. Le imprese ricominceranno ad assumere massicciamente nel 2010, avendo ecceduto nelle espulsioni e non potendo accrescere la produzione continuando a ottenere guadagni di produttività di entità simili a quelli recenti. Ciò porterà ad aumenti nei redditi e nei consumi, anche se questi saranno frenati dalla maggiore propensione al risparmio.

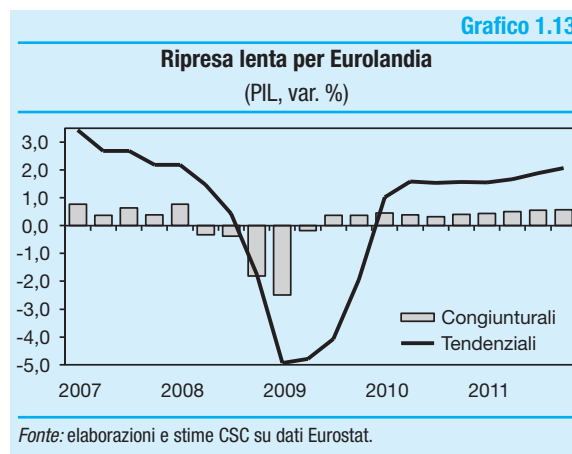
... e lenta in Eurolandia

La reazione dell'area euro alla crisi sarà più lenta di quella USA. Tre gli anni necessari per recuperare le perdite del 2009. Secondo il CSC nel 2009 il PIL si è contratto del 3,9% (confermata la previsione di settembre). È cresciuto dello 0,4% nel terzo trimestre, dopo cinque cali consecutivi, grazie soprattutto a Germania e Italia, beneficiarie del recupero del commercio internazionale.

La flessione del 2009 sconta l'eredità del 2008 (-1,6% il trascinamento) e il primo trimestre molto negativo (-2,5% sul quarto; Grafico 1.13). L'acquisito per l'Eurozona è -4,0%. La ripresa avviata nella seconda metà del 2009 si rafforzerà nel corso del 2010 con una crescita media annua dell'1,4% (1,3% la previsione CSC di settembre). Nel 2011 sarà dell'1,8%, al di sopra del potenziale, grazie al traino del risveglio delle economie dell'Europa emergente.

La Germania (28% del PIL dell'Eurozona) è stata particolarmente colpita dal crollo del commercio mondiale: nonostante l'incremento dello 0,4% nel secondo trimestre e dello 0,7% nel terzo, l'acquisito rimane di -4,9%. La Spagna (11,0% del PIL dell'area), fino all'anno scorso tra i motori della crescita di Eurolandia, è ancora bloccata dalla crisi immobiliare (nel terzo trimestre -1,1% l'attività nelle costruzioni rispetto al secondo, -6,6% annuo) e il suo tasso di disoccupazione è arrivato al 17,9%. Ha un contrazione acquisita del -3,6%. È molto probabile che la recessione si protragga nel 2010.

La Francia (21% del PIL dell'Eurozona) è il paese dell'area che ha resistito meglio alla crisi, grazie anche alle misure tempestive del Governo: i consumi hanno retto bene e nel terzo tri-



mestre le esportazioni sono cresciute di un sorprendente 2,3% sul secondo. L'attività manifatturiera è tornata in espansione da quattro mesi, con il PMI a 54,4 in novembre. Il tasso di disoccupazione si mantiene elevato rispetto ai livelli pre-crisi, ma è rimasto stabile nel terzo trimestre rispetto al secondo al 9,1% (2,6 milioni di disoccupati). La diminuzione del PIL acquisita è del 2,4%.

La ripresa dell'Eurozona beneficia del recupero della domanda estera, grazie alla crescita dei paesi asiatici e al dinamismo degli USA, degli effetti dei provvedimenti dei governi e dei tagli dei tassi. La fiducia di imprese e famiglie continua a recuperare. Le condizioni critiche di molti paesi dell'Europa emergente ostacoleranno le forze espansive fino alla seconda metà del 2010.

**BCE: exit strategy
iniziata**

In assenza di pressioni inflazionistiche, nello scenario CSC la BCE terrà a lungo fermi i tassi ufficiali (1,0% sulle operazioni di rifinanziamento, 0,25% sui depositi) per consentire il consolidamento della ripresa. Nella media del 2009 il tasso BCE è calato all'1,3% dal 3,9% nel 2008, mentre l'Euribor a tre mesi è sceso all'1,2% dal 4,6%. Il divario tra Euribor e tasso ufficiale ha al momento segno negativo (-0,3% a dicembre) per effetto delle massicce iniezioni di liquidità. Liquidità che verrà riassorbita gradualmente nel 2010 con il progressivo ritiro delle misure non standard di politica monetaria (vedi Capitolo 2 pag. 57). Ciò riporterà l'Euribor prima in linea e poi poco sopra il tasso ufficiale (+0,1% il gap medio pre-crisi). Solo in seguito i tassi ufficiali saranno alzati: di un quarto di punto sul finire del 2010, cioè qualche mese più tardi di quanto segnalato dai *future*. Nel 2010 i tassi risulteranno ancora in lieve discesa in media d'anno (1,1% da 1,3% quello ufficiale; 1,1% da 1,2% l'Euribor). La correzione da parte della BCE proseguirà nel 2011, con un altro mezzo punto totale per il tasso ufficiale, fino all'1,75% (1,5% in media d'anno). In termini reali, al netto dell'inflazione *core* (cioè esclusi energia e alimentari), il tasso interbancario è stato negativo nel 2009 (-0,2%, era a +2,8% nel 2008) e resterà tale nel 2010 (-0,3%). Tornerà positivo (+0,1%) nel 2011.

**Anche la FED
riassorbe liquidità**

Il CSC stima che la FED terrà fermo il tasso di riferimento al minimo storico (0,25%) fino agli ultimi mesi del 2010. Ha avviato in modo molto graduale l'*exit strategy* sulle misure non standard. Inizierà ad alzare i tassi alla fine del terzo trimestre del 2010, per un totale di mezzo punto nell'anno. La decisione verrà presa perché la ripresa americana si consoliderà e la disoccupazione sarà in calo. Inoltre, la FED vuole evitare di mantenere i tassi bassi troppo a lungo, per non alimentare eventuali nuove bolle. L'aumento dei tassi ufficiali farà risalire quelli interbancari, che saranno però in calo allo 0,4% medio nel 2010 (0,7% medio nel 2009). Nel 2011 la stretta continuerà con molta gradualità rispetto all'esperienza passata: tre quarti di punto in tutto, 1,5% a fine anno. Si tratta più di una normalizzazione dei livelli che non di una vera e propria restrizione monetaria: i tassi resteranno storicamente bassi.

Il rialzo sarà nel complesso maggiore di quello BCE. Tuttavia, il tasso ufficiale rimarrà inferiore a quello di Eurolandia di 0,5 punti a fine 2010 e di 0,25 punti a fine 2011. Il differenziale dei tassi scenderà in media a 0,7% nel 2010 e a 0,2% nel 2011 (1,0% nel 2009), offrendo un supporto decrescente all'euro nei confronti del dollaro.

Dollaro ancora debole Il dollaro ha chiuso la prima decade di dicembre 2009 debole, ma ben sotto la soglia di 1,50. Ciò determina un cambio medio annuo di 1,40. La difficile situazione economico-finanziaria della Grecia ha inciso sui mercati valutari perché le sue ripercussioni appannano le prospettive di ripresa dell'Eurozona e, al di là delle dichiarazioni ufficiali che richiamano le regole statutarie, influirà sulle decisioni della BCE riguardo ai tassi. Tutto ciò indebolisce l'euro.

Il CSC ha scelto di basare le previsioni su un cambio del dollaro fermo nel biennio 2010-2011 a 1,5 contro la moneta unica europea: troppi fattori contrastanti operano sulla dinamica della moneta americana per azzardare andamenti futuri. Un probabile profilo è di un leggero ulteriore indebolimento nei prossimi mesi e di un successivo rafforzamento dalla seconda metà dell'anno venturo in seguito ai rialzi dei tassi FED e alla maggior forza della ripresa negli USA.

2 RIPRESA LENTA E DISUGUALE

FRONTIERE DEL NUOVO SVILUPPO E COMPETITIVITÀ ITALIANA

La recessione è finita e ha lasciato il posto a un recupero della domanda e della produzione, soprattutto industriale. In senso tecnico, si chiama ripresa. Ma il suo profilo non assomiglia a quello conosciuto nei cicli congiunturali passati quando le perdite di PIL, per quanto intense, venivano “riprese” (appunto) nell’arco di quattro-cinque trimestri. Nelle attuali circostanze occorreranno per alcuni paesi, tra cui l’Italia, anni per chiudere il divario spalancato dalla crisi tra i livelli di picco raggiunti nella precedente espansione e il profondo punto di minimo raggiunto alla fine dello scorso inverno. In nessuna nazione avanzata si recupereranno i valori che si sarebbero raggiunti senza la crisi e proseguendo lungo le tendenze da cui si è irrimediabilmente deviato. In alcuni settori il ritorno alle dimensioni produttive anti recessione non si verificherà del tutto.

Quale intensità ha il recupero? È diversa da nazione a nazione e da produzione a produzione. L’Italia non appare in testa o avvantaggiata. Le forze espansive sono soprattutto le politiche economiche, che con i loro impulsi hanno interrotto l’avvitamento tra economia reale e mercati finanziari e messo in moto il rimbalzo prima e la ripresa poi. Il perno della svolta è stato il miglioramento del sentimento economico, il progresso del clima di fiducia, il cui dissolvimento in panico aveva fatto precipitare la crisi nell’autunno 2008. Nel 2009 ha aiutato anche il maggiore potere d’acquisto ottenuto grazie alla diminuzione delle quotazioni del petrolio e delle materie prime energetiche.

Tuttavia, a fronte di queste forze, che hanno il compito di rimettere i sistemi economici sulla carreggiata della crescita tracciata dalle pulsioni profonde che provengono dai nuovi mercati, geografici e tecnologici, agiscono e agiranno insidiosi venti contrari nell’ostacolare la ripresa rendendola lenta e lunga e insidiosa, come una ripida salita. La selettività del credito, che tenderà ad aggravarsi perché i bilanci bancari non sono risanati e quelli dei prenditori (famiglie ma soprattutto imprese) sono peggiorati. I prezzi delle case ancora da sgonfiare in molti paesi europei. La maggiore parsimonia dei consumatori, non solo americani.

A questi si aggiungono le strategie di uscita delle politiche economiche dall’impostazione estremamente espansiva. Non tanto per ciò che riguarda le politiche monetarie: una volta ristabilite condizioni normali di funzionamento dei mercati finanziari e consolidata la ripresa, il ritiro delle misure di espansione quantitativa della liquidità e il rialzo dei tassi dai minimi secolari sono atti dovuti per avere una crescita duratura. Quanto per quelle di bi-

lancio: per ottenere la riduzione dei deficit dai valori inusitati raggiunti nelle economie avanzate e rendere sostenibili nel tempo i debiti pubblici altissimi (il lascito più ingombrante e spinoso della crisi) non basterà il rientro dagli stimoli discrezionali ma occorrerà varare manovre restrittive. La via maestra anche per il riequilibrio dei conti pubblici rimangono le riforme strutturali che innalzano il potenziale di crescita. Tutto ciò avviene in un contesto di protezionismo strisciante e di instabilità valutaria che inquinano il campo competitivo e rendono più incerte le scelte strategiche delle imprese.

Come si comporteranno i consumi e gli investimenti? I primi verranno rallentati dalle difficoltà del mercato del lavoro (una conseguenza della crisi non pienamente dispiegata in Europa), oltre che dal cambiamento delle preferenze e dalla perdita di ricchezza. I secondi risentiranno di margini di profitto compressi e dell'ampia capacità produttiva inutilizzata, anche se troveranno nuovi stimoli nelle innovazioni. Su entrambi incideranno le maggiori difficoltà di finanziamento.

Le imprese italiane e il *made in Italy* in generale appaiono in grado di cogliere le opportunità che provengono dai nuovi mercati, grazie alla notevole rapidità di reazione e velocità di adattamento che si è espressa negli ultimi anni sia sul fronte dell'orientamento geografico delle esportazioni sia su quello della specializzazione produttiva. Ma dovranno attrezzarsi per competere alla conquista dei nuovi consumatori che si stanno moltiplicando nei paesi emergenti, da dove verrà la parte preponderante della crescita della domanda finale nei prossimi anni. Gli sforzi delle imprese saranno meno efficaci nel far progredire il benessere degli italiani (che invece è paurosamente arretrato dal 2000 in poi) se non saranno assecondati da un sistema paese più flessibile e capace di aggiustarsi ai mutamenti dello scenario economico globale.

2.1 Il rimbalzo di PIL e produzione

La ripresa è iniziata, la crisi morde ancora

Riparte il PIL

Tra il secondo e il terzo trimestre del 2009 il PIL è tornato a crescere in quasi tutte le maggiori economie industriali, grazie agli effetti delle politiche economiche e al miglioramento della fiducia, che si sono tradotti in recupero del commercio mondiale e maggior contributo delle scorte. Fanno eccezione la Spagna e il Regno Unito dove le difficoltà dei settori immobiliare e finanziario hanno causato un'ulteriore contrazione. Gli indicatori anticipatori puntano al consolidamento della ripresa, che sta avvenendo con intensità diverse.

La recessione globale più profonda e diffusa del dopoguerra è comunque terminata. Le sue conseguenze perdurano e sono complesse da gestire. Le condizioni di crescita pre crisi e le

strutture produttive le hanno limitate o amplificate nei singoli paesi.

La caduta senza precedenti della domanda globale di beni di investimento e di consumo durevoli ha penalizzato, ovunque, il manifatturiero con effetti trasmessi e potenziati dal crollo degli scambi commerciali internazionali.

Per questa ragione sono stati più colpiti i sistemi con un'alta propensione all'export e con maggiore presenza industriale. Lo sgonfiamento delle bolle immobiliare e finanziaria ha, invece, inciso maggiormente sulle economie in cui costruzioni e finanza hanno maggiore rilevanza.

Italia più penalizzata

L'Italia, per la forte dipendenza dall'estero e il peso rilevante del manifatturiero, è tra le nazioni che hanno patito le più forti contrazioni del PIL. Inoltre, la crisi è innestata su un'economia già in lenta crescita (1,1% la variazione media annua tra 2000 e 2007) a causa della bassa dinamica della produttività, con un sistema manifatturiero nel pieno di una profonda ristrutturazione e un alto debito pubblico che ha ristretto i margini di manovra della politica di bilancio.

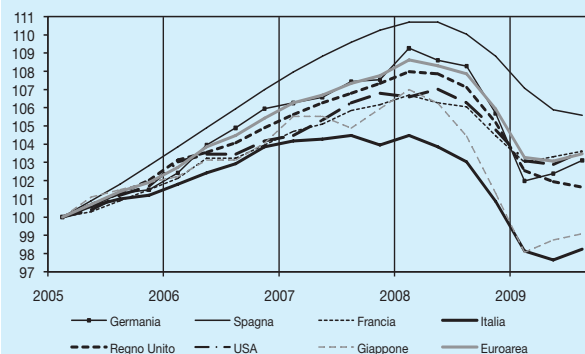
Il picco ciclico del PIL per quasi tutti i paesi qui considerati è stato toccato nel primo trimestre del 2008 (per gli Stati Uniti nel secondo; Grafico 2.1). Dal livello di massima espansione al terzo trimestre del 2009, quando già nella gran parte dei casi si era avuta una variazione congiunturale positiva, la diminuzione del PIL italiano è stata del 5,9%. Solo il Giappone ha registrato una flessione più marcata (-7,7%). Di poco inferiore la caduta osservata nel Regno Unito (-5,8%) e in Germania (-5,6%). Più contenuta invece in Spagna (-4,5%), Stati Uniti (-3,2%) e Francia (-3%).

Il recupero, appunto, è già iniziato (Tabella 2.1), ma sul tempo ancora occorrente a riprendere i livelli pre crisi influiscono diversi fattori: alcuni di carattere temporaneo, altri strutturali.

Contano le politiche di stimolo fiscale adottate e la consistenza dei debiti accumulati. Per le prime, le crisi passate insegnano che queste influiscono più sulla durata della crisi che sulla crescita successiva. Su quest'ultima ha rilevanza la composizione dei pacchetti rea-

Grafico 2.1

Il PIL recupera in quasi tutte le principali economie (Dati destagionalizzati, indici 1° trim. 2005=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters, ISTAT, Eurostat, Bank of Japan, FED.

lizzati. Solo la spesa in conto capitale mostra di incidere positivamente sulla crescita post crisi. Invece, nel medio lungo periodo i paesi con i debiti maggiori saranno costretti, nei prossimi anni, ad adottare politiche di rientro più incisive che freneranno la crescita. In entrambi i casi, l'Italia non appare favorita.

La ripresa del commercio mondiale avvantaggerà, invece, soprattutto la Germania che è più orientata all'export (47,2% del PIL). Anche l'Italia, con una quota di esportazioni sul PIL del 28,8%, ne trarrà un forte giovamento. Il settore immobiliare, invece, sosterrà la dinamica negli Stati Uniti, dove si è già concluso il processo di aggiustamento dei prezzi, mentre farà da freno in Europa (eccetto la Germania, dove non c'è stata bolla immobiliare). Il recupero delle quotazioni azionarie è già in atto e inciderà positivamente su Regno Unito e Stati Uniti. In Italia, invece, il suo effetto sarà poco significativo, vista la bassa incidenza della ricchezza finanziaria sui bilanci delle famiglie.

Lunghi i tempi di recupero

Il recupero del PIL perduto, quindi, avverrà con tempistiche diverse tra paesi. Secondo il CSC, tenuto conto dei tassi di crescita potenziali, all'Italia saranno necessari quattro anni (fino al 2013) per tornare ai livelli di PIL pre crisi, dopo una perdita che nel biennio di recessione ha riportato l'economia italiana indietro di quasi otto anni. Sono lunghi anche i tempi di recupero per Giappone (tre anni e nove mesi) e Spagna (tre anni e mezzo). La Germania impiegherà due anni e mezzo, mentre la Francia già nella seconda metà del 2011 avrà compensato pienamente le perdite accumulate. Gli Stati Uniti saranno i più rapidi: solo un anno (Tabella 2.2).

Tabella 2.1

La caduta e il modesto recupero		
(PIL, var. %, dati destagionalizzati; dati al 3° trimestre 2009)		
	Riduzione dal picco (Rif. 1° trim. 2008)	Recupero dai minimi
Spagna	-4,5	0,0
Francia	-3,0	0,5
Stati Uniti	-3,2*	0,7
Regno Unito	-5,8	0,0
Italia	-5,9	0,6
Germania	-5,6	1,2
Giappone	-7,7	1,0

* 2° trimestre 2008.
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT, Thomson Reuters, FED, Bank of Japan, Eurostat.

Tabella 2.2

Anni persi e tempi lunghi di ripresa		
(PIL, anni di arretramento e ritorno ai livelli pre crisi)		
	Anni persi (al 2009)	Tempi di recupero (anni)
Italia	8	Quattro
Giappone	5	Tre e nove mesi
Spagna	3	Tre e mezzo
Regno Unito	4	Due e nove mesi
Euroarea	4	Due e mezzo
Germania	4	Due e mezzo
Francia	3	Uno e mezzo
Stati Uniti	3	Uno

Per il 2009-2011: previsioni CSC (Euroarea, Germania, Spagna, Francia, Italia e USA) e OCSE (Regno Unito e Giappone); tassi di crescita dal 2012 pari alla media del tasso di crescita potenziale stimato dall'OCSE per il periodo 2012-2017.
Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT, Thomson Reuters, FED e B. of Japan.

Recupero a più velocità tra paesi e settori

La ripresa del PIL è guidata dal rimbalzo della produzione industriale. Cominciato già da alcuni mesi, è diffuso, con poche eccezioni, a tutte le principali economie ma non a tutti i comparti produttivi. I livelli di attività restano comunque ancora molto bassi rispetto ai picchi pre crisi (Grafico 2.2). Il confronto internazionale, basato sui dati di settembre, mette in luce in particolare un divario in Italia che è ancora del 24,4% tra i valori attuali della produzione ma-

nifatturiera e quelli massimi dell'aprile 2008 (dati destagionalizzati). Con l'eccezione della Spagna (-25,9%), è stata la forbice più ampia tra i maggiori paesi industriali, superiore di circa tre punti percentuali alla media europea (-21,0%) e ancora di più rispetto a Germania (-17,0%), Francia (-15,6%) e Stati Uniti (-13,8%).

Anche il grado di utilizzo degli impianti è estremamente basso. In Italia, nel secondo trimestre, aveva toccato il minimo storico (69,7%) dal 1969, anno di inizio della rilevazione. Nel terzo trimestre ha recuperato lievemente (69,8%) ma risulta ancora di 13,2 punti inferiore al livello di fine 2007, come negli Stati Uniti. In Francia e Germania è diminuito di circa 15 punti, mentre nello stesso periodo in Giappone si è ridotto di 25,3 punti.

Le significative differenze nelle *performance* tra paesi e settori industriali sono state determinate da alcuni fattori: il grado di apertura internazionale di ciascuna economia, che ha amplificato gli effetti della caduta della domanda estera; l'importanza dei vari mercati di sbocco per le esportazioni di ciascun paese, che ha avvantaggiato quelli dove maggiore è la quota destinata agli emergenti (soprattutto del Sud Est asiatico); la struttura produttiva, che ha favorito quelli specializzati in settori anticiclici o comunque meno colpiti dalla caduta della domanda (beni di consumo non durevoli); l'efficacia delle politiche nel sostenere la domanda interna, con un ruolo specifico svolto nelle dinamiche settoriali dagli incentivi al settore dell'auto che hanno diretto capacità di spesa verso i comparti dell'*automotive*.

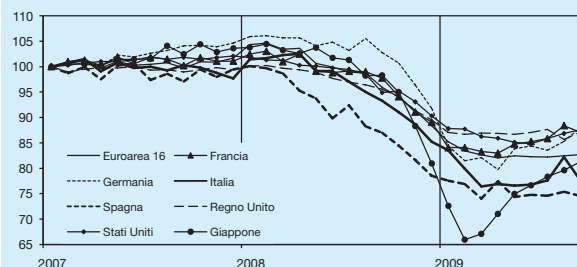
**Giappone +23,3%,
Italia +1,5%**

L'ampiezza del recupero manifatturiero dai minimi toccati nella crisi variava a settembre tra il +0,7% della Spagna e il +23,3% del Giappone.

L'Italia fino a settembre ha registrato un modesto +1,5% (il CSC stima +5,8% a novembre). In Europa ha fatto meglio di tutti la Germania (+10,4%), seguita dalla Francia (+4,9%). Contenuta la ripresa negli Stati Uniti (+3,2%).

Grafico 2.2

La caduta e la lenta risalita dell'attività manifatturiera
(Indici gennaio 2007=100, dati destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT, Eurostat, FED, Bank of Japan.

Ma la strada da percorrere è ancora molto lunga. L'entità della caduta è stata talmente forte che anche nell'ipotesi di una crescita della produzione industriale al tasso medio annuo del periodo 2005-2007, caratterizzato da una diffusa e robusta espansione industriale, per tornare ai valori del precedente picco ciclico si impiegherebbero diversi anni.

Il CSC stima che alla Germania sarebbero necessari circa tre anni; il doppio agli Stati Uniti; l'Italia tornerebbe ai livelli del 2007 nel corso del 2017, mentre la Francia solo nel 2023. Il Regno Unito impiegherebbe molto di più per effetto della bassa crescita che ha caratterizzato la sua attività industriale nella fase immediatamente precedente la crisi (Tabella 2.3).

Dinamiche settoriali variegate

La disaggregazione settoriale mostra dinamiche molto variegata (Tabella 2.4). L'intensità del recupero è spesso proporzionale alla gravità della caduta precedente. Ciò vale in primo luogo per la produzione di autoveicoli che, in tutti i paesi considerati, ha registrato le contrazioni più marcate (anche superiori al 50%). Ed è stato tra quelli che, grazie anche agli incentivi, ha messo a segno il rimbalzo più forte dai minimi: in Giappone +77,6%, in Germania +46,8%, in Italia +12,5%. A cascata, ne hanno beneficiato tutti i produttori della filiera dell'*automotive*, in particolare quelli della metallurgia (soprattutto in Francia), della chimica e della gomma-plastica (di più in Germania).

La maggiore domanda internazionale ha sostenuto i recuperi produttivi dei beni sia intermedi sia di investimento, che nella recessione avevano subito contrazioni tra le più aspre. Tra gli intermedi, in particolare, si segnala il miglioramento nella produzione tessile, soprattutto in Italia (+16,5%) e Germania (+11,3), nonostante la sempre più accanita concorrenza dei paesi a basso costo del lavoro (specialmente da parte delle economie asiatiche e di quelle dell'Est europeo).

I beni di consumo non durevoli hanno registrato mediamente variazioni positive piuttosto limitate, a fronte di una maggiore tenuta nella recessione, perché caratterizzati da una domanda meno ciclica. Al contrario, i beni di consumo durevoli (tra cui non sono classificate le autovetture, che sono invece conteggiate tra i beni di investimento) in settembre hanno toccato un nuovo minimo recessivo nella media europea. In Italia, invece, hanno recuperato il 4,7% dal minimo, grazie alla buona *performance* di apparecchiature elettriche (+10,9%) e computer, elettronica e ottica (+11%).

Tabella 2.3

La lunga ripresa della produzione		
(Var. % annue)		
	Tasso di crescita medio annuo (2005-2007)	Anno di ritorno ai livelli pre crisi
Germania	5,9	2012
Stati Uniti	1,9	2015
Giappone	3,6	2017
Italia	2,9	2017
Spagna	2,9	2018
Francia	1,2	2023
Regno Unito	0,2	-

Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT, Eurostat, FED, Bank of Japan.

Tabella 2.4

Quanta è stata la risalita dai livelli più bassi (Var. % della produzione settoriale dal mese di minima espansione a settembre 2009, valori destagionalizzati, ordinati in senso decrescente su Euroarea 16)								
	Euroarea 16	Italia	Germania	Francia	Spagna	Regno Unito	Stati Uniti	Giappone
Autoveicoli, rimorchi e semirimorchi	16,2	12,5	46,8	36,3	17,2	23,1	35,1	77,6
Metallurgia	14,9	13,9	23,1	32,9	14,9	5,2	23,8	47,8
Farmaceutica	10,3	14,6	6,1	7,2	12,5	10,9	4,0	
Chimica	7,7	6,6	22,2	11,8	12,8	0,2	6,3	14,4
<i>Beni intermedi</i>	5,5	0,3	12,6	6,8	0,9	2,1		
Macchinari e apparecchiature nca	5,0	2,0	10,0	5,4	5,0	0,0	1,2	12,7
Coke e raffinati	4,6	3,6	2,7	2,3	3,0	3,0	12,2	6,0
Carta e prodotti di carta	3,6	0,0	11,0	6,5	0,7	7,6	7,6	8,4
<i>Beni di investimento</i>	3,1	0,5	12,9	6,4	1,0	2,2		
Gomma e materie plastiche	3,0	2,1	15,3	15,3	12,5	3,4	1,6	18,0
Tessile	2,0	16,5	11,3	4,2	1,1	5,2	1,7	1,7
Alimentari	1,9	1,0	4,4	4,9	2,4	0,4	2,4	6,3
Pelle e simili	1,8	4,9	28,6	6,4	0,0	11,4	6,1	3,6
<i>Beni di consumo non durevoli</i>	1,7	3,4	3,2	4,2	1,9	2,6	2,1	
Altri mezzi di trasporto	1,2	9,9	3,9	7,6	7,5	1,9	17,5	66,8
Altre imprese manifatturiere	1,2	4,1	1,4	5,8	9,0	4,0	0,0	7,3
<i>Beni di consumo</i>	0,9	2,5	2,8	1,9	0,7	2,7	3,3	
MANIFATTURA	0,8	1,5	10,4	4,9	0,7	1,8	3,2	23,3
Prodotti in metallo (escl. macchinari)	0,5	4,6	8,0	5,1	3,5	2,0	0,8	13,1
Apparecchiature elettriche	0,4	10,9	9,6	0,0	6,5	9,1	1,3	23,1
Minerali non metalliferi	0,1	0,0	4,1	0,6	0,0	7,5	2,0	36,7
Tabacco	0,0		4,2	0,0	0,0	8,9	4,1	
Abbigliamento	0,0	5,1	0,0	7,7	3,2	18,8	4,7	
Legno e prodotti in legno	0,0	3,9	7,6	5,3	0,0	9,2	1,2	6,6
Stampa e riproduzione	0,0	0,0	5,0	0,0	1,0	3,3	0,9	5,2
Computer, elettronica e ottica	0,0	11,0	5,5	0,0	8,1	10,1	3,1	10,5
Mobili	0,0	7,5	0,0	0,0	5,0	9,1	0,0	7,8
Riparazioni e installazioni	0,0	6,9	0,0	5,7	13,8	0,0		
<i>Beni di consumo durevoli</i>	0,0	4,7	3,2	1,1	2,6	5,6	5,4	

I settori nei quali la variazione è pari a "0", sono quelli che in settembre hanno toccato un nuovo minimo di attività.

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

Restano in difficoltà, in quasi tutti i paesi considerati, i settori che forniscono materiali all'edilizia (minerali non metalliferi, legno e mobili) a causa della debolezza del settore immobiliare.

2.2 Forze espansive

La potente spinta delle politiche di bilancio

Le politiche economiche hanno avuto un ruolo determinante nell'arrestare l'avvitamento dell'economia reale e dei mercati finanziari e nel mettere in moto la ripresa. Non solo per i loro effetti diretti di stimolo della domanda, ma anche per quelli indiretti e fondamentali di miglioramento del clima di fiducia. La diffusione del panico e dell'incertezza è stata il vero catalizzatore della crisi e senza il ritorno della fiducia non si sarebbe evitata la depressione. Le forze espansive della congiuntura globale sono costituite proprio dalle politiche e dal miglioramento del sentimento economico. Un importante contributo anche se temporaneo è venuto dal miglioramento delle ragioni di scambio.

Per rinsaldare la fiducia e rimettere in moto domanda e produzione le politiche di bilancio sono state non meno importanti di quelle monetarie, le quali, a causa delle condizioni difficili del sistema bancario che ha ridotto la trasmissione degli impulsi espansivi dei bassi tassi e dell'enorme iniezione di liquidità, non hanno avuto l'usuale presa sulle decisioni di spesa di imprese e famiglie, anche se sono state cruciali per la stabilizzazione dei mercati finanziari, condizione fondamentale per la svolta dalla recessione alla ripresa.

Tra le forze espansive nello scenario globale ci sono proprio le misure di sostegno all'economia varate da governi e banche centrali, le cui ricadute sono normalmente ritardate di alcuni trimestri e che quindi eserciteranno la maggiore spinta proprio a partire dalla fine del 2009 e nel corso del 2010. Mentre nel 2011 inizieranno a operare le ricadute dei primi provvedimenti in direzione dell'*exit strategy*.

Dai governi un aiuto dell'11,6% del PIL

Per fermare la crisi, i governi hanno adottato misure fiscali discrezionali per un ammontare complessivo per i paesi del G20 del 2% del PIL nel 2009 e dell'1,6% nel 2010. Se si aggiungono gli stabilizzatori automatici, le risorse complessivamente attivate sono pari al 5,9% del PIL nel 2009 e al 5,7% nel 2010. Nelle economie avanzate il contributo degli stabilizzatori automatici è stato superiore che nei paesi emergenti. Una dimensione senza precedenti, non solo in sé ma anche per il grado di coordinamento raggiunto tra i governi, anche se questo avrebbe potuto essere ulteriormente migliorato, soprattutto all'interno dell'Unione europea. Ma occorre sempre tener presente i diversi gradi di libertà concessi dai livelli di debito pubblico e le varie pressioni politiche provenienti dall'opinione pubblica e raccolte dai parlamenti.

Gli effetti che tali risorse stanno avendo sulla crescita sono sicuramente molto consistenti anche se non sono però esattamente quantificabili.

Alcune stime fornite dall'FMI e dalla Commissione europea sull'impatto delle misure discrezionali nell'Unione europea e negli Stati Uniti, indicano che 1 punto di PIL di risorse può

avere un effetto espansivo, nell'ipotesi migliore, di 1 punto percentuale sulla crescita del PIL. Si tratta comunque di stime condotte sulla base di valori storici. I fattori che ne limitano l'efficacia sono i ritardi nell'implementazione, le limitazioni nell'accesso al credito, la percezione del rischio di un rientro brusco delle finanze pubbliche, le politiche monetarie non accomodanti adottate troppo in anticipo. E anche la diversa composizione dei pacchetti adottati incide sull'effetto complessivo. Non è nemmeno facile determinare quanto la diversa consistenza delle misure adottate abbia inciso sulle differenze di *performance* dei singoli paesi. In parte perché è troppo presto per disporre di dati adeguati, in parte perché le economie, soprattutto quelle avanzate, sono molto più interconnesse di quanto non lo siano state in passato e gli stimoli adottati nell'una si disperdono nelle altre attraverso i canali commerciali e finanziari, riducendo perciò l'impatto su quella e migliorando la dinamica altrove.

Tuttavia, l'attuazione delle politiche discrezionali programmate per il 2009, secondo l'FMI, appare per lo più in linea con le previsioni, anche se la conclusione è basata su informazioni qualitative. Perché non è quasi mai possibile individuare nel bilancio degli stati le misure discrezionali distintamente dal resto degli interventi e valutarne il grado di attuazione.

In ogni caso, l'analisi delle precedenti crisi bancarie evidenzia che la politica di bilancio ha l'effetto di ridurre la durata della crisi. Un recente lavoro¹ condotto su 118 crisi bancarie avvenute tra il 1980 e il 2008 in un panel di 182 paesi mostra che queste crisi hanno avuto una durata media di due anni e mezzo con l'85% dei casi compresi tra 1 e 4 anni. La consistenza delle misure di bilancio adottate incide sulla loro durata. Anche la composizione dei pacchetti appare cruciale. L'aumento dei consumi pubblici è più efficace degli investimenti pubblici; sgravi fiscali sui consumi hanno maggior effetto di quelli sui redditi. In generale, le politiche di bilancio anticicliche non hanno effetto sul livello della crescita post crisi (come è atteso che sia), fatta eccezione per gli investimenti pubblici. D'altra parte, le crisi associate a *credit crunch* o a scoppio di bolle immobiliari durano un anno in media in più. E la soluzione dei problemi del sistema finanziario può accorciare i tempi di un anno.

Tra le economie avanzate, le misure espansive varate dai governi non sembrano aver sinora determinato differenze significative nel livello di crescita registrata nel periodo 2007-2009 (cioè dall'insorgere della crisi fino a oggi). In altre parole, la diversa consistenza delle politiche di stimolo adottate così come quella degli stabilizzatori attivati non sembrano essere significative nello spiegare le singole *performance*, anche se nel complesso e a livello di intera economia globale non ci sono dubbi sull'efficacia e la portata straordinaria del loro impatto. Anche perché, inevitabilmente, quelle *performance* sono molto più legate all'esposizione ai fattori della crisi e ai suoi canali di propagazione, oltre che alla portata e intensità degli interventi di politica monetaria.

¹ Baldacci, Gupta e Mulas-Granados, 2009, FMI.

Il CSC ha condotto una verifica econometrica per 23 delle 33 economie avanzate (Tabella 2.5): la correlazione tra la consistenza delle politiche discrezionali e la riduzione del PIL è molto bassa (0,30). Più alta quella degli stabilizzatori automatici (0,52). Si è tentato di stimare l'effetto degli stimoli fiscali e degli stabilizzatori automatici attivati nel 2008 e 2009, sulla contrazione del PIL registrata dal 2007 al 2009 nelle 23 economie avanzate considerate. E si è controllato per l'effetto degli interventi adottati dai governi per supportare le banche in difficoltà, per le riduzioni dei tassi praticate dalle banche centrali e per la crescita media nel periodo 2000-2007.

Tabella 2.5

I massicci interventi della politica di bilancio contro la crisi					
	(Var. %)				
	PIL a prezzi costanti 2009 - 2007	Stimoli fiscali 2008 e 2009 (% PIL 2009)	Stabilizzatori automatici 2008 e 2009 (% PIL 2009)	Stimoli fiscali 2010 (% PIL 2010)	Stabilizzatori automatici 2010 (% PIL 2010)
Irlanda	-10,3	0,0	-12,2	0,0	-13,3
Italia	-6,1	-0,2	-3,9	-0,1	-4,0
Giappone	-6,0	-2,4	-5,0	-1,8	-5,7
Finlandia	-5,4	-1,7	-6,4	-0,5	-8,9
Germania	-4,1	-1,6	-2,1	-2,0	-2,2
Regno Unito	-3,7	-1,6	-7,3	0,0	-10,6
Danimarca	-3,6	0,0	-5,8	0,0	-7,9
Portogallo	-3,0	-1,3	-3,0	0,0	-4,8
Spagna	-2,9	-4,3	-10,1	-0,3	-14,4
Stati Uniti	-2,3	-2,0	-4,4	-1,8	-4,7
Olanda	-2,3	-0,8	-3,5	-0,7	-5,5
Belgio	-2,2	-0,8	-4,8	-0,4	-5,7
Canada	-2,1	-1,9	-4,6	-1,7	-4,0
Francia	-2,0	-0,7	-3,6	-0,8	-3,6
Austria	-1,9	-1,8	-1,7	-1,8	-3,2
Svizzera	-0,2	-0,7	-3,0	0,0	-3,7
Norvegia	0,2	-1,8	-8,8	-1,9	-4,1
Corea	1,2	-3,6	-2,6	-4,7	-1,5
Grecia	2,2	-0,1	-2,7	0,0	-3,5
Australia	3,1	-2,9	-2,9	-2,0	-4,8

Fonte: elaborazioni CSC su stime FMI.

Sebbene il semplice modello funzioni² e tutti i coefficienti presentino i segni che ci si aspetterebbe (in particolare, i coefficienti relativi agli interventi discrezionali e agli stabilizzatori automatici sono positivi, cioè maggiori risorse discrezionali e più ampi stabilizzatori au-

² È correttamente specificato. L'R quadro è 0,60, la statistica di Fisher è significativa al 99%, i residui superano il test Shapiro-Wilk di normalità, non presentano problemi di eteroschedasticità e la collinearità tra i regressori è stata esclusa utilizzando la *variance inflation factor*.

tomatici hanno indotto un miglior andamento del PIL), questi non sono significativamente diversi da zero. Al contrario, sono significativi i coefficienti relativi alle condizioni preesistenti e quelli legati all'intensità della crisi che ha coinvolto i sistemi bancari.

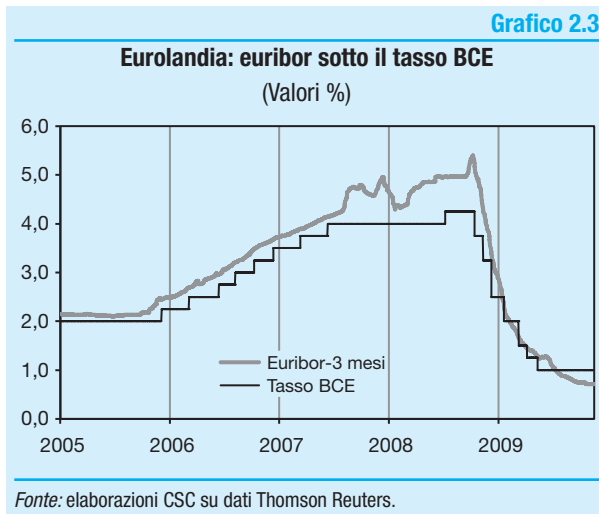
Come detto, ciò può essere dovuto all'elevata interconnessione tra le economie avanzate, che riduce l'efficacia delle politiche fiscali a livello di singolo paese. Queste conclusioni vanno comunque trattate con molta cautela perché è troppo presto per apprezzare gli effetti delle misure di stimolo e degli stabilizzatori sui dati medi annuali.

Il ruolo chiave delle politiche monetarie

Gli interventi di proporzioni eccezionali attuati dalle banche centrali dei paesi avanzati nel pieno della crisi mondiale hanno sorretto l'economia e messo in moto la ripresa. Evitando un calo più marcato dei prestiti bancari e facendo scendere i tassi di interesse di mercato. Non sono tuttavia riusciti a invertire la tendenza al ribasso del credito, anche perché condizionato da una minore domanda, né a impedire l'aumento degli *spread* pagati da imprese e famiglie, nonostante l'enorme immissione di liquidità e il livello dei tassi ufficiali ai minimi storici, al cui stimolo vanno aggiunti gli imponenti interventi dei governi a sostegno del sistema bancario.

Le banche centrali hanno prima fermato il disallineamento verso l'alto dei tassi del mercato interbancario rispetto ai tassi ufficiali e poi quasi normalizzato il mercato interbancario. Quando questo ancora era bloccato, la loro azione è riuscita comunque a far scendere il costo del denaro.

Il disallineamento si era manifestato per la prima volta nell'agosto 2007: in Eurolandia il gap tra euribor a 3 mesi e tasso BCE era giunto a 0,95 punti percentuali (0,1 il gap normale; Grafico 2.3). E poi ancor più dopo il settembre 2008, fino a un divario massimo di 1,14 punti. Nel corso del 2009 gli interventi di politica monetaria sono riusciti a far gradualmente scendere i tassi interbancari, riportandoli in linea con l'eccezionale taglio dei tassi ufficiali. In Eurolandia l'euribor a 3 mesi è sceso da luglio 2009 addirittura sotto il tasso di riferimento: 0,72% a dicembre il primo contro l'1% del secondo. Il tasso eonia è ancora più basso (0,35%). Negli USA invece il tasso interbancario si è allineato solo a novembre 2009 al tasso ufficiale



(0,26% rispetto a 0,25%), che però è molto più basso di quello dell'eurozona.

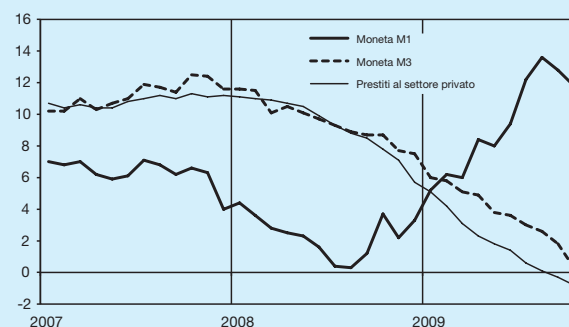
Le banche centrali non hanno tuttavia potuto evitare l'ampliamento degli *spread* pagati da imprese e famiglie rispetto ai tassi di mercato. Che nasce sia dall'aumento dell'avversione al rischio degli intermediari, destinata a permanere, sia dalla percezione che tassi ufficiali così ridotti non siano duraturi, e ciò induce una certa vischiosità nel costo del denaro praticato dalle banche, sia dalla difficoltà per queste ultime di comprimere i margini di intermediazione tagliando i costi. Il rischio per le banche, misurato dalla dinamica delle sofferenze, è effettivamente salito. Gli *spread* sulle imprese restano su livelli molto elevati: 1,6% in media in Italia a ottobre 2009 (0,5% nell'agosto 2008).

Cruciale è stato il sostegno indiretto delle banche centrali al credito, in particolare in Eurolandia, sebbene non tanto da invertirne la rotta. La moneta M1 nell'area euro continua a espandersi fortemente (+11,8% annuo a ottobre 2009), mentre M3 (che comprende M1) è ferma sul livello dell'ottobre 2008 (+0,3% annuo, minimo della serie storica dal 1981; Grafico 2.4). Il punto è che senza la forte espansione di M1, sostenuta dalla BCE, M3 sarebbe diminuita, invece che restare stabile. E i prestiti al settore privato, che a ottobre sono in caduta (-0,8% annuo), seguono il profilo di M3, per di più con un gap al ribasso via via più ampio. Perciò con un maggior calo di M3 anche i prestiti avrebbero registrato una caduta più vistosa di quella osservata e penalizzato ancor più l'attività economica. Anche negli Stati Uniti M2 rallenta (6,7% annuo a settembre dal 10% a gennaio) mentre corre M1 (13,5%). In Giappone accelerano, da ritmi bassissimi, sia M1 (+1,1% a ottobre) che M3 (+2,4%).

La corsa di M1 in Eurolandia nasce in gran parte dall'impennata, da novembre 2008, della base monetaria (M0; +233 miliardi di euro in un solo mese; Grafico 2.5).

Grafico 2.4

Cresce M1, ferma M3, giù i prestiti (Eurolandia, var. % su 12 mesi)

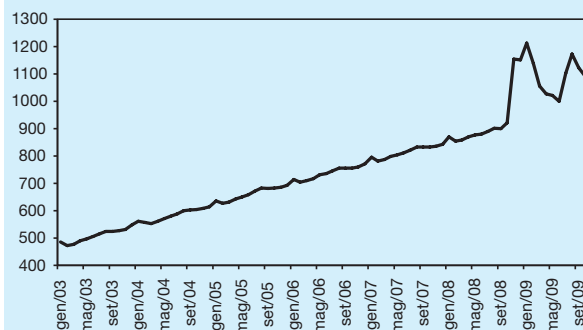


Dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi.

Fonte: elaborazioni CSC su dati BCE.

Grafico 2.5

Base monetaria in Eurolandia (Miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni CSC su dati BCE.

Determinata dalla BCE tramite le iniezioni non standard di liquidità a sostegno del sistema finanziario. A riflesso di ciò la BCE ha visto gonfiarsi le dimensioni del proprio bilancio a partire dal *crack* di *Lehman Brothers*: +45% dai valori di settembre 2008 (1.441 miliardi di euro) al picco di fine anno (2.100 miliardi), attestandosi poi a 1.761,5 miliardi nel novembre 2009 (19,5% del PIL di Eurolandia). Il bilancio FED si è più che raddoppiato, superando i 2.200 miliardi di dollari a fine 2008 (era poco sotto i 1.000 prima del *default* di *Lehman*). Negli ultimi mesi le dimensioni dei bilanci delle principali banche centrali si sono stabilizzate. Il nuovo rialzo della base monetaria in Eurolandia a luglio 2009 è derivato dal parcheggio operato dalle banche di parte della liquidità fornita dalla BCE con l'operazione di rifinanziamento a più lungo termine (LTRO) a 12 mesi a importo illimitato di giugno 2009 (442,2 miliardi). Negli ultimi mesi la base monetaria ha ripreso lentamente a calare.

Dal bilancio BCE risultano prestiti netti alle banche per 603,4 miliardi di euro a fine novembre 2009, in aumento nelle ultime settimane. Di questi, 53,3 miliardi forniti con operazioni di rifinanziamento principali (MRO), pari all'8,2% dei prestiti BCE e che in tempi normali sono una parte molto più rilevante (34,8% a inizio settembre 2008; Tabella 2.6). Le LTRO, in cui ricadono gran parte delle misure non standard, sono salite a 595,4 miliardi (91,7%), mentre la *marginal lending facility* (MLF) è salita, ma a soli 0,8 miliardi. Tutto ciò al netto di 46,1 miliardi di *deposit facility*, cioè la liquidità che le banche parcheggiano presso la BCE. Che resta molto elevata rispetto ai livelli pre *Lehman* (0,1 miliardi), nonostante il livello bassissimo del tasso che la remunera (0,25%). Resta invece scarso il ricorso alla MLF, visto l'elevato livello del tasso da pagare (1,75%) e agli altri strumenti disponibili presso la BCE. Gli acquisti di *covered bond* (voce 7.1 del bilancio BCE) sono arrivati a 25 miliardi, contro il tetto stabilito in 60 miliardi entro giugno 2010.

Tabella 2.6

BCE: un bilancio più ampio con una diversa composizione

(Miliardi di euro; dati settimanali)

	Attività			Passività	
	05 set. 08	20 nov. 09		05 set. 08	20 nov. 09
1---4	414,0	490,2	1 <i>Banknotes</i>	684,6	771,6
5.1 MRO	160,0	53,3	2.1 <i>Minimum reserve</i>	210,8	229,8
5.2 LTRO	300,0	595,4	2.2 <i>Deposit facility</i>	0,1	46,1
5.5 <i>Marginal lending facility</i>	0,0	0,8	3---12	545,5	714,1
6---9	567,0	621,9			
Totale	1.441,0	1.761,5	Totale	1.441,0	1.761,5

MRO: operazioni di rifinanziamento principali.

LTRO: operazioni di rifinanziamento a più lungo termine.

* Le voci 5.3 e 5.4 dell'attivo risultano pari a zero.

Fonte: elaborazioni CSC su dati BCE.

Proseguono la risalita di fiducia e Borse e la normalizzazione dei mercati

La fiducia, ingrediente indispensabile per il radicamento della ripresa globale, continua a salire. Misurata sia dagli indici delle Borse sia dalle indagini presso le imprese e i consumatori. Qualche segnale stonato viene dal rialzo del costo delle coperture contro i rischi di fallimento e dall'allargamento degli *spread* sui titoli pubblici di alcuni paesi. Preoccupano in particolare le condizioni della Grecia, che pure appartiene all'area euro, soprattutto dopo il recente abbassamento del *rating* sul debito pubblico e gli altri che potrebbero seguire. Il caso greco, assieme a quello di Dubai, dimostrano che i mercati rimangono esposti ai colpi di coda della crisi. Ciò diffonde incertezza.

Negli USA l'indice azionario S&P 500 dai minimi di marzo a novembre 2009 è risalito del 43,1%, indizio chiaro di aumento della fiducia e della propensione al rischio tra gli investitori. Il minimo di marzo registrava un calo del 50,8% rispetto al picco dell'ottobre 2007 e del 40,9% rispetto all'agosto 2008 (Grafico 2.6). Le quotazioni restano però del 29,6% inferiori ai massimi precedenti. Le azioni in Eurolandia sono risalite a ritmi simili: +44,5% da marzo a ottobre 2009, dopo il -56,4% da ottobre 2007 a marzo 2009 (indice MSCI euro). A novembre 2009 hanno frenato (-0,7% su ottobre).

Negli USA la fiducia dei consumatori sta recuperando con più fatica. È rimasta sostanzialmente stabile negli ultimi mesi. Ma è comunque nettamente sopra al minimo toccato nel febbraio 2009. Più decisa la risalita in Eurolandia dal minimo del marzo scorso. Come e più che le Borse, la fiducia dei consumatori sia negli USA sia in Eurolandia resta inferiore ai livelli pre crisi del 2007. Ma la fiducia dei consumatori europei ha almeno recuperato i livelli di metà 2008.

Grafico 2.6

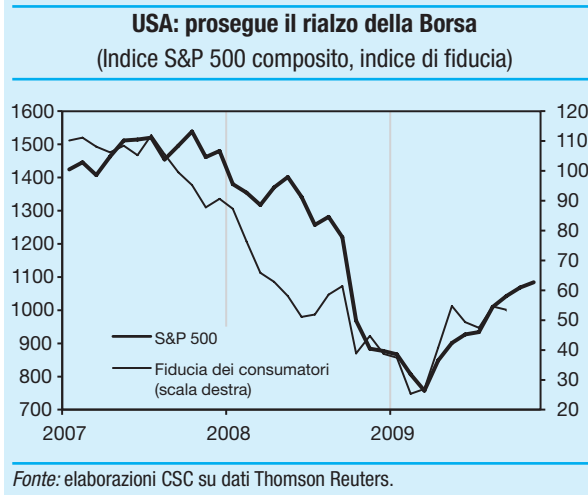
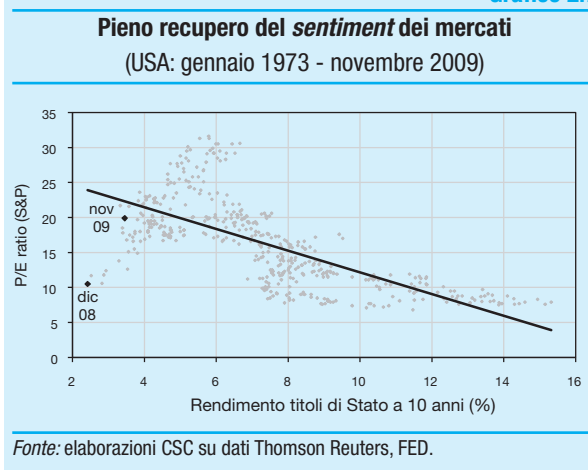


Grafico 2.7

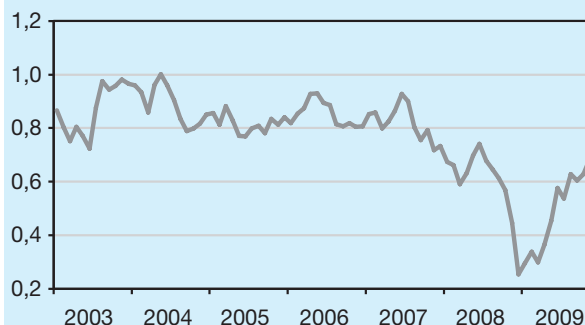


Una misura del ritorno di fiducia sui mercati finanziari è data dall'andamento della relazione tra i rendimenti delle azioni e dei titoli a basso rischio. Una relazione espressa dallo *yield ratio*, cioè dal rapporto tra il *price-earning* (P/E) dei titoli azionari e il rendimento sui titoli di Stato a 10 anni. A novembre 2009 lo *yield ratio* negli USA è tornato prossimo alla relazione di lungo periodo, mentre dopo il *crack Lehman* se ne era molto allontanato a causa di un P/E troppo basso rispetto ai rendimenti dei titoli di Stato (Grafico 2.7). La normalizzazione dello *yield ratio* negli USA, che oscilla attorno allo 0,8 per la maggiore rischiosità dell'investimento azionario, è ancora più evidente nella sua dinamica durante l'ultimo anno (Grafico 2.8). A novembre 2009 è risalito a 0,7 dopo aver toccato un minimo di 0,3 a dicembre 2008.

La normalizzazione prevale anche nei differenziali di rendimento tra i titoli di Stato. In Eurolandia gli *spread* rispetto al *Bund* tedesco sono calati molto dai picchi di inizio 2009, anche se restano ben sopra ai minimi pre crisi (Grafico 2.9). Per il BTp italiano lo *spread* si è collocato a 0,79 punti percentuali a inizio dicembre, sull'onda della crisi greca, dopo aver toccato 0,62 punti a metà novembre. A inizio 2009 era balzato a 1,56 punti (valori pre crisi mediamente pari a 0,2). La minore propensione al rischio continua però a favorire i titoli percepiti come migliori, come il *Bund*. La Grecia è un caso a sé ma con potenziali implicazioni di contagio. Ha registrato un'impennata a 2,51 dello *spread* sul *Bund* rispetto al minimo toccato lo scorso agosto e pari a 0,7 punti. L'aumento riflette la presa di coscienza dei mercati del grave e incontrastato deterioramento dei conti pubblici ellenici: il deficit è proiettato dalla Commissione europea al 12,8% del PIL ancora nel 2011, con un debito al 135,4% dal 95,6% del 2006. Livelli e tendenze evidentemente insostenibili. La sveglia è venuta a inizio dicembre

Grafico 2.8

Si normalizza lo *yield ratio* negli USA
(Rendimento titoli a basso rischio/rendimento azioni)

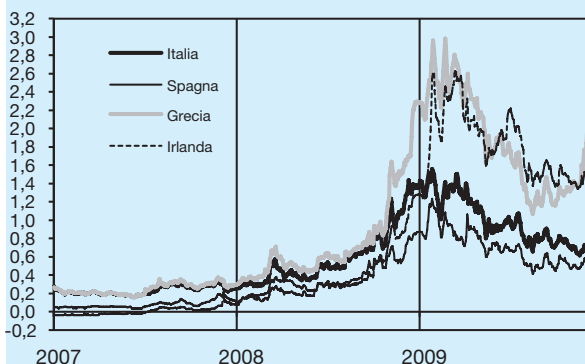


Titoli di Stato a 10 anni; S&P 500.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters, FED.

Grafico 2.9

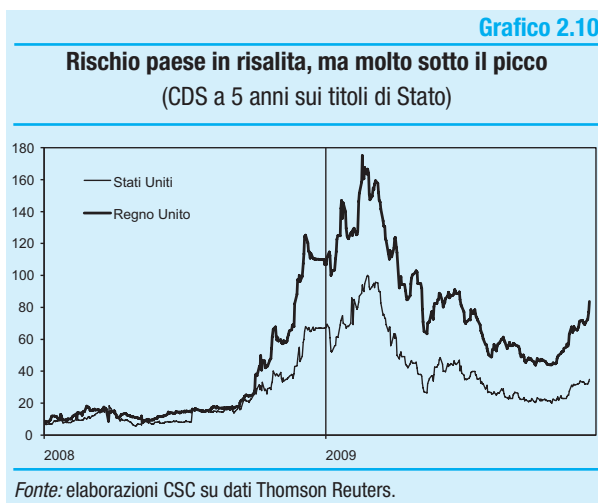
Spread in fermata in Eurolandia, su in Grecia
(Rendimenti su titoli di Stato a 10 anni; punti % di scarto rispetto alla Germania)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

dalla riduzione del *rating* da A- a BBB+ operato da *Fitch* e dal cambiamento dell'*outlook* da stabile a negativo da parte di *Standard & Poor's*. Ciò è emblematico di quanto rapidamente, in un contesto di normalizzazione, possa mutare l'opinione e la fiducia degli investitori e con quali costi in termini di oneri finanziari, seppure in una situazione tanto clamorosamente fuori controllo.

Il generale peggioramento di deficit e debiti pubblici nella gran parte dei paesi avanzati ha fatto tornare a salire nelle ultime settimane i prezzi dei *credit default swap* (CDS), utilizzati dagli investitori in titoli di Stato per coprirsi da un eventuale *default*. Le quotazioni dei CDS sono aumentate del 25,3% in Italia nell'ultimo mese, del 60% negli USA e del 51,6% nel Regno Unito (Grafico 2.10). Ma il rischio paese prezzato dai CDS resta ampiamente sotto i massimi toccati nei primi mesi del 2009.



La bolletta energetica ha dato una mano

Tra le forze che hanno sostenuto la svolta espansiva, in Italia e in genere in tutti i paesi industriali, c'è stata la riduzione della bolletta energetica e alimentare che ha determinato un aumento del potere d'acquisto dell'intera economia misurato dalle ragioni di scambio, cioè dal rapporto tra prezzi all'export e prezzi all'import.

Il forte ribasso delle quotazioni petrolifere e della gran parte delle altre materie prime dalla metà del 2008 ha determinato il crollo dell'inflazione (è questo il meccanismo attraverso cui quel vantaggio si è trasferito nelle tasche dei consumatori) e in generale significativi risparmi di spesa per tutti gli attori economici. Ciò ha offerto un sostegno nel pieno della recessione globale, liberando risorse per il consumo di altri beni e dando sollievo ai bilanci aziendali.

Il nuovo rialzo di petrolio, metalli e molte altre materie prime da inizio 2009 ha attenuato il risparmio, sebbene le quotazioni restino ancora inferiori ai picchi del 2008. Nel 2010 questo aiuto verrà del tutto meno.

2.3 Gli ostacoli alla crescita

Nonostante l'avvio di slancio, grazie anche alla fine del decumulo delle scorte, il sentiero della ripresa rimane ripido, cioè faticoso, lungo e difficile. Perché la crescita economica sarà a lungo frenata da numerosi ostacoli: la grande e crescente selettività del credito, anche per il tuttora incompleto risanamento dei bilanci bancari; gli alti prezzi delle case in molte nazioni europee, dove la correzione è stata rinviata dalla massiccia riduzione dei tassi di interesse che ha reso estremamente favorevoli le condizioni dei mutui ipotecari; l'aumento della parsimonia delle famiglie, non solo negli USA; il protezionismo strisciante. Anche la rimozione degli stimoli delle politiche economiche e soprattutto la necessità di risanare i conti pubblici rappresenteranno una zavorra per la crescita negli anni successivi al 2010. Le manovre di rientro dai deficit statali e per la stabilizzazione dei debiti pubblici cominceranno proprio nel 2011. Per ordine di importanza quali ostacoli alla crescita, le *exit strategy* di governi e banche centrali vengono subito dopo le difficoltà di finanziamento delle decisioni di spesa di imprese e famiglie.

Credito ancora difficile in Italia ed Eurolandia

Le condizioni più selettive nell'erogazione del credito da parte delle banche sono state tra i fattori che hanno frenato l'economia e continueranno a frenarla nei prossimi trimestri. Tanto più che il peggioramento delle sofferenze e dei bilanci delle imprese renderanno ancora più prudenti le banche.

In effetti, la flessione dei prestiti bancari in Italia e nell'Eurozona è stata finora minore della caduta del PIL. Ma le indagini qualitative indicano che la stretta selettiva del credito alle imprese e, in minor misura, alle famiglie ha preceduto la contrazione di investimenti e consumi. Mentre la crisi ha accresciuto il fabbisogno di finanziamento delle aziende.

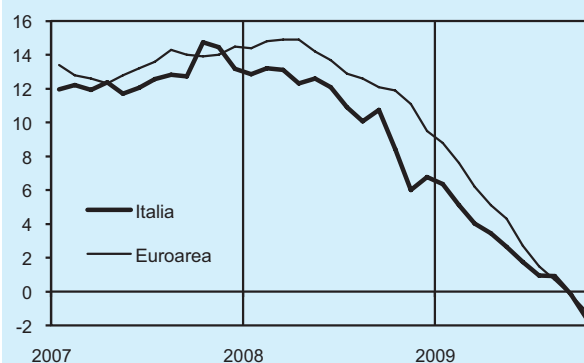
Nell'Eurozona c'è stata una diminuzione dei prestiti bancari alle imprese del 2,7%

(pari a 133,5 miliardi di euro) dal picco a ottobre 2009. In Germania la caduta dal picco è stata del 4,5% e in Italia dell'1,6% (dati destagionalizzati). In termini annui, i prestiti si riducono in ottobre dell'1,2% in Eurolandia (Grafico 2.11). La discesa del PIL nominale nel

Grafico 2.11

Giù il credito bancario alle imprese

(Var. % a 12 mesi; prestiti alle società non finanziarie)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia, BCE.

2009 è del 2,5% in Italia, del 2,7% in Eurolandia. Ma è grazie alle politiche monetarie straordinarie (e agli interventi dei governi) che la contrazione del credito non è stata più marcata. A partire dall'ultimo trimestre 2008 la forte riduzione dei tassi di interesse ufficiali, a minimi storici, e l'offerta pressoché illimitata di fondi messa a disposizione dalle banche centrali hanno nettamente ampliato le opportunità di concedere credito.

Inoltre, le indagini sulle condizioni praticate dalle banche e sulla percezione delle imprese circa l'accesso al credito suggeriscono che la crisi finanziaria ha innescato una restrizione del credito, tuttora in corso, indipendente dalla domanda di prestiti. La crisi mondiale ha avuto origine dalla riduzione della fiducia nel cuore del sistema finanziario, nel mercato dei prestiti interbancari. Se le banche hanno meno fiducia nelle altre banche, tendono ad averne meno anche verso chi domanda loro finanziamenti. La selettività nell'erogazione dei prestiti è stata poi accentuata dal crescente rischio di insolvenza delle controparti che le banche devono affrontare per il deterioramento dei bilanci di famiglie e imprese causato dalla violenta recessione. Che l'originaria restrizione del credito ha in buona misura contribuito ad avviare. È naturale che una volta avviata la recessione le banche tendano a essere più selettive per contenere l'aumento dei crediti in sofferenza. In questo attuano un comportamento pro ciclico che tende a intensificare la fluttuazione congiunturale. In Italia le sofferenze sui prestiti bancari sono cresciute di 11 miliardi di euro a settembre 2009 rispetto al minimo del novembre 2008 (+3,8 miliardi verso le imprese dell'industria in senso stretto). Tutte le indagini presso le imprese forniscono le medesime indicazioni: le imprese sostengono che si è verificato un irrigidimento delle condizioni di accesso al credito attraverso più alti *spread* e costi non legati al tasso di interesse, richiesta di ulteriori garanzie, anche personali, e minore disponibilità delle banche a erogare, con allungamento dei tempi. In Italia l'indagine ISAE rileva che a novembre è rimasta alta la quota di imprese manifatturiere che non ha ottenuto il credito richiesto (6,6%, dal 6,9% di ottobre). E la quota di imprese che denunciano un peggioramento delle condizioni di accesso al credito (22,3%, da 24,6%); peggioramento che si riferisce agli ultimi tre mesi e si aggiunge a quello verificatosi in precedenza, segnalando il raggiungimento di un livello di stretta via via maggiore.

Le indagini presso le banche (*Bank lending survey*) confermano tali indicazioni, mostrando un forte irrigidimento dei *credit standard* dal terzo trimestre 2007. Le rilevazioni nel terzo trimestre 2009 denunciano un ulteriore inasprimento, seppure molto meno intenso. La minore intensità della stretta può sembrare rassicurante, segnalando una normalizzazione delle condizioni del credito. Ma in realtà l'inasprimento si cumula ai precedenti e aggrava la stretta già messa in atto (Grafico 2.12). L'indagine indica che le banche italiane nell'ottobre 2009 dichiaravano l'intenzione di allentare lievemente i *credit standard* nel quarto trimestre, per un ammontare pari alla stretta addizionale operata nel terzo. Un'indicazione positiva, ma che anche se confermata non migliorerebbe in modo significativo l'accesso delle imprese al credito.

A fronte della stretta di offerta, c'è un aumento di esigenza di credito. Nell'indagine Markit sul fabbisogno di credito il saldo delle risposte fornite dalle imprese manifatturiere ha quasi ovunque segno positivo; solo in 2 paesi (Austria e Polonia) su 18 è negativo. Questo saldo raggiunge il 40,5% in Grecia, il 40,3% in Brasile, il 32,5% in Italia, il 14,3% in Eurolandia e il 12,7% nella UE. Inoltre, la percentuale di imprese la cui attività è stata ostacolata dalla carenza di credito è pari a 8,1% in Eurolandia, 8,5% nella UE, 11% in Italia nel luglio 2009. La situazione si è aggravata in Italia ed Eurolandia rispetto a gennaio. La nuova indagine BCE conferma un incremento del fabbisogno di prestiti bancari sia tra le PMI sia tra le grandi imprese nei sei mesi terminati a luglio 2009, con il saldo superiore al 10% tra le prime e al 5% tra le seconde.

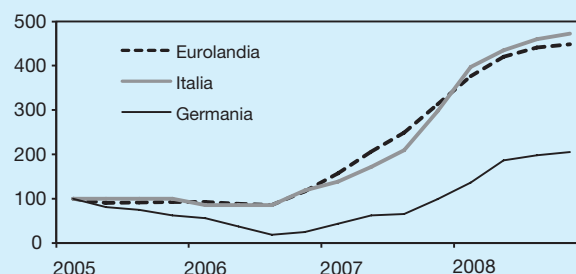
Tra i fattori che spiegano l'incremento del fabbisogno di credito da parte delle imprese c'è, almeno in Italia, l'allungamento dei tempi di pagamento. Già molto lunghi nel confronto internazionale: 88 giorni tra le imprese italiane (68 di prassi più 20 di ritardo), contro 65 in Francia, 51 nel Regno Unito e 46 in Germania (dati *Intrum Justitia* 2008). Con la crisi si sono ulteriormente dilatati. Considerando i pagamenti da altre imprese, PA e consumatori, nel 2008 il ritardo medio sui pagamenti alle imprese in Italia è cresciuto di 4 giorni, da 24 nel 2007 a 28. E nel primo trimestre 2009 si è avuto un ulteriore aumento, fino a 34 giorni (+6 sul 2008): nel complesso, dal 2007 al 2009 il ritardo è cresciuto di 10 giorni (cioè di oltre il 40%). Le imprese hanno cercato di compensare la carenza di liquidità ritardando i pagamenti, con effetti a catena che hanno avuto come conseguenza l'innalzamento del fabbisogno complessivo di credito nel manifatturiero.

La violenta crisi ha modificato la natura stessa della domanda di credito. Come si evince dai risultati delle indagini presso le banche sulle condizioni di credito, che mostrano un forte aumento della domanda di prestiti per riscadenzamento del debito (Grafico 2.13). Aumento che nasce dalla necessità di sostenere finanziariamente le imprese per consentire loro di fronteggiare le conseguenze della crisi, in attesa della ripresa dell'attività economica.

Grafico 2.12

Ancora più stretti i credit standard

(Relativi alle imprese; indice cumulato, 4° trim. 2005=100, calcolato sulle % nette delle risposte delle banche*)



* Campo di variazione dell'indicatore originario tra -100 e 100; un valore positivo indica irrigidimento negli ultimi 3 mesi.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia, Bundesbank, BCE.

Le condizioni del credito rischiano di aggravarsi. Ciò sia perché con la ripresa crescerà ulteriormente il fabbisogno di prestiti da parte delle imprese. Sia perché le banche tenderanno a ridurre il rapporto tra attivi e capitale proprio. Sia perché il peggioramento dei bilanci 2009 delle aziende comporterà in molti casi un abbassamento dei *rating* dei debitori e, per rispettare le regole di Basilea 2, un automatico aumento della ponderazione per il rischio dei relativi prestiti che impone alle banche più accantonamenti e impiego di capitale.

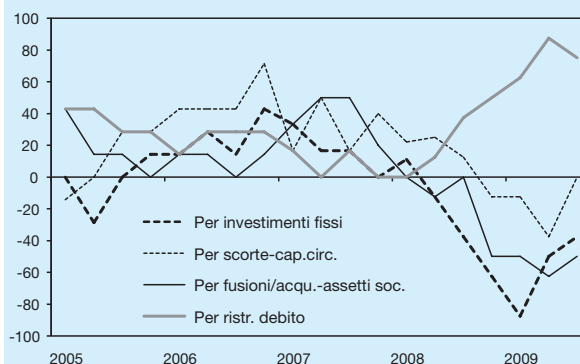
Per aggirare l'ostacolo costituito dal difficile credito bancario, solo una parte delle imprese può ricorrere a forme di finanziamento alternative (Borsa, *bond*). Ciò è molto comune negli USA e nel Regno Unito, dove i mercati di questi strumenti sono sviluppati. Viceversa, nell'Europa continentale e in particolare in Italia si tratta di canali stretti e soprattutto di accesso molto difficile per le PMI, che hanno un ruolo molto ampio proprio nel sistema economico italiano. La carenza di finanziamenti ha inoltre anche conseguenze a più lungo termine. Un'indagine USA su oltre mille direttori finanziari di imprese, anche in Europa e Asia, indica che le aziende hanno bruciato rapidamente liquidità, ricorrendo alle linee di credito esistenti per finanziare l'attività ordinaria. Mentre tagliavano occupazione, ricerca, marketing, investimenti. In tempi normali il 44% delle imprese rinuncia a investimenti a causa di un alto costo o di una scarsa disponibilità del credito. Durante la crisi attuale la quota è salita all'80%. Il 61% ha venduto *asset* per ottenere liquidità. Per la sopravvivenza nell'immediato, si è così sacrificata capacità di crescita e competitività nel lungo periodo.

Con lo scopo di attenuare le restrizioni del credito sono stati realizzati vari interventi, in buona parte come sostegno alle banche, e indirettamente alle imprese. In Italia i "Tremonti *bond*" per la capitalizzazione delle banche, lo *swap* di titoli della Banca d'Italia, i finanziamenti della Cassa depositi e prestiti, il potenziamento del fondo di garanzia per le PMI, la moratoria della quota capitale nelle rate di rimborso dei prestiti. Molti di questi strumenti non sono stati pienamente utilizzati. Il totale degli interventi di capitale in Italia ("Tremonti *bond*", che comunque hanno svolto bene il ruolo di rinsaldare la fiducia dei mercati nelle banche italiane) è stato di 4,1 miliardi per 4 gruppi bancari, di cui 2,1 miliardi in attesa di approvazione dal Governo, su un totale massimo stabilito in 10-12 miliardi. Per il sostegno

Grafico 2.13

La domanda di prestiti bancari delle imprese

(Italia, percentuale netta di banche; un valore positivo indica aumento della domanda negli ultimi 3 mesi)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia.

al sistema bancario gli USA hanno impegnato 2.415 miliardi di dollari per 917 istituti, di cui 436 miliardi di interventi sul capitale e 1.869 sotto forma di garanzie, pari al 16,7% del PIL nominale. Una parte di queste risorse è rientrata: 66 banche hanno restituito 79,9 miliardi, il 3,3% del totale. In Gran Bretagna le restituzioni sono state molto maggiori: 368,6 miliardi da 2 istituti, pari al 48,3% dei 763 miliardi impegnati dal Governo per 7 istituti.

La lunga strada del risanamento dei sistemi bancari

Le condizioni dei prestatori spesso non sono tenute nel dovuto conto quale eventuale fonte di minore o più lenta erogazione di credito a famiglie e imprese. Ma sia in Eurolandia sia negli USA le difficoltà dei bilanci bancari sono state e rimarranno ancora a lungo una delle cause, se non la principale, del prosciugarsi dei flussi di prestiti.

I titoli cosiddetti "tossici", o meglio illiquidi, senza mercato (e senza prezzo) restano nei bilanci delle banche mondiali per un valore complessivo di 1.437 miliardi di dollari a settembre 2009. In lieve calo rispetto a fine 2008, ma pur sempre un ammontare enorme. Tuttavia, grazie alla risalita delle Borse e al ritorno degli utili nei bilanci bancari, la preoccupazione per tali titoli è molto diminuita. In parte perché sono diventati più liquidi, in parte perché li hanno svalutati registrando le corrispondenti perdite. Ma si tratta per lo più di operazioni contabili, in mancanza di un prezzo. Le banche USA sono in generale restie a venderli ai veicoli creati dal Governo per evitare di iscrivere minusvalenze in bilancio e nell'attesa/speranza che si riapprezzino.

La capitalizzazione di Borsa delle principali banche europee sta risalendo dai minimi toccati a fine 2008, pur rimanendo lontana dai livelli pre crisi. In Europa (primi 16 gruppi) tra dicembre 2007 e dicembre 2008 era scesa da 834 miliardi a 391. Poi è risalita a 664 nel novembre 2009 (-20,4% dal livello di fine 2007). Nello stesso periodo la capitalizzazione dei primi 8 gruppi bancari italiani era crollata da 195 miliardi di euro a 83 (-57,4%), per poi risalire a 109 miliardi, del 44,1% sotto il livello pre crisi.

Il patrimonio della maggior parte delle banche internazionali resta abbastanza solido, nonostante le perdite e il calo dei ricavi operativi. Il risanamento dei conti è avvenuto attraverso la cessione di *asset* secondari, il taglio dei costi e il recupero dei ricavi sulle attività di negoziazione. Gli utili sono risultati nella gran parte degli istituti in miglioramento nel terzo trimestre 2009 in larga misura proprio grazie al *trading* su titoli, mentre l'attività bancaria *core* non è migliorata a sufficienza. La pulizia dei bilanci bancari durerà ancora a lungo e una vera svolta si avrà solo con il consolidarsi della ripresa dell'economia. Trichet ha ammonito le banche a usare questi utili per aumentare capitale e riserve, eliminando dai bilanci i crediti deteriorati, invece che per pagare dividendi e compensi.

Le maggiori banche italiane hanno una migliore qualità dell'attivo rispetto ai *big* europei: meno derivati e titoli illiquidi in portafoglio, e una minore leva. Ma hanno anche *ratio* patrimoniali più bassi della media europea. A giugno 2009 (dati Mediobanca) nelle prime due banche italiane i derivati contavano per meno del 10% dell'attivo, contro il 28% delle maggiori banche europee. Gli *asset* illiquidi (livello 3 del bilancio) erano al 5,7% del patrimonio netto per le due italiane, contro il 94% di Ubs e il 180% di Deutsche Bank. La loro leva era di 25 volte, contro 53 di Ubs e 67 di Deutsche Bank. Viceversa, il *tier 1 ratio* delle prime 8 banche italiane era a 7,5%, contro il 10% in Europa. E il coefficiente di solvibilità è all'11%, contro il 13% europeo. Ciò si spiega col fatto che sono più esposte verso il *business* bancario tradizionale: i prestiti rappresentano il 60% dell'attivo per le prime due banche, contro il 43% per le maggiori europee. E ciò le ha meglio riparate dalle ripercussioni di natura più finanziaria della crisi.

L'inevitabile aumento delle sofferenze bancarie portato dalla profonda recessione può, all'opposto, significare che le banche italiane risultino più esposte nella fase attuale, in media, delle grandi europee. I crediti deteriorati sono al 4,5% dei crediti totali per le prime 8 banche italiane, contro l'1,9% delle europee. Le prime sei banche italiane nel terzo trimestre 2009 hanno visto crescere ancora i crediti deteriorati (sofferenze e incagli) da 88 a 94 miliardi di euro. A fronte di ciò hanno operato meno rettifiche nette su crediti: 3,7 miliardi da 4,4 nel secondo. Ciò perché le ritengono meno necessarie, dato l'inizio della ripresa economica. E forse anche per contenere le perdite iscritte nei bilanci, sostenendo gli utili.

Tuttavia, senza una pulizia dei bilanci bancari dai crediti deteriorati, un rafforzamento della loro base patrimoniale e l'allentamento dell'applicazione dei criteri di Basilea 2 può crearsi una pericolosa spirale negativa tra peggioramento dei bilanci delle imprese, abbassamento dei *rating*, svalutazioni dei crediti passati e riduzione del flusso di nuovi prestiti alle imprese.

Incombono nuove regole di finanza mondiale Le eredità negative della crisi finanziaria mondiale non sono esaurite e freneranno l'economia globale nei prossimi anni. Destano grandi preoccupazioni gli enormi volumi di titoli di debito privato e pubblico in scadenza nei prossimi anni, quando i tassi di interesse saranno in risalita. Se in quel momento i bilanci bancari non saranno ancora risanati, la situazione della finanza potrebbe di nuovo peggiorare. Il sistema finanziario dovrà inoltre aggiustarsi alle nuove regole per i mercati e le banche, che da un lato tenderebbero a renderne più stabile e meno pro ciclico il comportamento, creando perciò condizioni che agevolino l'uscita dalla crisi e dall'altro, se adottate immediatamente, finirebbero per acuire la restrizione creditizia.

Infatti, queste regole comportano la riduzione della leva, anche attraverso la maggiore capitalizzazione, il minor ricorso a titoli "creativi", *ratio* variabili da rafforzare nelle fase espansive e allentare in quelle di recessione. In sé misure valide, che però rischiano di rendere ancora più difficile la ripresa se introdotte troppo presto e compromettere la stessa

generazione di utili necessaria alle banche nei prossimi anni di ripianare le perdite originate da titoli tossici e crediti in sofferenza.

Del nuovo assetto della finanza globale sono invece sicuramente auspicabili il rafforzamento degli organismi internazionali, come il *Financial Stability Board* e il coordinamento e meglio ancora l'adozione di regole comuni, per evitare distorsioni, almeno tra le maggiori economie mondiali. Questione ancora irrisolta perfino in ambito europeo.

L'impervia correzione dei deficit pubblici

Disavanzi e debiti pubblici alle stelle sono uno dei lasciti della crisi più ardui da gestire. Per la tempistica e la modalità del risanamento. Inasprimenti fiscali, invece che risparmi sulla spesa corrente, accentuerebbero la diminuzione attesa della crescita potenziale (lo stesso avverrebbe con tagli agli investimenti in infrastrutture). La strada maestra rimane, soprattutto per l'Italia, il rilancio della crescita con riforme strutturali che accrescano flessibilità e capacità di adattamento dei sistemi economici e riducano le sacche di inefficienza e le posizioni di rendita.

I conti pubblici si stanno rivelando peggiori rispetto alle previsioni di alcuni mesi fa, principalmente nelle economie avanzate. I mercati stanno avendo reazioni in generale moderate di fronte a tale deterioramento dei bilanci ma probabilmente confidano nella capacità dei governi di adottare *exit strategy* credibili e comunque riconoscono, da un lato, che le attese inflazionistiche rimangono basse e, dall'altro, che far mancare prematuramente il sostegno all'economia, bloccando la ripresa, renderebbe più problematica la sostenibilità dei debiti. D'altra parte, il caso della Grecia conferma che gli operatori sono molto selettivi. Limitare le misure di tagli dei deficit alla rimozione degli interventi discrezionali non sarà però sufficiente, poiché la dinamica del debito rimarrebbe insostenibile. L'aggiustamento richiesto, nelle economie avanzate, è consistente ma la storia insegna che, nel passato, queste sono state in grado di ottenere i miglioramenti necessari.

A livello mondiale, il deficit pubblico complessivo è stimato dall'FMI al 6,7% del PIL mondiale quest'anno e al 5,6% nel 2010. Nette le differenze tra le economie avanzate e quelle emergenti. Nelle prime il deficit di quest'anno è pari all'8,9% del PIL mentre nelle seconde al 4%. Ancor più marcate le differenze nel 2010: nelle economie avanzate il deficit rimarrà all'8,1% del PIL mentre nelle emergenti scenderà al 2,8%. Queste stime sono leggermente migliori di quelle dei mesi scorsi ma solo perché sono diminuite le perdite derivanti dal settore finanziario (soprattutto negli Stati Uniti). Se si escludono queste le previsioni sono state riviste in peggioramento.

Più preoccupante la dinamica del debito pubblico nelle economie avanzate (nell'ambito dei paesi del G20) che, nel 2009, sarà complessivamente pari al 99% del PIL e nel 2010 su-

pererà il 106%. Anche ipotizzando l'eliminazione delle misure temporanee di stimolo fiscale dopo il 2010, le pressioni sul lato della spesa (soprattutto sociale, a causa dell'invecchiamento della popolazione) continueranno a mantenere elevati i debiti. Nel 2014, l'FMI prevede che, in assenza di interventi correttivi, le economie avanzate del G20 avranno un debito complessivo del 118,4% del PIL (Tabella 2.7). Tra queste solo l'Australia, il Canada e la Corea dovrebbero avere livelli di debito inferiori al 90% del PIL. Molto meglio la situazione dei paesi emergenti il cui debito dopo il 2010 dovrebbe ridursi e rimanere comunque al di sotto del 40% del PIL.

Mercati fiduciosi ma selettivi

La percezione generale del rischio da parte dei mercati finanziari è diminuita. Ma tensioni su singoli paesi emergono ogni volta che si diffondono notizie di peggioramento dei conti. Gli *spread* sui rendimenti dei titoli sovrani di diversi paesi europei, rispetto ai titoli tedeschi, dopo i picchi di inizio anno, sono scesi nettamente ma poi si sono stabilizzati su valori ancora molto più alti di quelli re-

gistrati prima della crisi. Sono soprattutto i paesi con i maggiori debiti pubblici, Grecia e Irlanda seguite da Italia, Portogallo e Spagna, a farne le spese. Anche il prezzo dei *credit default swap* a 5 anni, che costituiscono una copertura contro il rischio di insolvenza degli Stati, continua a essere più elevato per i paesi con elevato debito. Sebbene, dopo i picchi dei primi mesi del 2009, sia diminuito, resta comunque ben superiore a quello registrato prima dell'ottobre 2008 (Grafico 2.14). La reazione moderata ma selettiva dei mercati finanziari, sino a ora, è connessa da un lato al ritardo con cui questi hanno reagito in passato al deterioramento degli equilibri di bilancio e dall'altro alla fiducia che gli investitori hanno nel ripristino di condizioni di sostenibilità, una volta che si sia consolidata la ripresa. Altre due condizioni favorevoli sono le basse aspettative inflazionistiche e l'elevata liquidità che viene

Tabella 2.7

La ripresa non ferma i debiti pubblici

(In % del PIL)

	2007	2009	2010	2014
Giappone	187,7	218,6	227,0	245,6
Italia	103,5	115,8	120,1	128,5
Stati Uniti	61,9	84,8	93,6	108,2
Regno Unito	44,1	68,7	81,7	98,3
Francia	63,8	78,0	85,4	96,3
Germania	63,4	78,7	84,5	89,3
India	80,5	84,7	85,9	78,6
Canada	64,2	78,2	79,3	68,9
Brasile	66,8	68,5	65,9	58,8
Turchia	39,4	48,1	49,6	52,8
Argentina	67,9	60,5	58,1	46,4
Messico	38,2	47,8	47,9	44,3
Corea	29,6	34,9	39,4	35,4
Sudafrica	28,5	30,8	33,5	34,8
Australia	9,8	16,9	22,7	27,8
Indonesia	35,1	31,5	31,2	27,1
Cina	20,2	20,2	22,2	20,0
Arabia Saudita	18,5	14,5	12,5	9,3
Russia	7,4	7,2	7,7	7,2
G20 (media pesata)	62,0	75,1	80,2	85,9
Avanzati	78,2	98,9	106,7	118,4
Emergenti	37,4	38,9	39,6	36,2

Fonte: elaborazioni CSC su stime FMI.

dirottata, dagli intermediari, verso l'acquisto di carta pubblica (ciò, per inciso, favorisce il risanamento dei bilanci bancari attraverso il meccanismo finanziamento a breve a costo quasi nullo e impiego sui titoli pubblici a lunga). Caso particolare è quello della Grecia che con il declassamento del debito a opera di *Fitch* nei primi giorni di dicembre ha visto impennare gli *spread* e il prezzo dei *credit default swap* e che soprattutto, senza un intervento correttivo consistente, vedrà esclusi i propri titoli sovrani dalle operazioni di rifinanziamento presso la BCE.

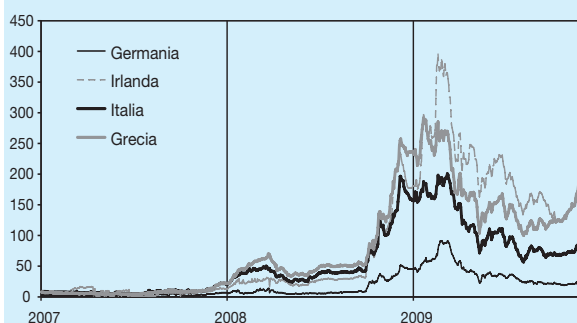
Il salvataggio di uno Stato membro dell'Unione monetaria è proibito dai trattati, ma è evidente che la condivisione della moneta fa sì che la crisi greca crei ripercussioni in tutta l'eurozona.

Occorre delineare exit strategy credibili

Se il miglioramento dei saldi pubblici non può limitarsi alla semplice eliminazione delle misure discrezionali adottate, allo stesso modo non sarà sufficiente stabilizzare i debiti al livello post crisi. Debiti elevati riducono il potenziale di crescita futuro (vedi i casi Italia e Giappone), non consentono di rispondere adeguatamente a shock futuri (com'è accaduto in Italia) e conducono a elevati tassi di interesse reali. L'FMI stima che un punto percentuale di aumento del deficit rispetto al PIL induce un aumento dei tassi di interesse di lungo periodo tra i 10 e i 60 punti base. Questi crescono di 5 punti base per ogni punto percentuale di PIL di aumento del debito pubblico. Quindi la crescita del rapporto debito/PIL nel periodo 2008-10, stimata dall'FMI in 40 punti di PIL per il complesso delle economie avanzate, condurrebbe a una crescita dei tassi a lunga di 2 punti percentuali. Questi effetti sono ancora più pronunciati per quei paesi, come l'Italia, che partono da un livello di debito elevato. L'aggiustamento richiesto per riportare il debito a un livello sostenibile passa per un miglioramento dell'avanzo primario ma è soprattutto legato all'andamento dei tassi di crescita dell'economia e alla dinamica dei tassi di interesse. In ogni caso, anche assumendo uno scenario favorevole, è difficile pensare che l'aggiustamento possa essere inferiore ai 7 punti di PIL nel periodo tra il 2010 e il 2020 per il complesso delle economie avanzate. Si tratta di correzioni consistenti ma che non sono sconosciute ai paesi avanzati (Tabella 2.8). Il risanamento italiano degli anni 90 ne è un esempio. In Italia, però, questo aggiustamento dovrà passare necessariamente per la riduzione della spesa pubblica, oltre che per il miglioramento dell'efficienza di questa. Negli anni 90, una buona parte dei risultati fu ottenuta operando sulle entrate. Visto l'elevato livello della pressione fiscale, un

Grafico 2.14

Ancora elevati i *credit default swap* (CDS a 5 anni sui titoli di stato)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

aggiustamento su questo fronte non è immaginabile e un recupero dell'evasione fiscale (peraltro, molto ampia solo in Italia) deve andare alla diminuzione delle aliquote e quindi all'aumento della crescita potenziale. L'analisi delle passate esperienze di aggiustamento mostra che le correzioni adottate dal lato delle spese hanno avuto molto più successo di quelle operate dal lato delle entrate, anche nello stimolare la dinamica delle economie, giocando favorevolmente sulle aspettative degli operatori (effetti non-keynesiani).

Quasi tutte le economie avanzate hanno predisposto piani di medio termine per rientrare dai deficit pubblici elevati ma nessun paese ha indicato chiaramente i provvedimenti che intende adottare. Anche il Governo italiano ha previsto, nel DPEF 2011-2013, per il 2011 una manovra dello 0,4% di PIL e nel periodo 2011-2013 una manovra cumulata dell'1,1%. Per la gran parte delle economie avanzate occorrerà aspettare il 2011 per avviare la correzione, in modo da evitare che la ripresa possa essere soffocata prima di essersi consolidata. Fanno eccezione quei paesi che stanno mostrando criticità particolarmente rilevanti e che potrebbero intervenire in anticipo. Tra queste c'è sicuramente la Grecia che dovrebbe agire entro gennaio 2010 per correggere l'andamento dei conti in misura consistente (circa il 4,5% del PIL). Ma potrebbe operare prima degli altri anche la Spagna, che ha subito il peggioramento dell'*outlook* da stabile a negativo da parte di *Standard & Poor's*.

Tabella 2.8

La storia dei grandi risanamenti

	Anno di fine	Correzione cumulata dell'avanzo primario strutturale (In % del PIL)	Durata (Anni)
Irlanda	1989	20,0	11
Svezia	2000	13,3	7
Finlandia	2000	13,3	7
Svezia	1987	12,5	7
Danimarca	1986	12,3	4
Grecia	1995	12,1	6
Israele	1983	11,1	3
Belgio	1998	11,1	15
Canada	1999	10,4	14
Cipro	2007	8,5	4
Regno Unito	2000	8,3	7
Giappone	1990	8,1	12
Italia	1993	7,9	8
Portogallo	1985	7,5	4
Lussemburgo	1985	6,9	4
Lussemburgo	2001	6,7	10
Islanda	2006	6,3	4
Olanda	2000	6,3	10
Danimarca	2005	5,9	11
Australia	1988	5,8	4
Hong Kong	2005	5,8	4
Nuova Zelanda	1995	5,8	4
Austria	2001	5,8	6
Islanda	2000	5,7	6
Stati Uniti	2000	5,7	8
Germania	2000	5,3	9
Germania	1989	5,3	10
Svizzera	2000	5,2	7
Cipro	1994	5,2	3
Spagna	2006	5,2	11

Fonte: elaborazioni CSC su dati FMI.

Avviate le exit strategy delle banche centrali

Con i mercati finanziari che si stanno normalizzando, le banche centrali devono pianificare la rimozione degli interventi eccezionali di sostegno all'economia attuati proprio per rimediare al blocco dei sistemi bancari e finanziari. Queste misure devono essere ritirate appena i mercati riprendono a funzionare normalmente per evitare che l'eccessiva liquidità gonfi nuove bolle o inneschi spirali inflattive. L'*exit strategy* ha due dimensioni: rialzo dei tassi e rimozione delle misure non convenzionali. È la seconda che va avviata per prima ed è quello che negli USA e in Eurolandia si sta profilando. La FED ha accorciato da 90 a 28 giorni la durata dei prestiti forniti alle banche tramite la finestra del tasso di sconto. Da fine novembre la BCE ha deciso di richiedere alle banche due *rating* per accettare titoli garantiti da *asset* (ABS) come collaterale per accedere alle operazioni di rifinanziamento (MRO e LTRO). E ha annunciato la fine delle aste a importo illimitato a 12 mesi (l'ultima a dicembre 2009). La BCE ha stabilito anche di applicare sull'ultima asta a 12 mesi a offerta illimitata uno *spread* variabile in aggiunta al tasso dell'1%. Lo *spread* sarà nullo fino a che non si avranno rialzi dei tassi e proseguiranno le altre aste a importo illimitato. Su questo secondo punto, al momento, l'impegno della BCE è solo fino ad aprile 2010. Con uno *spread* potenzialmente positivo a fine 2010, l'asta di dicembre diventa meno conveniente per le banche. Infine, anche le aste a 6 mesi termineranno a breve, l'ultima dovrebbe essere a marzo 2010. Nel complesso, la *exit strategy* che si delinea è più rapida delle attese degli analisti. Si tratta ancora di piccole modifiche che segnalano tuttavia l'inizio dell'*exit strategy*.

Questi passi non preludono a rialzi imminenti dei tassi, per i quali la rimozione dello stimolo è molto più lontana. È vero che in alcune economie minori ci sono già stati rialzi: la Norvegia ha aumentato a ottobre i tassi ufficiali, emulando Israele e Australia. L'India si accinge a fare altrettanto. Ma BCE e FED non hanno in vista al momento inasprimenti del costo del denaro e non li muoveranno a lungo. Il consenso dei 52 economisti americani prevede che la FED alzerà i tassi ufficiali non prima di settembre 2010. E i mercati non scontano modifiche dei tassi fino almeno alla prima metà del 2010: i *future* scontano un rialzo negli USA dall'agosto 2010, in Eurolandia da settembre. Ma ciò dovrebbe avvenire solo dopo che la disoccupazione avrà iniziato a scendere. Nell'Eurozona l'avvio della *exit strategy* non penalizzerà i paesi in ritardo di crescita (Spagna, Grecia), avendo divari di inflazione che li aiutano a tenere bassi i tassi reali. Inoltre, dato l'elevato peso dell'export intra area, la ripresa dei maggiori mercati europei aiuta gli altri a colmare il ritardo.

Non ancora concluso l'aggiustamento del mercato immobiliare in Europa

Lo sgonfiamento della bolla immobiliare non si è ovunque concluso. Ciò penalizzerà il settore edilizio, che è tradizionalmente un volano dell'economia, ancora per alcuni trimestri

e quindi farà da zavorra alla ripresa. Lo sgonfiamento è stato attenuato o rinviato dai bassi tassi e da alcuni interventi fiscali a favore dell'acquisto di case. Ma la situazione è molto variegata tra le nazioni e più penalizzante per quelle europee che per gli USA.

Il mercato immobiliare negli Stati Uniti, infatti, si è stabilizzato dal secondo trimestre di quest'anno e ha ormai invertito la rotta. I prezzi delle case sono in aumento da aprile e nel terzo trimestre hanno fatto segnare un +2,4% (*Case-Shiller*). L'aggiustamento ha riportato i prezzi a un livello molto vicino a quello precedente l'emergere della bolla immobiliare. Secondo i dati OCSE, il prezzo delle case in rapporto al reddito disponibile è ormai tornato ai livelli del 2000 (Tabella 2.9).

Tabella 2.9

Ancora molto alti i prezzi delle case							
	Prezzi reali delle case (Var. % cumulate)		2000	Rapporto prezzo/reddito (Media di lungo periodo=100)			Ultimo trimestre disponibile
	2007-2000	Ultimo trim. 2000		2007	2008	Ultimo trimestre	
Stati Uniti <i>Ofheo</i>	34,2	20,1	87,5	106,2	100,0	95,0	III 2009
Stati Uniti <i>Case-Shiller</i>	53,9	8,5	85,0	121,7	102,6	88,6	III 2009
Giappone	-25,6	-28,4	89,3	68,2	66,9	66,5	III 2009
Germania	-18,4	-19,5	81,1	66,3	64,5	64,6	IV 2008
Francia	85,7	63,2	87,5	138,6	136,3	121,5	III 2009
Italia	51,0	37,6	86,2	116,1	114,5	107,2	III 2009
Spagna	94,3	71,4	97,8	157,2	146,8	133,4	III 2009
Regno Unito	90,3	55,1	96,6	150,7	142,0	127,1	III 2009
Irlanda	59,4	27,0	119,3	157,7	134,0	124,3	II 2009
Olanda	27,9	16,4	131,3	152,8	153,8	144,9	III 2009
Area euro	33,7	21,3					III 2009

Fonte: elaborazioni CSC su dati OCSE.

Anche nel Regno Unito i prezzi hanno ripreso a salire, partendo da livelli elevati, e decisivi sono stati gli incentivi fiscali e le politiche monetarie. Il prezzo delle case in rapporto al reddito continua a rimanere ben più alto di quello registrato all'inizio del decennio e questo lascia pensare che sarà necessario un ulteriore aggiustamento. In Spagna, Francia e Italia i prezzi delle case sono diminuiti ma dovranno scendere ancora. Il rapporto prezzo delle abitazioni/reddito disponibile, nell'ultimo trimestre per cui ci sono i dati, è ancora molto al di sopra della media di lungo periodo. In Italia, secondo Scenari immobiliari, il mercato residenziale ha registrato nel 2009 un calo del 15% rispetto all'anno precedente. La contrazione coinvolge terziario (-5,3%), industriale (-17,8%), turistico (-28,3%), logistico e commerciale (-1,3%). Ma i prezzi devono scendere ancora per completare l'aggiustamento.

Nell'ultimo trimestre per cui è calcolabile, il rapporto prezzi/reddito disponibile è a 107,2, contro una media del 2008, il picco massimo, di 114,5 e un valore nel 2000 di 86,2. Per il 2010, lo scenario è sempre di calo dei prezzi, anche se più moderato rispetto al 2009, con valori che passerebbero dal -6,5% del 2009 al -2,5% del 2010.

Tasso di risparmio negli USA

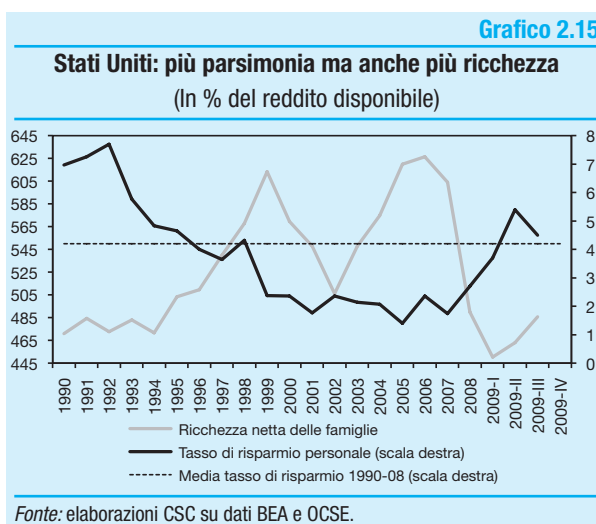
Il riequilibrio del bilancio delle famiglie americane ha frenato e frenerà la ripresa. Ciò avviene attraverso l'aumento del tasso di risparmio. Che si era quasi azzerato nel 2005 e che era invece prossimo al 6% nei primi anni 90, prima cioè che le varie bolle delle attività gonfiassero la ricchezza delle famiglie stesse, rendendo apparentemente e temporaneamente inutile continuare a mettere da parte una quota del reddito. Lo scoppio di quelle bolle ha nettamente ridimensionato la ricchezza netta e ciò, assieme alla necessità di ripagare una fetta degli alti debiti, sta rendendo più parsimoniosi i consumatori USA.

Il tasso di risparmio è salito nel 2009 verso livelli più "normali": dall'1,2% nel primo trimestre del 2008 al 4,5% nella media dei primi tre trimestri del 2009 (4,4% a ottobre). Tale incremento sottrae una parte dell'aumento del reddito disponibile ai consumi, frenandoli e quindi contenendo la ripresa americana e quella mondiale. I consumi privati statunitensi sono infatti quasi un terzo di quelli globali.

Una buona parte dell'aggiustamento, tuttavia, è già avvenuto nel corso del 2009, anche grazie al piccolo recupero della ricchezza netta³ (Grafico 2.15). Cosicché, il percorso di riequilibrio potrebbe terminare anche rapidamente, dando maggior vigore alla spesa delle famiglie.

Ma quale sarebbe l'impatto di un ulteriore innalzamento del tasso di risparmio delle famiglie USA sulla crescita del PIL americano e sulla ripresa mondiale? Il CSC stima che l'incremento di un punto percentuale del suo livello riduce il PIL degli Stati Uniti dello 0,8% nel primo anno. Una contrazione di cui risentirebbero in particolare i paesi più strettamente legati da rapporti commerciali con gli USA, soprattutto America Latina (-0,6%) e Cina (-0,2%). Di -0,1% sarebbe l'effetto sul PIL delle principali economie europee e del Giappone.

³ Il recupero della ricchezza netta è stato sostenuto dal miglioramento delle quotazioni azionarie e dall'aumento dei prezzi degli immobili.



Nel lungo periodo, l'aumento del tasso di risparmio non può, tuttavia, che favorire l'accumulazione di capitale e ciò determinerebbe una crescita del PIL più elevata rispetto alla simulazione e un pieno recupero delle perdite iniziali.

Prosegue il protezionismo strisciante, improbabile l'accordo sul Doha Round

In aumento le misure discriminatorie

Nonostante fin dall'avvio della crisi si sia cercato di esorcizzare il ritorno del protezionismo per evitare di commettere gli errori della gestione del *crash* del '29, le misure di discriminazione commerciale si sono moltiplicate. I proclami contenuti nei comunicati finali dei tre *summit* del G20 e gli impegni assunti in vari incontri bilaterali sono rimasti lettera morta, giacché nell'ultimo anno accordi bilaterali e regionali di liberalizzazione discriminatoria hanno proliferato. Iniziando dal protezionismo valutario più palese attuato dalla Cina nei confronti delle principali valute internazionali (si veda *Dollaro-yuan: la sfida è iniziata ma l'esito non è scontato*). Lo yuan si è svalutato da marzo a dicembre 2009 del 9% rispetto alle principali monete, essendo di nuovo stato agganciato al dollaro. Il deprezzamento della moneta cinese equivale a un guadagno di competitività delle sue merci a scapito delle produzioni altrui, in particolare di quelle dell'area euro verso cui lo yuan a perso il 17,3%.

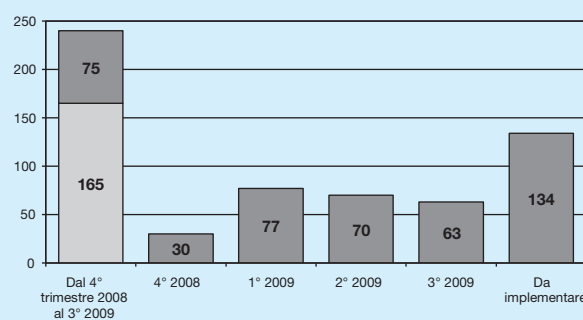
Cina contro USA

In virtù di ciò e di pratiche competitive scorrette, la Commissione europea a dicembre, accogliendo l'istanza dell'Italia e di altri 14 paesi europei, ha esteso per 15 mesi i dazi *antidumping* sulle scarpe in arrivo da Cina e Vietnam (+16,5% sul prezzo delle prime e +9,7% sul prezzo delle seconde). Gli Stati Uniti hanno imposto dazi ingenti, derogando ai principi del libero commercio sanciti dal WTO, sulle importazioni dalla Cina in misura tale da controbilanciare il deprezzamento dello yuan. In questa logica ritorsiva, fino a quando l'America non toglierà quei dazi, la Cina avrà l'alibi per non adottare una politica di cambio flessibile rispetto al dollaro.

Jagdish Bhagwati, economista della *Columbia University*, dall'inizio della crisi ha già contato 120 potenziali violazioni alle regole del libero commercio sancite dal WTO. Dal quarto trimestre 2008 al terzo 2009 le misure protezionistiche adottate dai vari paesi sono state 240 di cui 165 sono discriminatorie del libero commercio (Grafico 2.16), passibili di divieti e sanzioni, che solo a causa della

Grafico 2.16

Si diffonde il protezionismo
(Numero di misure protezionistiche implementate nell'ultimo anno a confronto con quelle ancora da implementare)



Fonte: elaborazioni CSC su dati GTA.

lenta burocrazia per l'accertamento non verranno ritirate rapidamente e avranno perciò tutto il tempo possibile per produrre gli effetti negativi. I paesi che hanno imposto il maggior numero di misure restrittive sono stati Cina, Stati Uniti e Russia (non ancora membro del WTO). Gli interventi di stimolo fiscale messi in campo dagli Stati Uniti sono sul filo della correttezza in termini di libero commercio. Mentre i sussidi alle cause automobilistiche sono i più criticabili perché modificano il terreno di gioco competitivo. I più coerenti con le regole del libero scambio sono gli incentivi all'acquisto di auto, in quanto si rivolge all'acquisto di qualsiasi marca.

Il libero scambio sinonimo di benessere

La tutela del libero commercio internazionale non è solo un bene da salvaguardare al fine di scongiurare mali peggiori ma è un mezzo per aumentare lo sviluppo economico. Secondo l'ultima analisi dell'OCSE un aumento del 10% del commercio mondiale si traduce in una crescita aggiuntiva del reddito pro capite del 4% nel mondo. Il rapporto del WTO del 2002 dimostrò che grazie al libero commercio internazionale i paesi emergenti colpiti dalla crisi finanziaria della fine degli anni Novanta recuperarono rapidamente il PIL perduto. Jean-Pierre Chauffour (capo economista del dipartimento del commercio internazionale della *World Bank*) ha sottolineato proprio l'importanza del libero commercio per affermare i diritti umani.

Il 2 dicembre a Ginevra si è conclusa la sessione ministeriale plenaria del WTO, l'appuntamento che ha ribadito la necessità sempre più impellente di chiudere il *Doha Round*, aperto nel 2001, entro e non oltre il 2010. E si è decisa una moratoria sul commercio elettronico, evitando cioè di caricarlo di dazi alle importazioni. Date le forti spinte protezionistiche dell'ultimo anno e il dipanarsi nei prossimi trimestri delle conseguenze occupazionali della crisi, appare difficile, per quanto auspicabile e auspicata, l'effettiva conclusione della trattativa del *Doha Round* nei tempi indicati.

Dollaro-yuan: la sfida è iniziata ma l'esito non è scontato

Moneta USA sempre debole

La rinnovata e netta svalutazione del dollaro, ripartita a marzo in coincidenza con l'avvio del recupero di fiducia nei mercati finanziari, non prelude al suo crollo, ma rende lo scenario economico internazionale più instabile. Per gli Stati Uniti è un fattore positivo sia nel sostegno delle produzioni domestiche sia nel conto patrimoniale con l'estero (debiti denominati in dollari e attività in valute straniere). Nel breve periodo, d'altronde, non esiste una moneta internazionale in grado di detronizzare il biglietto verde (si veda *Scenari economici* n. 5, giugno 2009), sia come valuta di fatturazione sia come riserva internazionale, sebbene l'euro abbia fatto passi da gigante. La strada è comunque tracciata. Nel medio lungo periodo la fine del *dollar standard* è certa. Non è chiaro se il suo erede sarà lo yuan o una valuta-paniere, qualora le principali autorità monetarie

raggiungano un accordo che eviti di ripetere l'errore fin qui commesso di eleggere una moneta nazionale a moneta internazionale.

Meglio un basket di monete

Un sistema monetario globale che fa perno sulla valuta di una nazione genera squilibri problematici da gestire sia per il paese che la emette sia per gli altri. Negli anni 60, Robert Triffin aveva già prospettato per il dollaro quello che poi si è realizzato: la crescente liquidità che serve al mondo a fronte del maggiore volume di scambi richiede deficit sempre più ampi della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti. Il crollo del sistema di *Bretton Woods* nel 1971 ha messo in evidenza che l'eccesso di passività monetarie americane erode la fiducia nella valuta chiave. In realtà, sarebbe teoricamente possibile creare riserve monetarie internazionali in dollari senza compromettere la posizione sull'estero americana: basterebbe che gli Stati Uniti prendessero dall'estero a prestito a breve e impiegassero all'estero i fondi a lungo termine. Ma il signoraggio del dollaro è stata una tentazione troppo forte che ha finito per indurre gli USA a inanellare pesanti deficit di parte corrente, finanziati piazzando la propria moneta nei bilanci delle controparti estere, pubbliche e private. Tanto più che le crisi finanziarie degli anni 90 nei paesi del Sud est asiatico e in Russia hanno spinto i paesi emergenti ad accumulare *surplus* commerciali e riserve ufficiali per evitare crisi valutarie successive e difendere comunque l'aggancio della loro moneta al dollaro (riserve che non sarebbero invece necessarie in un regime di cambi fluttuanti). L'aumento dell'esposizione finanziaria americana è stata anche molto repentina e concentrata nell'ultimo decennio; nel 1996 la sua posizione netta era pari a 495 miliardi di dollari, oggi è a quota 3.900 miliardi. Inoltre la maggior parte di questa esposizione finanziaria, è detenuta dalla Cina sotto forma di riserve valutarie e di titoli emessi dal Tesoro USA. La Banca centrale cinese è il primo creditore ufficiale degli Stati Uniti e ha continuato a rafforzare la sua posizione: da marzo 2009, data in cui il suo Governatore ha ufficialmente chiesto il passaggio dal dollaro ai diritti speciali di prelievo come moneta del sistema internazionale, ha accresciuto di altri 174 miliardi di dollari i titoli del Tesoro detenuti in portafoglio.

Questo comportamento apparentemente contraddittorio rivela i due interessi della Cina: tutelare il valore dei propri ingenti investimenti in dollari (evitando una svalutazione eccessiva della moneta americana) e salvaguardare, attraverso il cambio stabile, la competitività del proprio export.

Dove ha perso il dollaro

Da marzo a dicembre 2009 il dollaro ha perso in termini effettivi nominali il 12,9%; rispetto all'euro si è svalutato del 17,3%, verso lo yen del 9,7% e contro la sterlina del 16%. Ancor più cospicua è stata la perdita contro il dollaro canadese (18,4%) e quello australiano (45,3%). Va sottolineato che la Banca centrale australiana è stata la prima a rialzare i tassi e ciò ha incentivato l'indebitamento in dollari USA per acquistare moneta australiana.

Verso lo yuan invece il dollaro è rimasto stabile, perché le autorità monetarie cinesi hanno arrestato la lenta e lunga marcia rialzista dello yuan nel luglio 2008; nei tre anni precedenti, da quando cioè era stata abbandonata la politica di parità fissa con il dollaro, lo yuan si era apprezzato del 21% rispetto alla valuta USA. Ora lo yuan è stato nuovamente ancorato al biglietto verde; Pechino ha deciso di utilizzare il cambio come strumento protezionistico. Tanto che si è fortemente svalutato nei confronti delle altre valute e in particolare contro l'euro (17,3% da marzo a dicembre 2009), rendendo più competitive le merci cinesi nel vecchio continente e più care quelle europee oltre la grande muraglia (Grafico 2.17). A far sperare in un'inversione di tendenza è il rapporto trimestrale delle autorità monetarie di Pechino diffuso in novembre, in cui si rivela che il meccanismo di formazione del cambio sarà migliorato. Ma l'esperienza passata insegna a distinguere tra le dichiarazioni e le azioni delle autorità cinesi.

Più yuan negli scambi asiatici

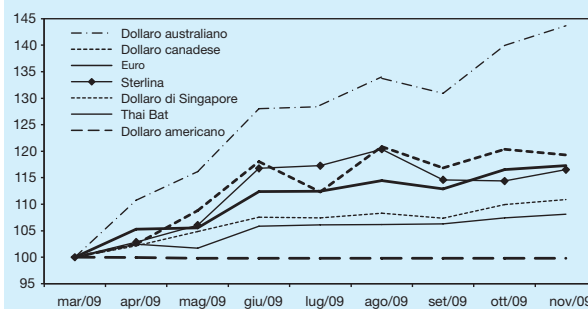
Dal novembre 2005 la Cina ha intrapreso azioni per aumentare il ruolo dello yuan come moneta di scambio internazionale. Dall'autunno 2008 ha iniziato una campagna senza precedenti. Ha lanciato *swap* valutari per un valore complessivo di 100 miliardi di dollari con sei paesi vicini (Indonesia, Malesia, Corea del Sud, Hong Kong, Bielorussia e Argentina). La Banca centrale ha stipulato un accordo con Hong Kong per consentire alle banche locali di emettere obbligazioni denominate in yuan. Il Governo ha varato un progetto pilota che prevede l'utilizzo dello yuan nelle transazioni in due specifiche aree geografiche: Macao e Hong Kong, da un lato, e la macro regione meridionale confinante con Vietnam, Laos, Thailandia e Birmania (in futuro gli scambi tra le province dello Yunnan e del Guangxi con le nazioni dell'Asean potranno essere regolati in yuan). Aree che rappresentano per la Cina il 20% del suo commercio estero. L'obiettivo evidente è far diventare tutto il Sud est asiatico un'area valutaria dello yuan. Occorre però superare due ostacoli: la piena convertibilità dello yuan e l'eccessiva esposizione verso il dollaro (le riserve ufficiali ammontano a quasi 2 mila miliardi di dollari). Riguardo a questo secondo aspetto, la Cina sta aumentando il peso dell'oro (+75% dal 2003 il controvalore in portafoglio) e acquistando all'estero risorse naturali (soprattutto in Africa e America Latina).

I BRIC sostengono lo yuan

All'ultimo vertice dei BRIC nel luglio 2009 è emersa la volontà da parte di tutti i partecipanti di fatturare gli scambi di merci tra quei paesi utilizzando le proprie valute, privilegiando soprattutto lo yuan. Ancora non si osservano gli ef-

Grafico 2.17

S'impenna la competitività cinese
(Tasso di cambio bilaterale dello yuan rispetto alle principali valute, numero indice marzo 2009=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati FMI.

fetti di questi decisioni, perché troppo recenti. E in ogni caso perché difficili da rilevare i dati appropriati. Nel 2007 soltanto per il 29% degli scambi internazionali totali era nota la valuta di fatturazione applicata. I dati a disposizione evidenziano un aumento notevole dell'euro come numerario e mezzo di pagamento negli scambi tra i paesi dell'area e quelli non appartenenti: dal 39-68% del 2007 al 40-79% di fine 2008 (Grafico 2.18).

Nel 2008 sono aumentate anche le riserve ufficiali detenute in euro, grazie alla preferenza accordata dai paesi emergenti che hanno preferito vendere dollari e *asset* in dollari per sostituirli con quelli in euro.

Queste trasformazioni spingono verso l'adozione di una nuova valuta quale perno del sistema monetario internazionale al posto del dollaro. Ma questo passaggio di testimone sarà lungo e complesso da realizzare. Perciò le vicende della moneta americana influenzeranno ancora per molto tempo l'economia mondiale.

2.4 Domanda interna sotto i riflettori

Nel medio termine il commercio internazionale probabilmente non ripeterà l'*exploit* del 2004-2007. Con un traino dell'export più debole, sarà dunque cruciale il contributo della domanda interna per rilanciare la crescita. Sulla velocità e intensità con cui questa si riattiverà c'è grande incertezza. Il recupero dei consumi incontra ostacoli soprattutto nel persistere del deterioramento del mercato del lavoro e nell'esaurirsi delle politiche di sostegno ai redditi, oltre che nel minor ricorso al debito. Quello degli investimenti, invece, è limitato dal basso impiego della capacità produttiva, dalla compressione dei margini di profitto e dalle difficoltà del credito.

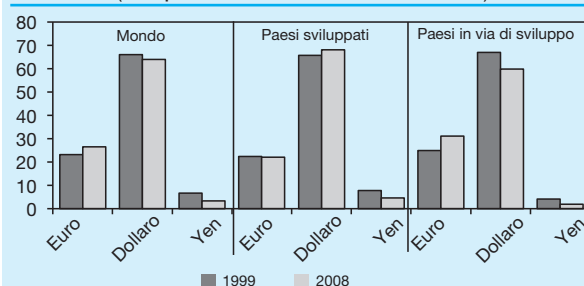
La domanda interna nelle maggiori economie avanzate resta per ora molto debole, in lieve recupero negli Stati Uniti, ancora in calo nell'Eurozona. Qui nel terzo trimestre è rimasto negativo il contributo alla crescita degli investimenti, anche se l'andamento di questa componente mostra un progressivo miglioramento. Al contrario, dopo essersi stabilizzati nel secondo trimestre, i consumi sono tornati a scendere (Grafico 2.19).

Cambiano le abitudini di spesa delle famiglie

Durante le crisi economiche, e in particolare durante questa, non solo calano i volumi degli acquisti delle famiglie ma cambiano proprio i *pattern*

Grafico 2.18

I paesi emergenti preferiscono l'euro (Composizione % delle riserve valutarie)



Fonte: elaborazioni CSC su dati BCE.

di consumo. La recessione degli anni Novanta si accompagnò a una forte ristrutturazione della distribuzione commerciale che, anche favorita da provvedimenti legislativi, si orientò sempre più verso canali di distribuzione moderna. La maggiore parsimonia delle famiglie (e quindi l'attenzione accentuata ai prezzi e agli sprechi) potrebbe innescare una nuova ondata di spostamento verso canali distributivi più efficienti. Oltre a ridurre il *premium price* e quindi i margini di profitto soprattutto sui prodotti di lusso.

Favorite le produzioni *energy saving e high tech*

Il mix dei consumi muta ancor più come conseguenza dello spostamento dei prezzi relativi, oltre che per il rafforzarsi di nuove preferenze. L'aumento del costo dei prodotti energetici, anzitutto il petrolio (era venduto a 30 dollari al barile nel 2003, sarà 80 dollari nel 2010, dopo avere toccato nel luglio del 2008 il picco di 145 dollari) ha spostato gli acquisti delle famiglie verso beni a minore intensità energetica. In aumento la spesa in prodotti a elevato contenuto tecnologico, le cui vendite crescono a tassi piuttosto elevati, soprattutto nel settore delle telecomunicazioni, togliendo spazio nei bilanci delle famiglie a voci di acquisto più tradizionali.

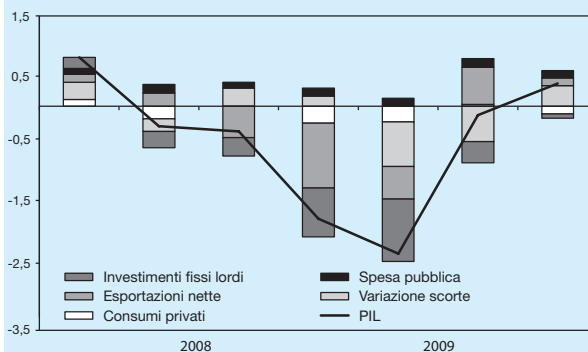
Il punto sui consumi

Nel corso della crisi, i consumi delle famiglie hanno manifestato mediamente una maggiore tenuta che in passato rispetto alla contrazione del PIL. Nel confronto internazionale, hanno presentato andamenti molto differenziati (Grafico 2.20). Le cadute più marcate si sono verificate in Spagna e nel Regno Unito (rispettivamente -6,7% e -3,9% dal primo trimestre 2008 al terzo trimestre 2009), cioè nei paesi dove la trasmissione della crisi finanziaria ai consumatori è stata accentuata sia dal forte indebitamento delle famiglie (e in particolare dalla loro esposizione sul mercato immobiliare) sia dal veloce e profondo deterioramento del mercato del lavoro. I consumi hanno invece tenuto in Francia e Germania, dove sono addirittura aumentati nel pri-

Grafico 2.19

Domanda interna debole nell'Eurozona

(PIL: var. % trimestrali e contributi, dati destagionalizzati)

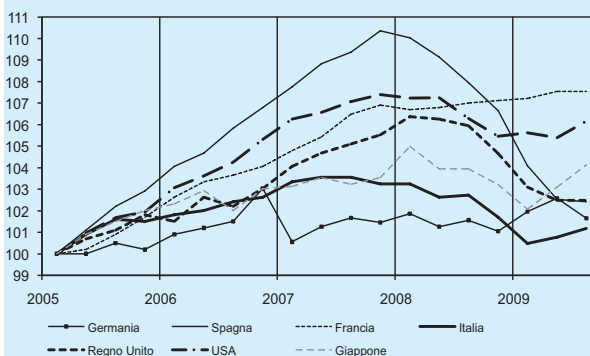


Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

Grafico 2.20

Timidi recuperi dei consumi

(Indici 1° trim. 2005=100; dati destagionalizzati)

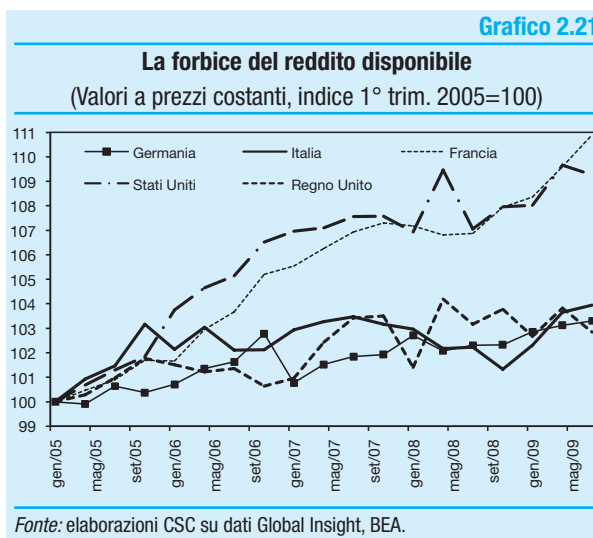


Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat, BEA, ISTAT, Bank of Japan.

mo semestre del 2009, nonostante il perdurare della caduta dell'attività e l'intensificarsi delle perdite occupazionali. In parte ciò si spiega con le misure discrezionali a sostegno del potere d'acquisto delle famiglie.

Anche negli Stati Uniti, dove i bilanci delle famiglie sono stati indeboliti dalla crisi immobiliare e dal repentino aggiustamento del mercato del lavoro, un forte stimolo ai consumi è stato dato dai tagli fiscali e dalle politiche di sostegno al reddito. Dopo la contrazione dell'1,8% tra il quarto trimestre 2007 e il quarto 2008, la spesa delle famiglie si è stabilizzata nel primo semestre del 2009 e ha recuperato (+0,7%) nel terzo trimestre dell'anno, con una divaricazione piuttosto netta tra consumi di beni non durevoli e durevoli, questi ultimi in forte crescita (+4,7% sul secondo trimestre) grazie agli incentivi per l'acquisto di autoveicoli.

In Italia la spesa delle famiglie è diminuita complessivamente del 2% tra il primo trimestre del 2008 (massimo pre crisi) e il terzo del 2009, ma già nel secondo ha registrato un modesto recupero (+0,3%), confermato nel terzo (+0,4%). L'introduzione di incentivi alla rottamazione delle autovetture più inquinanti ha determinato una diversa dinamica dei consumi di beni durevoli rispetto ai non durevoli. Questi ultimi sono diminuiti in media dello 0,6% trimestrale tra il secondo trimestre 2008 e il secondo 2009, e nel terzo hanno registrato una contrazione dell'1,2%. I consumi di beni durevoli hanno evidenziato, invece, dal secondo trimestre un tasso di crescita sostenuto (+4,3% congiunturale nel secondo, +2,7% nel terzo).



Sulla velocità e intensità della ripresa dei consumi, di gran lunga la componente più importante del PIL⁴, incideranno ora non solo l'andamento del reddito disponibile e di tutti i fattori che lo influenzano (mercato del lavoro, politiche fiscali, inflazione). Ma anche la propensione al consumo e le sue determinanti, quali la fiducia e la ricchezza delle famiglie.

**Redditi disponibili
strutturalmente deboli
in Italia e Germania**

Le differenze tra paesi nell'andamento del reddito disponibile delle famiglie sono state marcate non solo durante la recessione ma anche negli anni precedenti, quando le loro dinamiche sono state particolarmente

⁴ I consumi rappresentano una quota rilevante del PIL: in Italia pesano per circa il 60%, poco meno in Francia e Spagna (58%), in Germania il 56%. È invece maggiore, rispetto all'Italia, la quota dei consumi su PIL nel Regno Unito (65%) e negli Stati Uniti (70%).

deboli in Italia (il reddito disponibile reale è aumentato in media dello 0,2% tra il primo trimestre del 2005 e il terzo del 2009), in Germania e Giappone (Grafico 2.21). In questi paesi la spesa delle famiglie è stata pressoché stagnante negli anni Duemila⁵, ed è evidente che una ripresa sostenuta dei consumi dipenderà non tanto da elementi ciclici quanto da cambiamenti strutturali.

In esaurimento il sostegno di bassa inflazione e politiche espansive

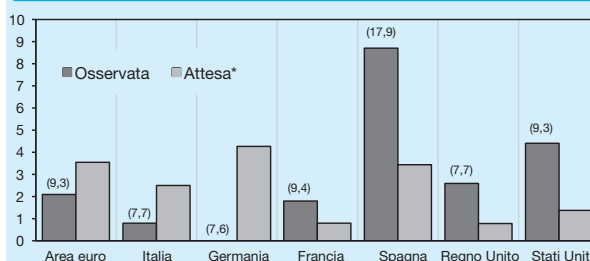
In tutti i paesi la caduta dell'inflazione, grazie alla diminuzione della bolletta energetica e alimentare, ha sostenuto il potere d'acquisto delle famiglie durante la recessione, ma questo fattore è destinato a esaurirsi nel corso del 2010, quando la dinamica dei prezzi al consumo, pur rimanendo contenuta, tornerà a essere in linea con quella *core*. Più eterogenei sono stati gli effetti delle politiche di bilancio. Non solo perché diversa tra paesi l'ampiezza degli ammortizzatori sociali. I governi hanno anche adottato misure discrezionali, quali l'estensione e il rafforzamento degli ammortizzatori, gli incentivi all'acquisto delle auto e la diminuzione delle imposte dirette e indirette a sostegno del reddito reale delle famiglie. Il rischio ora è che gli impulsi delle politiche a sostegno della domanda si esauriscano prima che la ripresa sia in grado di autosostenersi. Inoltre, a fronte del forte deterioramento dei bilanci pubblici, le famiglie potrebbero modificare le proprie decisioni di spesa scontando futuri aumenti delle imposte.

Più labor hoarding durante la crisi...

La maggiore tenuta del mercato del lavoro nell'Eurozona ha smorzato la trasmissione della crisi ai consumatori. Nonostante la più profonda contrazione dell'attività economica, le perdite occupazionali sono state finora mediamente molto più contenute nell'area euro che negli Stati Uniti o nella Gran Bretagna. Non solo: tenendo conto delle riforme che hanno reso più flessibili i mercati del lavoro europei, l'intensità del *labor hoarding* (il mantenimento degli occupati da parte delle imprese) è stata più marcata di quanto ci si aspettasse. Se l'elasticità della disoccupazione al PIL fosse stata pari a quella osservata nel corso degli anni Duemila, il tasso di disoccupazione nell'area euro, a fronte della marcata contrazione del PIL che si

Grafico 2.22

Area euro: disoccupazione sotto le attese
(Var. del tasso di disoccupazione, osservata e attesa, 2008/1° - 2009/2°, dati destagionalizzati)



*Calcolata come prodotto tra variazione % PIL tra 2008/1° - 2008/2° e correlazione tra var. % PIL e var. del tasso di disoccupazione tra 2001/1° e 2008/1°. In parentesi: valore del tasso di disoccupazione nel 2009/2°.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

⁵ In Italia, l'indebolimento della dinamica dei consumi (e del reddito disponibile) è in atto da almeno un quindicennio. Tra il 2000 e il 2008 i consumi delle famiglie sono cresciuti a una media annua dello 0,7% (+1,8% la spesa pubblica). Negli anni Novanta la variazione era stata dell'1,7% (+0,2% la spesa pubblica); del 2,6% negli anni Ottanta (+2,8% la spesa pubblica).

è avuta (-5,1%), sarebbe cresciuto di ben 3,6 punti percentuali dal primo trimestre 2008 al secondo 2009, cioè dal 7,2% al 10,8%. Invece si è fermato al 9,3% (Grafico 2.22). Negli Stati Uniti l'aggiustamento del mercato del lavoro è stato più veloce e marcato delle attese: il tasso di disoccupazione era già al 9,3% nel secondo trimestre (3 punti percentuali in più delle attese) e ha continuato a salire da allora, superando a ottobre la soglia simbolica del 10% (10,2%, massimo dal 1983).

**...più lungo
l'aggiustamento
del mercato del lavoro**

Nonostante la recessione sia finita, sono da attendersi ricadute negative sui consumi dovute al ritardo fisiologico con cui il mercato del lavoro risponde al ciclo. L'esperienza delle recessioni passate insegna che l'occupazione continua a scendere (e la disoccupazione a salire) per molti trimestri dopo la fine della recessione. Nella crisi attuale questa tendenza è aggravata dal rischio che la gravità della diminuzione della produzione possa dare il via, se non recuperata velocemente, a profonde ristrutturazioni. Inoltre, la notevole dimensione del *labor hoarding* ritarderà la creazione di nuovi posti di lavoro. Entrambi i fattori sono particolarmente elevati in Italia e in Germania, dove più profondo è stato il crollo dell'attività (-6,5% e -6,3% rispettivamente la variazione cumulata del PIL tra il 1° trimestre 2008 e il 2° 2009) e allo stesso tempo più accentuata è stata la tenuta dell'occupazione, grazie al massiccio ricorso a, rispettivamente, CIG e *Kurzarbeit*⁶ (uno schema di riduzione temporanea dell'orario di lavoro che opera in modo simile ai nostri contratti di solidarietà). Negli Stati Uniti, invece, ci sono segnali che il deterioramento del mercato del lavoro sia prossimo a esaurirsi: il calo delle richieste di sussidi (-7% in ottobre-novembre rispetto al secondo trimestre) e la ripresa dell'occupazione temporanea (+6,7% da luglio a novembre) sono infatti indizi di svolta. Stime OCSE indicano però che anche negli Stati Uniti il tasso di disoccupazione rimarrà alto a lungo (al di sopra del 9% fino al 2011; era al 4,6% nel 2007).

È elevato il rischio che il perdurare di un elevato stock di disoccupati farà da freno ai consumi. D'altronde la flessione della spesa delle famiglie toccate dalla disoccupazione potrebbe essere compensata dall'aumento dei consumi di tutte le altre, sospinti dal progressivo rafforzamento dei bilanci familiari e dalla ripresa della fiducia. Questa ipotesi trova conferma negli Stati Uniti, dove i consumi delle famiglie sono tornati a crescere nel terzo trimestre (+0,5% sul secondo) nonostante l'ulteriore calo dell'occupazione (-0,8%).

**Fiducia giù,
tassi di risparmio su**

Durante la crisi, il clima di fiducia delle famiglie è peggiorato progressivamente e rapidamente in tutti i paesi industriali, in particolare dopo il fallimento di *Lehman Brothers* (15 settembre 2008). Nelle valutazioni dei consumatori le crescenti preoccupazioni sull'evoluzione dell'economia e sulle prospettive del mercato del

⁶ Nel secondo trimestre del 2009, l'equivalente forza lavoro delle ore erogate di CIG e delle riduzioni di orario tramite il *Kurzarbeit* era rispettivamente pari a 321mila e 510mila unità a tempo pieno. Il numero di disoccupati era pari nello stesso trimestre a 1,8 milioni in Italia e 3,4 milioni in Germania.

lavoro sono state solo parzialmente compensate dalla riduzione del costo del denaro e dal rapido rientro delle tensioni inflattive negli ultimi mesi del 2008. Il deterioramento del clima di fiducia è sicuramente tra gli elementi che hanno contribuito all'incremento del tasso di risparmio. In Italia è salito al 15,2% nel secondo trimestre 2009 dal 14,5% nel primo 2008. Nell'Euroarea è salito al 16,5% (13,9% nel 1° trimestre 2008). Negli Stati Uniti è passato dallo 0,4% nel quarto trimestre del 2007 al 3,2% nel corrispondente periodo del 2008 e ha raggiunto il 4,5% nel terzo trimestre del 2009.

**Aumento della fiducia
come motore dei consumi**

La fiducia delle famiglie in Italia ha cominciato a rafforzarsi a poco a poco nella primavera del 2009, dopo aver toccato i livelli minimi dagli anni Novanta. Il miglioramento è proseguito nella seconda metà dell'anno (toccando in agosto i massimi da marzo 2007) nonostante il continuo deterioramento del mercato del lavoro. Ciò confermerebbe il quadro ipotizzato dal CSC in *Scenari Economici* di giugno 2009, secondo cui sono le aspettative a guidare la spesa delle famiglie, agendo sulla propensione agli acquisti. L'esperienza di passate recessioni conferma tale ipotesi: nel 1983 e nel 1993 il ritorno della fiducia tra i consumatori ha infatti anticipato il rilancio dei consumi e l'uscita dalla crisi, nonostante il perdurare di riduzioni significative dell'occupazione.

**Fanno freno ai consumi le
perdite di ricchezza netta...**

L'aumento del tasso di risparmio osservato durante la crisi è in parte riconducibile al forte ridimensionamento della ricchezza netta che si è verificato in tutte le economie sviluppate. Negli Stati Uniti la ricchezza netta è scesa dal 615% del reddito disponibile nel 2007 al 490% nel secondo trimestre del 2009. Nello stesso periodo il valore degli *asset* finanziari netti è diminuito del 25% e quello delle attività immobiliari si è ridotto del 15% (in termini reali). In Francia il rapporto tra ricchezza netta e reddito disponibile è passato dall'803% nel 2007 al 749% del 2008⁷ (-12,5% la ricchezza finanziaria e -4,6% quella non finanziaria). In Italia, secondo dati Banca d'Italia, alla fine del 2008 la ricchezza delle famiglie italiane ammontava a circa otto volte il reddito disponibile lordo (era circa 8,3 volte nel 2007).

È evidente che la dinamica della ricchezza delle famiglie (immobiliare e finanziaria) giocherà un ruolo fondamentale nel determinare i futuri andamenti di spesa. L'impatto di ciascuna componente si manifesterà con intensità diversa nei vari paesi anche a seconda della quota di ricchezza detenuta dalle famiglie nell'una o nell'altra. Notevoli a questo riguardo sono le differenze tra Europa continentale, dove la quota maggiore di ricchezza è rappresentata dagli *asset* non finanziari, principalmente proprietà immobiliari, e Stati Uniti e Gran Bretagna, dove invece è più rilevante la quota di *asset* finanziari⁸. Variazioni delle due com-

⁷ Cfr. OCSE, *World Economic Outlook*, novembre 2009.

⁸ In Italia, secondo Banca d'Italia, la quota di famiglie che detengono strumenti finanziari di lungo periodo è quasi raddoppiata tra il 1994 e il 2008, passando dal 9% al 21% (Banca d'Italia, Rapporto annuale 2009).

ponenti di ricchezza potrebbero anche avere effetti diversi sulla propensione al consumo delle famiglie. L'evidenza empirica suggerisce che in Europa gli effetti sui consumi di variazioni della ricchezza immobiliare sono più contenuti di quelli derivanti da variazioni della ricchezza finanziaria, mentre negli Stati Uniti e in Gran Bretagna vale l'opposto⁹.

A favore dell'imminente incremento della propensione al consumo agirà il miglioramento degli indici azionari iniziato ad aprile 2009, che ha portato a recuperare circa due terzi del valore perduto in precedenza. L'OCSE stima che il tasso di risparmio dovrebbe rimanere per diversi anni sui livelli attuali (o addirittura aumentare ulteriormente) per permettere alle famiglie di migliorare i bilanci. Un aumento del 10% del valore di tutti gli *asset* finanziari potrebbe tuttavia ridurre l'incremento necessario del tasso di risparmio di circa un punto percentuale nelle maggiori economie¹⁰ (un punto e mezzo in Giappone).

Per la ricchezza non finanziaria vi sono segnali di un miglioramento del mercato immobiliare in USA, Canada e Gran Bretagna. In Europa, al contrario, l'aggiustamento dei prezzi delle abitazioni è ancora in corso in molti paesi (Spagna, Francia, Italia) e il conseguente effetto ricchezza negativo sui bilanci familiari continuerà a scoraggiare i consumi nel medio periodo.

Timori non solo di ulteriori diminuzioni delle quotazioni immobiliari, ma anche di un aumento dei tassi di insolvenza e dei pignoramenti, determinano inoltre una maggiore prudenza delle banche nel concedere prestiti (nell'Eurozona in ottobre si è avuta una riduzione dello 0,1% dei prestiti alle famiglie), creando un'ulteriore freno all'espansione della domanda dei consumatori. In controtendenza l'Italia, dove il credito al consumo è in ripresa da inizio 2009 (+3,6% a settembre rispetto a 12 mesi prima).

...e l'indebitamento delle famiglie

I tempi e le possibilità di recupero dei consumi dipendono anche dal livello di indebitamento delle famiglie. L'Italia risulta in una posizione migliore rispetto alle altre economie industriali: l'indebitamento delle famiglie italiane rispetto al reddito disponibile è infatti il più basso (72,5%) tra quelli delle altre maggiori nazioni. È relativamente contenuto anche in Germania (98,6%) e in Francia (100,1%). È invece estremamente elevato in Gran Bretagna (183,3%), dove è superiore anche a quello statunitense (133,9%).

⁹ Skudelny, F. *Euro area private consumption. Is there a role for housing wealth effects?*, ECB Working Paper n. 1057 (2009); Slacalek, J., *What drives personal consumption? The role of housing and financial wealth*, German Institute of Economic Research discussion paper n. 647 (2006). Per una discussione teorica, cfr. Altissimo et al., *Wealth and asset price effects on economic activity*, ECB Occasional Paper n. 29 (2005).

¹⁰ OCSE, *Economic Outlook*, autunno 2009, box 1.1 *Household balance sheets and the saving rate*.

A causa dell'elevato indebitamento alcune famiglie potrebbero avere la necessità di riallocare risorse dai consumi al servizio del debito¹¹. Bassi tassi di interesse (che nelle nostre stime si manterranno ai valori attuali ancora per circa un anno) potrebbero però smorzare (o addirittura annullare) questo rischio.

Investimenti i più colpiti nella crisi

Gli investimenti sono stati ovunque la componente del PIL maggiormente colpita dalla crisi. Durante la recessione sono diminuiti del 18,8% negli USA e del 12,5% nell'Eurozona (-15,8% in Italia tra il primo trimestre del 2008 e il secondo del 2009; Grafico 2.23). La contrazione è stata maggiore in quei paesi (USA, Regno Unito, Spagna) dove la crisi immobiliare ha causato il crollo degli investimenti in costruzioni. In Germania, con un mercato residenziale in controtendenza, la caduta degli investimenti è stata inferiore alla media (-9,4%) e ha coinvolto esclusivamente quelli in macchinari e attrezzature (-21,2% da inizio crisi). I quali sono stati fortemente penalizzati anche in Italia (-24,4%), così come negli altri sistemi in cui è alto il peso dell'industria manifatturiera. In Italia e Germania gli investimenti sono diminuiti specialmente tra le imprese esportatrici.

Nonostante l'enorme eccesso di capacità produttiva...

L'eccesso di capacità produttiva è ai massimi storici. Nonostante il lieve recupero dal secondo trimestre 2009, nel terzo il grado di utilizzo degli impianti era ancora 13,2 punti percentuali al di sotto del livello di fine 2007 negli Stati Uniti, 17,3 punti nell'area euro (13,2 in Italia; Grafico 2.24).

Grafico 2.23

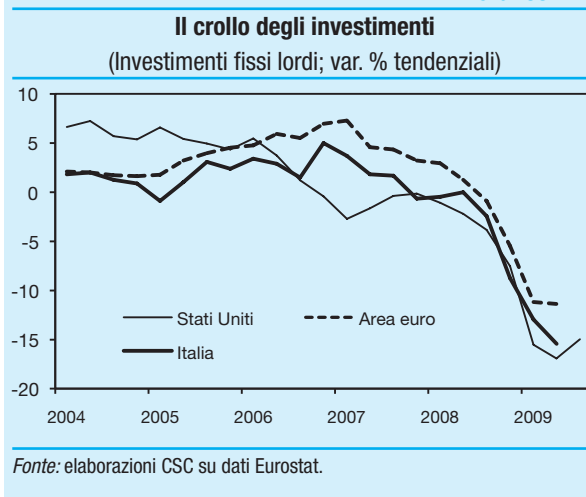
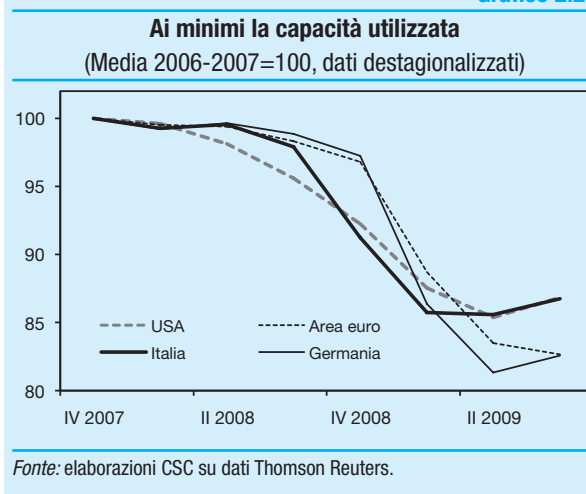


Grafico 2.24



¹¹ Secondo Banca d'Italia, nel 2008 gli oneri sostenuti dalle famiglie per il pagamento degli interessi e la restituzione del capitale sono aumentati in Italia a causa della crescita dell'indebitamento avvenuta negli anni precedenti e dell'incremento dei tassi di interesse in media d'anno. Il servizio del debito ha raggiunto il 10% del reddito disponibile, oltre un punto in più rispetto alla fine del 2007.

...gli investimenti potrebbero ripartire...

È diffuso il timore che il basso grado di utilizzo degli impianti rallenti la ripresa degli investimenti. Tuttavia, questo effetto dovrebbe essere limitato agli investimenti finalizzati all'ampliamento della capacità produttiva. Quelli volti alla razionalizzazione, riorganizzazione e rinnovamento di prodotti e produzioni potrebbero invece ripartire velocemente in risposta al recupero della domanda e del commercio mondiale e per cogliere le opportunità di sviluppo racchiuse nelle nuove tecnologie e nei nuovi mercati emergenti. A maggior ragione se questi sono i tipi di investimento che le imprese hanno rimandato o sospeso durante la recessione. Ciò, infatti, ha determinato un bisogno ineso di completamento delle razionalizzazioni e ristrutturazioni che verrebbe ora soddisfatto grazie alla riduzione dell'incertezza sulle prospettive del ciclo economico.

...come è successo in passate recessioni

L'esperienza delle passate recessioni indica che un grado di utilizzo degli impianti molto basso non è incompatibile con una rapida ripresa del flusso di investimenti. In quella dei primi anni Ottanta, gli investimenti in macchinari e attrezzature ripartirono nel terzo trimestre del 1983, quando il grado di utilizzo era addirittura ancora in discesa, per balzare poi di oltre dieci punti percentuali l'anno successivo (Grafico 2.25). Anche al termine della recessione dei primi anni

Novanta gli investimenti ripartirono con solo un trimestre di ritardo rispetto alla ripresa del grado di utilizzo degli impianti, crescendo più del 13% nel primo semestre del 1994.

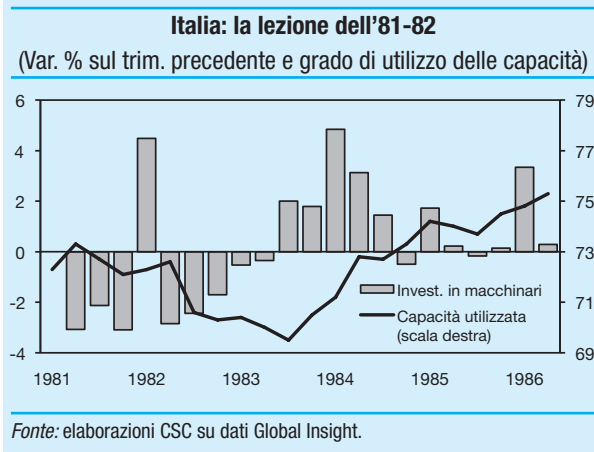
Chiave le fonti di finanziamento

Oltre che dal grado di utilizzo degli impianti, la ripresa degli investimenti dipenderà da fattori quali le aspettative di crescita di domanda e produzione, il costo d'uso del capitale (rappresentato dal tasso di interesse), l'accesso al credito e in generale la disponibilità di fonti di finanziamento. Un'impresa può finanziare nuovi investimenti essenzialmente in tre modi: con risorse interne, utilizzando gli utili non distribuiti, oppure esterne, attraverso il debito bancario o l'emissione di nuove azioni o obbligazioni.

Margini depressi in Europa...

In Europa il netto deterioramento dei conti aziendali lascia presumere che le imprese difficilmente dispongano di liquidità sufficiente per autofinanziarsi. I margini di profitto risultano particolarmente compressi nei paesi, come l'Italia e la Germania, dove la crisi ha provocato una più marcata caduta della produttività e una conseguente impennata del costo del lavoro per unità prodotta (CLUP; Grafico 2.26).

Grafico 2.25



Sebbene a ritmi più contenuti che nei trimestri precedenti, quest'ultimo ha continuato ad aumentare in Italia (e nell'area euro) fino al secondo trimestre 2009, quando i margini registravano un -3,9% rispetto al primo trimestre del 2008 (-1,8% in Italia). E se nel 2009 la riduzione dei costi energetici ha parzialmente compensato l'effetto dell'aumento del CLUP sui margini, il rialzo delle materie prime sta determinando un'ulteriore erosione.

... ma in recupero negli USA

Le imprese americane hanno ade-

guato rapidamente l'impiego di lavoro alla diminuzione del fatturato e appaiono perciò pronte a riavviare gli investimenti; quelli in macchinari sono tornati a crescere nel terzo trimestre (+0,6% sul secondo). Il rialzo delle materie prime è però una nuova fonte di instabilità che minaccia la ripresa degli investimenti anche negli Stati Uniti, mentre il forte deprezzamento la sostiene.

Costo reale del denaro non basso...

I tassi di interesse sono oggi a livelli storicamente bassi. Per gli investimenti finanziati col debito, quel che conta è il tasso reale, dato che le imprese guardano al prezzo a cui potranno vendere il prodotto. Attese di inflazione al momento negative in Europa e molto basse negli Stati Uniti diminuiscono quindi la redditività attesa degli investimenti. Inoltre, gli *spread* sui prestiti alle imprese, che si sono ampliati durante la crisi su tutti i tipi di prestito, restano alti. Quindi la politica monetaria espansiva non si riflette pienamente sulle imprese.

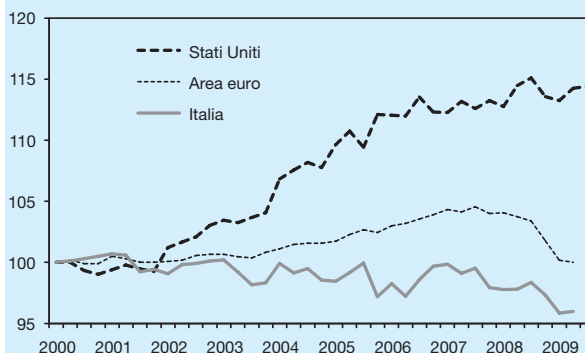
...e persistere delle difficoltà di accesso al credito

Vi sono segnali del persistere della stretta sulle condizioni di accesso ed erogazione del credito. I prestiti alle imprese sono diminuiti (-1,2% nell'area euro, -1,6% in Italia a ottobre 2009 rispetto a ottobre 2008) per la restrizione delle condizioni di offerta cui ha fatto seguito il calo della domanda¹². L'indagine ISAE presso le imprese manifatturiere ed estrattive rileva che a novembre ancora il 22,3% di esse riscontrava un peggioramento delle condizioni di credito negli ultimi tre mesi (era il 24,6% a settembre) e il 6,9% dichiarava di non aver ottenuto il finanziamento richiesto (6,6% a settembre). La difficoltà di accesso al credito è tra le maggiori incognite che gravano sulla ripresa.

Grafico 2.26

Margini di profitto erosi in Europa

(Indici: 1° trim. 2000=100; rapporto tra deflatore del PIL e CLUP)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat e BEA.

¹² Cfr. Luca Paolazzi e Ciro Rapacciuolo, *C'è credit crunch in Eurolandia e Italia?*, Nota dal CSC, n.4, 2009.

Favorevoli le quotazioni azionarie

L'aumento delle quotazioni delle azioni che si è registrato negli ultimi mesi favorirà il ricorso al mercato borsistico per reperire finanziamenti.

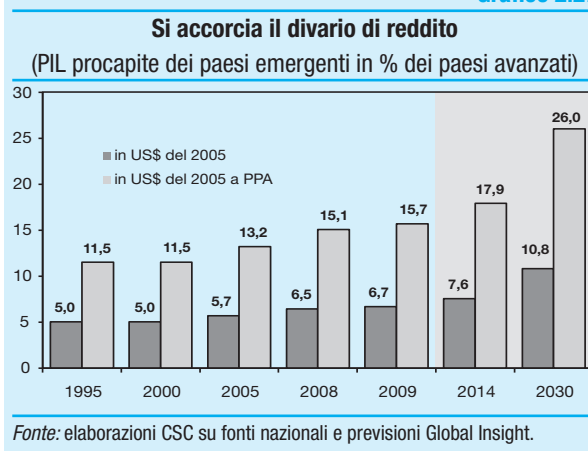
Oltre a riflettere le future prospettive degli utili, l'aumento delle quotazioni rende l'investimento più conveniente perché aumenta il valore di mercato dell'impresa, cioè dei suoi *asset*, rispetto al valore di sostituzione degli stessi¹³.

2.5 I consumatori emergenti trainano la domanda globale

La crisi ha mutato la distribuzione competitiva, accelerando processi di delocalizzazione e trasformazioni industriali già in atto. Ma non ha cambiato i meccanismi che da sempre determinano la ricchezza delle nazioni, cioè la crescita: allargamento dei mercati e progresso tecnologico. Che sono i veri motori interconnessi dell'economia. L'ampliamento degli sbocchi commerciali avverrà, sta avvenendo soprattutto nei paesi emergenti, le cui prospettive di sviluppo sono già in parte realtà e che qui sotto vengono descritte. Alle nuove frontiere dell'innovazione e alle politiche necessarie a farvi partecipare al meglio l'Italia, è dedicato il capitolo successivo. La crisi, sotto questo profilo non è stata la fine del mondo e anzi costringe a rivolgere l'attenzione a nuove opportunità di *business*.

Dagli emergenti le opportunità di crescita

La crisi globale ha reso più veloce il processo di avvicinamento delle economie emergenti a quelle avanzate. I grandi paesi emergenti guadagnano rilevanza internazionale e aprono nuovi sentieri di crescita, anche per le imprese occidentali, grazie allo sviluppo della loro classe benestante e all'aumento della partecipazione femminile al lavoro. Già negli anni 2000 i mercati emergenti hanno guadagnato terreno, in termini di quota e di contributi alla cre-

Grafico 2.27

¹³ Per l'impresa, l'investimento è conveniente ogniquale il valore di mercato di un suo macchinario è superiore al costo di sostituzione dello stesso (Q di Tobin).

¹⁴ Le parità di poteri di acquisto (PPA) sono tassi di cambio calcolati tenendo conto dell'ammontare di moneta necessaria per acquistare la stessa quantità di beni in paesi diversi. I tassi di cambio PPA riflettono le differenze nei livelli di prezzo tra paesi meglio dei tassi di cambio di mercato, poiché tengono conto dei diversi prezzi di beni e servizi che non vengono scambiati sui mercati internazionali. Se però si vuole considerare l'importanza dei paesi emergenti per i paesi avanzati in termini di domanda di esportazioni di questi ultimi e di fatturato per le aziende è più appropriato usare i tassi di cambio di mercato (e non le PPA) dato che il commercio internazionale è basato su questi tassi.

scita del PIL mondiale e di PIL pro capite (Grafico 2.27). Oggi le loro prospettive sono migliorate dopo che molti paesi hanno superato con successo la prova dello *shock* proveniente dal mondo avanzato, grazie a fondamentali solidi e politiche tempestive.

Aumentano la rilevanza internazionale

La quota di PIL mondiale prodotta dagli emergenti è oggi del 27%, dal 22% nel 2000 (Grafico 2.28), del 47% se calcolata con le parità di poteri di acquisto¹⁴ (PPA). Il contributo degli emergenti alla crescita del PIL globale ha superato quello dei paesi avanzati già nel 2001, con la Cina che ha dato l'apporto maggiore e l'India che ha contribuito in misura simile all'Eurozona. Anche il PIL pro capite medio dei paesi emergenti è cresciuto velocemente negli stessi anni: +43% in termini reali (+11% negli avanzati), e +46% a PPA (+12% negli avanzati) con l'effetto di un aumento generale della domanda dei consumatori emergenti conseguente alla crescita del loro potere di acquisto, sia interno che internazionale.

Sostegno alla crescita negli avanzati

La vera novità è che i paesi emergenti saranno sempre più fonte di nuova domanda e nuove opportunità per le imprese del mondo avanzato. Fino a oggi essi hanno contribuito alla crescita del potere di acquisto dei consumatori dei paesi avanzati attraverso bassi prezzi di produzione e di vendita dei prodotti da loro esportati. In futuro la domanda dei mercati emergenti di beni dei paesi avanzati contribuirà alla crescita di questi ultimi in misura sempre maggiore.

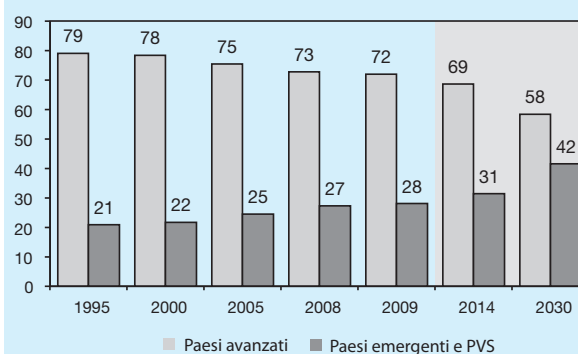
Nell'aumento dei consumi mondiali superano gli avanzati

Oggi il 22% dei consumi privati mondiali viene dai paesi emergenti (di cui, quasi la metà dai BRIC), dal 18% nel 2000. Nel 2008 il contributo alla crescita dei consumi privati mondiali reali dei paesi emergenti ha superato per la prima volta quello degli avanzati (Grafico 2.29). I consumi nel

La quota di PIL mondiale prodotta dagli emergenti è oggi del 27%, dal 22% nel 2000 (Grafico 2.28), del 47% se calcolata con le parità di poteri

Grafico 2.28

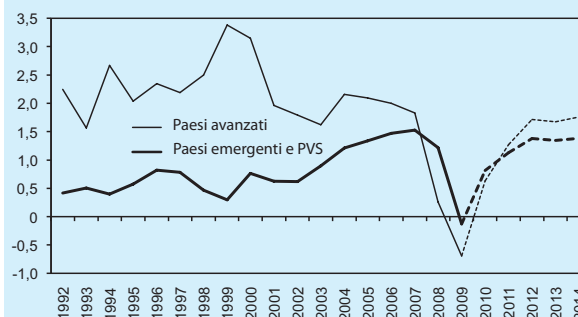
Gli emergenti acquistano rilevanza
(Peso % sul PIL mondiale in dollari del 2005)



Fonte: elaborazioni CSC su fonti nazionali e previsioni Global Insight.

Grafico 2.29

Nei consumi sale il contributo degli emergenti
(Contributi % alla crescita dei consumi privati mondiali)



Fonte: elaborazioni CSC su fonti nazionali e previsioni Global Insight.

mondo emergente non hanno ancora una dimensione tale da aver potuto controbilanciare con il loro incremento la caduta della domanda che si è avuta negli avanzati. Tuttavia, il loro potenziale di sviluppo nel medio termine è enorme, anche in ragione dell'attuale bassa incidenza dei consumi privati sul PIL, con Cina (36%) e USA (70%) ai due estremi opposti.

500 milioni di ricchi in più nel 2030, l'84% nei paesi emergenti

I consumatori emergenti saranno sempre più abbienti. Nel 2030 si stimano circa 500 milioni di ricchi in più nel mondo (considerando "ricco" un individuo con un PIL pro capite a prezzi del 2005 di almeno 30.000 dollari), l'84% dei "nuovi ricchi" risiederà nei paesi emergenti. Oggi nel mondo ce n'è circa 1 miliardo, di cui il 20% negli emergenti. Gran parte dell'incremento verrà dai BRIC (62% dell'incremento totale) ma anche da Messico e Turchia (2% ciascuno), Sudafrica (1,7%), Indonesia (1,4%), Argentina (1,2%), Malesia e Polonia (1%). E ci sarà inoltre un vero *boom* della classe media (ovvero di individui con un PIL pro capite compreso tra 6.000 e 30.000 dollari) con 2 miliardi di persone in più che ne faranno parte entro il 2030 (previsioni *Goldman Sachs*). La popolazione mondiale nel 2030 è stimata a 8,2 miliardi di individui, dai 6,7 attuali.

La partecipazione femminile al lavoro apre nuove frontiere

Un altro macro trend è la crescita della partecipazione femminile al lavoro, sia nei paesi emergenti sia negli avanzati. In questi ultimi il processo è iniziato già da tempo ma si denota una scarsa attenzione delle imprese al cambiamento delle preferenze di spesa conseguente alla maggiore incidenza femminile sul reddito familiare. Lo dimostrano i risultati dell'indagine effettuata da *Boston Consulting Group* sulla domanda di consumi femminile¹⁵. Nei mercati emergenti l'aumento della partecipazione femminile al lavoro influirà sulle decisioni di spesa delle famiglie, spostandola verso settori che riguardano benessere e cura della persona (in cui sono compresi prodotti alimentari di alta qualità), elettrodomestici, moda, cosmetici, design, istruzione e formazione, benessere dei figli.

Questi cambiamenti sono già in parte visibili

La crescita della classe media negli emergenti e della loro partecipazione femminile al lavoro sono evoluzioni già in corso, che finora hanno influito soprattutto sulla domanda interna del mondo emergente. Una delle prove più visibili del cambiamento delle preferenze di spesa con l'evolvere dei redditi emergenti è l'aumento del consumo di autoveicoli ed energia in questi paesi. Un esempio di come la partecipazione femminile possa influenzare le decisioni di spesa dei governi è in India dove, a partire dal 1992 (quando è stata aumentata per legge la quota femminile in politica) le leader donne hanno attuato a livello locale il 60% in più di progetti legati alla fornitura di acqua potabile, rispetto alle loro controparti maschili.

¹⁵ Silverstein, M. J. e Sayre, K., *Women Want More*, settembre 2009, BCG.

Le imprese italiane possono intercettare i nuovi consumatori

Oggi siamo in una fase successiva, in cui si aprono nuove opportunità anche per le imprese italiane. L'aumento della classe ricca dei paesi emergenti è un fenomeno con enormi potenzialità in particolare per le imprese dei settori "tradizionali" (moda, arredamento, alimentare) che soffriranno più delle altre il calo della domanda dei consumatori abbienti nei paesi avanzati. La crescita a livello globale della partecipazione femminile al lavoro è importante soprattutto per le imprese che producono beni di lusso accessibile, data la maggiore attenzione delle donne verso questi prodotti.

Come accaduto nell'Europa emergente...

Negli anni 2000 un *boom* dei consumi era già in corso nell'Europa emergente. I paesi dell'Ovest, l'Italia tra questi, ne hanno beneficiato in termini di export. Le esportazioni italiane verso i paesi dell'Europa centro orientale¹⁶ sono cresciute dal 2000 al 2007 del 15,2% annuo (le esportazioni totali del 2%), il flusso di export annuale italiano nell'area è più che raddoppiato in sette anni.

...che è la fonte più vicina di nuova domanda

Con l'importante eccezione della Polonia, unico paese europeo in crescita nel 2009, oggi questa è la regione più colpita dalla crisi. I consumatori dell'Europa emergente sono in difficoltà e ci vorrà qualche anno prima che le loro finanze, danneggiate soprattutto dalle svalutazioni monetarie, si rimettano in sesto. Ciò non toglie che essi abbiano già redditi da "classe media mondiale" e in molti casi una parte consistente della loro popolazione fa già parte della classe ricca. Il PIL pro capite reale (a prezzi del 2005 e a PPA) dell'Europa centrale¹⁷ è di 13.584 dollari, il valore più alto tra le aree emergenti, con Repubblica Ceca (23.035 US\$), Slovacchia (20.340 US\$), Ungheria (18.049 US\$) e Polonia (16.173 US\$) in testa. Passate le turbolenze economiche, nel 2011 la regione tornerà a essere la fonte più vicina di nuova domanda.

Nonostante gli ostacoli nel breve periodo

Nel breve periodo l'intensità della ripresa nell'Europa emergente sarà disforme e in alcuni casi incerta, come nei Baltici e in Ucraina dove quest'anno il calo del PIL sarà a due cifre. Anche la Russia è ancora in difficoltà, a causa dell'eccessiva dipendenza dalla domanda estera di energia, e sta pagando la mancata diversificazione dell'economia negli anni di boom, anche se dal Governo cominciano ad arrivare segnali di cambiamento. Incertezze nella ripresa anche in Turchia, dove la decisione di chiedere o meno l'intervento del Fondo monetario condizionerà i tempi e le politiche per favorirla. L'Ungheria avrà una ripresa lenta, a causa dell'elevato debito pubblico e dell'austerità fiscale imposta dal programma di risanamento finanziato dall'FMI. In Bulgaria e Romania la ripresa sarà condizionata da squilibri macroeconomici preesistenti, mentre le

¹⁶ L'Europa centro orientale comprende: Albania, Bielorussia, Bosnia, Bulgaria, Croazia, Estonia, Lettonia, Lituania, Macedonia, Moldavia, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Russia, Serbia e Montenegro, Slovacchia, Slovenia, Ucraina e Ungheria.

¹⁷ L'Europa centrale comprende: Albania, Bosnia, Bulgaria, Croazia, Repubblica Ceca, Estonia, Ungheria, Kosovo, Lettonia, Lituania, Macedonia, Montenegro, Polonia, Romania, Serbia, Slovacchia, Slovenia, Turchia.

più veloci nel recupero saranno Repubblica Ceca e Slovacchia, grazie a fondamentali solidi e politiche economiche efficaci.

La leadership dei BRIC

La crescita del futuro si gioca dunque sull'incremento di domanda proveniente dai paesi emergenti nel medio termine. I consumi nei paesi avanzati verranno frenati dalla diminuzione della ricchezza per le svalutazioni immobiliari e azionarie, dalla più lenta dinamica del reddito disponibile legata alle difficoltà del mercato del lavoro e dalle condizioni di credito più stringenti. Allo stesso tempo, la crescita dei redditi porterà sempre più famiglie emergenti a far parte

della classe media e ricca e i loro consumi cresceranno. Dai BRIC proviene oggi quasi la metà dei consumi privati reali emergenti (il 10% mondiale) e da loro giungerà l'unico contributo positivo alla crescita dei consumi mondiali nel 2009. I consumi privati in questi paesi sono già aumentati in termini reali del 6,5% medio annuo dal 2000 al 2008 (contro il 2% nelle economie avanzate) e questo ritmo è destinato ad aumentare (Grafico 2.30).

Segnali forti dalle vendite al dettaglio

Segnali forti di questa tendenza provengono dall'andamento delle vendite al dettaglio, anzitutto in Cina: l'aumento delle sole vendite al dettaglio reali cinesi tra gennaio 2007 e ottobre 2009 ha più che compensato la contrazione in USA negli stessi mesi (Grafico 2.31). Le vendite in Cina in quel periodo sono cresciute del 68% mentre negli USA sono calate del 10%. Nei primi dieci mesi del 2009 le vendite in Cina hanno continuato a correre, aumentando del 15%. Il maggiore contributo alla loro dinamica è venuto dal settore auto (+26,5%) con 10,9 milioni di veicoli venduti, grazie anche agli incentivi fiscali del governo. La Cina ha così superato gli Stati Uniti, diventando nel 2009 il primo mercato mondiale dell'auto. Sono salite anche le

Grafico 2.30

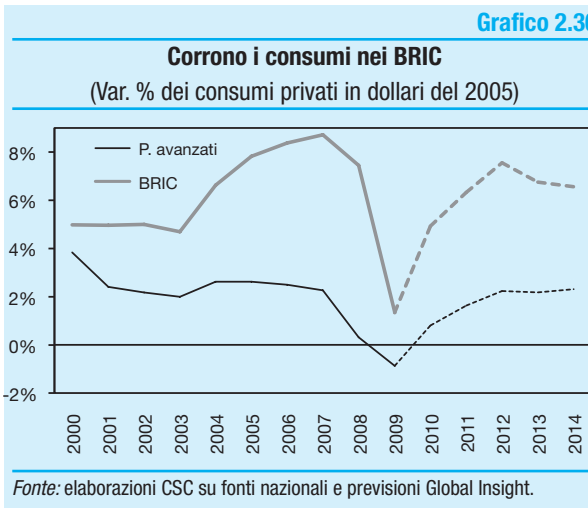
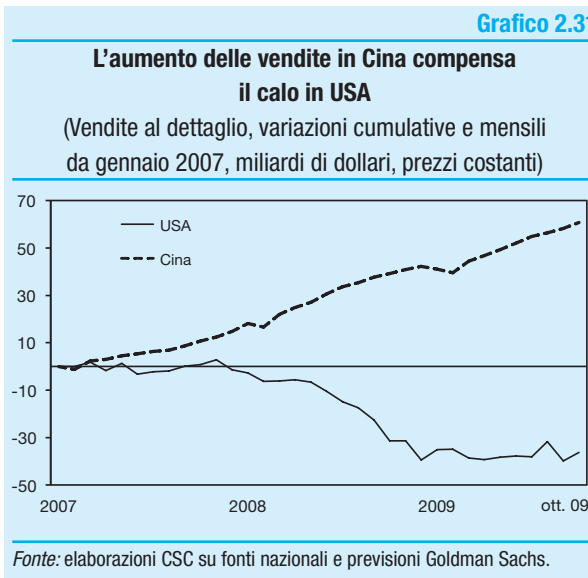


Grafico 2.31



vendite in settori di interesse per le imprese italiane: +34% mobili e arredamento, spinti dal boom edilizio; +17,5% accessori e abbigliamento. Ciò grazie anche al miglioramento del reddito disponibile della popolazione urbana che è aumentato nei primi nove mesi del 2009 del 10,5% pro capite, portando a un corrispondente aumento dei consumi del 10,1%. La Cina oggi ha un PIL pro capite di 2.322 dollari (5.595 a PPA), destinato a espandersi entro il 2030 in misura tale che si stimano per allora 252 milioni di nuovi ricchi nel paese, rispetto ai 35 milioni attuali.

Enormi le potenzialità cinesi, ma servono riforme

Le potenzialità di sviluppo della Cina, dove vive un quinto della popolazione mondiale, sono enormi. Per fare in modo che l'aumento dei redditi non si traduca principalmente in risparmio (il tasso di risparmio familiare è il 25% del reddito disponibile) c'è bisogno di una rete di sicurezza sociale che renda il futuro delle famiglie meno incerto. Il Governo cinese ha già preso provvedimenti in questa direzione, ma per sviluppi significativi bisognerà attendere il nuovo piano quinquennale 2011-15, ora in fase di discussione. Inoltre, gran parte della crescita cinese del 2009 è stata originata dagli investimenti per infrastrutture finanziati dalle banche (95% della crescita del PIL nei primi 3 trimestri del 2009). Ciò porterà a un rallentamento della crescita nel 2010, amplificato dall'eccesso di capacità produttiva in quasi tutti i settori della manifattura. Mantenere un tasso di crescita elevato, fondamentale per la coesione sociale e per la stabilità politica del paese, è l'obiettivo prioritario del pragmatico Governo di Pechino. Proprio per questo è molto probabile che nel 12° piano quinquennale si affronteranno i temi del riequilibrio dell'economia e dell'aumento dei consumi privati, così da ridurre la dipendenza della Cina dalla domanda estera e dal ciclo economico degli Stati Uniti. Ciò porterebbe a una nuova fase di crescita guidata dalla domanda delle famiglie, con evidenti ricadute positive in tutta l'Asia e anche nei paesi avanzati, grazie al maggior assorbimento cinese.

Brasile trainato dalla domanda interna

In Brasile la domanda interna continua a dimostrarsi resistente alla crisi e a contribuire alla crescita del paese più che negli altri BRIC. I consumi privati hanno già un peso elevato sul PIL: 61%, rispetto al 36% in Cina, al 48% in Russia e al 55% in India. Le vendite al dettaglio reali in Brasile sono cresciute nei primi 9 mesi del 2009 del 4,8%, quasi allo stesso ritmo dell'analogo periodo del 2008 (5,2%). Dopo un rallentamento in marzo e aprile, hanno accelerato grazie agli stimoli fiscali e monetari, tra cui gli incentivi per l'acquisto di auto, elettrodomestici e computer. Il contributo maggiore alle vendite viene, infatti, dal settore auto che è cresciuto del 19,8% nei primi nove mesi dell'anno; gli incentivi hanno funzionato meno per l'acquisto di elettrodomestici, mentre la grande distribuzione, alimentari e bevande insieme sono cresciuti del 6,1% nello stesso periodo. Il Brasile oggi ha una popolazione di 195 milioni di individui, due terzi di quella USA, e un PIL pro capite di 5.215 dollari (9.071 a PPA) in rapida crescita. Entro il 2030 si stima che 28 milioni di persone entreranno a far parte della classe benestante, oggi ce ne sono 12.

**In India
ottime prospettive**

In India, dove non ci sono dati disponibili sulle vendite al dettaglio, le vendite di veicoli sono cresciute nei primi 10 mesi del 2009 dell'11,4% annuo e la produzione industriale di beni di consumo del 4,5% nei primi 9 mesi dell'anno. L'India è tra i quattro paesi il più arretrato, ma la forte maggioranza al Governo sta dando una spinta decisiva alle riforme strutturali (soprattutto infrastrutture, il punto debole del paese) e ha attuato politiche fiscali efficaci per contrastare gli effetti della crisi: il PIL è cresciuto nel terzo trimestre del 3% sul secondo (dati destagionalizzati), al di sopra delle aspettative, grazie soprattutto al contributo dei consumi privati e della spesa pubblica. L'India ha oggi una popolazione di 1,2 miliardi di individui e un PIL pro capite di 873 dollari (2.620 a PPA). Lo spazio ulteriore di crescita è ampio, tanto che nel 2030 si stimano 45 milioni di nuovi ricchi, oggi ce ne sono 15.

**In Russia le vendite
soffrono ma è il mercato
più maturo**

In Russia, dopo anni di crescita sostenuta, le vendite al dettaglio reali sono scese del 6,1% nei primi nove mesi dell'anno rispetto allo stesso periodo del 2008 (10,3% la crescita media annua dal 2000 al 2008) a causa del generale peggioramento delle condizioni economiche e soprattutto del calo del reddito disponibile (-10,6% reale annuo nel 3° trimestre 2009). La Russia, con un PIL pro capite di 6.641 dollari (14.806 a PPA), rimane comunque il mercato più maturo dei BRIC. Nonostante gli ostacoli nel breve termine, il PIL pro capite, e con esso la classe ricca, è destinato a crescere. Entro il 2030 si stima che 17 milioni di persone entreranno a far parte della classe benestante; oggi sono 9 milioni, su una popolazione totale di 141 milioni di individui.

2.6 Il *made in Italy* alla prova delle nuove sfide globali

La ripresa della domanda e della produzione industriale ha rimesso in moto gli scambi globali. Che a fine 2009 in volume, secondo le stime del CSC, recuperano il 10% dai minimi del maggio scorso e che nella media del 2010 saliranno del 9,5%. Tuttavia, come accade ormai da alcuni anni, le esportazioni italiane reagiscono con ritardo alle svolte positive del ciclo del commercio mondiale e, inoltre, la loro crescita risulta nel complesso più lenta. Minor presenza nelle economie emergenti più dinamiche e specializzazione in beni più ciclici (beni di consumo legati al lusso accessibile e macchinari) sembrano essere le spiegazioni più convincenti di questo ritardo. Ma il modello di specializzazione dell'Italia sta mutando e i dati vanno letti con maggiore attenzione.

Le imprese italiane hanno dimostrato negli ultimi anni di muoversi con grande velocità sia nell'orientare le esportazioni verso i mercati emergenti più dinamici sia nel mutare la composizione delle produzioni, al di là di quel che appare dalle analisi basate su dati troppo aggregati. Tuttavia, per cogliere al meglio le nuove opportunità devono sciogliere alcuni nodi che riguardano la dimensione, la managerialità e la struttura finanziaria, con particolare attenzione alla patrimonializzazione.

**Il cambiamento
di specializzazione**

Il modello di specializzazione italiano non è ancora sostanzialmente cambiato. I settori predominanti sono ancora tutti nel cosiddetto *made in Italy*. Ma si osserva una trasformazione che è destinata a spostare il baricentro dell'export, rafforzandone la posizione internazionale. In effetti, i beni che hanno alimentato nell'ultimo decennio il commercio mondiale sono quelli in cui l'Italia era meno presente, un deficit che ha iniziato a colmare. Quei settori potranno affiancare quelli cosiddetti "tradizionali".

**Le quote sviano
il giudizio**

Per valutare la *performance* di un paese nel commercio internazionale lo strumento più utilizzato sono le quote di mercato. Tutti i paesi avanzati hanno sperimentato una riduzione della loro quota nell'ultimo decennio, segnando il profondo mutamento della distribuzione internazionale della produzione manifatturiera avvenuto con l'aumento del peso degli emergenti, prima tra tutti la Cina. Dal 1999 al 2008 la quota dell'Italia è diminuita di quasi un punto percentuale (-0,7%), più di quella della Germania (-0,4%) ma molto meno di quelle di Francia (-1,5%) e Giappone (-2,5%). Si è ampliato il divario di presenza dell'Italia rispetto alla Germania nei paesi in cui la dinamica della domanda è molto forte, come nei BRIC. In Cina la quota italiana, misurata sull'import cinese, nel 2008 era pari all'1% contro il 4,9% della Germania e l'1,3% della Francia; il gap è ancora più largo in Russia, dove l'Italia ha il 4,1% e la Germania il 12,8%.

Come determinante della perdita di quote dell'Italia viene spesso chiamato in causa il modello di specializzazione del sistema industriale del paese che sarebbe prevalentemente orientato su settori la cui domanda a livello mondiale sta crescendo più lentamente. In realtà questa spiegazione appare superficiale per due motivi: l'Italia ha sempre avuto un settore forte non tradizionale che compete con i maggiori esportatori come Germania, Stati Uniti e Giappone (macchine e apparecchi meccanici) e negli ultimi nove anni i settori tradizionali (abbigliamento, prodotti tessili e cuoio) che hanno fatto grande il *made in Italy* fuori dai confini nazionali hanno diminuito considerevolmente il loro peso sugli scambi esteri del Paese.

Per comprendere se l'Italia ha una struttura industriale in grado di competere nel contesto globale si utilizzano gli indicatori elaborati da WTO e UNCTAD, che hanno calcolato un indice di competitività, il *Trade Performance Index*, per 184 paesi e 14 differenti settori. Questo indice considera, oltre alle quote di mercato, le esportazioni nette, cioè tolte le riesportazioni, pro capite, cioè commisurate alla dimensione del paese. E tiene conto di altri due importanti fattori: la diversificazione produttiva e quella di mercato. La diversificazione produttiva è il numero di beni esportati di uguale importanza (all'interno di ogni settore): un numero maggiore aumenta la diversificazione e quindi migliora la posizione di forza del paese in quel settore. La diversificazione di mercato rispecchia la numerosità dei mercati di sbocco di ciascun paese per un determinato settore. Secondo il *Trade Performance Index* nel 2006 l'industria italiana vantava il primato globale nel tessile, nell'abbigliamento e nel

Tabella 2.10

Dove l'Italia è leader mondiale						
	Cuoio, pelletteria e calzature		Tessili		Abbigliamento	
	Italia	Cina	Italia	Germania	Italia	Cina
Peso sul totale esportazioni nazionali	4%	3%	3%	1%	5%	9%
Peso sul totale importazioni nazionali	2%	0%	2%	1%	3%	0%
Livello di diversificazione produttiva*	13	11	99	89	51	50
Livello di diversificazione di mercato**	19	8	20	24	17	12
Quote di mercato 2006	15,3%	30,1%	7,3%	6,9%	6,8%	32,6%
Indice di competitività***	1	2	1	2	1	2
Prezzo relativo (prezzo medio mondiale=1)	1,07	0,9	1,9	2,1	3,1	1

*Numerosità di prodotti equivalenti.

**Numerosità di mercati equivalenti.

***Trade performance index (2006).

Fonte: elaborazioni CSC su dati UNCTAD e WTO.

Tabella 2.11

Dove l'Italia è leader mondiale								
	Prodotti manufatti di base		Meccanica non elettronica		Meccanica elettrica		Prodotti diversi	
	Italia	Germania	Italia	Germania	Italia	Germania	Italia	Germania
Peso sul totale esportazioni nazionali	13%	10%	20%	17%	5%	7%	10%	8%
Peso sul totale importazioni nazionali	12%	10%	7%	9%	4%	7%	6%	7%
Livello di diversificazione produttiva*	85	140	96	106	35	36	35	74
Livello di diversificazione di mercato**	15	21	24	24	14	26	17	20
Quote di mercato 2006	5,4%	10,7%	7,6%		2,5%	9,3	4,9%	10,9%
Indice di competitività***	2	1	2	1	2	1	2	1
Prezzo relativo (prezzo medio mondiale=1)	1,4	2	1,1	1,5	1	1,6	1,9	2,2

*Numerosità di prodotti equivalenti.

**Numerosità di mercati equivalenti.

***Trade performance index (2006).

Fonte: elaborazioni CSC su dati UNCTAD e WTO.

cuoio pelletteria e calzature. Mentre era seconda solo alla Germania (primo esportatore mondiale fino al 2008) nella meccanica non elettronica, nella meccanica elettrica, nei prodotti manufatti di base e in quelli diversi (Tabella 2.10 e 2.11).

I suoi principali *competitor* sono Germania e Cina, cioè i primi due esportatori mondiali. Con la prima che è davanti nei settori non tradizionali, mentre la seconda insegue in alcuni settori del *made in Italy* (abbigliamento e cuoio). Riguardo alla Cina, l'abbigliamento ha consolidato il saldo attivo e la quota di mercato globale (in otto anni è passata dal 18,5% al 36,5% mentre l'Italia l'ha leggermente aumentata dal 6,3% al 6,7%), ma ha ridotto notevolmente il contributo al saldo commerciale manifatturiero cinese. Lo stesso è accaduto all'abbiglia-

mento italiano, il cui contributo al saldo commerciale manifatturiero si è dimezzato in otto anni assieme al suo peso sull'interscambio totale. La differenza non trascurabile è il diverso prezzo relativo: per l'abbigliamento il prezzo medio italiano è triplo di quello cinese e ciò denota una maggiore qualità e un grado di sostituibilità molto basso. Anche per i prodotti in cuoio e pelle la Cina ha una quota di mercato enormemente più elevata (35% nel 2008) dell'Italia (13,4%, dal 15,4% del 2000); e in entrambi i paesi il contributo al saldo manifatturiero si è dimezzato, mentre il peso del saldo settoriale su quello totale per i prodotti cinesi si rafforza e per quelli italiani scende. Anche in questo settore come in quello dell'abbigliamento emerge una differenza, sebbene minore, dei due prezzi relativi. Per i prodotti tessili italiani il contributo al saldo manifatturiero si è più che dimezzato in otto anni e la quota mondiale è scesa dall'8,8% al 6,8%, mentre per il tessile cinese è triplicata e il contributo al saldo manifatturiero si è rafforzato. Nel tessile la Germania è classificata seconda dal *Trade Performance Index* e ha perso un punto percentuale di quota di mercato (5,8% nel 2008), con un contributo al saldo manifatturiero ancora negativo sebbene in netto miglioramento.

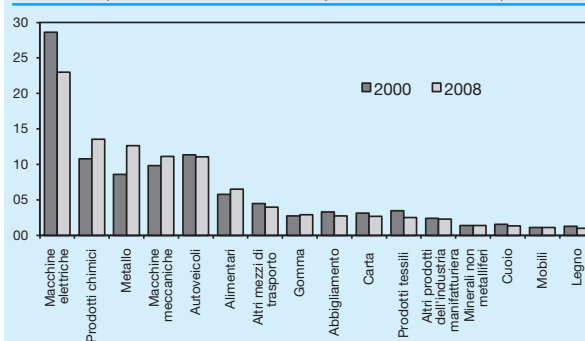
I primati poco noti

L'industria italiana ha due primati poco conosciuti: i due secondi posti nella classifica internazionale di competitività della meccanica elettrica e della manifattura di base. Entrambi i settori hanno trainato la domanda internazionale dal 2000 al 2008 (Grafico 2.32) e l'Italia sta conquistando in essi spazi sempre più importanti; sebbene il loro contributo al saldo manifatturiero sia ancora negativo, si è ridotto notevolmente negli ultimi 8 anni.

Va notato, infine, la notevole riduzione della dipendenza estera italiana dai prodotti petroliferi raffinati che da settore deficitario nel 2000 è diventato il terzo settore in ordine di importanza come contributo positivo al saldo manifatturiero (Grafico 2.33).

Grafico 2.32

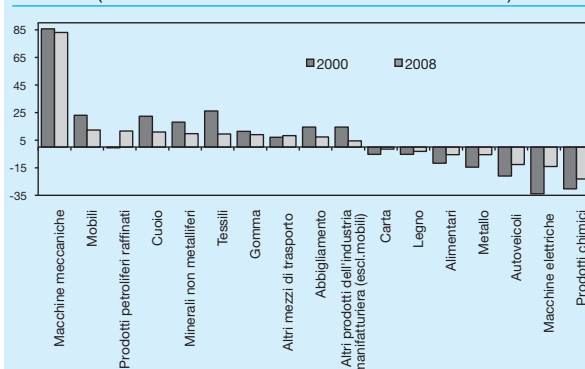
La domanda mondiale spinge macchine e prodotti chimici (Peso settoriale delle esportazioni mondiali)



Fonte: elaborazioni CSC su dati GTI.

Grafico 2.33

Il made in Italy cambia pelle (Contributo settoriale al saldo manifatturiero)



Fonte: elaborazioni CSC su dati GTI.

Da questa analisi dei dati internazionali emerge la conferma del primato italiano, più o meno insediato dalla Cina, nei settori tradizionali (abbigliamento, tessile, cuoio e calzature) e nella meccanica non elettronica (di nuovo incalzata dalla Cina la cui quota sull'export globale è più che triplicata negli ultimi otto anni) e di base. Ma sono chiari anche gli indizi della trasformazione in corso del manifatturiero italiano, in particolare con il miglioramento del saldo con l'estero nelle macchine elettriche.

La globalizzazione ha sì determinato una maggiore concorrenza ma anche un cambiamento nelle catene di produzione internazionali che offre nuove opportunità per le imprese italiane.

Le strategie delle imprese per conquistare i nuovi mercati

Le possibilità di sopravvivenza e sviluppo delle imprese sono legate sempre più strettamente alla loro capacità di cambiare. Su questo terreno le imprese italiane hanno mostrato di essere tra le più "veloci" del mondo, rivelando un'eccezionale capacità di adattamento alle esigenze di volta in volta mutevoli dei loro clienti (sia sui mercati finali che, ancora di più, su quelli intermedi). A questa capacità si è associata una rapidità altrettanto elevata dal punto di vista della selezione delle aree di mercato, cosicché la velocità di "riposizionamento" geografico delle esportazioni italiane in funzione del mutare della domanda si è consolidata nel tempo come un vero e proprio fattore competitivo, e non dei più trascurabili.

Tra le esigenze di cambiamento su cui più spesso è stata attirata l'attenzione c'è quella della struttura merceologica dell'offerta, riguardo alla quale si è denunciata negli anni fino alla noia l'esistenza di un ritardo che le produzioni italiane avrebbero accumulato nei confronti delle altre grandi economie industriali (e ora anche di quelle emergenti), dovuto al sovradimensionamento relativo di settori considerati a media e bassa tecnologia e a più basso tasso di crescita della domanda mondiale.

Ma perché le imprese italiane scontrerebbero un vincolo di sistema sul piano merceologico, mentre invece non temono confronti sul piano geografico e su quello degli adattamenti delle produzioni alla domanda (*customization*)?

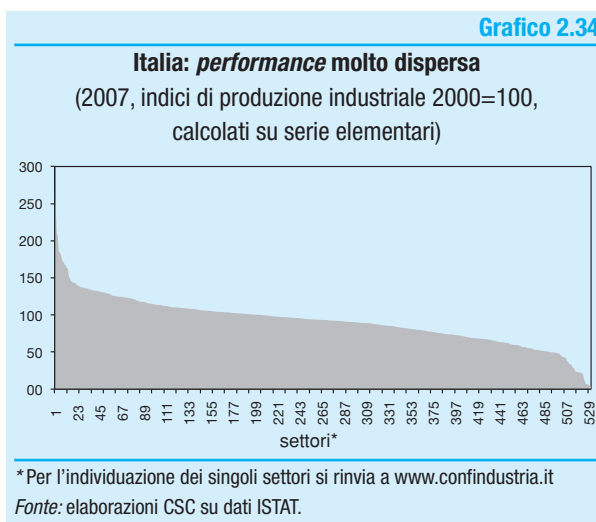
In realtà, le imprese italiane non sono affatto meno capaci delle concorrenti estere basate nelle economie avanzate ed emergenti. Al contrario, proprio i cambiamenti importanti intervenuti anno dopo anno sul piano merceologico (e ottenuti attraverso lo sviluppo di tecnologie evolute) hanno consentito un posizionamento strategico dell'industria nazionale sui mercati mondiali che ha garantito, attraverso lo spostamento su fasce di mercato quasi sempre alte e medio-alte, una tenuta sostanziale del sistema industriale pure di fronte all'esplosione della concorrenza dei paesi a bassissimo costo del lavoro¹⁸. Questa considerazione è anche la prima pietra su cui può poggiare la discussione sul "che fare" oggi di fronte alla concorrenza globale.

Il punto, in questo quadro, è che i cambiamenti che interessano la struttura dell'offerta avvengono per loro natura all'interno di intorni molto piccoli della specializzazione produttiva di partenza e sono di conseguenza osservabili solo esplorando la struttura industriale a livelli di dettaglio molto elevati. Dunque, non possono in alcun modo essere apprezzati osservando la specializzazione relativa dell'Italia al livello di disaggregazione settoriale al quale il fenomeno viene generalmente discusso.

Se si considera il profilo dei tassi di crescita della produzione industriale osservati, invece, nelle serie elementari lungo l'arco degli anni 2000 si ricava immediatamente che il dato medio nasconde una variabilità settoriale dei comportamenti formidabile. Il grafico 2.34 mostra, in particolare, la distribuzione degli indici di crescita settoriali calcolata per il periodo 2000-2007¹⁹ (scelto per escludere effetti distorsivi dovuti alla differente misura in cui le singole produzioni sono state colpite dalla crisi). Il risultato è im-

mediato: fatto uguale a 100 il 2000, il livello raggiunto nel 2007 varia da oltre 275 a meno di 3. La sostanziale stabilità media dell'indice della produzione industriale nell'arco del periodo (era 99,3 nel 2007, con 100 sempre il 2000) nasconde dunque risultati diversissimi, che comportano a loro volta rimescolamenti di posizioni formidabili.

Nella tabella 2.12 vengono riportati, a titolo di esempio, gli indici relativi ai primi e agli ultimi venti settori della graduatoria; com'è evidente entrambi i gruppi includono al loro interno sia produzioni che possono essere considerate mature sia beni a tecnologia medio alta: dall'abbigliamento alle macchine di vario tipo. Se un'indicazione di carattere generale se ne può trarre è che nel gruppo dei primi compaiono produzioni tutt'altro che arretrate (prodotti della chimica secondaria, motori e motoscooter, macchine movimento terra, vari tipi di attrezzature meccaniche, macchine). Mentre nel gruppo dei secondi compaiono sostanzialmente due tipologie di beni: prodotti della filiera tessile-abbigliamento (incluse le relative macchine) e beni legati alle tecnologie informatiche e della riproduzione di suoni e immagini. Il quadro è piuttosto nitido e riassume un insieme di conoscenze ormai ampio



¹⁸ Su questo punto specifico cfr. le analisi svolte in passato presso lo stesso CSC e altre istituzioni, e in particolare S. de Nardis e F. Traù, *Il modello che non c'era*, Rubbettino, Soveria Mannelli 2006; A. Lanza e B. Quintieri (a cura di), *Eppur si muove*, Rubbettino, Soveria Mannelli 2007.

¹⁹ Cfr. su questo punto quanto già mostrato in *Scenari Economici*, n. 5, giugno 2009.

sul tema: l'industria manifatturiera italiana sta riducendo la propria presenza sulle produzioni più soggette alla concorrenza di massa dei paesi *low cost* e sembra ormai in difficoltà strutturale nelle produzioni legate all'*information technology*; contemporaneamente si sta muovendo in ambiti della trasformazione in parte diversi da quelli corrispondenti alla sua specializzazione acquisita.

Tabella 2.12

Chi ha guadagnato e chi ha perso			
(Livelli 2007 della produzione industriale, 2000=100)			
Primi venti		Ultimi venti	
Riduttori, moltiplicatori, variat. velocità	275,5	Stufe, radiatori elettrici, termoconvettori	31,4
Motori oltre 51 cm ³	245,7	Scarpe per bambino con tomaia in pelle	28,5
Biodiesel	209,6	Casseforti, armadi di sicurezza	28,2
Crema da giorno e da notte	207,4	Macchine e app. per tessitura e maglieria rettilinea	24,7
Parti staccate per macchine agricole	185,0	Coperte di lana, fibre chimiche o altre	23,6
Argani, verricelli, paranchi	184,4	Tute sportive	23,6
Detergenti per superfici dure	181,5	Costumi da bagno da uomo e ragazzo	22,7
Elevatori di ogni tipo	174,9	Organi elettronici	22,5
Vestiti interi, impermeabili, cappotti da donna	171,5	Fabbricazione strumenti musicali	22,5
Motoscooters e motocicli (51-125 cm ³)	170,7	Cere e creme per cuoio, calzature, pelli	22,1
Dumpers (macch. movimento terra)	167,4	Terraglia forte e dolce da tavola	21,4
Bagni schiuma	166,3	Fabbr. appar. ricev. registrazione riprod. suono e immagine	19,4
Disinfettanti	163,2	Asciugatrici e essiccatori	13,8
Caldaie per impianti centralizzati	162,4	Carrozzerie per autovetture e autobus	9,8
Motoscooter e motocicli (oltre 125 cm ³)	151,4	Trasformazione di telai	7,0
Macchine utensili a deformazione	149,3	Televisori a colori	6,5
Valvolame in acciaio per usi industriali	145,5	Macchine per elaborazione dati	6,4
Premiscelati a base cementizia	145,1	Fabbr. macch. uff. elab. e sist. informatici	5,6
Distributori automatici di cibi e bevande	143,6	Estraz. miner. per ind. chimica e concimi	3,3
Macchine per vagliatura, trasporto e alimentazione	143,5	Macchine per ufficio	2,8

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Questa linea di tendenza deve essere in ogni caso inscritta in uno scenario in cui la concorrenza globale impone che i diversi sistemi industriali accrescano il loro grado di specializzazione. Ovvero, che si concentrino sulle cose che sanno già fare meglio. Per l'Italia questa esigenza, che riguarda tutte le economie, comporta dunque un certo strabismo. Perché, mentre richiede che le competenze acquisite seguitino a generare rendimenti crescenti di tipo dinamico all'interno degli ambiti di vantaggio comparato raggiunti, al tempo stesso pone il problema di trasferire le conoscenze che in quegli ambiti possono svilupparsi anche all'e-

sterno, ossia verso attività nuove, in modo da garantire una crescita di lungo periodo adeguata pur in presenza di un assottigliamento delle industrie spiazzate dalla concorrenza.

Un indizio degli effetti di questo dilemma può essere tratto dal confronto tra i valori assunti dal grado di concentrazione settoriale del valore aggiunto a due date diverse nel tempo. In particolare, la differenza tra le due misure della concentrazione può essere comparata con quella corrispondente alle maggiori altre economie industriali europee²⁰ (Grafico 2.35). Per tutti i paesi considerati, nel decennio di osservazione il grado di concentrazione settoriale dell'output aumenta (la differenza tra i valori assunti nell'anno finale e in quello iniziale è positiva). Ma per l'Italia l'indice aumenta meno che altrove: l'esi-

genza della specializzazione si pone come per le altre economie, ma è evidentemente attenuata da una tendenza alla diversificazione relativamente più pronunciata.

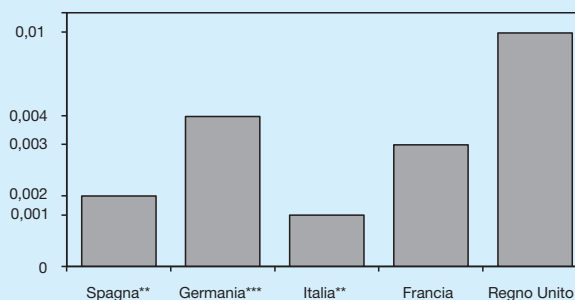
Dunque, le imprese italiane fanno tutto quello che possono per fronteggiare una concorrenza che avviluppa tutti, mostrando un grado di mobilità nei confronti dei mercati superiore a quello che spesso viene loro riconosciuto. In questo quadro la crisi, mentre vincola i risultati di breve periodo e impone rischi che possono pregiudicare la stessa presenza di molte imprese sul mercato, al tempo stesso rappresenta un fattore di accelerazione del cambiamento. Ma è necessario che il cambiamento non sia almeno ostacolato. Su questo versante della questione ricadono tutti i problemi più annosi che il sistema paese non riesce a smantellare, dalla farraginosità del suo sistema amministrativo alla persistente inefficienza di molti suoi mercati.

Tali questioni, tuttavia, vanno tutte contestualizzate all'interno di un quadro in cui nel frattempo il semplice trascorrere del tempo ha di fatto implicato l'accumularsi di una serie di problemi ulteriori. Nel senso che una quota importante delle imprese che hanno sostenuto

Grafico 2.35

Quanto è cambiata l'industria

(Indici di cambiamento strutturale nell'industria di trasformazione misurati sul valore aggiunto*)



*Differenza tra indici di Herfindahl 1996-2006, salvo diversamente specificato.

1995-2006; *1999-2007.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

²⁰ In questo caso l'indice è costruito per ogni paese come differenza tra i valori assunti dall'indice di Herfindahl nel 1996 e nel 2006. In simboli, $[\sum_i (X_i/X_m)^2]_j - [\sum_i (X_i/X_m)^2]_0$; dove X_i è il livello dell'occupazione nel settore i-esimo, X_m quello dell'intera industria di trasformazione, 0 l'istante iniziale di osservazione, j quello finale. La disaggregazione settoriale corrisponde sempre ai tre digit Ateco (in questo caso 2002). La scelta del valore aggiunto come variabile di riferimento è consentita dalla sua disponibilità nelle serie SBS di fonte Eurostat utilizzate (ferme tuttavia al 2006).

sulle loro spalle la seconda fase del modello di industrializzazione del paese (più o meno a partire dall'inizio degli anni Settanta del Novecento) è ormai giunta alla seconda se non alla terza generazione. Questa semplice circostanza comporta che siano investite contestualmente, spesso con urgenza, dalla necessità di dare risposte operative ai problemi del passaggio generazionale, della managerializzazione dell'organizzazione, di una *governance* di impresa più evoluta (che si tratti di imprese comunque destinate a restare familiari o meno).

Sotto questo profilo l'identità di impresa familiare, che è stata la forma naturale del secondo modello di industrializzazione dell'Italia, va accompagnata dall'acquisizione all'interno dell'impresa di competenze manageriali adeguate. E in ogni caso l'assegnazione di compiti decisionali a soggetti esterni all'ambito familiare è in molti casi imposta dallo stesso conseguimento di una scala dimensionale maggiore. Ovviamente, nella misura in cui ciò richieda l'ampliamento dei confini della stessa proprietà sul piano finanziario attraverso il ricorso al mercato. Ma anche quando, sul piano strettamente produttivo, "il saper fare bene le cose" non basta più e occorre saperle fare meglio degli altri, agendo attivamente come soggetti che "progettano" il proprio futuro. Intorno alla velocità di risposta alla domanda va costruito un *know how* che altri non abbiano. Il cardine della competitività saranno le competenze che l'impresa sarà in grado di sviluppare e la capacità di adottare soluzioni organizzative coerenti con esse.

In questa chiave è necessario immaginare la costruzione di alleanze e collaborazioni ancora più ampie e soprattutto sempre più strutturate: le singole imprese devono ormai fare i conti necessariamente con altri produttori divenuti sempre più strategici per lo svolgimento della loro stessa attività. Per produrre beni finali relativamente complessi servono ormai in molti casi più imprese e ciascuna impresa è sempre meno in grado di fare tutto da sola, perché le competenze necessarie, che rappresentano il vero *asset* su cui contare, sono oggi più diffuse di ieri, in ragione dello sviluppo raggiunto dalle economie di specializzazione, che hanno di fatto frazionato il saper fare diffondendo le catene di fornitura a livello globale. Uno dei compiti di chi è chiamato a fare impresa oggi è quello di riuscire a trovare nuove forme di coordinamento di queste competenze.

Nella situazione attuale si pone anche un problema di assorbimento di possibili eccessi di offerta all'interno degli ambiti merceologici più colpiti dalla crisi, che potrebbe spingere verso una razionalizzazione degli assetti produttivi attraverso processi di acquisizione di realtà economicamente solide ma finanziariamente in difficoltà, consentendo per questa via una riduzione del numero degli operatori e un contestuale aumento della loro dimensione media, accentuando una linea di tendenza già osservabile da alcuni anni nel sistema. L'aggregazione è ormai una priorità.

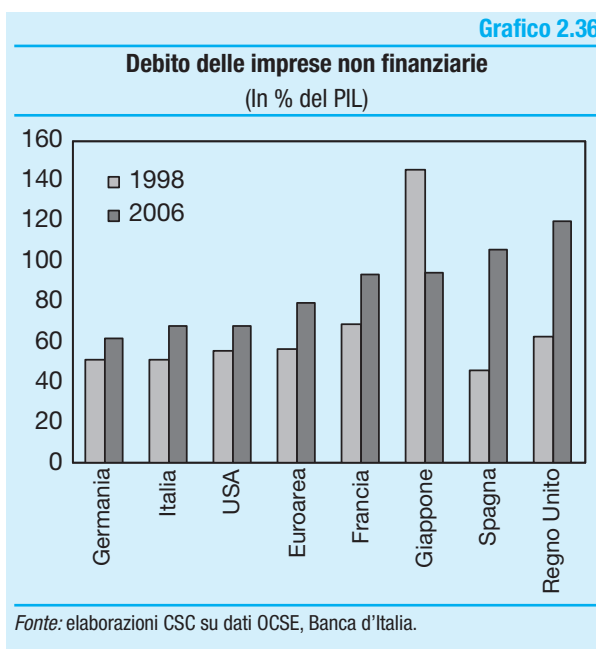
Sicuramente è vero che la crisi ha colpito in modo particolarmente marcato le produzioni manifatturiere. E accelerato anche il ruolo dei paesi emergenti come “fabbriche del mondo”, sia per ragioni competitive sia per scelte localizzative dettate dall’esigenza di servire proprio i mercati emergenti. Ciò, però, non significa affatto la condanna alla deindustrializzazione, ma il ridisegno delle funzioni svolte dalle imprese manifatturiere nei paesi avanzati, qual è l’Italia, in un modello e secondo una logica sempre più neoindustriale, dove il valore aggiunto è racchiuso nel servizio pre e post vendita.

Forza e debolezza nella finanza delle imprese italiane

La contrazione del credito bancario alle imprese italiane ed europee ha impatti diversi a seconda della sua importanza nei bilanci delle aziende e della composizione di questi. La struttura finanziaria delle imprese italiane presenta sia punti di forza (minore indebitamento) sia di debolezza (minore capitalizzazione, più debiti a breve). Le imprese italiane stanno facendo sforzi significativi per ridurre l’esposizione a breve, ma è cruciale un rapido sbloccarsi del canale bancario.

Un dato sicuramente positivo è che il debito delle imprese non finanziarie in Italia è uno dei più bassi tra i paesi avanzati. È pari al 68% del PIL (dati 2006, Grafico 2.36), poco più che in Germania (62%) e allo stesso livello degli USA, ma molto meno che nelle altre principali economie: Francia 94%, Spagna 106%. Tale rapporto è cresciuto ovunque rispetto alla fine degli anni 90 (in Italia era al 51% nel 1998), a eccezione del Giappone dove era già elevatissimo (146%) ed è sceso in misura marcata (al 95%).

Il debito delle imprese italiane però è in maggior misura di natura bancaria, il che le espone maggiormente in questa fase di prosciugamento del credito bancario. I dati di bilancio (2007, banca dati AIDA, Tabella 2.13) indicano come questa fonte di finanziamento corrisponda per l’industria in senso stretto italiana a un terzo dei debiti. Il 7,8% è costituito da debiti finanziari non bancari, in aumento negli ultimi anni, che comprendono le obbligazioni. Il 38,7% è coperto da debiti commerciali, una quota anche maggiore di quella dei debiti bancari. E anch’essi oggi fonte di difficoltà per le imprese a causa dell’allungamento dei termini di pagamento.



Esistono forti differenze tra paesi nell'importanza del credito commerciale nella struttura finanziaria delle imprese. Oltre a rappresentare una forma di finanziamento alternativa al credito bancario, può essere uno strumento di sostegno alla politica delle vendite (curare le relazioni di clientela, fornire una garanzia di qualità, operare una discriminazione del prezzo, far fronte alla variabilità della domanda). I dati di bilancio

BACH consentono un confronto internazionale relativo al 2007. Per l'Italia il peso ottenuto su basi omogenee con gli altri paesi (42% dei debiti) è un po' più alto che nella banca dati nazionale AIDA ed è avvicinato solo da quello della Polonia (41%). In Francia scende al 38% e in Spagna al 32,6%. In Germania invece i debiti commerciali rappresentano appena il 13,8% del totale dei debiti.

Inoltre, le imprese italiane presentano due motivi di maggiore vulnerabilità finanziaria rispetto a quelle europee. Primo, la liquidità è minore: nelle piccole imprese è all'11,8% del passivo corrente (25,5% in Francia, 26,2% in Germania), nelle grandi è all'8,1% (9,5% in Francia, 12% in Germania; dati di bilancio BACH 2007, Tabella 2.14). Per le medio grandi imprese italiane i dati Mediobanca indicano un aumento di 0,4 punti nel 2008. Ma se misurate in rapporto ai debiti finanziari, le disponibilità liquide delle imprese industriali italiane sono diminuite nella prima metà del 2009 sotto il 10% (dati Mediobanca). Nel 2008 erano già scese all'11,8% (da 12,2% nel 2007). Si va riducendo quindi sempre più il *buffer* di risorse a disposizione

delle imprese per fronteggiare i pagamenti non rimandabili alle banche. Molto utile su tale fronte può essere l'accordo tra banche e imprese per la moratoria di dodici mesi nel rimborso della quota capitale, per i debiti bancari delle PMI italiane.

Tabella 2.13

Struttura finanziaria delle imprese industriali italiane
(Industria in senso stretto; quote % sul passivo totale)

	2005	2007	Var. 05-07
Debiti verso banche	34,4	33,5	-1,0
Altri debiti finanziari	7,4	7,8	0,4
Debiti commerciali	39,8	38,7	-1,1
Debiti infra gruppo	8,4	10,2	1,9
Altri debiti	10,0	9,8	-0,3
Totale debiti	100,0	100,0	0,0

Fonte: elaborazioni CSC su dati di bilancio AIDA, Bureau van Dijk.

Tabella 2.14

La liquidità delle imprese
(Valori % dati di bilancio 2007)

	Italia	Francia	Germania	Spagna
Piccole imprese (<10 mln €)				
Industria	10,7	23,0	20,6	16,1
Servizi	13,6	26,7	30,5	19,1
Totale	11,8	25,5	26,2	17,8
Medie imprese (10-50 mln €)				
Industria	10,7	12,6	18,8	11,3
Servizi	10,4	18,5	24,1	13,6
Totale	10,6	16,3	21,4	12,7
Grandi imprese (>50 mln €)				
Industria	7,8	7,5	12,4	3,5
Servizi	8,4	11,5	11,1	7,3
Totale	8,1	9,5	12,0	5,5

Rapporto tra liquidità immediata e differita e passività correnti.

Fonte: elaborazioni CSC su dati di bilancio BACH, ISTAT.

Secondo motivo di vulnerabilità è costituito dal prevalere dell'indebitamento a breve (2007, banca dati BACH, Tabella 2.15). Nelle piccole è pari al 78,2% del totale, verso il 45,4% in Francia e il 50,9% in Germania. Le distanze sono ampie anche per le medie: 81,2% in Italia, contro il 54,1% in Francia e il 52% in Germania. Sono molto meno importanti per le grandi imprese: 72,2% in Italia contro 55,6% in Francia e 76,9% in Germania. Questo fattore di fragilità si stava però riducendo prima della crisi, essendo aumentata nel 2008 la quota dei debiti finanziari a medio-lungo termine di 4,8 punti percentuali sul totale dei debiti per le medio-grandi imprese (dati Mediobanca). Il dato sull'indebitamento a breve, sfavorevole alle piccole imprese italiane, va letto anche in riferimento alla composizione dell'attivo. Le piccole imprese hanno infatti attivi più leggeri delle medie e grandi: il 62,6% è attivo circolante, solo il 37,4% è immobilizzato, contro il 44% di circolante nelle grandi. Così, il rapporto tra capitale di rischio e attivo immobilizzato è 85,3% per le piccole, superiore al 72,6% delle grandi imprese.

Un'altra cruciale caratteristica negativa delle imprese italiane è il minor grado di patrimonializzazione. Prima della crisi mondiale era prossima a quella tedesca (31,7% contro 32,1% il rapporto tra capitale e passivo; banca dati BACH, 2007, Tabella 2.16). Ma inferiore di oltre quattro punti a quella di Francia e Spagna. Alcune economie europee minori presentavano una patrimonializzazione ancor più elevata: 45,4% in Belgio, 50,3% in Polonia.

Tabella 2.15

Quanto pesano i debiti a breve delle imprese

(Valori % dati di bilancio 2007)

	Italia	Francia	Germania	Spagna
Piccole imprese (<10 mln €)				
Industria	78,6	71,9	73,1	71,3
Servizi	77,4	38,8	41,2	52,8
Totale	78,2	45,4	50,9	59,2
Medie imprese (10-50 mln €)				
Industria	80,7	75,4	74,9	73,9
Servizi	82,1	46,4	39,7	52,0
Totale	81,2	54,1	52,0	58,8
Grandi imprese (>50 mln €)				
Industria	77,2	65,9	86,7	60,3
Servizi	67,4	48,1	60,3	42,5
Totale	72,2	55,6	76,9	49,2

Rapporto tra debiti a breve e debiti totali.

Fonte: elaborazioni CSC su dati di bilancio BACH, ISTAT.

Tabella 2.16

La patrimonializzazione aziendale a confronto

(Manifatturiero, % sul totale passivo, dati 2007)

	Capitale e riserve
Polonia	50,3
Belgio	45,4
Austria	38,5
Portogallo	36,8
Spagna	36,5
Francia	36,1
Germania	32,1
Italia	31,7

Fonte: elaborazioni CSC su dati di bilancio BACH.

La minore patrimonializzazione in Italia nasce anzitutto dalla maggiore presenza di piccole imprese, che sono in genere caratterizzate da minore intensità di capitale e maggiore debito. Come suggerisce il confronto (sul 2007) tra i dati di bilancio Mediobanca e quelli AIDA che mostra una quota del patrimonio netto che passa dal 35,5% al 31,1%. Il primo valore, più alto, si riferisce solo alle imprese grandi e medie, il secondo al totale, incluse cioè le aziende piccole. Va notato che la patrimonializzazione non aumenta costantemente con il crescere della dimensione: i maggiori gruppi italiani tendono a essere meno patrimonializzati delle imprese medio grandi. I dati di bilancio permettono di apprezzare anche che la quota del patrimonio netto è un po' più alta nell'industria (31,1%) che nell'insieme dell'economia italiana (29,9%, 2007).

La minore patrimonializzazione in Italia può essere spiegata anche dalle normative fiscali che hanno incoraggiato la deducibilità degli interessi passivi. Disincentivando il ricorso al capitale di rischio.

Le imprese italiane, in particolare le PMI, hanno bisogno di aumentare la patrimonializzazione. Ciò vale in generale per le imprese europee. Perché ovunque il credito resterà più difficile e sarà necessario ottenere *rating* migliori da parte delle banche, data l'aumentata avversione al rischio degli intermediari. Ma servono spalle finanziarie robuste soprattutto per realizzare quegli investimenti, materiali e immateriali, indispensabili per cogliere le sfide dei nuovi mercati e delle innovazioni tecnologiche.



CONFINDUSTRIA
CENTRO STUDI

LE SFIDE DEI NUOVI MERCATI, TRA INNOVAZIONI E PAESI EMERGENTI

ROMA, 17 DICEMBRE 2009

Sala Andrea Pininfarina • Confindustria



Superare la crisi, le sfide dei nuovi mercati

Luca Paolazzi

Direttore Centro Studi Confindustria

**La crisi ha fatto calare la nebbia
dell'incertezza sul futuro
dello sviluppo economico.**

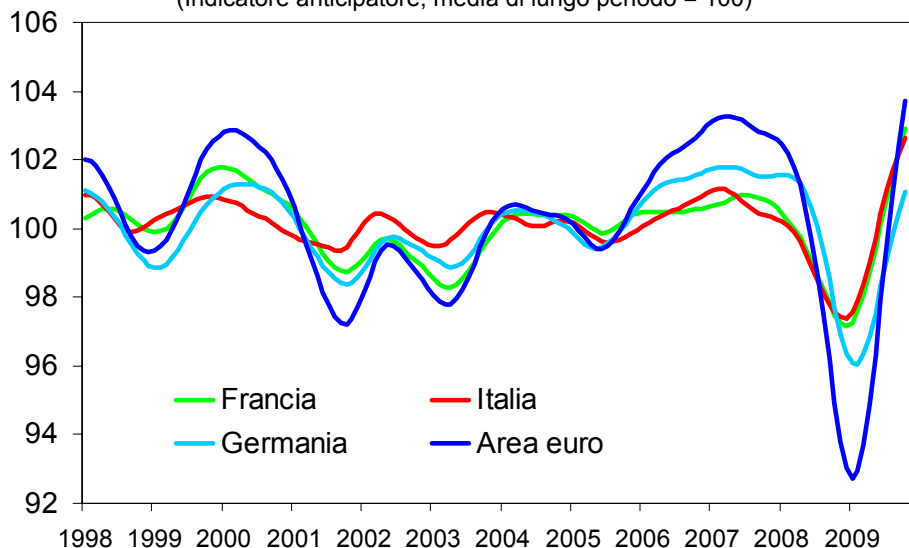
**Le potenzialità di crescita
racchiuse nelle innovazioni
e nei paesi emergenti sono
il faro per impostare nuove
strategie di mercato.**

**La ripresa c'è
ma la crisi rimane.**

La ripresa c'è.

La “sfera” dell’OCSE

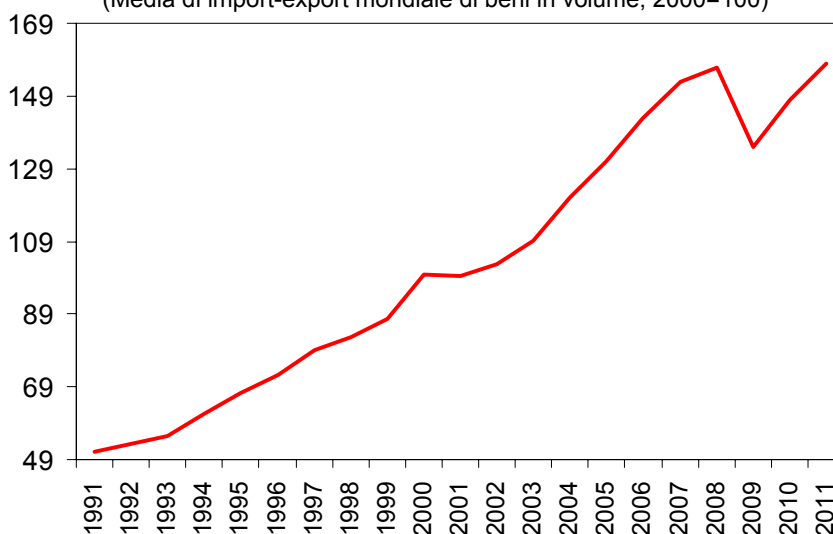
(Indicatore anticipatore, media di lungo periodo = 100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

Riparte il commercio globale

(Media di import-export mondiale di beni in volume, 2000=100)

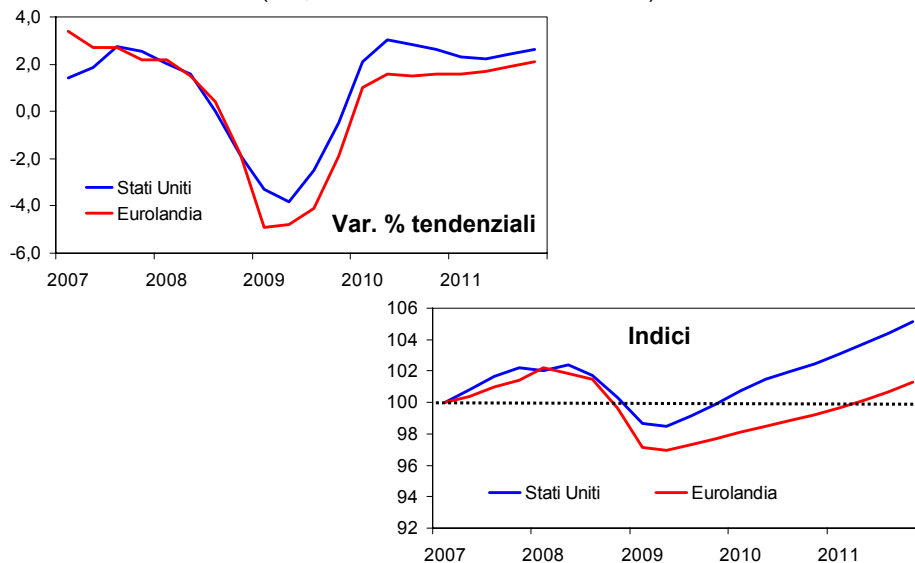


2009 stime CSC; 2010 e 2011 previsioni CSC.

Fonte: elaborazioni CSC su dati CPB.

Stati Uniti a buon ritmo, ripresa lenta per Eurolandia

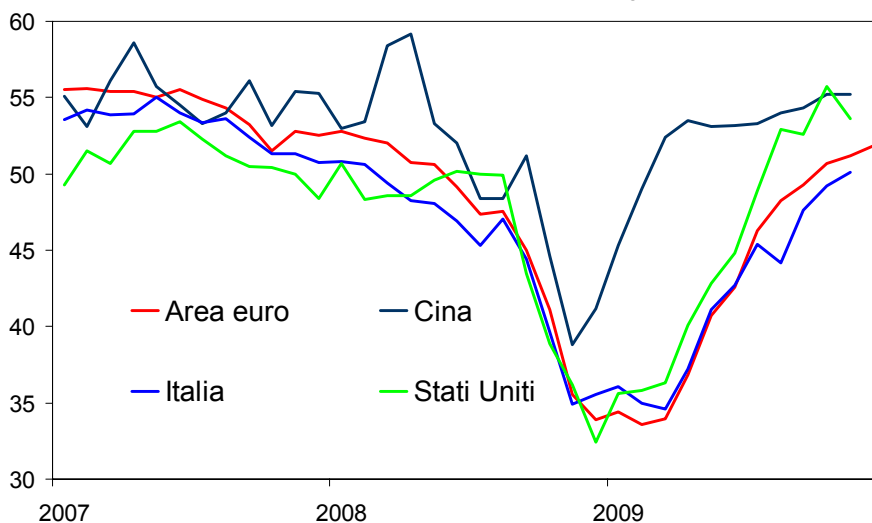
(PIL, var. % e indici I trim. 2007=100)



Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati BEA, Eurostat.

Riparte il manifatturiero

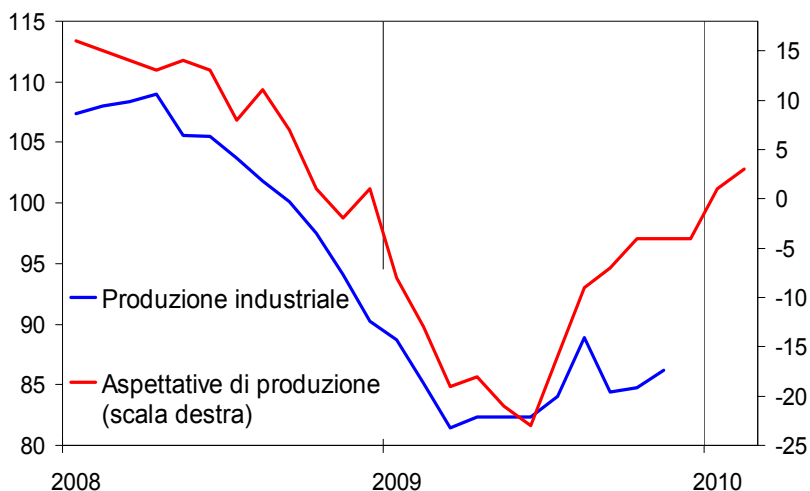
(PMI: indicatore di attività manifatturiero, 50 = soglia neutrale)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Markit.

Italia: migliorano le aspettative di produzione

(Indici: 2005=100 e saldo delle risposte; dati destagionalizzati)

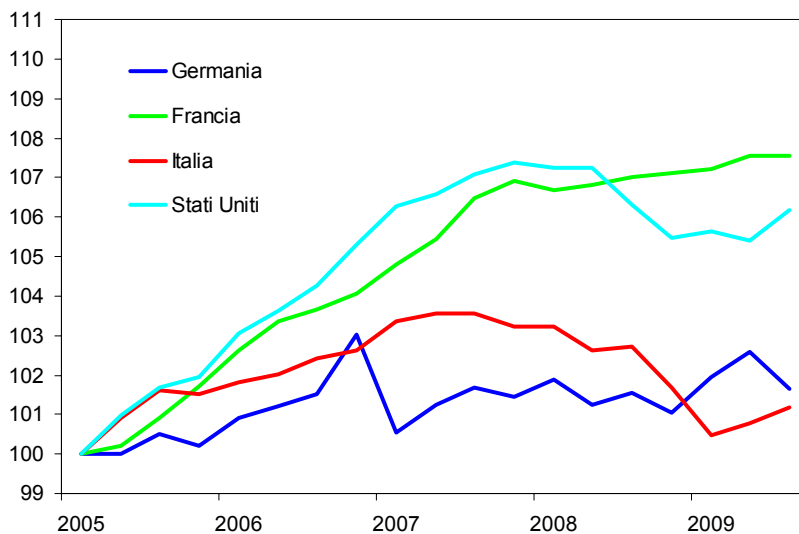


Per la produzione industriale novembre 2009 stime CSC, Indagine rapida. Le attese di produzione sono spostate avanti di tre mesi.

Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT e ISAE.

Timidi recuperi dei consumi

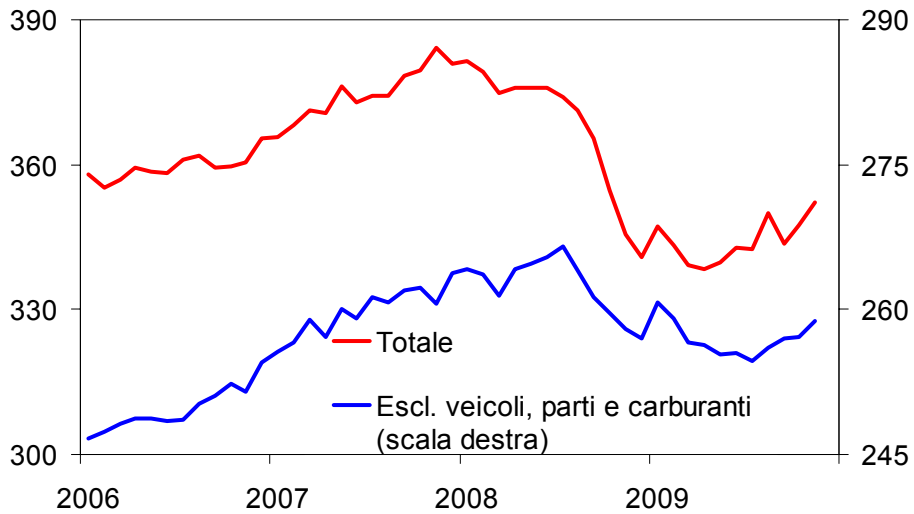
(I trim. 2005=100; dati destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni CSC su dati BEA, Eurostat, ISTAT.

Stati Uniti: vendite al dettaglio

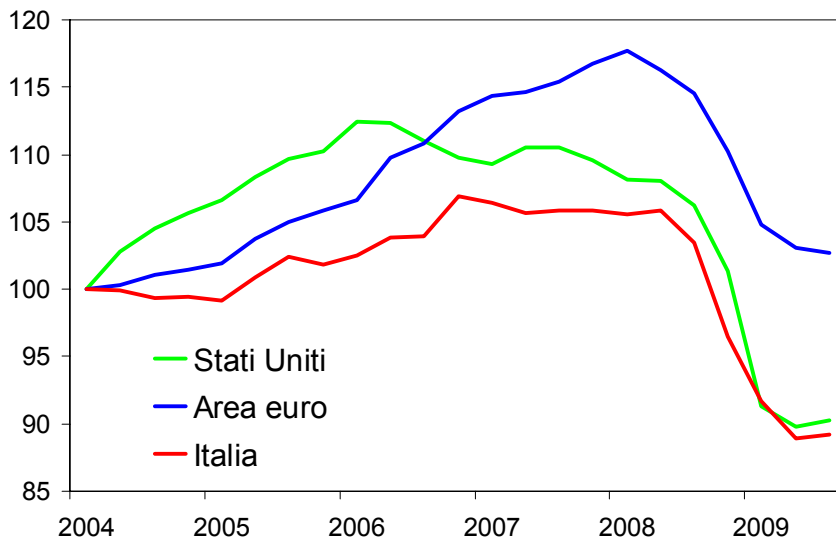
(Miliardi di dollari; dati destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

Il crollo degli investimenti

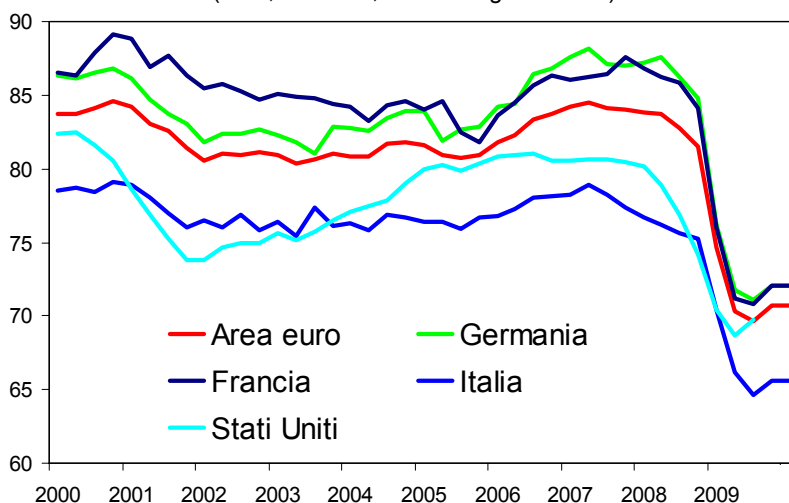
(Investimenti fissi lordi; indici I trim. 2004=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

Ai minimi la capacità utilizzata

(In %, industria; dati destagionalizzati)

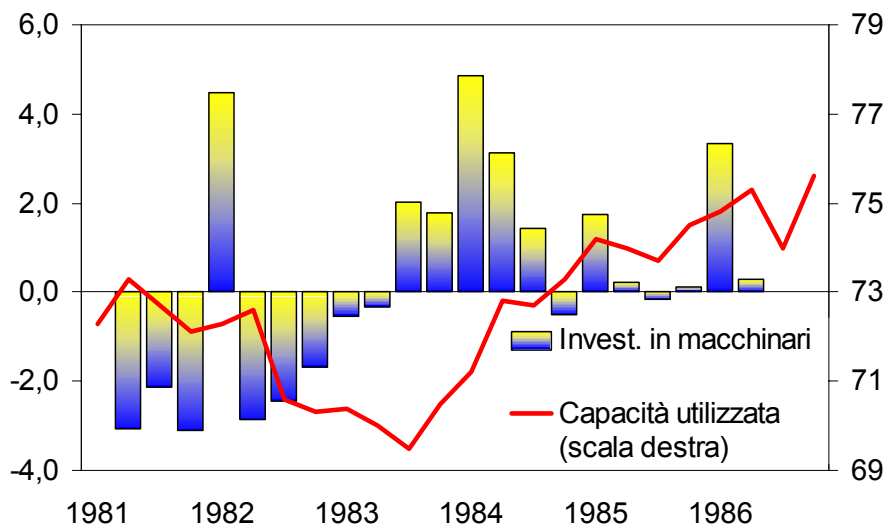


Stati Uniti: ultimo dato agosto 2009.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

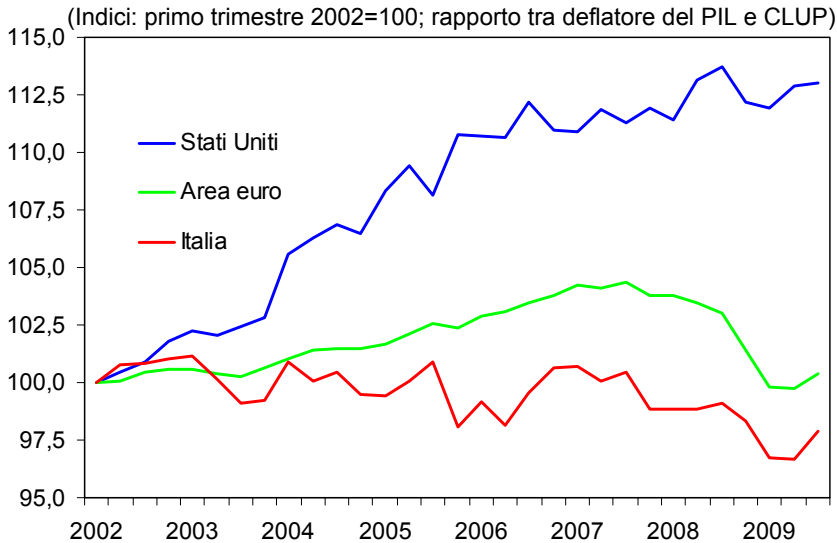
Italia: la lezione dell'81-82

(Var. % congiunturali e grado di utilizzo della capacità)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Global Insight.

Le forbici nei margini



Fonte: elaborazioni CSC su dati BEA, Eurostat.

Nel 2010 le politiche economiche restano massicciamente espansive:
tassi reali di interesse negativi in USA e Europa e disavanzi pubblici al 5,7% del PIL nel G20.

La fiducia è migliorata.

**Ma la crisi rimane nelle conseguenze
e negli ostacoli alla crescita.**

PIL: anni persi e tempi lunghi di ripresa
(Anni di arretramento e ritorno ai livelli pre-crisi)

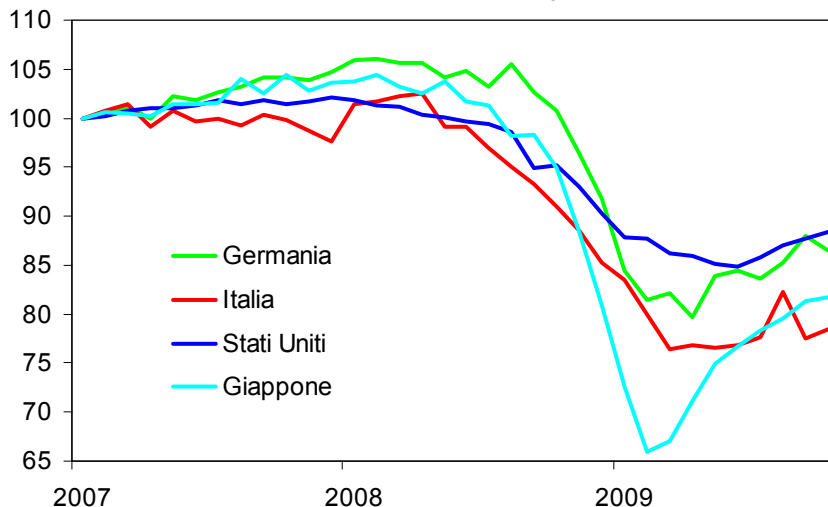
	Anni persi (al 2009) ¹	Tempi di recupero (anni) ²
Italia	8	Quattro
Giappone	5	Tre e nove mesi
Spagna	3	Tre e sei mesi
Regno Unito	4	Due e nove mesi
Eurolandia	4	Due e sei mesi
Germania	4	Due e sei mesi
Francia	3	Uno e sei mesi
Stati Uniti	3	Uno

Per il 2009-2010: previsioni CSC e OCSE; tassi di crescita dal 2012 pari alla media del tasso di crescita potenziale stimato dall'OCSE per il periodo 2012-2017.

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT, Thomson Reuters, FED e Banca del Giappone.

Attività manifatturiera: caduta verticale, recupero graduale

(Gennaio 2007=100; dati destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT, Eurostat e Banca del Giappone.

Produzione: i livelli restano bassi

(Variazione % dell'attività manifatturiera dal mese di massima espansione al ottobre 2009; valori destagionalizzati, ordinati in senso decrescente su Euroarea 16)

	Euroarea 16	Italia	Germania	Francia	Spagna	Regno Unito	Stati Uniti
Prodotti farmaceutici	-1,3	-4,1	-7,0	-3,9	-4,7	-3,3	-1,1
Alimentari	-5,7	-8,3	-3,9	-6,0	-7,8	-5,4	-0,4
Beni di consumo non durevoli	-7,1	-9,4	-7,9	-7,6	-11,5	-5,1	-7,5
Riparazione e installazione di macchine e macchinari	-12,4	-11,5	-28,4	0,0	-40,4	-9,6	
Carta e di prodotti di carta	-13,3	-20,9	-6,1	-14,2	-12,6	-25,6	-13,5
Stampa e riproduzione di supporti registrati	-13,7	-16,6	-8,7	-21,6	-28,0	-13,6	-23,4
Prodotti chimici	-16,3	-21,8	-14,1	-12,1	-11,4	-16,2	-7,6
Articoli in gomma e materie plastiche	-20,7	-25,6	-13,5	-22,1	-26,5	-17,7	-20,5
Manifattura	-21,0	-23,4	-18,0	-16,5	-25,4	-13,6	-14,2
Articoli in pelle e simili	-21,7	-24,3	-9,6	-18,2	-31,6	-16,3	-22,6
Abbigliamento e confezioni	-23,2	-15,6	-33,6	-54,3	-35,2	-20,0	-21,4
Mobili	-27,3	-22,0	-23,8	-29,6	-53,8	-19,1	-33,2
Metallurgia	-27,4	-32,1	-25,1	-28,4	-25,9	-26,3	-34,0
Legno e dei prodotti in legno	-27,9	-36,8	-16,3	-23,8	-47,7	-29,7	-34,4
Computer e prodotti di elettronica e ottica	-27,9	-21,4	-22,5	-18,8	-35,6	-9,7	-13,3
Lavorazione di minerali non metalliferi	-28,0	-29,3	-18,1	-27,0	-48,0	-21,4	-23,6
Apparecchiature elettriche	-28,3	-37,3	-22,1	-22,9	-39,2	-31,1	-14,7
Prodotti in metallo (esclusi macchinari)	-29,5	-36,7	-23,7	-26,6	-34,3	-21,4	-22,8
Industrie tessili	-30,4	-32,5	-26,0	-36,9	-39,0	-4,8	-28,1
Macchinari ed apparecchiature nca	-32,8	-38,4	-30,6	-34,1	-41,3	-21,7	-30,0
Autoveicoli, rimorchi e semirimorchi	-32,9	-43,3	-19,7	-30,6	-40,5	-33,5	-32,2

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

Industria italiana: appuntamento al 2017

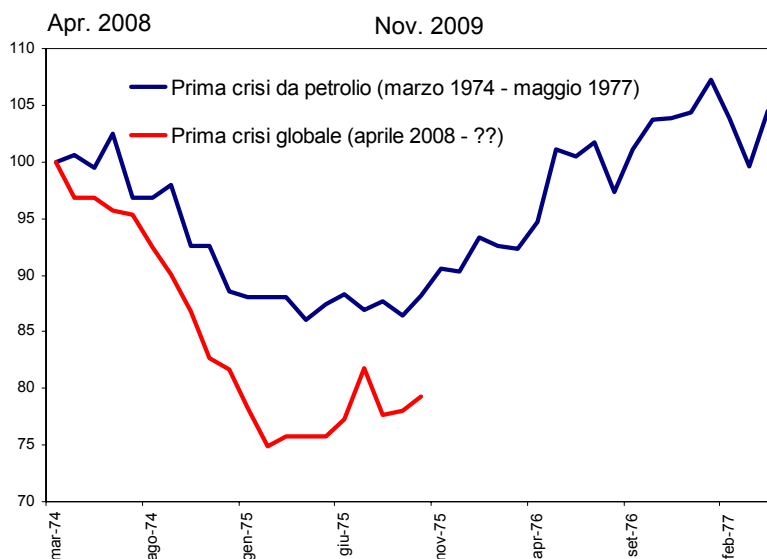
(Produzione industriale)

	Tasso % di crescita medio annuo (2005-2007)	Recupero dei livelli pre-crisi
Germania	5,9	2012
Stati Uniti	1,9	2015
Giappone	3,6	2017
Italia	2,9	2017
Spagna	2,9	2018
Francia	1,2	2023
Regno Unito	0,2	-

Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT, Eurostat, FED e Banca del Giappone.

Italia: due recessioni a confronto

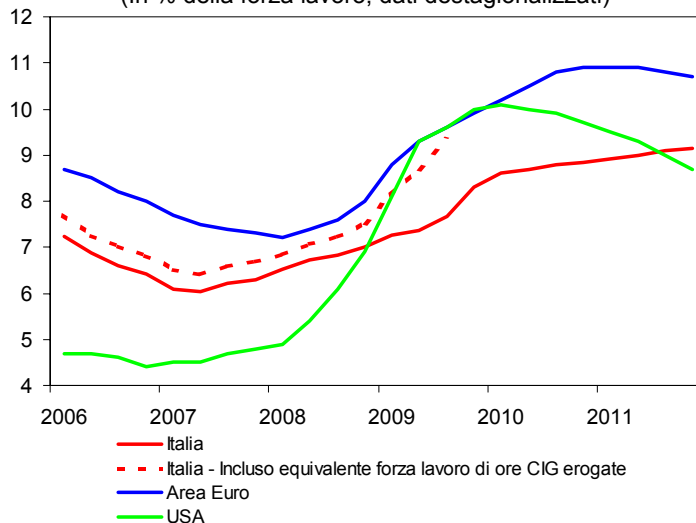
(Produzione industriale, marzo 1974 e aprile 2008=100)



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

Disoccupazione alta a lungo in tutti i paesi

(In % della forza lavoro; dati destagionalizzati)

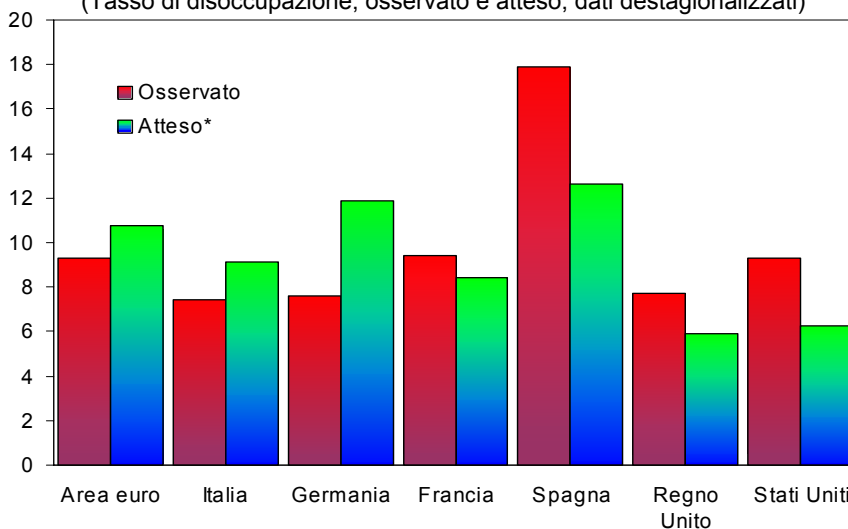


Dal quarto trimestre 2009 previsioni CSC per l'Italia, OCSE per Eurozona e USA.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Istat, OCSE e INPS.

Area euro: disoccupazione sotto le attese

(Tasso di disoccupazione, osservato e atteso; dati destagionalizzati)



*Differenza calcolata come prodotto tra variazione % PIL tra il I trim. 2008 e il II trim. 2009 e correlazione tra var. % PIL e variazione di tasso di disoccupazione tra I trim. 2000 e I trim. 2008.

Fonte: elaborazioni CSC su dati BEA, Eurostat.

La ripresa non ferma i debiti pubblici

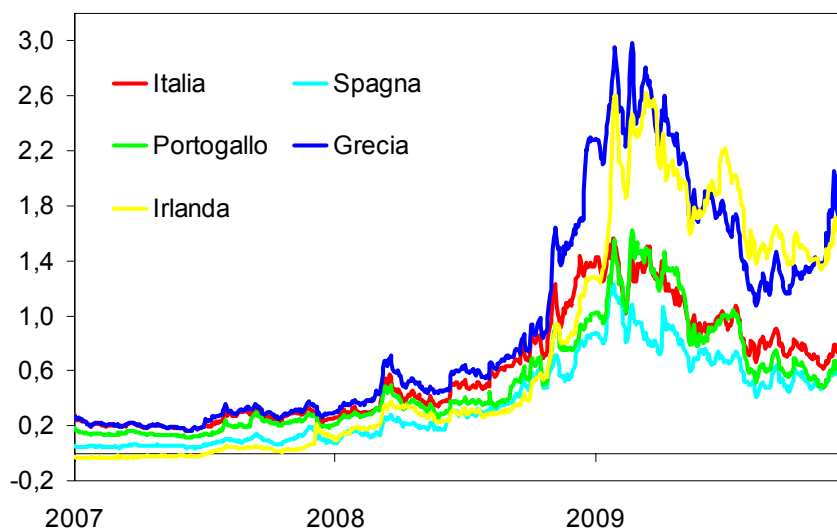
(In % del PIL)

	2007	2009	2010	2014
Giappone	187,7	218,6	227,0	245,6
Italia	103,5	115,8	120,1	128,5
Stati Uniti	61,9	84,8	93,6	108,2
Regno Unito	44,1	68,7	81,7	98,3
Francia	63,8	78,0	85,4	96,3
Germania	63,4	78,7	84,5	89,3
G20 (media pesata)	62,0	75,1	80,2	85,9
Avanzati	78,2	98,9	106,7	118,4
Emergenti	37,4	38,9	39,6	36,2

Fonte: elaborazioni CSC su stime FMI.

Spread lontano dai picchi ...

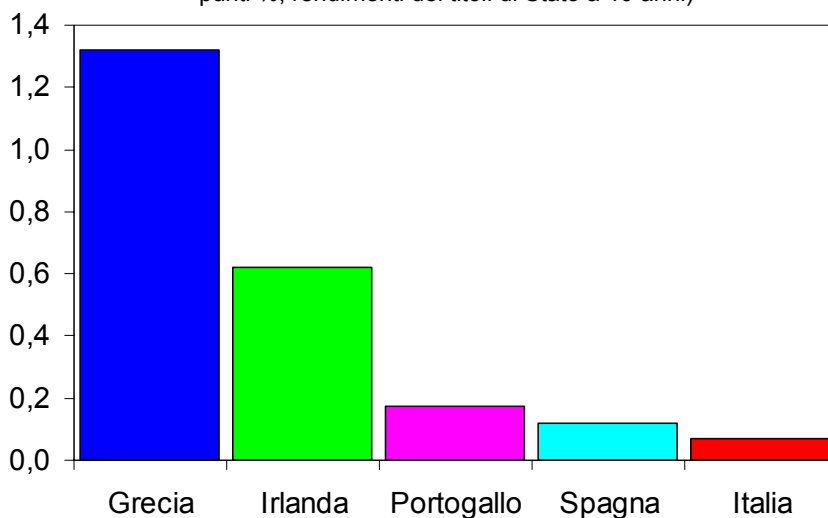
(Rendimenti su titoli di Stato a 10 anni, punti % di scarto rispetto alla Germania)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

... ma la Grecia risveglia i timori

(Dicembre 2009, variazione rispetto ai livelli minimi del 2009, punti %; rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

La storia dei grandi risanamenti

(In % del PIL)

	Anno di fine	Correzione cumulata dell'avanzo primario strutturale (In % del PIL)	Durata (Anni)
Svezia	2000	13,3	7
Belgio	1998	11,1	15
Regno Unito	2000	8,3	7
Italia	1993	7,9	8
Stati Uniti	2000	5,7	8
Germania	2000	5,3	9

Fonte: elaborazioni CSC su stime FMI.

Case: ancora lontano l'aggiustamento in molti paesi europei

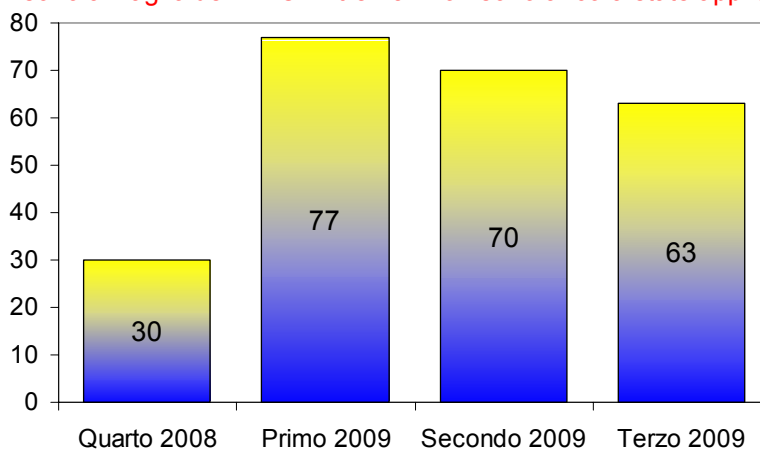
	2000	2007	Ultimo trimestre disponibile
Stati Uniti <i>Case-Shiller</i>	85,0	121,7	88,6
Giappone	89,3	68,2	66,5
Germania	81,1	66,3	64,6
Francia	87,5	138,6	121,5
Italia	86,2	116,1	107,2
Spagna	97,8	157,2	133,4
Regno Unito	96,6	150,7	127,1
Irlanda	119,3	157,7	124,3
Olanda	131,3	152,8	144,9

Fonte: elaborazioni CSC su dati OCSE.

Si diffonde il protezionismo

(Numero di misure protezionistiche implementate nell'ultimo anno)

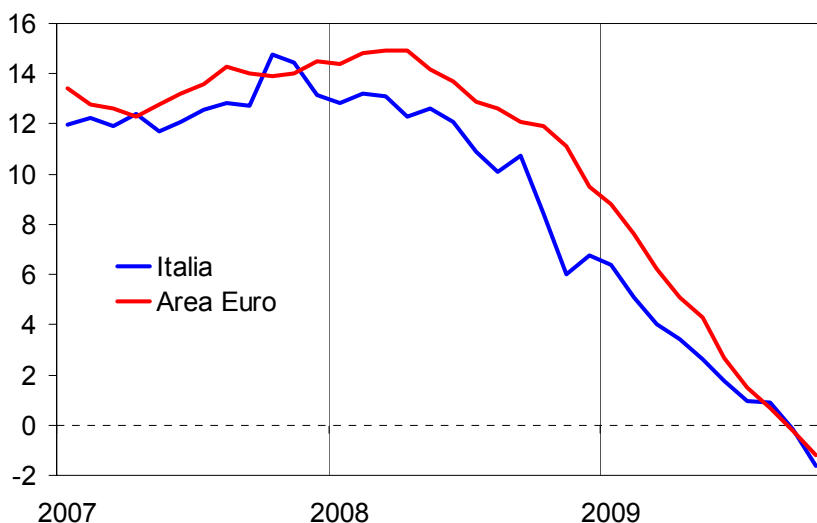
Totale = 240 di cui 165 violano le norme del libero commercio e 75 sono al vaglio del WTO. Altre 134 non sono ancora state applicate.



Fonte: elaborazioni CSC su dati GTA.

Giù il credito bancario alle imprese

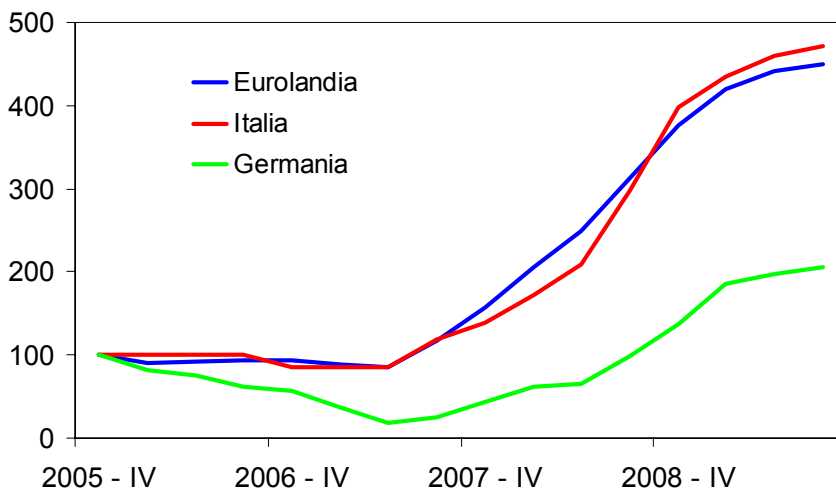
(Var. % a 12 mesi; prestiti alle società non finanziarie)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia, BCE.

Ancora più stretti i credit standard

(Indice cumulato, 4 trim. 2005=100, calcolato sulle % nette delle risposte delle banche*)



* Campo di variazione dell'indicatore originario tra -100 e 100; un valore positivo indica irrigidimento netto negli ultimi 3 mesi.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia, Bundesbank, BCE.

Le previsioni del CSC

Le esogene internazionali

(Variazioni percentuali)

	2008	2009	2010	2011
Commercio mondiale	2,9	-14,0	9,5	7,0
Prezzo del petrolio (1)	97,3	62,0	80,0	80,0
Prodotto interno lordo				
Stati Uniti	4,0	-2,5	2,6	2,4
Area euro	0,7	-3,9	1,4	1,8
Paesi emergenti	6,0	2,0	5,5	6,5
Cambio dollaro/euro (2)	1,47	1,4	1,50	1,50
Tasso FED (3)	2,1	0,3	0,4	1,3
Tasso di interesse a 3 mesi USA (3)	2,9	0,7	0,4	1,4
Tasso BCE (3)	3,9	1,3	1,1	1,5
Tasso di interesse a 3 mesi Area euro (3)	4,6	1,2	1,1	1,6

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

Le cifre per l'Italia

(Variazioni percentuali)

	2008	2009	2010	2011
Prodotto interno lordo	-1,0	-4,7	1,1	1,3
Consumi delle famiglie residenti	-0,9	-1,7	0,8	1,3
Investimenti fissi lordi	-3,0	-12,6	1,4	2,7
Esportazioni di beni e servizi	-3,7	-19,0	4,0	4,2
Importazioni di beni e servizi	-4,5	-14,7	3,8	4,5
Saldo commerciale (1)	0,0	0,5	0,4	0,4
Occupazione totale (ULA)	-0,1	-2,5	-1,4	0,5
Tasso di disoccupazione (2)	6,7	7,6	8,7	9,0
Prezzi al consumo	3,3	0,8	1,4	2,0
Retribuzioni totale economia (3)	3,3	1,7	2,2	2,4
Saldo primario della P. A. (4)	2,4	-0,5	-0,3	0,0
Indebitamento della P. A. (4)	2,7	5,4	5,3	5,0
Debito della P. A. (4)	105,8	114,9	117,2	118,2

(1) Fob-fob, valori in percentuale del PIL; (2) valori percentuali;

(3) per addetto; (4) valori in percentuale del PIL.

Italia: previsioni a confronto

(PIL, var. %, ultime disponibili)

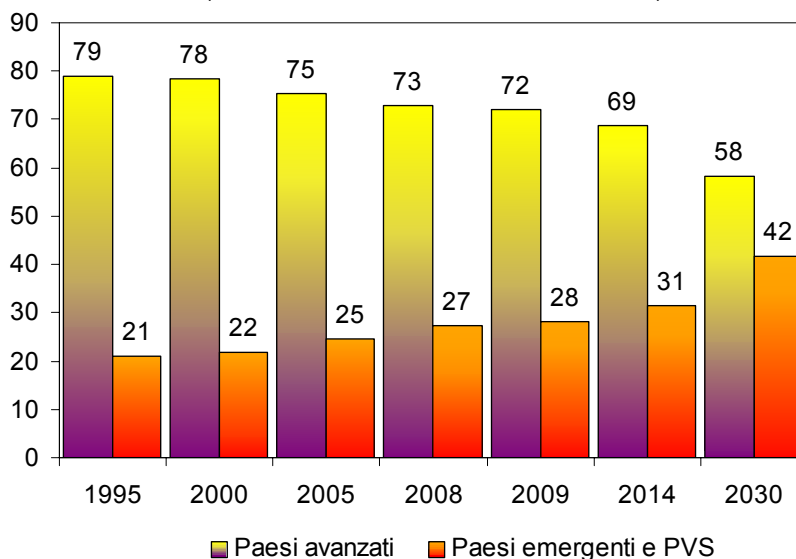
	2010	2011
Merril Lynch	1,8	2,2
Citigroup	1,4	0,8
Goldman Sachs	1,3	1,6
Morgan Stanley	1,2	1,2
OCSE	1,1	1,5
CSC	1,1	1,3
Deutsche Bank	1,1	1,1
Ref.	0,7	1,3
RPP	0,7	2,0
Prometeia	0,7	1,2
Global Insight	0,7	1,2
Commissione europea	0,7	1,4
Intesa Sanpaolo	0,7	1,2
ISAE	0,6	n.d.
Unicredit	0,5	1,0
FMI	0,2	n.d.

Nuovi mercati

I paesi emergenti
motore della crescita.

I paesi emergenti acquistano rilevanza

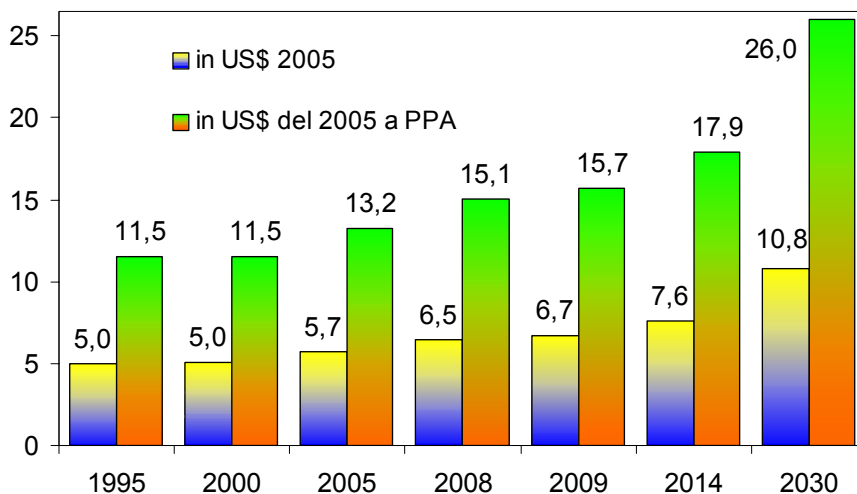
(Peso % sul PIL mondiale in US\$ del 2005)



Fonte: elaborazioni CSC su fonti nazionali e previsioni Global Insight.

Si accorcia il divario di reddito

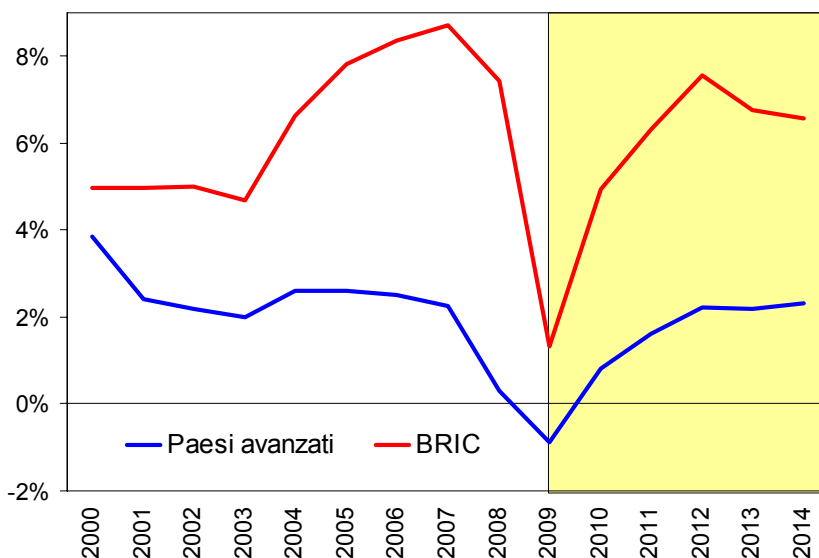
(PIL pro capite dei paesi emergenti in % dei paesi avanzati)



Fonte: elaborazioni CSC su fonti nazionali e previsioni Global Insight.

Corrono i consumi nei BRIC

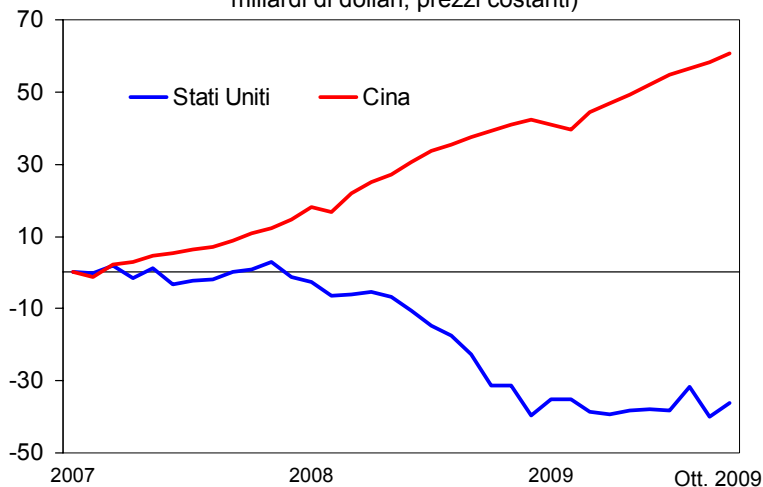
(Var. % dei consumi privati in US\$ del 2005)



Fonte: elaborazioni CSC su fonti nazionali e previsioni Global Insight.

L'aumento delle vendite in Cina compensa il calo negli USA

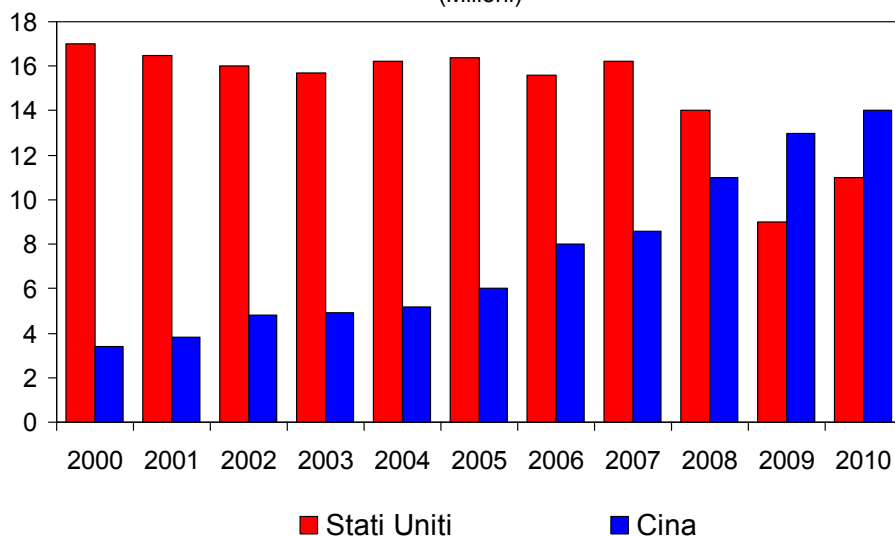
(Vendite al dettaglio, variazioni cumulative mensili da gennaio 2007, miliardi di dollari, prezzi costanti)



Fonte: elaborazioni CSC su fonti nazionali e previsioni Global Insight.

Il sorpasso: vendite di nuove autovetture

(Milioni)



Fonte: elaborazioni CSC su dati China National Bureau of Statistics.

Nel 2009 in **Cina** venduti **185** milioni
di frigoriferi, lavatrici e altri
elettrodomestici bianchi
contro **137** negli **Stati Uniti**

Nel terzo trimestre 2009 venduti
7,2 milioni di pc in **Cina**
contro **6,6**
negli **Stati Uniti**

2030: il boom dei nuovi ricchi nei mercati emergenti

(Delta 2007-30 in milioni, individui con un PIL pro-capite > 30.000 dollari a prezzi del 2005)

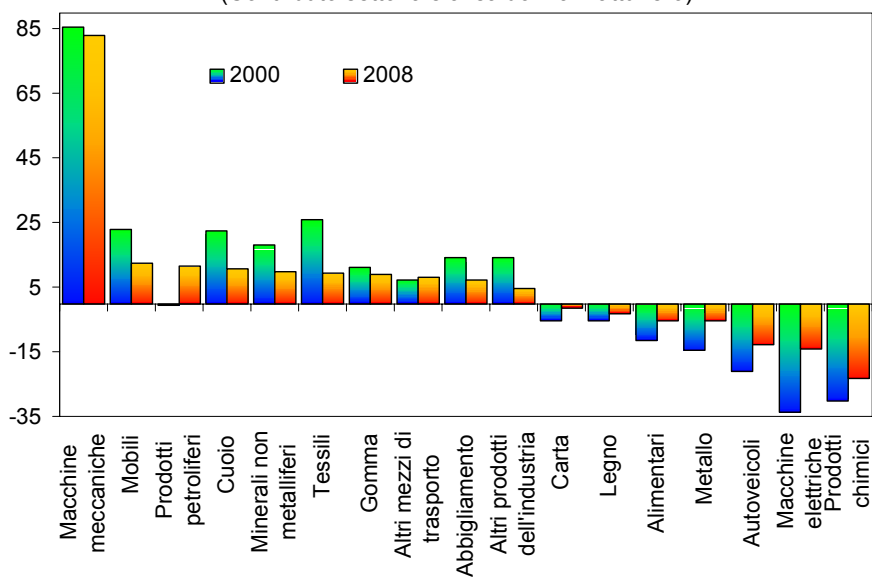
Cina	217,0
India	45,2
Brasile	28,1
Federazione Russia	17,3
Altri America latina	28,3
Altri Europa	18,0
Altri Africa	18,1
Altri Asia	32,3
Totale PVS*	404,4

*Paesi con un aumento di almeno 0,5 milioni.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Global Insight.

Il *made in Italy* è pronto alla sfida.

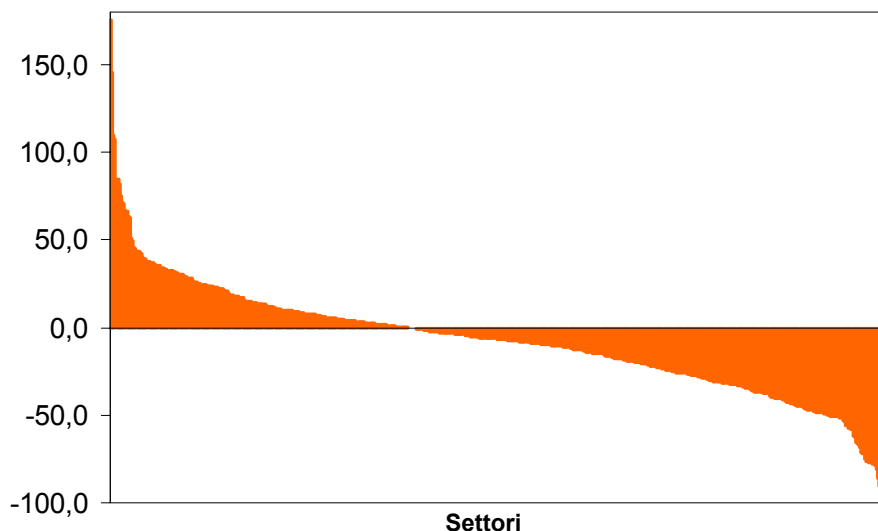
Il *made in Italy* cambia pelle (Contributo settoriale al saldo manifatturiero)



Fonte: elaborazioni CSC su dati GTI.

Italia: *performance* molto dispersa

(Var.% della produzione industriale, 2000-2007)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Chi ha guadagnato e chi ha perso

(Var. % 2000-2007 della produzione industriale)

<i>Primi venti</i>		<i>Ultimi venti</i>	
Riduttori,moltiplicatori,variati.velocita'	175,5	Stufe, radiatori elettrici, termoconvettori	-68,6
Motori oltre 51 cm3	145,7	Scarpe per bambino con tomaia in pelle	-71,5
Biodiesel	109,6	Casseforti, armadi di sicurezza	-71,8
Creme da giorno e da notte	107,4	Macchine e app.per tessitura e maglieria rettilinea	-75,3
Parti staccate per macchine agricole	85,0	Coperte di lana,fibre chimiche o altre	-76,4
Argani, verricelli, paranchi	84,4	Tute sportive	-76,4
Detergenti per superfici dure	81,5	Costumi da bagno da uomo e ragazzo	-77,3
Elevatori di ogni tipo	74,9	Organi elettronici	-77,5
Vestiti interi,impermeabili.,cappotti da donna	71,5	Fabbricazione strumenti musicali	-77,5
Motoscooters e motocicli (51-125 cm3)	70,7	Cere e creme per cuoio,calzature, pelli	-77,9
Dumpers (macch. Movimento terra)	67,4	Terraglia forte e dolce da tavola	-78,6
Bagni schiuma	66,3	Fabbr. appar. ricev. registraz.riprod. suono e immagine	-80,6
Disinfettanti	63,2	Asciugatrici e essiccatori	-86,2
Caldaiie per impianti centralizzati	62,4	Carrozzerie per autovetture e autobus	-90,2
Motoscoot.e motocicli (oltre 125 cm3)	51,4	Trasformazione di telai	-93,0
Mac.utens.a deformazione	49,3	Televisori a colori	-93,5
Valvolame in acciaio per usi industriali	45,5	Macchine per elaborazione dati	-93,6
Premiscelati a base cementizia	45,1	Fabbr. Macch.uff. elab. e sist. Informatici	-94,4
Distributori automatici di cibi e bevande	43,6	Estraz. Miner. Per ind.chimica e concimi	-96,7
Macchine per vagliatura,trasporto e alimentazione	43,5	Macchine per ufficio	-97,2

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Ma servono spalle robuste

(Manifatturiero, patrimonializzazione aziendale
a confronto, % sul totale passivo, dati 2007)

Capitale e riserve	
Polonia	50,3
Belgio	45,4
Austria	38,5
Portogallo	36,8
Spagna	36,5
Francia	36,1
Germania	32,1
Italia	31,7

Fonte: elaborazioni CSC su dati di bilancio BACH.

*Se l'Italia vuole prosperare deve **esportare**.
Vendere fuori dai propri confini non è cosa facile,
occorre aguzzare continuamente l'**ingegno**.
Si possono perdere preziosi mercati in tempo breve,
soprattutto se l'esportazione ha un basso
contenuto tecnologico o non si caratterizza
per un'**originalità accentuata**. Noi dobbiamo essere
pronti a cambiamenti continui. Siamo un popolo
che non può permettersi di fermarsi,
di accontentarsi di facili successi. Dobbiamo sempre
inventare **cose nuove che piacciono**.*

Carlo Maria Cipolla, 1995

*Ma cos'è questa crisi.
Si lamenta l'**impresario** che il teatro
più non va.
Metta in scena un **buon autore**,
faccia agire un **grande attore**.
E vedrà che la crisi passerà.*

Rodolfo De Angelis, 1933



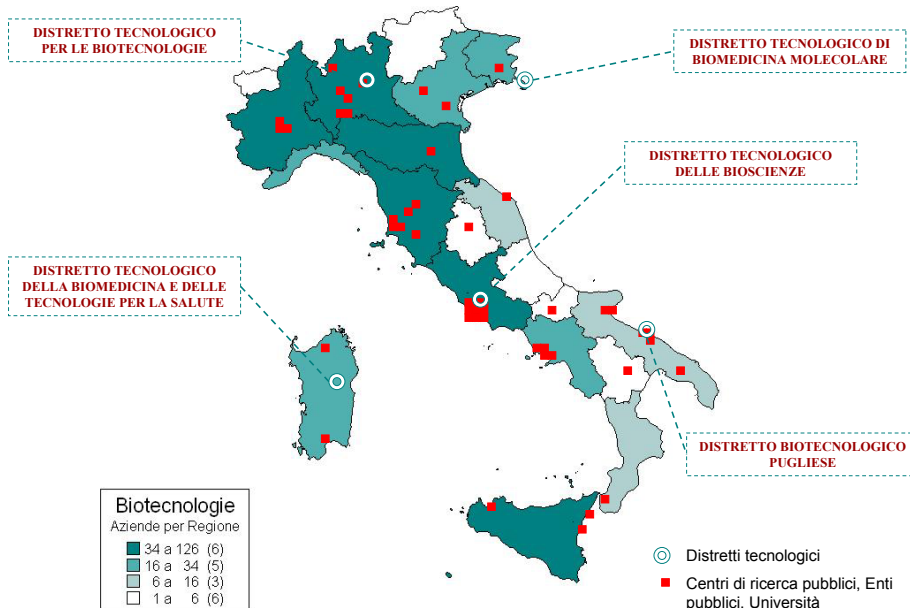
CONFINDUSTRIA
CENTRO STUDI

LE SFIDE DEI NUOVI MERCATI, TRA INNOVAZIONI E PAESI EMERGENTI

ROMA, 17 DICEMBRE 2009

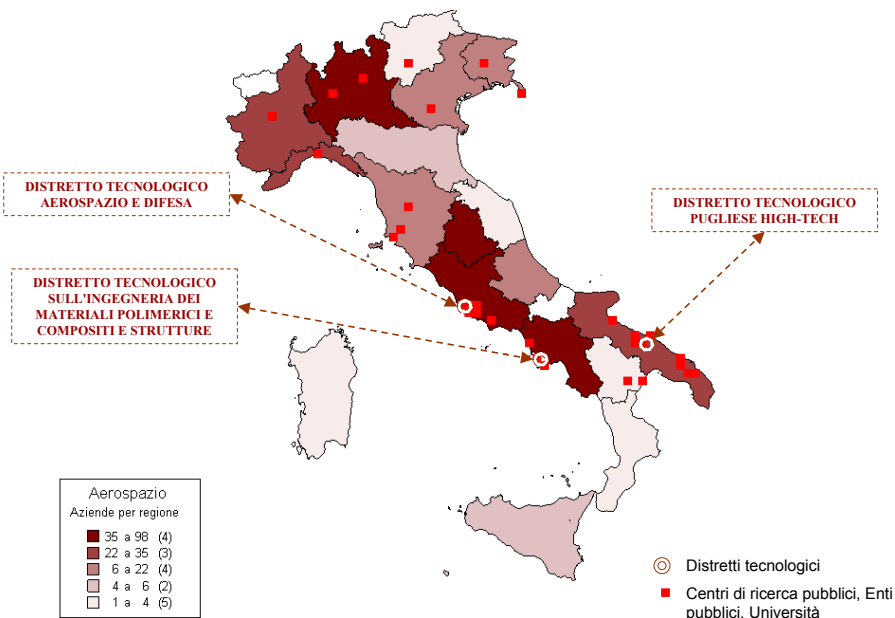
Sala Andrea Pininfarina • Confindustria

BIOTECNOLOGIE



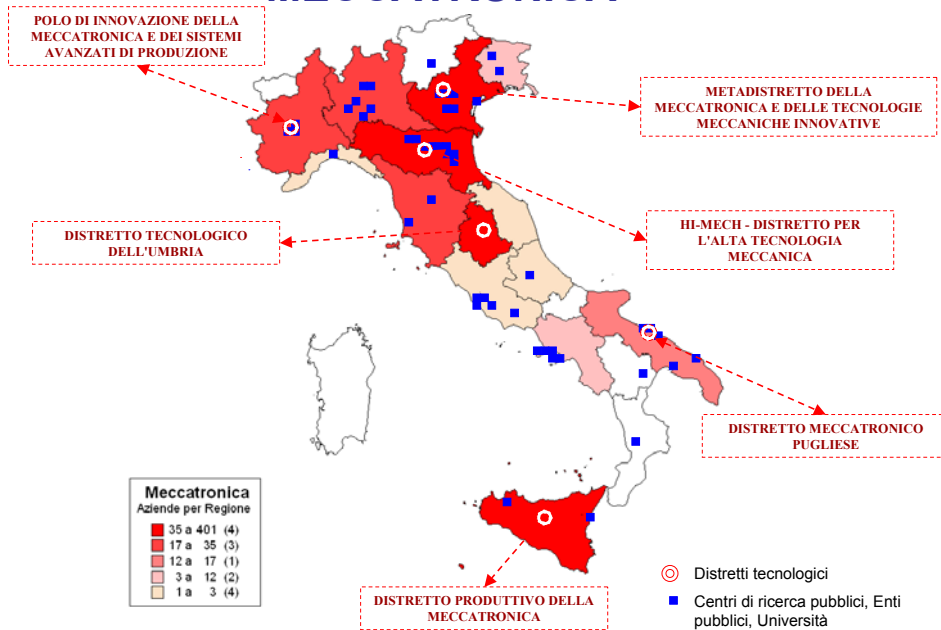
Fonte: Confindustria – Ricerca e Innovazione

AEROSPAZIO



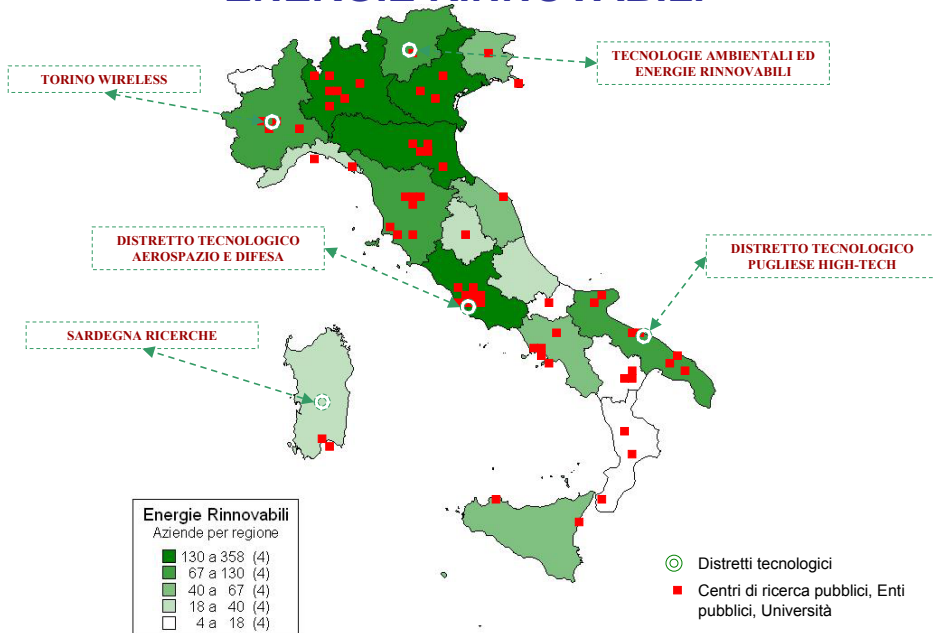
Fonte: Confindustria – Ricerca e Innovazione

MECCATRONICA



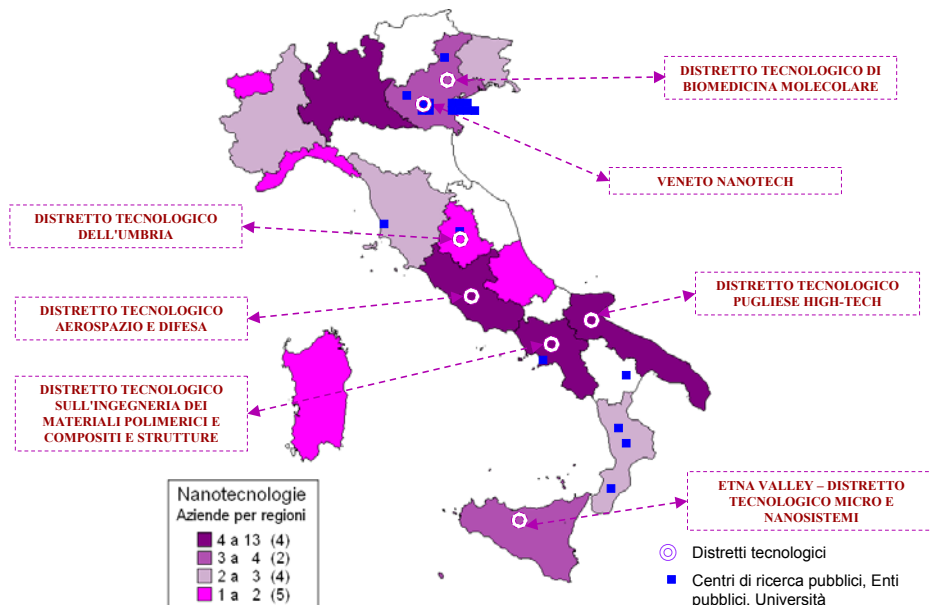
Fonte: Confindustria – Ricerca e Innovazione

ENERGIE RINNOVABILI



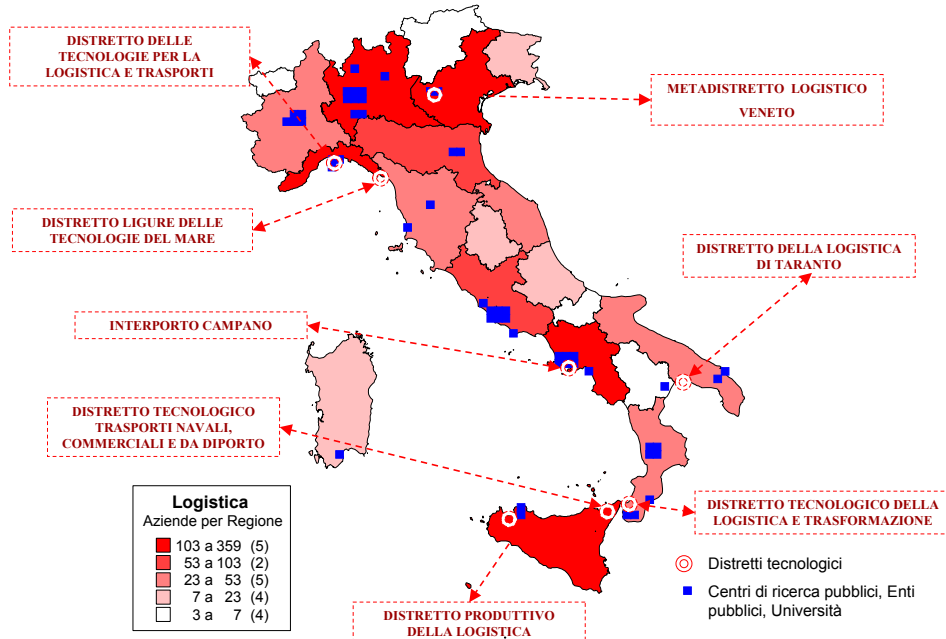
Fonte: Confindustria – Ricerca e Innovazione

NANOTECNOLOGIE



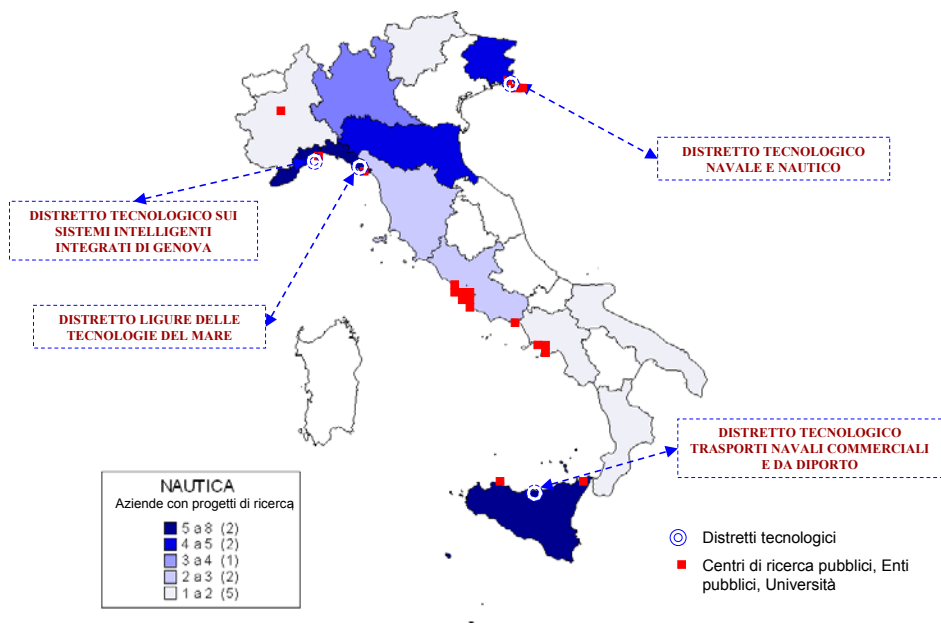
Fonte: Confindustria – Ricerca e Innovazione

LOGISTICA



Fonte: Confindustria – Ricerca e Innovazione

NAUTICA



Fonte: Confindustria – Ricerca e Innovazione



CONFINDUSTRIA
CENTRO STUDI

LE SFIDE DEI NUOVI MERCATI, TRA INNOVAZIONI E PAESI EMERGENTI

ROMA, 17 DICEMBRE 2009

Sala Andrea Pininfarina • Confindustria



CONFINDUSTRIA

Giampaolo Galli

Direttore Generale Confindustria

UE 25: dinamiche dell'occupazione

(Livelli e tassi di crescita)

	Livelli (in migliaia)			Tassi di crescita	
	1996	2006	2015	1996-2006	2006-2015
Settore primario e utilities	15.052	11.918	9.628	-2,3	-2,3
Agricoltura	12.230	9.753	7.764	-2,2	-2,5
Estrazioni	1.005	651	500	-4,3	-2,9
Elettricità, gas e acqua	1.817	1.514	1.364	-1,8	-1,2
Manifatturiero	37.802	34.871	34.415	-0,8	-0,1
Alimentari, bevande e tabacco	5.012	4.781	4.632	-0,5	-0,4
Macchinari	7.943	7.502	7.542	-0,6	0,1
Altre industrie manifatturiere	24.847	22.588	22.241	-0,9	-0,2
Costruzioni	13.729	15.141	15.583	1,0	0,3
Distribuzione e trasporti	48.356	54.242	57.740	1,2	0,7
Distribuzione	28.945	32.153	34.031	1,1	0,6
Alberghi e ristoranti	7.891	9.932	11.547	2,3	1,7
Trasporti e telecomunicazioni	11.520	12.157	12.162	0,5	0,0
Altri servizi	34.022	45.639	54.559	3,0	2,0
Banche e assicurazioni	5.743	6.014	6.032	0,5	0,0
Altre attività e difesa	17.424	26.140	33.079	4,1	2,7
Altri servizi	10.855	13.485	15.448	2,2	1,5
Servizi non vendibili	43.753	48.846	52.011	1,1	0,7
Pubblica amministrazione e difesa	13.837	14.258	14.432	0,3	0,1
Istruzione	12.896	14.507	15.574	1,2	0,8
Sanità e servizi sociali	17.020	20.081	22.005	1,7	1,0
Totale	192.714	210.657	223.936	0,9	0,7

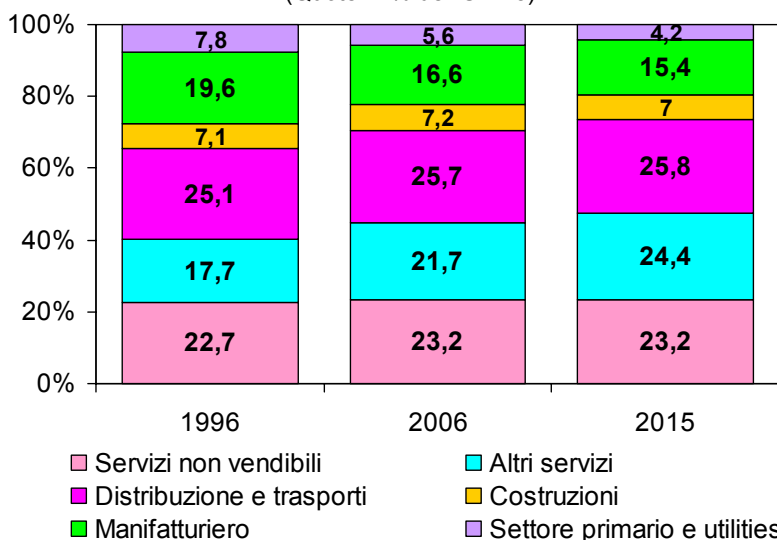


Fonte: Unione Europea, European Center for Vocational Training, 2008. Stime IER su dati Cambridge Econometrics E3ME model.

3

Dinamiche dell'occupazione per settore

(Quote in % dell'UE 25)



Fonte: Unione Europea, European Center for Vocational Training, 2008. Stime IER su dati Cambridge Econometrics E3ME model.

4

USA: cambiamenti nella composizione del manifatturiero

(Numero occupati e variazioni % 2000-2008, per settori)

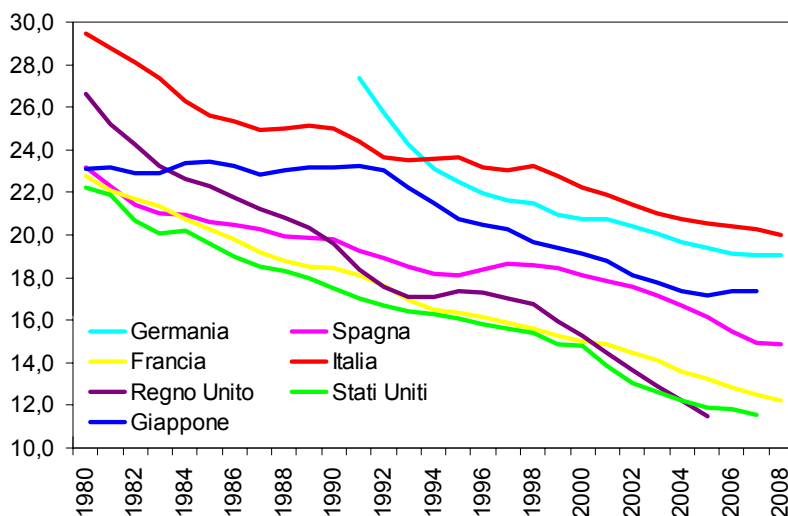
	Var. numero occupati (migliaia di teste)	Var % occupazione
Manifattura	-3.775	-22,0
Beni durevoli	-2.385	-21,9
Legno e prodotti in legno	-130	-21,7
Lavorazione minerali non metalliferi	-79	-14,2
Metallurgia	-171	-27,9
Prodotti in metallo (esclusi macchinari)	-232	-13,2
Macchinari ed apparecchiature nca	-265	-18,2
Computer e prodotti di elettronica e ottica	-615	-33,0
Apparecchiature elettriche	-168	-28,6
Mezzi di trasporto	-432	-21,3
Autoveicoli, rimorchi e semirimorchi	-419	-32,4
Mobili	-194	-28,3
Altre imprese manifatturiere	-101	-13,8
Beni di consumo non durevoli	-1.390	-22,0
Alimentari	-76	-4,9
Bevande e tabacco	-17	-8,0
Tessili	-222	-59,6
Abbigliamento e confezioni	-269	-58,0
Articoli in pelle e simili	-31	-47,2
Carta e prodotti di carta	-148	-24,6
Stampa e riproduzione di supporti registrati	-206	-25,6
Coke e raffinerie	-8	-6,1
Prodotti chimici	-122	-12,5
Articoli in gomma e materie plastiche	-215	-22,9
Memorandum		
Occupazione privata (escluso manifatturiero)	7.056	7,5

Fonte: elaborazioni Congressional Budget Office su dati BLS.

5

Il manifatturiero tiene

(Quota del manifatturiero sull'occupazione)



Fonte: elaborazioni CSC su dati AMECO.

6

“Ricapitoliamo. Nel campo esposto alla concorrenza internazionale ... la concorrenza degli emergenti ha dato uno scossone al sistema delle imprese. Molte non sopravvivono; quelle che sopravvivono non sono tuttavia poche, e si ristrutturano sfruttando la tecnologia e tutto ciò che ne consegue, ridiventando competitive. Il sistema dimagrisce ma si rafforza.

Il declino del paese, se è in atto, non si origina dal suo sistema produttivo”.

Salvatore Rossi. “Controtempo. L'Italia nella crisi mondiale”. Laterza Ed. 2009. pg. 76



7

Le quote sull'export del G10

(In % su dati a prezzi correnti)

	1985	1990	1995	2000	2005	2008
Francia	9,4	10,2	9,5	8,7	8,9	8,6
Germania	17,2	19,6	15,5	14,6	18,3	19,6
Italia	5,1	6,3	8,6	6,9	7,4	7,5
Giappone	13,7	11,6	12,9	11,8	10,3	9,7
Spagna	2,0	2,4	3,5	3,9	4,6	4,8
Regno Unito	9,5	8,9	8,8	9,4	9,6	8,9
Stati Uniti	21,3	20,2	21,8	25,1	20,8	20,8

Fonte: elaborazioni CSC su dati Global Insight.



8

Quota dei servizi sull'occupazione

(Numero di occupati, dati in % del totale; 2008)

	Comunicazioni, alberghi, commercio, trasporti	Servizi a imprese, finanza, immobiliare	Istruzione, salute, sicurezza, difesa, servizi alla persona	Totale servizi
Euro area 16	25,6	16,1	30,1	71,8
Francia	23,2	18,7	34,7	76,6
Germania	24,9	17,4	30,1	72,5
Italia	24,4	15,0	28,5	67,9
Stati Uniti	26,5	17,3	33,6	77,4

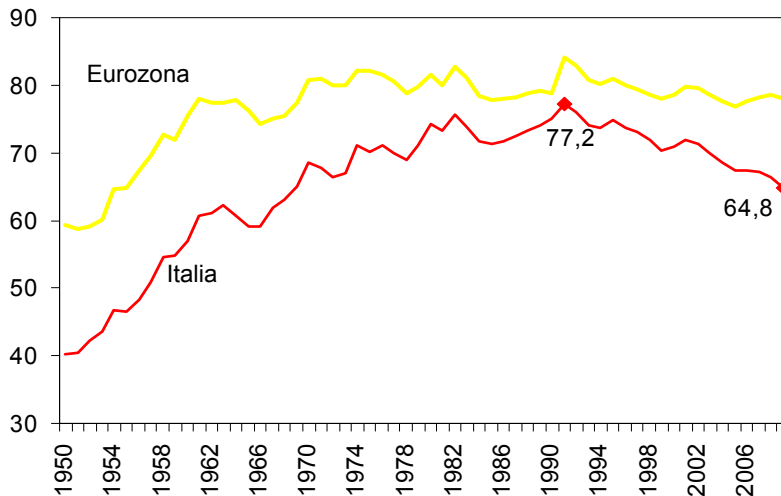
Fonte: elaborazioni CSC su dati EUROSTAT.



9

PIL pro capite

(Numeri indice USA = 100, calcolati su valori in dollari PPP a prezzi 2005)



Fonte: elaborazioni CSC su dati OCSE, BEA, Global Insight, FMI.



10

10

Dinamica del PIL pro capite

(Tassi di crescita medi annui del PIL pro capite per decenni)

	Italia	Eurozona	Stati Uniti	Francia	Germania	Regno Unito	Spagna	Giappone
1951-60	5,4	4,3	1,8	3,7	7,1	2,3	3,5	7,6
1961-70	4,9	3,7	3,0	4,4	3,5	2,2	6,3	8,9
1971-80	3,1	2,4	2,2	2,7	2,7	1,8	2,4	3,3
1981-90	2,3	1,8	2,2	1,9	1,2	2,5	2,6	3,4
1991-00	1,6	2,1	2,2	1,6	1,8	2,2	2,4	1,0
2001-09	-0,4	0,5	0,6	0,5	0,3	1,1	1,0	0,3



11

Fonte: elaborazioni CSC su dati OCSE, BEA, Global Insight, FMI.

11



CONFINDUSTRIA
CENTRO STUDI

LE SFIDE DEI NUOVI MERCATI, TRA INNOVAZIONI E PAESI EMERGENTI

ROMA, 17 DICEMBRE 2009

Sala Andrea Pininfarina • Confindustria

Dicembre 2009

Macro Outlook: Focus su Economie Emergenti

Giada Giani

44 20 7986 – 3281

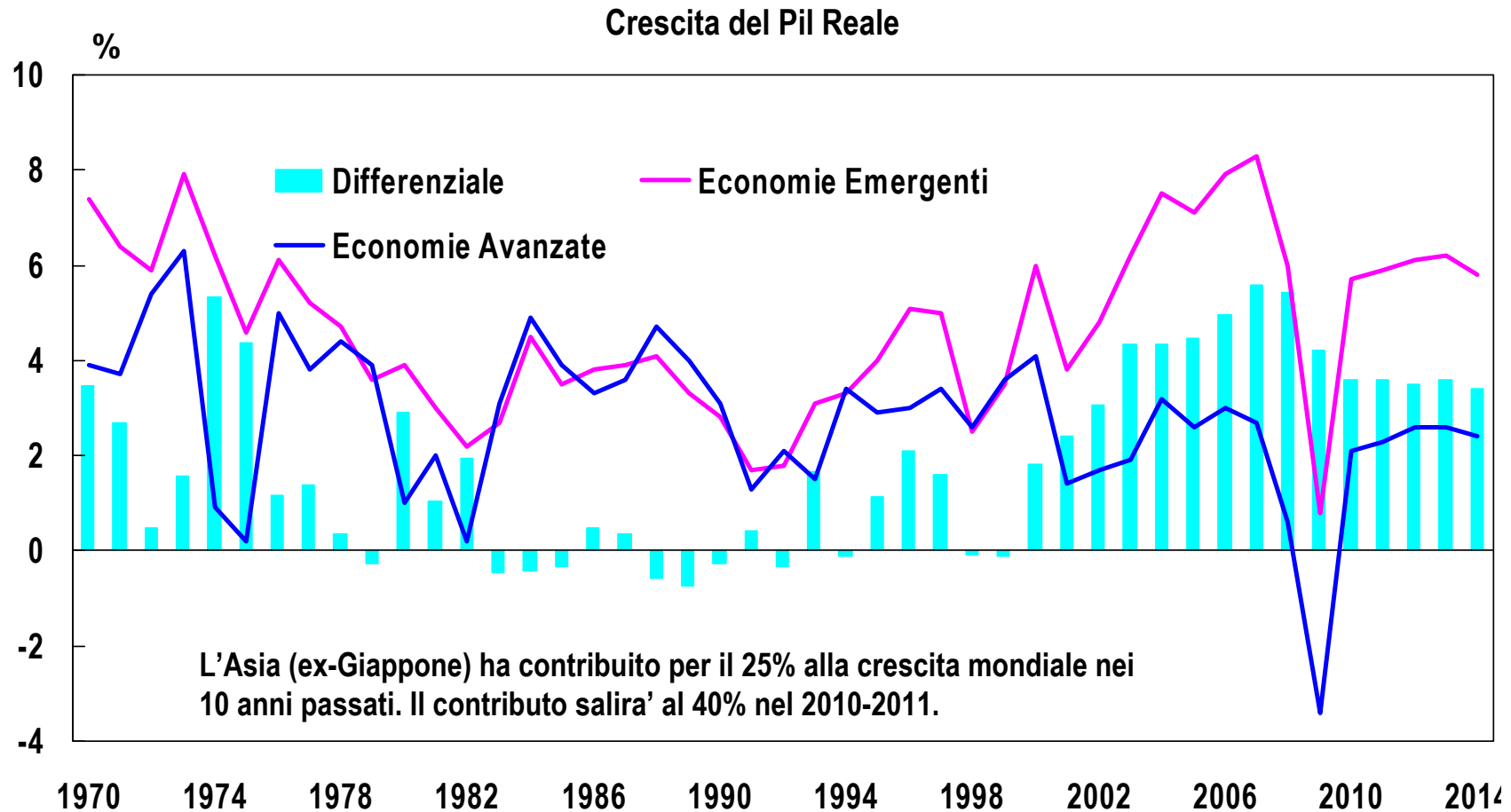
giada.giani@citi.com

See Appendix A-1 for Analyst Certification and Important Disclosures

Futuri Assetti per l'Economia Mondiale:

- **Effetti della recessione piu' severi per le economie avanzate che per i paesi emergenti.**
- **L'Asia guidera' la ripresa mondiale grazie a politiche economiche favorevoli, bilanci pubblici e privati piu' solidi e forte crescita degli investimenti**
- **Potenziale di crescita asiatico elevato nel medio termine, ma rischi di surriscaldamento nel breve periodo**
- **Est Europa rimane l'anello debole negli emergenti: scarsa disponibilita' di credito, limitata competitivita' e finanze pubbliche meno solide che altrove**

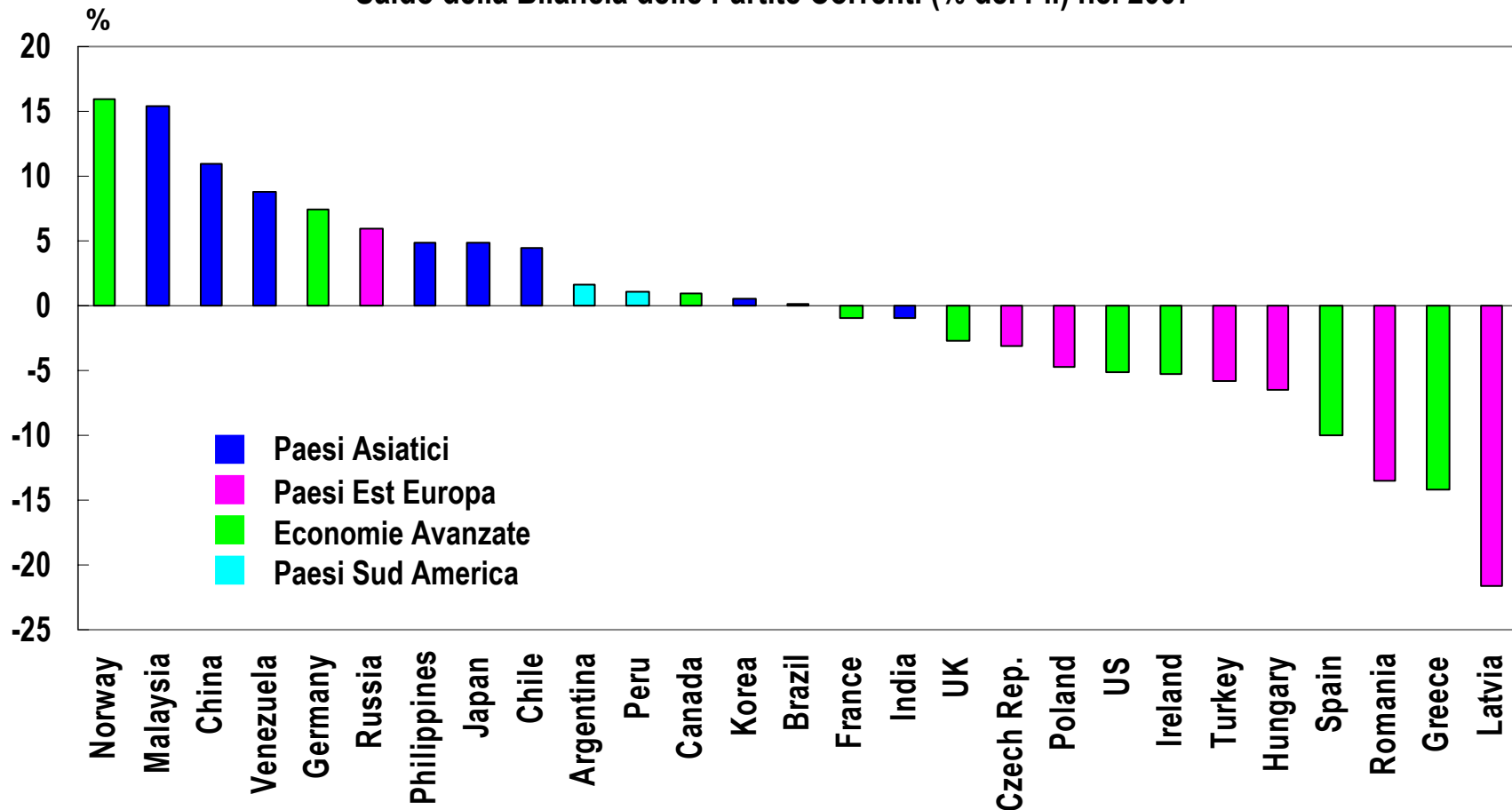
Economie Emergenti Rimangono il Motore della Crescita Mondiale



Fonte: FMI, Citi

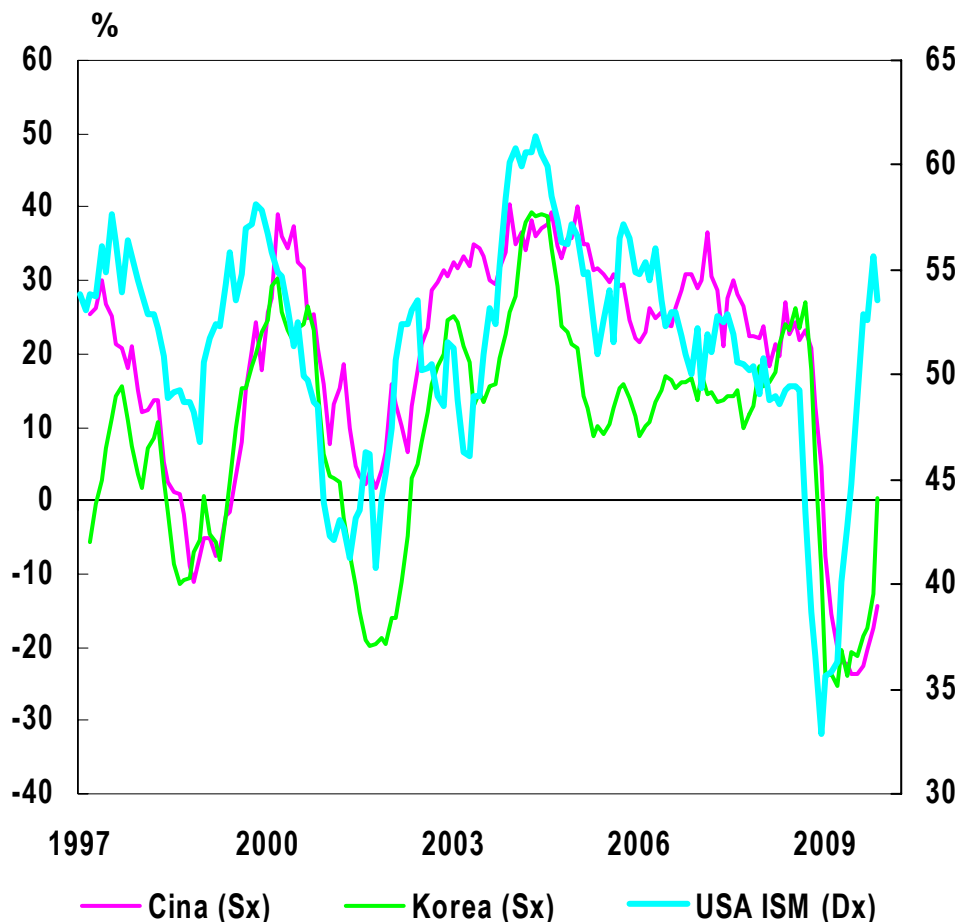
Squilibri Esterni Pesano Sulle Prospettive di Ripresa

Saldo della Bilancia delle Partite Correnti (% del Pil) nel 2007

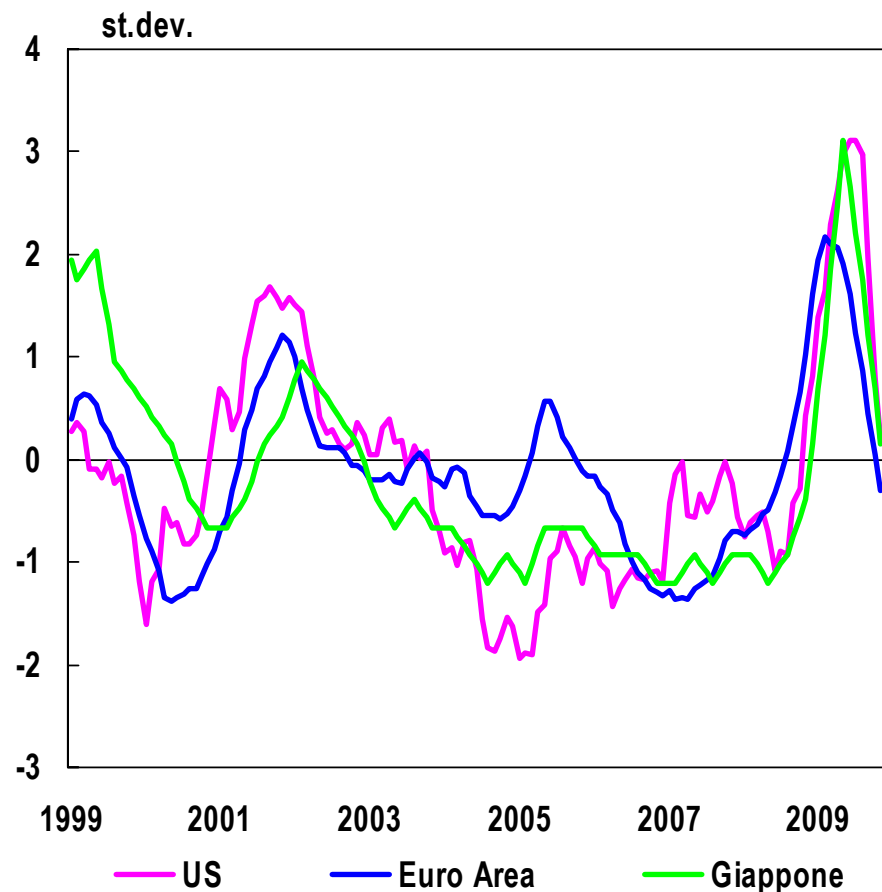


Asia – Export Beneficiano del Ciclo Mondiale delle Scorte

Crescita Annuale Esportazioni Asiatiche
e ISM Manifatturiero

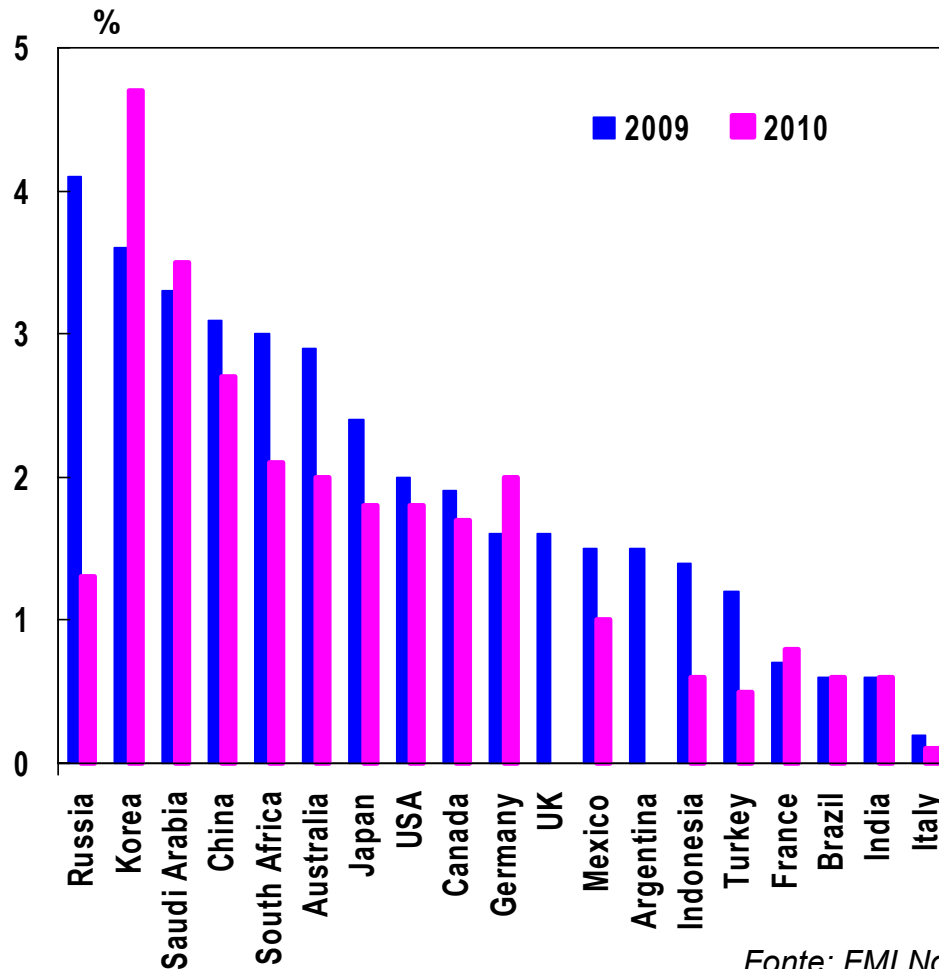


Giudizi sulle scorte imprese manifatturiere
(dev. st. dalla media)

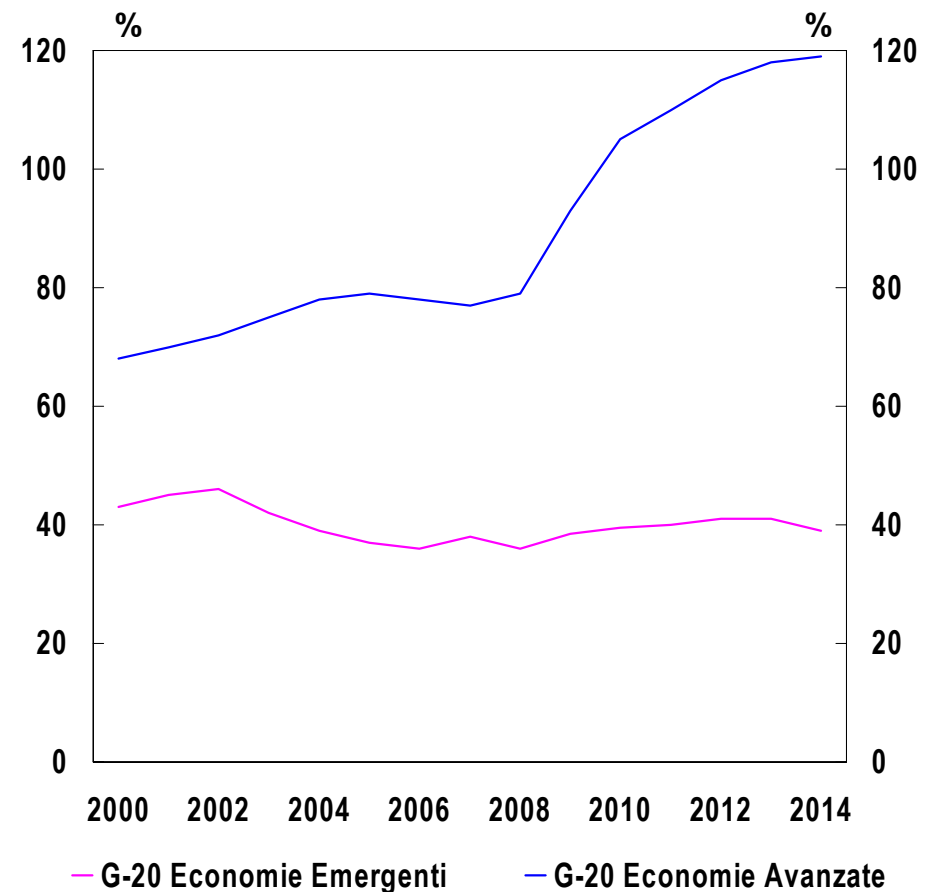


Politiche Fiscali Molto Espansive, Ma Bilanci Pubblici Rimangono Solidi

Stimolo Fiscale (% del Pil), 2009-10



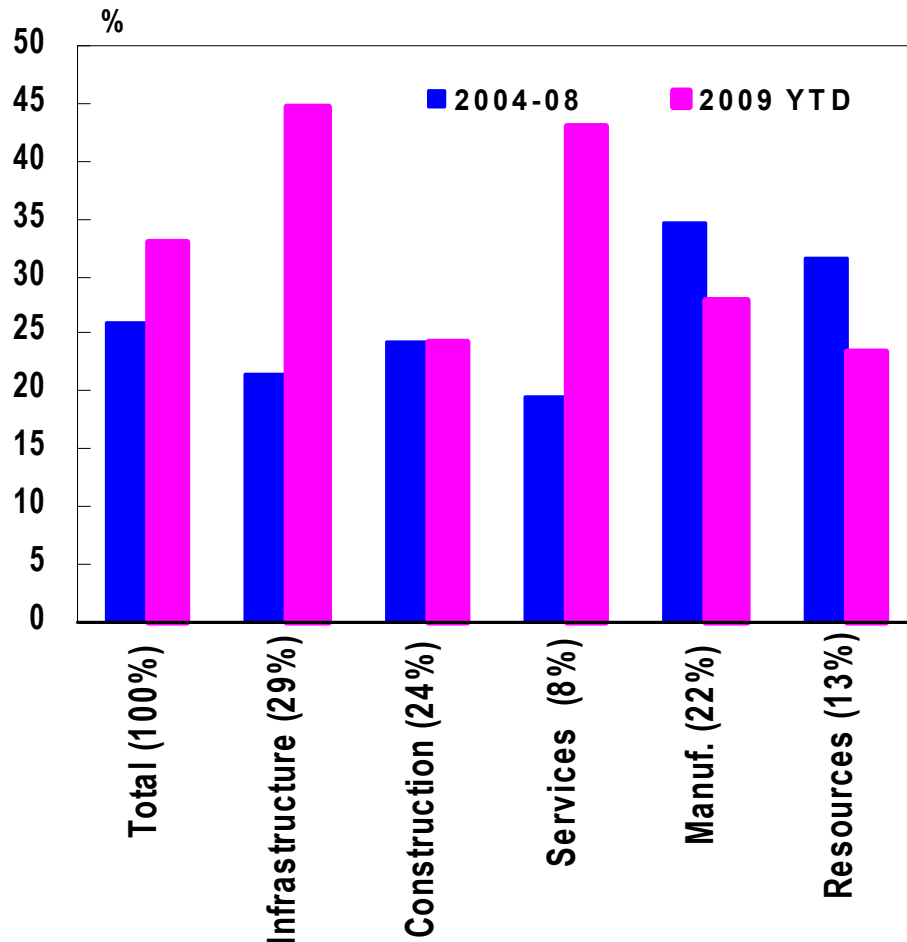
Debito Pubblico (% del Pil)



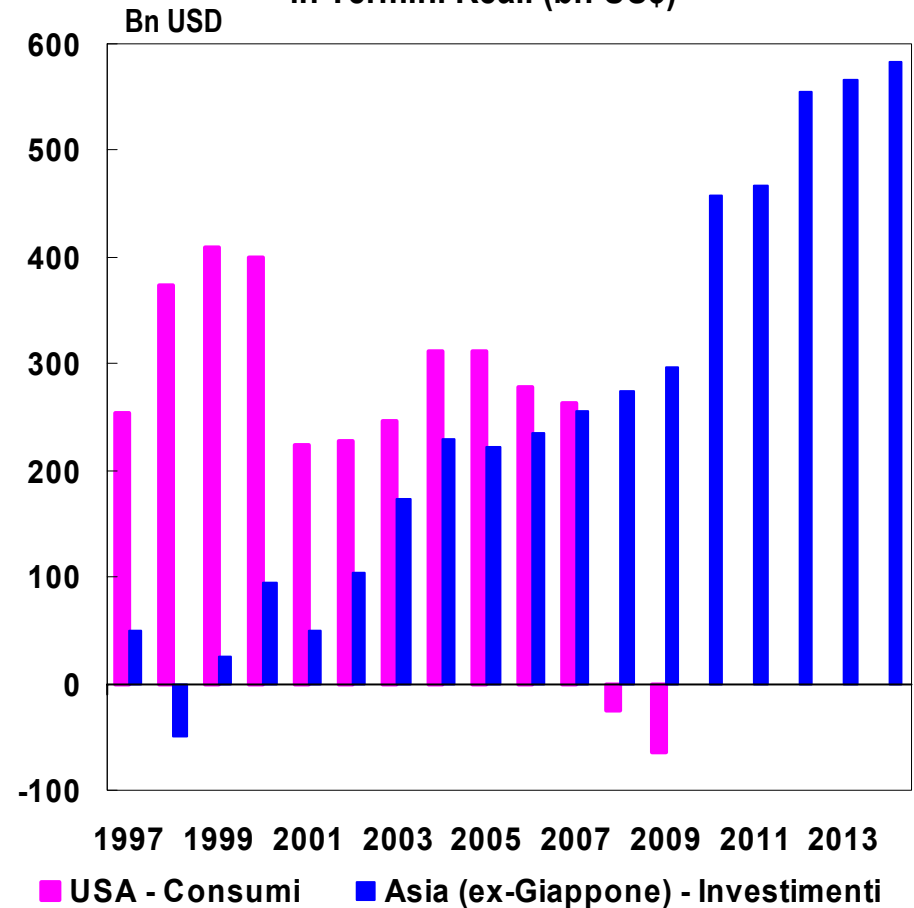
Fonte: FMI Novembre 2009

Investimenti Asiatici Compenseranno il Minor Consumo negli USA

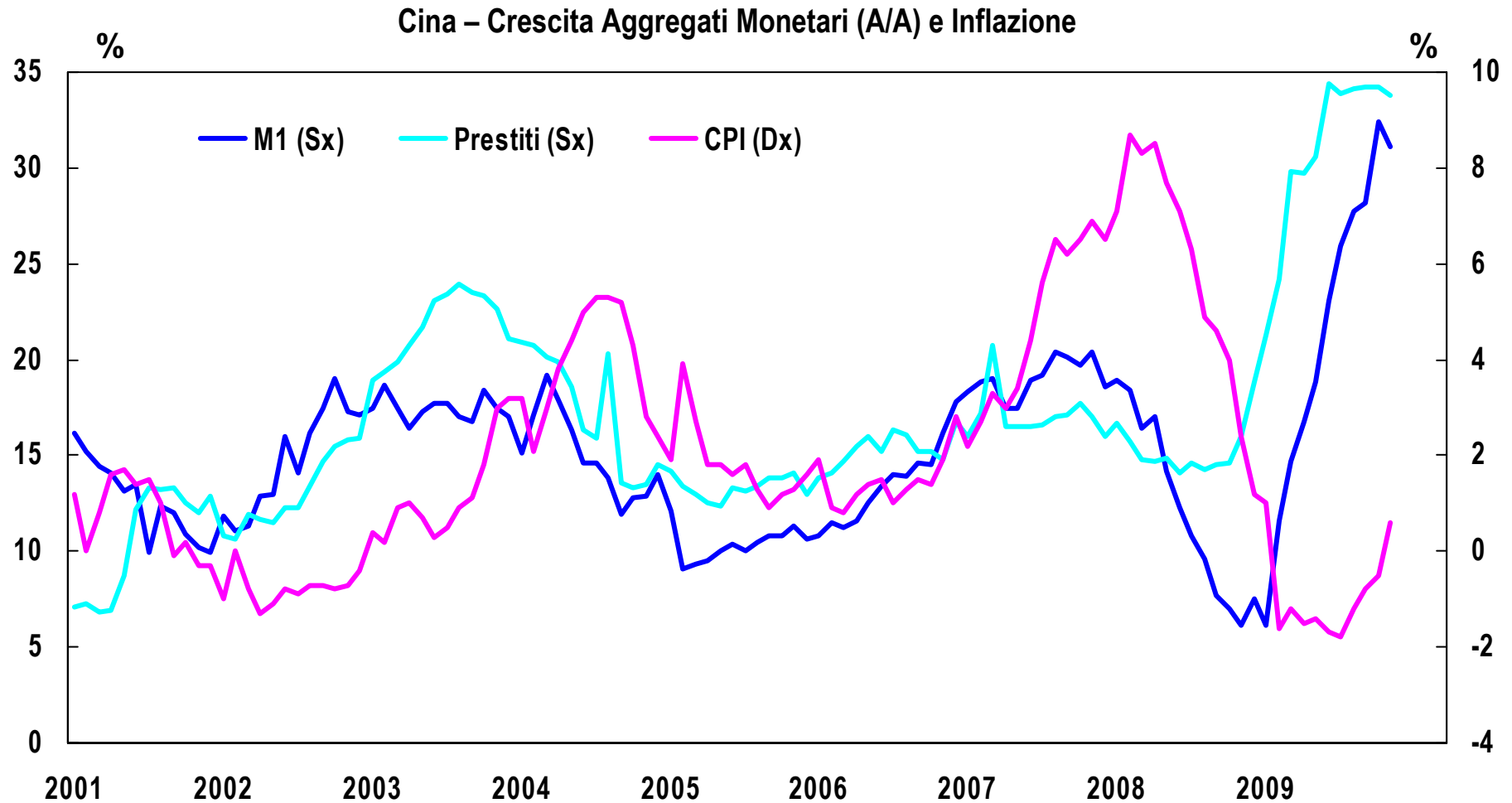
Investimenti in Cina (Crescita A/A)



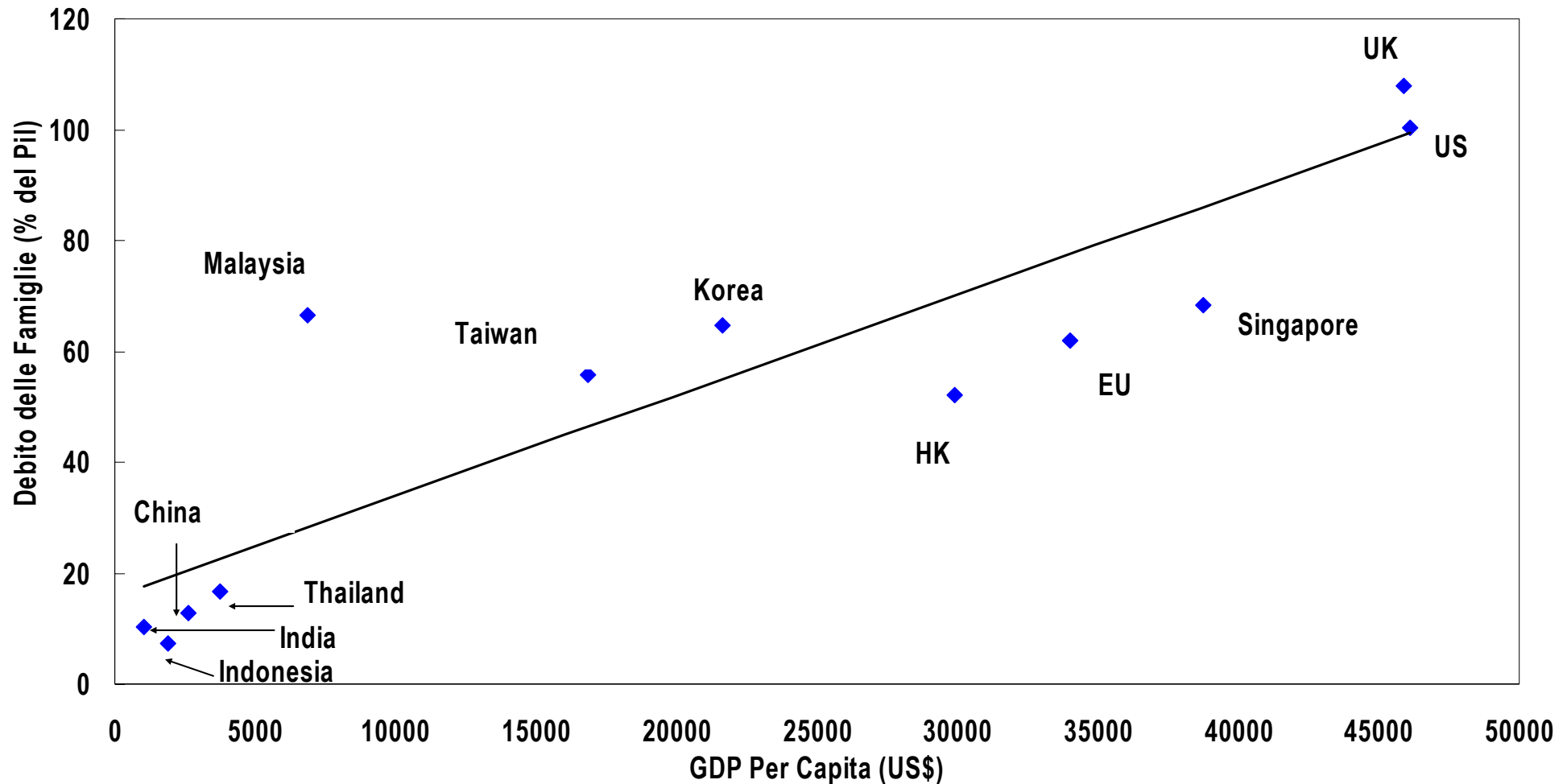
Investimenti In Asia (ex-Giappone) – Crescita Annuale in Termini Reali (bn US\$)



China – Rischio Surriscaldamento nel Breve Periodo

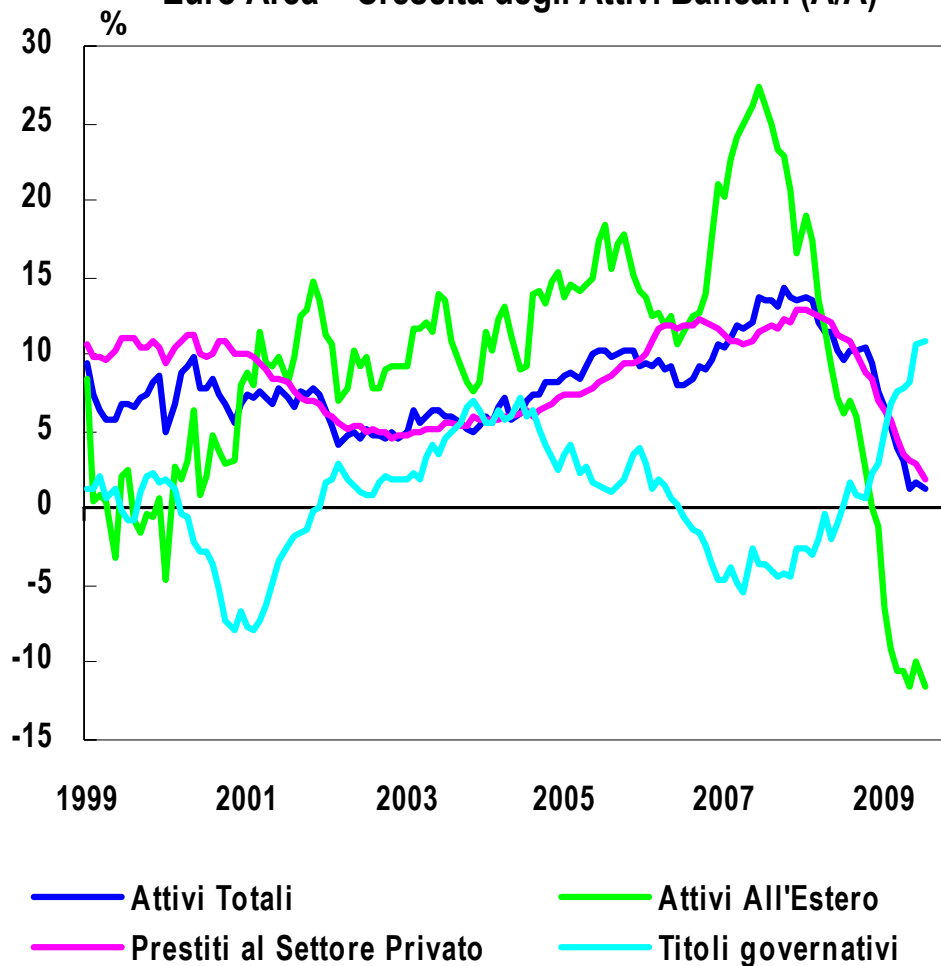


Asia – Alto Potenziale di Crescita della Domanda Domestica

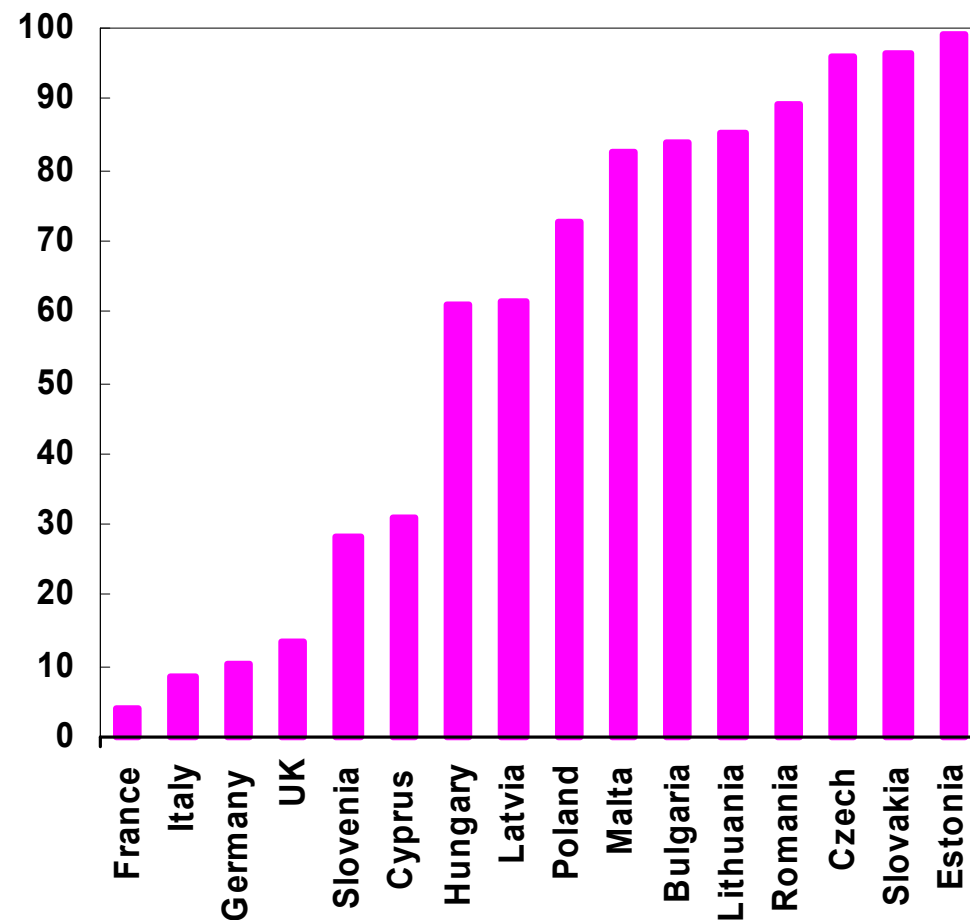


Est Europa – Limitata Disponibilita' di Credito dalle Banche Europee

Euro Area – Crescita degli Attivi Bancari (A/A)

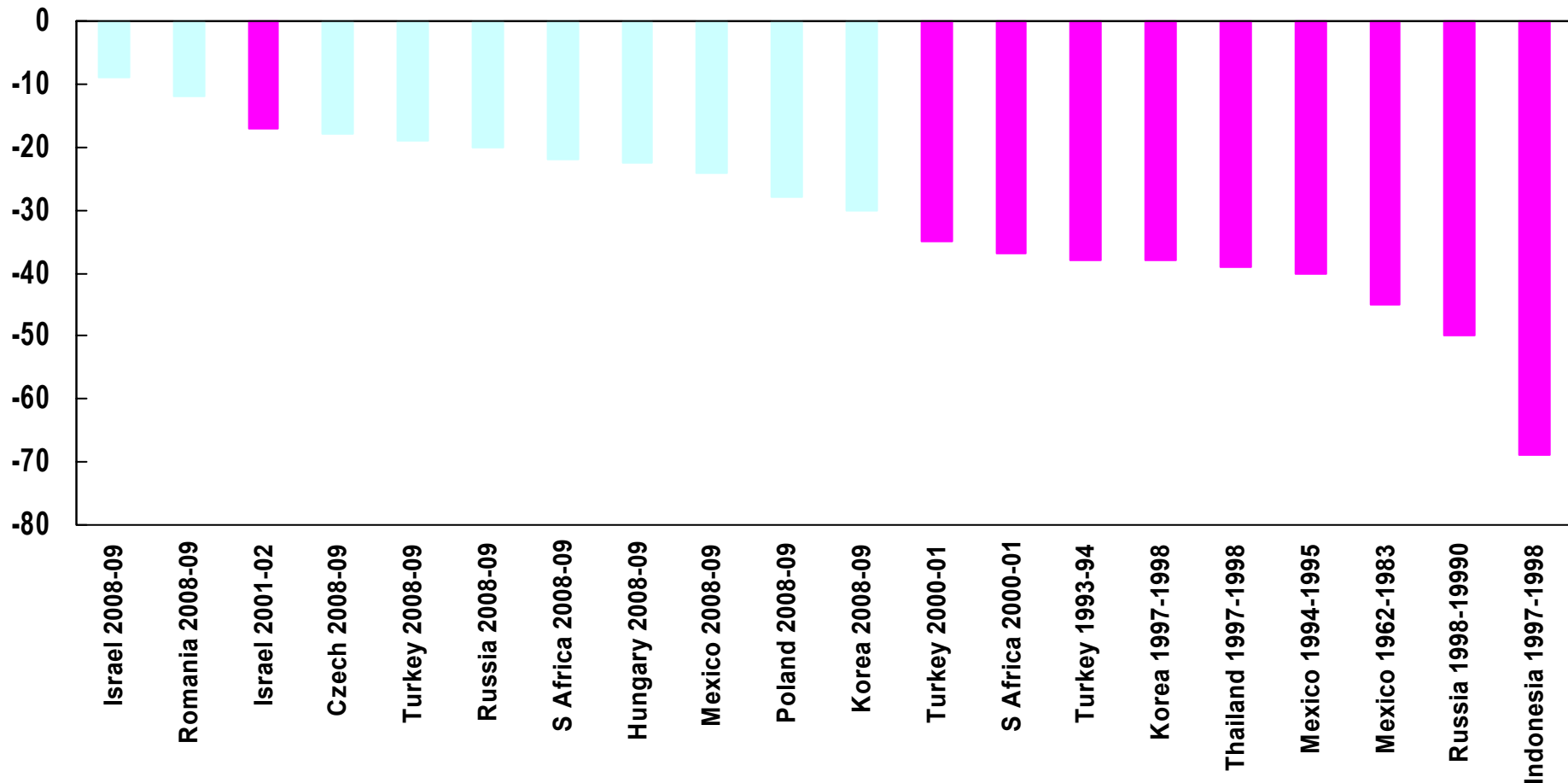


Presenza Banche Estere (% degli Attivi Bancari)

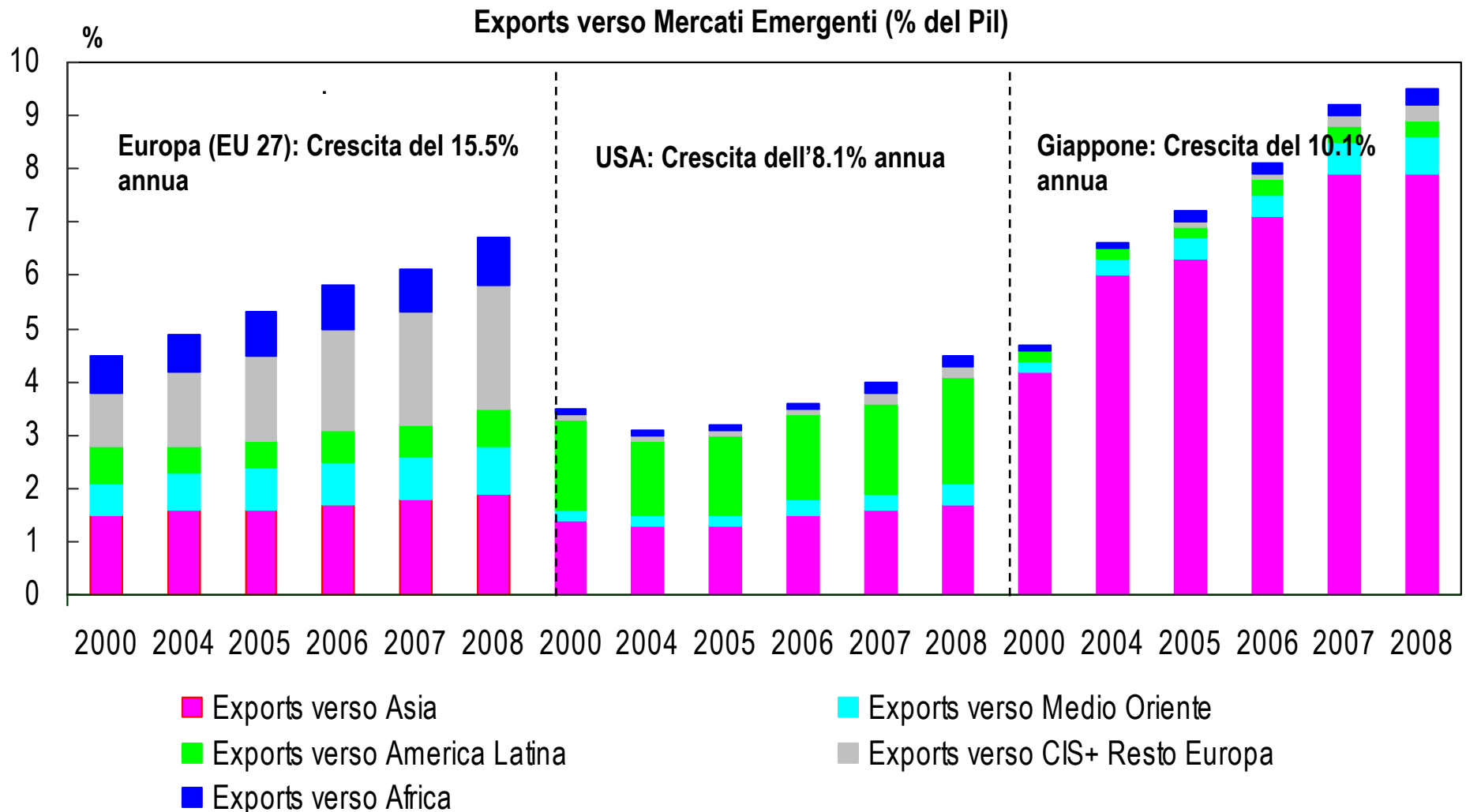


Est Europa – Scarso Deprezzamento delle Valute Limita Potenziale Export

Variazione % del tasso di cambio reale effettivo in diversi episodi di crisi finanziarie



Europa Beneficia Maggiormente della Crescita Negli Emergenti Rispetto Agli USA



Quadro Macroeconomico – 2008-11

	GDP Growth (%)				CPI Inflation (%)			
	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
Global	1.8	-2.1	3.2	3.4	4.7	1.4	2.5	2.6
US	0.4	-2.6	2.7	3.1	3.8	-0.3	2.0	1.2
Japan	-0.7	-5.3	1.5	1.5	1.5	-1.2	-1.5	-0.3
Euro Area	0.6	-3.8	1.5	1.5	3.3	0.3	1.2	1.5
Germany	1.0	-4.8	2.0	1.9	2.6	0.3	0.9	1.5
France	0.3	-2.3	1.8	1.6	2.8	0.1	0.8	1.5
UK	0.5	-4.7	1.5	2.3	3.6	2.1	3.5	2.8
Switzerland	1.8	-1.4	1.1	1.7	0.0	-0.5	-0.1	-0.1
Emerging Markets	5.1	0.9	5.7	5.9	8.3	4.5	5.1	5.6
Emerging Europe	4.1	-5.7	2.9	4.1	11.3	8.1	5.6	6.2
Russia	5.6	-7.5	3.0	4.1	14.1	11.7	6.8	8.3
China	9.0	8.7	9.8	9.0	5.9	-0.6	3.0	3.8
India	6.7	6.2	7.8	8.5	8.2	2.0	5.0	4.5

Appendix A-1

■Analyst Certification

■Each research analyst(s) principally responsible for the preparation and content of all or any identified portion of this research report hereby certifies that, with respect to each issuer or security or any identified portion of the report with respect to an issuer or security that the research analyst covers in this research report, all of the views expressed in this research report accurately reflect their personal views about those issuer(s) or securities. Each research analyst(s) also certify that no part of their compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendation(s) or view(s) expressed by that research analyst in this research report.

■IMPORTANT DISCLOSURES

■Analysts' compensation is determined based upon activities and services intended to benefit the investor clients of Citigroup Global Markets Inc. and its affiliates ("the Firm"). Like all Firm employees, analysts receive compensation that is impacted by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the Private Client Division, Institutional Sales and Trading, and Investment Banking.

■For important disclosures (including copies of historical disclosures) regarding the companies that are the subject of this Citi Investment Research & Analysis product ("the Product"), please contact Citi Investment Research & Analysis, 388 Greenwich Street, 29th Floor, New York, NY, 10013, Attention: Legal/Compliance. In addition, the same important disclosures, with the exception of the Valuation and Risk assessments and historical disclosures, are contained on the Firm's disclosure website at www.citigroupgeo.com. Private Client Division clients should refer to www.smithbarney.com/research. Valuation and Risk assessments can be found in the text of the most recent research note/report regarding the subject company. Historical disclosures (for up to the past three years) will be provided upon request.

■OTHER DISCLOSURES

■For securities recommended in the Product in which the Firm is not a market maker, the Firm is a liquidity provider in the issuers' financial instruments and may act as principal in connection with such transactions. The Firm is a regular issuer of traded financial instruments linked to securities that may have been recommended in the Product. The Firm regularly trades in the securities of the issuer(s) discussed in the Product. The Firm may engage in securities transactions in a manner inconsistent with the Product and, with respect to securities covered by the Product, will buy or sell from customers on a principal basis.

■Securities recommended, offered, or sold by the Firm: (i) are not insured by the Federal Deposit Insurance Corporation; (ii) are not deposits or other obligations of any insured depository institution (including Citibank); and (iii) are subject to investment risks, including the possible loss of the principal amount invested. Although information has been obtained from and is based upon sources that the Firm believes to be reliable, we do not guarantee its accuracy and it may be incomplete and condensed. Note, however, that the Firm has taken all reasonable steps to determine the accuracy and completeness of the disclosures made in the Important Disclosures section of the Product. The Firm's research department has received assistance from the subject company(ies) referred to in this Product including, but not limited to, discussions with management of the subject company(ies). Firm policy prohibits research analysts from sending draft research to subject companies. However, it should be presumed that the author of the Product has had discussions with the subject company to ensure factual accuracy prior to publication. All opinions, projections and estimates constitute the judgment of the author as of the date of the Product and these, plus any other information contained in the Product, are subject to change without notice. Prices and availability of financial instruments also are subject to change without notice. Notwithstanding other departments within the Firm advising the companies discussed in this Product, information obtained in such role is not used in the preparation of the Product. Although Citi Investment Research does not set a predetermined frequency for publication, if the Product is a fundamental research report, it is the intention of Citi Investment Research to provide research coverage of the/those issuer(s) mentioned therein, including in response to news affecting this issuer, subject to applicable quiet periods and capacity constraints. The Product is for informational purposes only and is not intended as an offer or solicitation for the purchase or sale of a security. Any decision to purchase securities mentioned in the Product must take into account existing public information on such security or any registered prospectus.

■Investing in non-U.S. securities, including ADRs, may entail certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, nor be subject to the reporting requirements of the U.S. Securities and Exchange Commission. There may be limited information available on foreign securities. Foreign companies are generally not subject to uniform audit and reporting standards, practices and requirements comparable to those in the U.S. Securities of some foreign companies may be less liquid and their prices more volatile than securities of comparable U.S. companies. In addition, exchange rate movements may have an adverse effect on the value of an investment in a foreign stock and its corresponding dividend payment for U.S. investors. Net dividends to ADR investors are estimated, using withholding tax rates conventions, deemed accurate, but investors are urged to consult their tax advisor for exact dividend computations. Investors who have received the Product from the Firm may be prohibited in certain states or other jurisdictions from purchasing securities mentioned in the Product from the Firm. Please ask your Financial Consultant for additional details. Citigroup Global Markets Inc. takes responsibility for the Product in the United States. Any orders by US investors resulting from the information contained in the Product may be placed only through Citigroup Global Markets Inc.

■The Citigroup legal entity that takes responsibility for the production of the Product is the legal entity which the first named author is employed by. The Product is made available in Australia to wholesale clients through Citigroup Global Markets Australia Pty Ltd. (ABN 64 003 114 832 and AFSL No. 240992) and to retail clients through Citi Smith Barney Pty Ltd. (ABN 19 009 145 555 and AFSL No. 240813), Participants of the ASX Group and regulated by the Australian Securities & Investments Commission. Citigroup Centre, 2 Park Street, Sydney, NSW 2000. The Product is made available in Australia to Private Banking wholesale clients through Citigroup Pty Limited (ABN 88 004 325 080 and AFSL 238098). Citigroup Pty Limited provides all financial product advice to Australian Private Banking wholesale clients through bankers and relationship managers. If there is any doubt about the suitability of investments held in Citigroup Private Bank accounts, investors should contact the Citigroup Private Bank in Australia. Citigroup companies may compensate affiliates and their representatives for providing products and services to clients. The Product is made available in Brazil by Citigroup Global Markets Brasil - CCTVM SA, which is regulated by CVM - Comissão de Valores Mobiliários, BACEN - Brazilian Central Bank, APIMEC - Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais and ANBID - Associação Nacional dos Bancos de Investimento. Av. Paulista, 1111 - 11º andar - CEP. 01311920 - São Paulo - SP. If the Product is being made available in certain provinces of Canada by Citigroup Global Markets (Canada) Inc. ("CGM Canada"), CGM Canada has approved the Product. Citigroup Place, 123 Front Street West, Suite 1100, Toronto, Ontario M5J 2M3. The Product is made available in France by Citigroup Global Markets Limited, which is authorised and regulated by Financial Services Authority. 1-5 Rue Paul Cézanne, 8ème, Paris, France. The Product may not be distributed to private clients in Germany. The Product is distributed in Germany by Citigroup Global Markets Deutschland AG & Co. KGaA, which is regulated by Bundesanstalt fuer Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Frankfurt am Main, Reuterweg 16, 60323 Frankfurt am Main. If the Product is made available in Hong Kong by, or on behalf of, Citigroup Global Markets Asia Ltd., it is attributable to Citigroup Global Markets Asia Ltd., Citibank Tower, Citibank Plaza, 3 Garden Road, Hong Kong. Citigroup Global Markets Asia Ltd. is regulated by Hong Kong Securities and Futures Commission. If the Product is made available in Hong Kong by The Citigroup Private Bank to its clients, it is attributable to Citibank N.A., Citibank Tower, Citibank Plaza, 3 Garden Road, Hong Kong. The Citigroup Private Bank and Citibank N.A. is regulated by the Hong Kong Monetary Authority. The Product is made available in India by Citigroup Global Markets India Private Limited, which is regulated by Securities and Exchange Board of India. Bakhtawar, Nariman Point, Mumbai 400-021. The Product is made available in Indonesia through PT Citigroup Securities Indonesia. 5/F, Citibank Tower, Bapindo Plaza, Jl. Jend. Sudirman Kav. 54-55, Jakarta 12190. Neither this Product nor any copy hereof may be distributed in Indonesia or to any Indonesian citizens wherever they are domiciled or to Indonesian residents except in compliance with applicable capital market laws and regulations. This Product is not an offer of securities in Indonesia. The securities referred to in this Product have not been registered with the Capital Market and Financial Institutions Supervisory Agency (BAPEPAM-LK) pursuant to relevant capital market laws and regulations, and may not be offered or sold within the territory of the Republic of Indonesia or to Indonesian citizens through a public offering or in circumstances which constitute an offer within the meaning of the Indonesian capital market laws and regulations. The Product is made available in Italy by Citigroup Global Markets Limited, which is authorised and regulated by Financial Services Authority. Foro Buonaparte 16, Milan, 20121, Italy. If the Product was prepared by Citi Investment Research and distributed in Japan by Nikko Citigroup Limited ("NCL"), it is being so distributed under license. If the Product was prepared by NCL and distributed by Nikko Cordial Securities Inc. or Citigroup Global Markets Inc. it is being so distributed under license. NCL is regulated by Financial Services Agency, Securities and Exchange Surveillance Commission, Japan Securities Dealers Association, Tokyo Stock Exchange and Osaka Securities Exchange. Shin-Marunouchi Building, 1-5-1 Marunouchi, Chiyoda-ku, Tokyo 100-6520 Japan. In the event that an error is found in an NCL research report, a revised version will be posted on Citi Investment Research's Global Equities Online (GEO) website. If you have questions regarding GEO, please call (81 3) 6270-3019 for help. The Product is made available in Korea by Citigroup Global Markets Korea Securities Ltd., which is regulated by Financial Supervisory Commission and the Financial Supervisory Service. Hungkuk Life Insurance Building, 226 Shinmunno 1-GA, Jongno-Gu, Seoul, 110-061. The Product is made available in Malaysia by Citigroup Global Markets Malaysia Sdn Bhd, which is regulated by Malaysia Securities Commission. Menara Citibank, 165 Jalan Ampang, Kuala Lumpur, 50450. The Product is made available in Mexico by Acciones y Valores Banamex, S.A. De C. V., Casa de Bolsa, Integrante del Grupo Financiero Banamex ("Accival") which is a wholly owned subsidiary of Citigroup Inc. and is regulated by Comisión Nacional Bancaria y de Valores. Reforma 398, Col. Juárez, 06600 Mexico, D.F. In New Zealand the Product is made available through Citigroup Global Markets New Zealand Ltd. (Company Number 604457), a Participant of the New Zealand Exchange Limited and regulated by the New Zealand Securities Commission. Level 19, Mobile on the Park, 157 Lambton Quay, Wellington.

■ The Product is made available in Pakistan by Citibank N.A. Pakistan branch, which is regulated by the State Bank of Pakistan and Securities Exchange Commission, Pakistan. AWT Plaza, 1.1. Chundrigar Road, P.O. Box 4889, Karachi-74200. The Product is made available in Poland by Dom Maklerski Banku Handlowego SA an indirect subsidiary of Citigroup Inc., which is regulated by Komisja Nadzoru Finansowego. Bank Handlowy w Warszawie S.A. ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa. The Product is made available in the Russian Federation through ZAO Citibank, which is licensed to carry out banking activities in the Russian Federation in accordance with the general banking license issued by the Central Bank of the Russian Federation and brokerage activities in accordance with the license issued by the Federal Service for Financial Markets. Neither the Product nor any information contained in the Product shall be considered as advertising the securities mentioned in this report within the territory of the Russian Federation or outside the Russian Federation. The Product does not constitute an appraisal within the meaning of the Federal Law of the Russian Federation of 29 July 1998 No. 135-FZ (as amended) On Appraisal Activities in the Russian Federation. 8-10 Gasheka Street, 125047 Moscow. The Product is made available in Singapore through Citigroup Global Markets Singapore Pte. Ltd., a Capital Markets Services Licence holder, and regulated by Monetary Authority of Singapore. 1 Temasek Avenue, #39-02 Millenia Tower, Singapore 039192. The Product is made available by The Citigroup Private Bank in Singapore through Citibank, N.A., Singapore branch, a licensed bank in Singapore that is regulated by Monetary Authority of Singapore. Citigroup Global Markets (Pty) Ltd. is incorporated in the Republic of South Africa (company registration number 2000/025866/07) and its registered office is at 145 West Street, Sandton, 2196, Saxonwold. Citigroup Global Markets (Pty) Ltd. is regulated by JSE Securities Exchange South Africa, South African Reserve Bank and the Financial Services Board. The investments and services contained herein are not available to private customers in South Africa. The Product is made available in Spain by Citigroup Global Markets Limited, which is authorised and regulated by Financial Services Authority. 29 Jose Ortega Y Gassef, 4th Floor, Madrid, 28006, Spain. The Product is made available in Taiwan through Citigroup Global Markets Taiwan Securities Company Ltd., which is regulated by Securities & Futures Bureau. No portion of the report may be reproduced or quoted in Taiwan by the press or any other person. No. 8 Manhattan Building, Hsin Yi Road, Section 5, Taipei 100, Taiwan. The Product is made available in Thailand through Citicorp Securities (Thailand) Ltd., which is regulated by the Securities and Exchange Commission of Thailand. 18/F, 22/F and 29/F, 82 North Sathorn Road, Silom, Bangrak, Bangkok 10500, Thailand. The Product is made available in Turkey through Citibank AS which is regulated by Capital Markets Board. Tekfen Tower, Eski Büyükdere Caddesi # 209 Kat 2B, 23294 Levent, Istanbul, Turkey. In the U.A.E, these materials (the "Materials") are communicated by Citigroup Global Markets Limited, DIFC branch ("CGML"), an entity registered in the Dubai International Financial Center ("DIFC") and licensed and regulated by the Dubai Financial Services Authority ("DFSA") to Professional Clients and Market Counterparties only and should not be relied upon or distributed to Retail Clients. A distribution of the different CIRA ratings distribution, in percentage terms for Investments in each sector covered is made available on request. Financial products and/or services to which the Materials relate will only be made available to Professional Clients and Market Counterparties. The Product is made available in United Kingdom by Citigroup Global Markets Limited, which is authorised and regulated by Financial Services Authority. This material may relate to investments or services of a person outside of the UK or to other matters which are not regulated by the FSA and further details as to where this may be the case are available upon request in respect of this material. Citigroup Centre, Canada Square, Canary Wharf, London, E14 5LB. The Product is made available in United States by Citigroup Global Markets Inc, which is regulated by NASD, NYSE and the US Securities and Exchange Commission. 388 Greenwich Street, New York, NY 10013. Unless specified to the contrary, within EU Member States, the Product is made available by Citigroup Global Markets Limited, which is regulated by Financial Services Authority. Many European regulators require that a firm must establish, implement and make available a policy for managing conflicts of interest arising as a result of publication or distribution of investment research. The policy applicable to Citi Investment Research's Products can be found at www.citigroupgeo.com. Compensation of equity research analysts is determined by equity research management and Citigroup's senior management and is not linked to specific transactions or recommendations. The Product may have been distributed simultaneously, in multiple formats, to the Firm's worldwide institutional and retail customers. The Product is not to be construed as providing investment services in any jurisdiction where the provision of such services would not be permitted. Subject to the nature and contents of the Product, the investments described therein are subject to fluctuations in price and/or value and investors may get back less than originally invested. Certain high-volatility investments can be subject to sudden and large falls in value that could equal or exceed the amount invested. Certain investments contained in the Product may have tax implications for private customers whereby levels and basis of taxation may be subject to change. If in doubt, investors should seek advice from a tax adviser. The Product does not purport to identify the nature of the specific market or other risks associated with a particular transaction. Advice in the Product is general and should not be construed as personal advice given it has been prepared without taking account of the objectives, financial situation or needs of any particular investor. Accordingly, investors should, before acting on the advice, consider the appropriateness of the advice, having regard to their objectives, financial situation and needs. Prior to acquiring any financial product, it is the client's responsibility to obtain the relevant offer document for the product and consider it before making a decision as to whether to purchase the product.

■ © 2009 Citigroup Global Markets Inc. (© Nikko Citigroup Limited, if this Product was prepared by it). Citi Investment Research is a division and service mark of Citigroup Global Markets Inc. and its affiliates and is used and registered throughout the world. Citi and Citi with Arc Design are trademarks and service marks of Citigroup Inc and its affiliates and are used and registered throughout the world. Nikko is a registered trademark of Nikko Cordial Corporation. All rights reserved. Any unauthorized use, duplication, redistribution or disclosure is prohibited by law and will result in prosecution. Where included in this report, MSCI sourced information is the exclusive property of Morgan Stanley Capital International Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, disseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI, Morgan Stanley Capital International and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates. The information contained in the Product is intended solely for the recipient and may not be further distributed by the recipient. The Firm accepts no liability whatsoever for the actions of third parties. The Product may provide the addresses of, or contain hyperlinks to, websites. Except to the extent to which the Product refers to website material of the Firm, the Firm has not reviewed the linked site. Equally, except to the extent to which the Product refers to website material of the Firm, the Firm takes no responsibility for, and makes no representations or warranties whatsoever as to, the data and information contained therein. Such address or hyperlink (including addresses or hyperlinks to website material of the Firm) is provided solely for your convenience and information and the content of the linked site does not in anyway form part of this document. Accessing such website or following such link through the Product or the website of the Firm shall be at your own risk and the Firm shall have no liability arising out of, or in connection with, any such referenced website.

■ ADDITIONAL INFORMATION IS AVAILABLE UPON REQUEST

Il Motore delle Innovazioni

Alfonso Gambardella

Università Bocconi

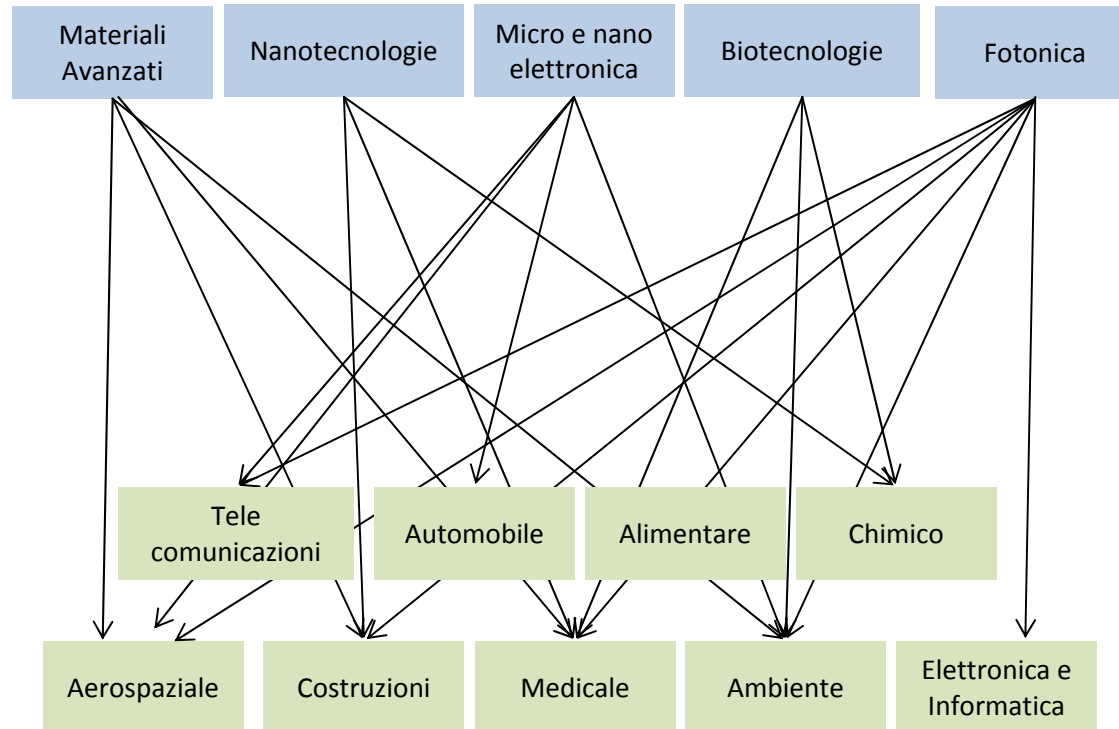
www.alfonsogambardella.it

Seminario Confindustria

*Le sfide dei nuovi mercati, tra innovazioni
e paesi emergenti*

Roma, 17 dicembre 2009

... la novità è lo sviluppo delle “tecnologie pervasive”



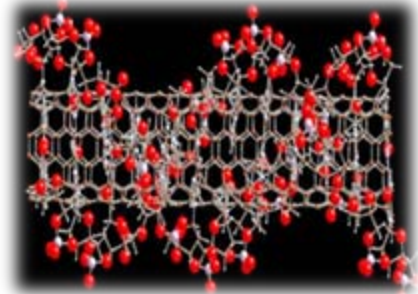
Communication of the CEC (30/9/2009): 1) *Preparing for our future: Developing a common strategy for **key enabling technologies** in the EU*; 2) *Current situation of key enabling technologies in Europe*

Cosa significa?

- Valore = nuovi usi della tecnologia
- *Strozzatura degli usi*
 - R&S nei settori a valle
 - analisi bisogni/domanda/ applicazioni

Qualche esempio

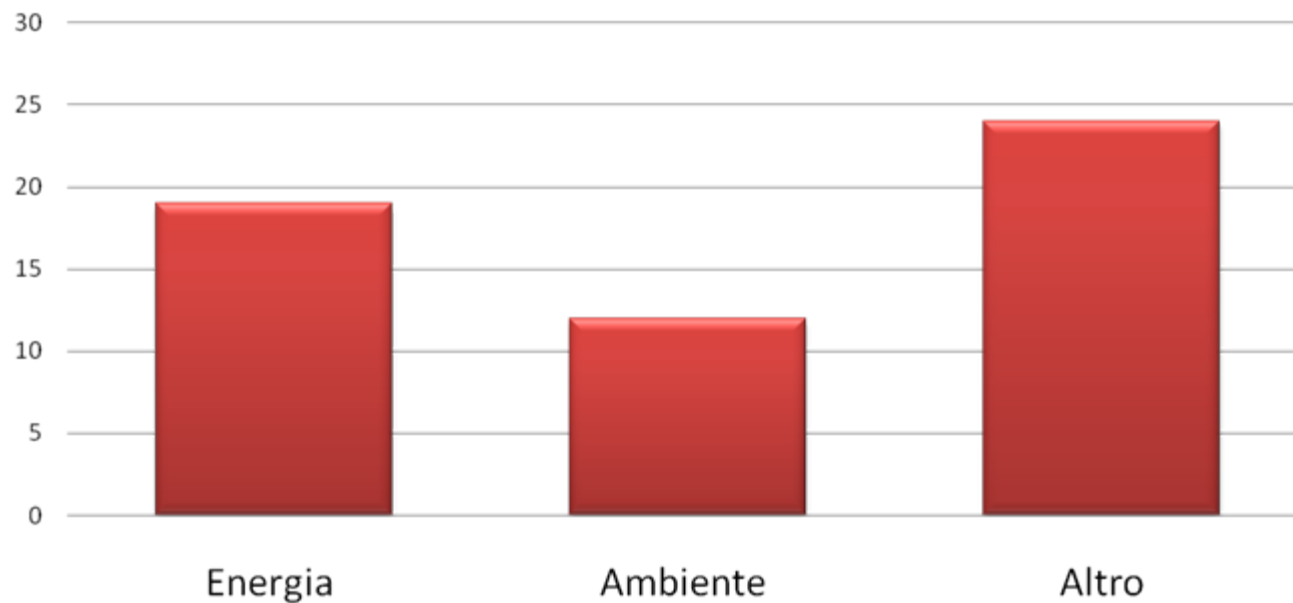
- *Hyperion Catalysis*
 - Applicazioni nano (fullereni)
 - Cerca sistematicamente usi di nuovi materiali via alleanze con imprese nell'auto, spazio, energia.
 - Oggi commercializza diversi prodotti in questi tre settori
- *Cambridge Display Technology*
 - Light emitting polymers
 - Licenze e alleanze per applicazioni nei semiconduttori, elettronica di consumo, altre industrie
- *Echelon*
 - Tecnologia generale di controllo elettrico per applicazioni in edifici, manifattura, ecc.
 - Grandi sforzi per trovare applicazioni.
- *Yogitech (Pisa)*
 - Software per controllo del funzionamento dei semiconduttori.
 - Prime applicazioni auto.
 - Oggi cerca altre applicazioni (medicale)
- *Certicom, ECI Biotech, ERP, ...*



Materiali avanzati

sintesi e caratterizzazione di materiali innovativi

Mercato UE (2015): 55 mdi euro^[i]:



(Altro = Sanitario, Trasporto, Tecnologie della comunicazione)

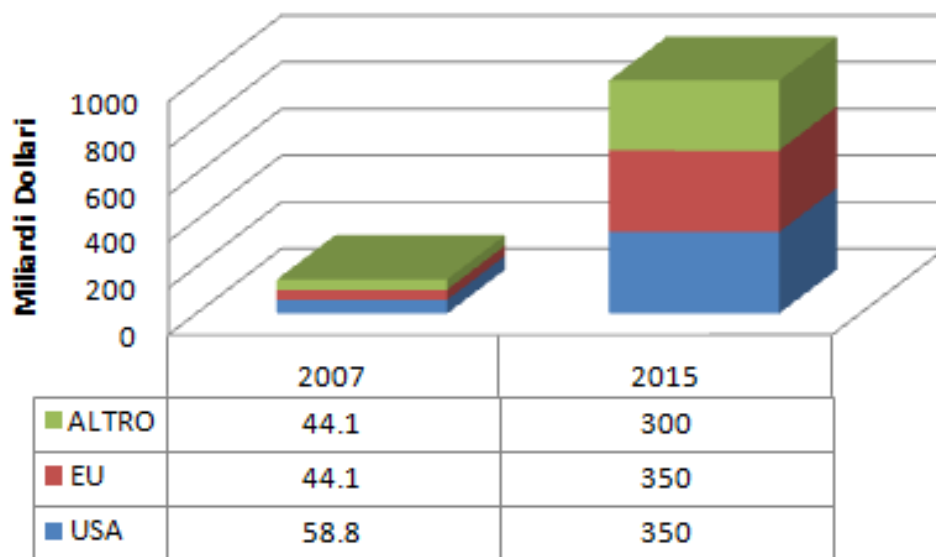
^[i] European Technology Platform on Sustainable Chemistry (2008).



Nanotecnologie

Controllo materia su scala inferiore al micrometro (in genere tra 1 e 100 nanometri)

Mercato Mondiale



•Applicazioni:

- Produzione e i materiali;
- Elettronica e informatica;
- Materiali avanzati (rivestimenti e ingegneria delle superfici);
- Medico (Protesi mediche e sanitarie; diagnostica molecolare; somministrazione di farmaci);
- Energia (Risparmio energetico, conversione e produzione di energia, accumulo di energia)

^[i] LuxResearch (2009): "Nanomaterials of the Market Q1 2009: Cleantech's Dollar Investments, Penny Returns"

^[ii] LuxResearch (2009).

^[iii] Conseil Economique et Social – France (2008) : "Les nanotechnologies" and AFSSET (2008): "Les nanomatériaux: sécurité au travail".



Micro e nanoelettronica

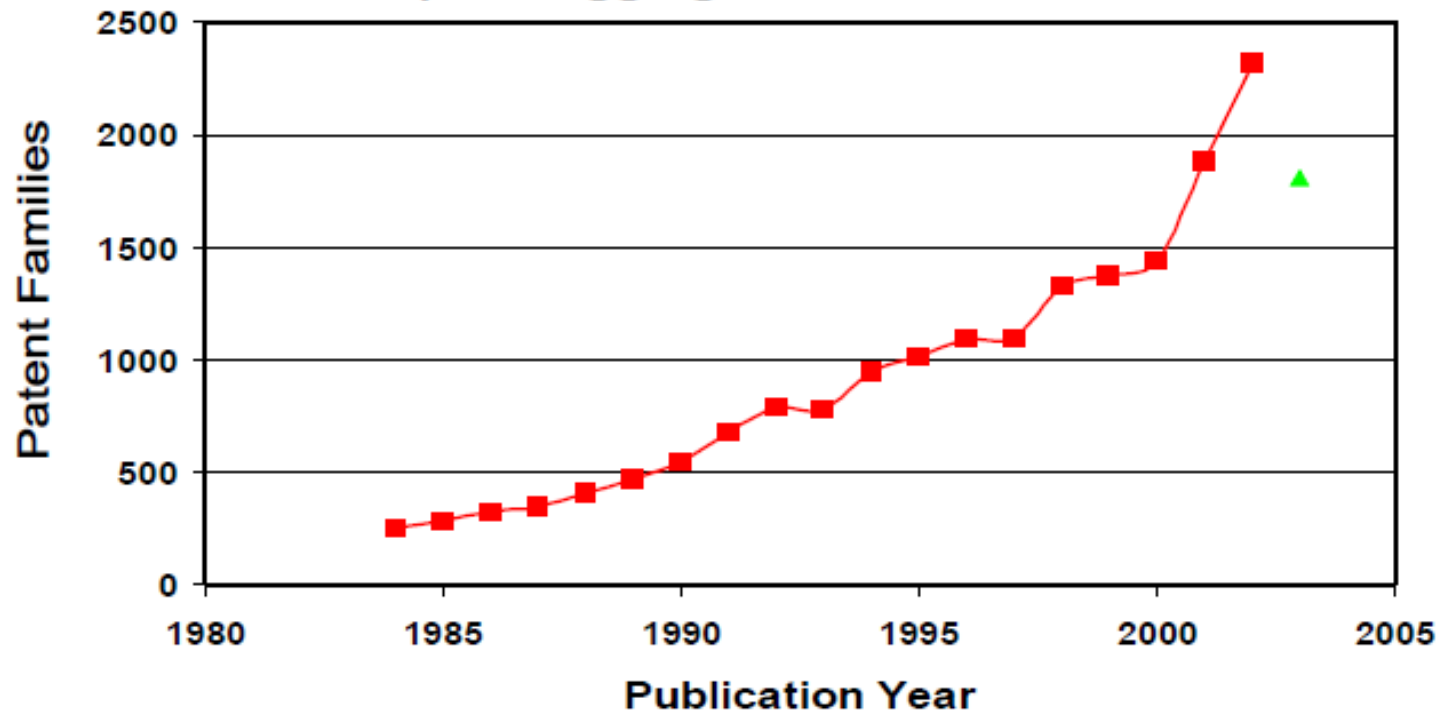
Progettazione e realizzazione di sistemi elettronici con miniaturizzazione dei componenti

- **Mercato mondiale (2008): 261 miliardi di dollari** ^[i]
- **Applicazioni:**
 - Elaborazione elettronica dati
 - Telecomunicazioni
 - Automobilistico
 - Medicale
 - Industriale

^[i] OECD (2009): "OECD Information Technology Outlook 2008".

Nanotechnology Patents

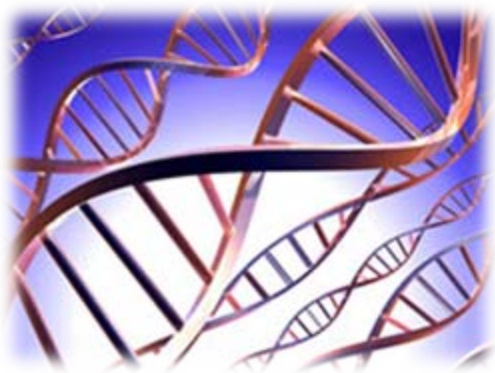
Expert Tagging as of Oct 2004



31 % Nanoelectronics/Information Processing

27 % Nanobiotech/Pharmacy

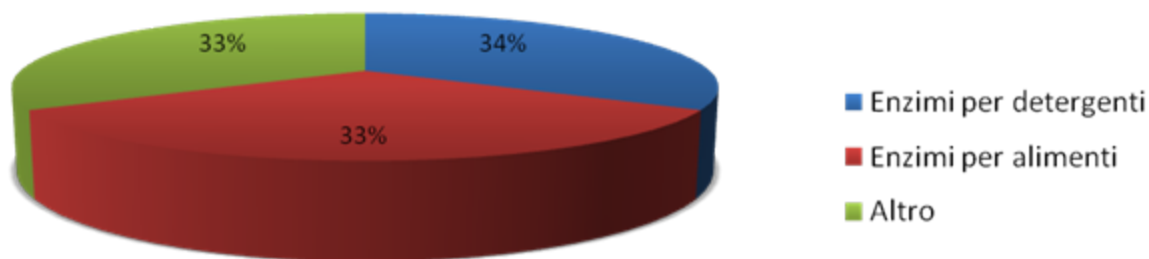
15 % Materials



Bioteχνologie industriali

Sistemi biologici per produrre o modificare prodotti o processi

Mercato mondiale enzimi industriali (2008) Totale 2.1 miliardi di euro

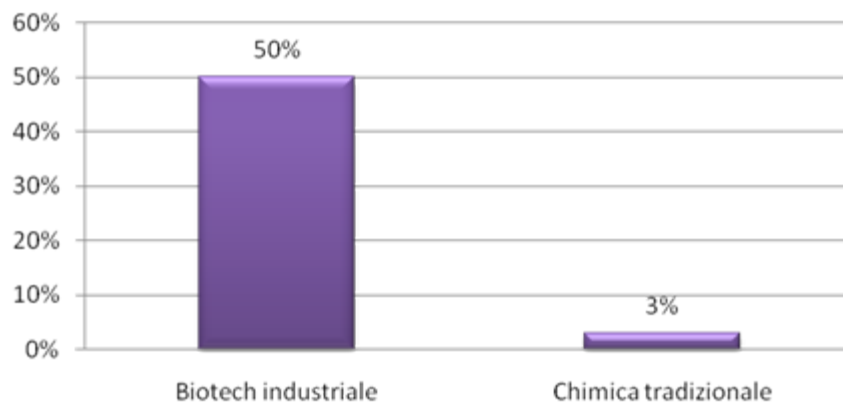


•Applicazioni:

- Produzione di prodotti chimici (biodetergenti, biocarburanti)
- Produzione di materiali
- Produzione di biocombustibili
- Produzione di alimenti

(Europa leader mondiale^[ii])

Tasso di crescita annuale previsto



^[i] The Bioeconomy to 2030, Designing a Policy Agenda, OECD 2009.

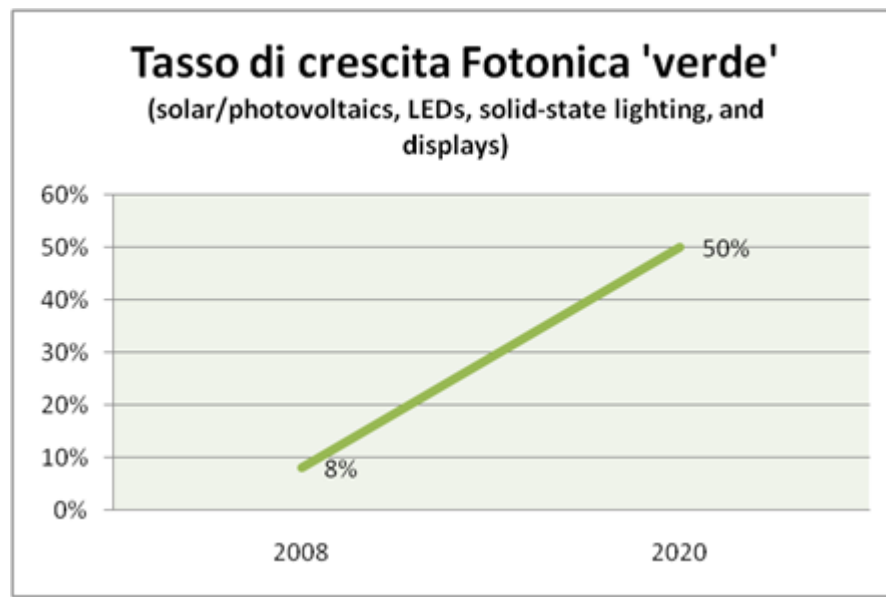
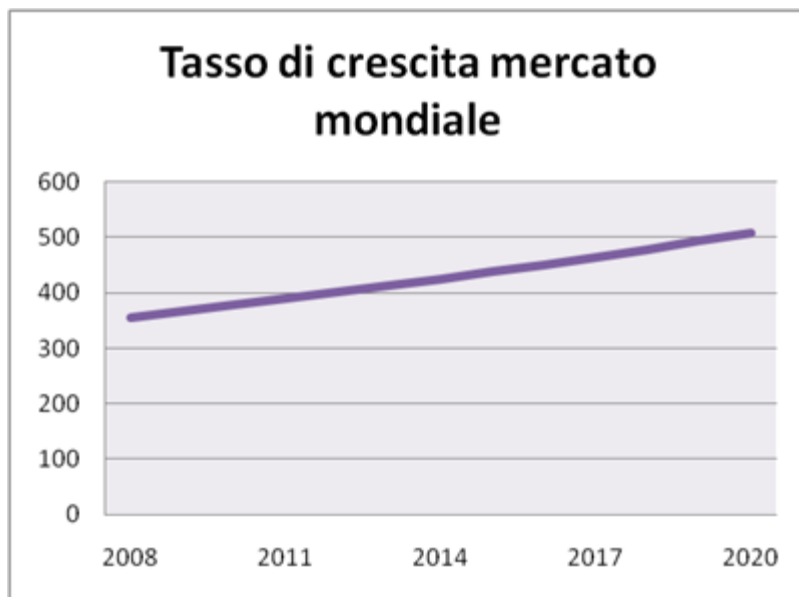
^[ii] The Bio4EU Analysis report (European Communities 2008).



Fotonica

Tecnologie per generare e controllare la propagazione della luce e altre forme di energia basate sull'unità quantica del fotone

- **Mercato mondiale componenti optoelettronici (2008): 356 miliardi** di dollari:
- **Mercato mondiale Europa fotonica: 49 miliardi** di euro (2006), 5000 imprese, 246.000 persone.

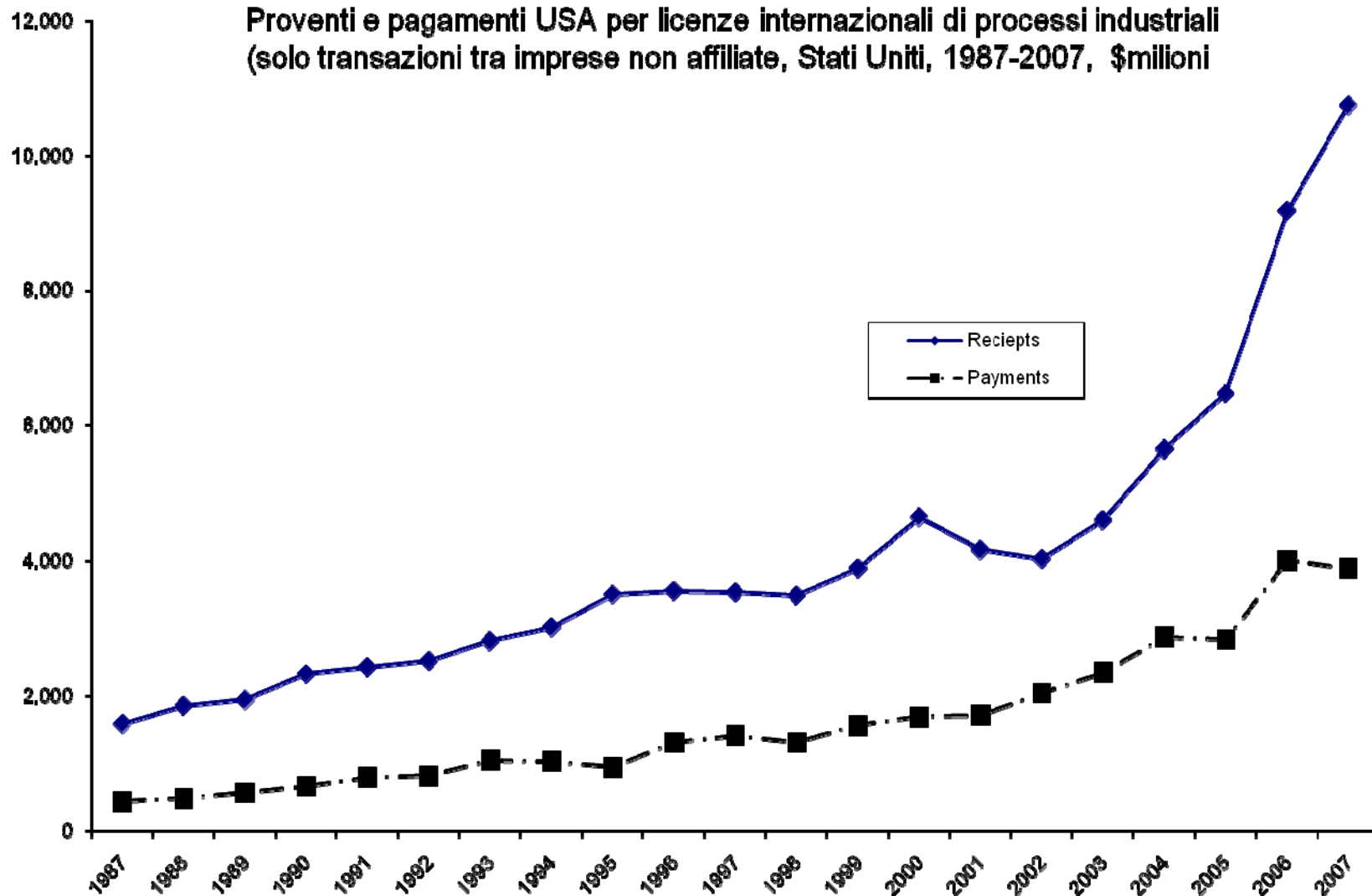


... le tecnologie pervasive si innescano su alcuni trend

- Mercati delle tecnologie
- Sperimentazione industriale
 - Imprenditorialità tecnologica
 - Corporate Venturing (es., Shell: *Game Changer*; Telecom: *Working Capital*)

Mercati della tecnologia

**Proventi e pagamenti USA per licenze internazionali di processi industriali
(solo transazioni tra imprese non affiliate, Stati Uniti, 1987-2007, \$milioni)**



Sperimentazione Industriale

- La “buona notizia” è che le tecnologie pervasive aumentano la produttività dei settori a valle
- Si possono fare salti di qualità senza cambiare – o cambiando poco – le specializzazioni (es. made in Italy)

Sperimentazione Industriale

- ***Aggregare*** ...

- piattaforme tecnologiche
- focalizzazione fondi pubblici su obiettivi specifici (es. energia, sostenibilità, made in Italy)
- promuovere collaborazioni (tra imprese, con università)
- associazioni industriali, collaborazioni, reti
- Programma Industria 2015 e PNR 2009-13

- ***... e ri-disaggregare***

- domanda pubblica
- credito d'imposta per start-up e spinoff **per gli usi** che nascono dalle aggregazioni di cui sopra
- progetti *Game Changer* o *Working Capital* su larga scala (grandi imprese, associazioni, investimenti pubblici)

Game Changer



- [Shell.com](#)
- [Accessibility](#)
- [Help](#)
- [Contact Us](#)

You are here: [Home](#) > [Innovation](#) > [Bright ideas](#) > **GameChanger**

Are you a GameChanger?



We believe some people cannot stop dreaming up ideas to make things better. However, dreaming is not enough to show an idea will work. For lack of money, a few connections, and perhaps a bit of guidance, many great ideas never get off the ground.

In this section

What is GameChanger?

Shell GameChanger is designed to provide funds, introduce you to the right people, and perhaps provide some useful advice.

• [What is GameChanger?](#)

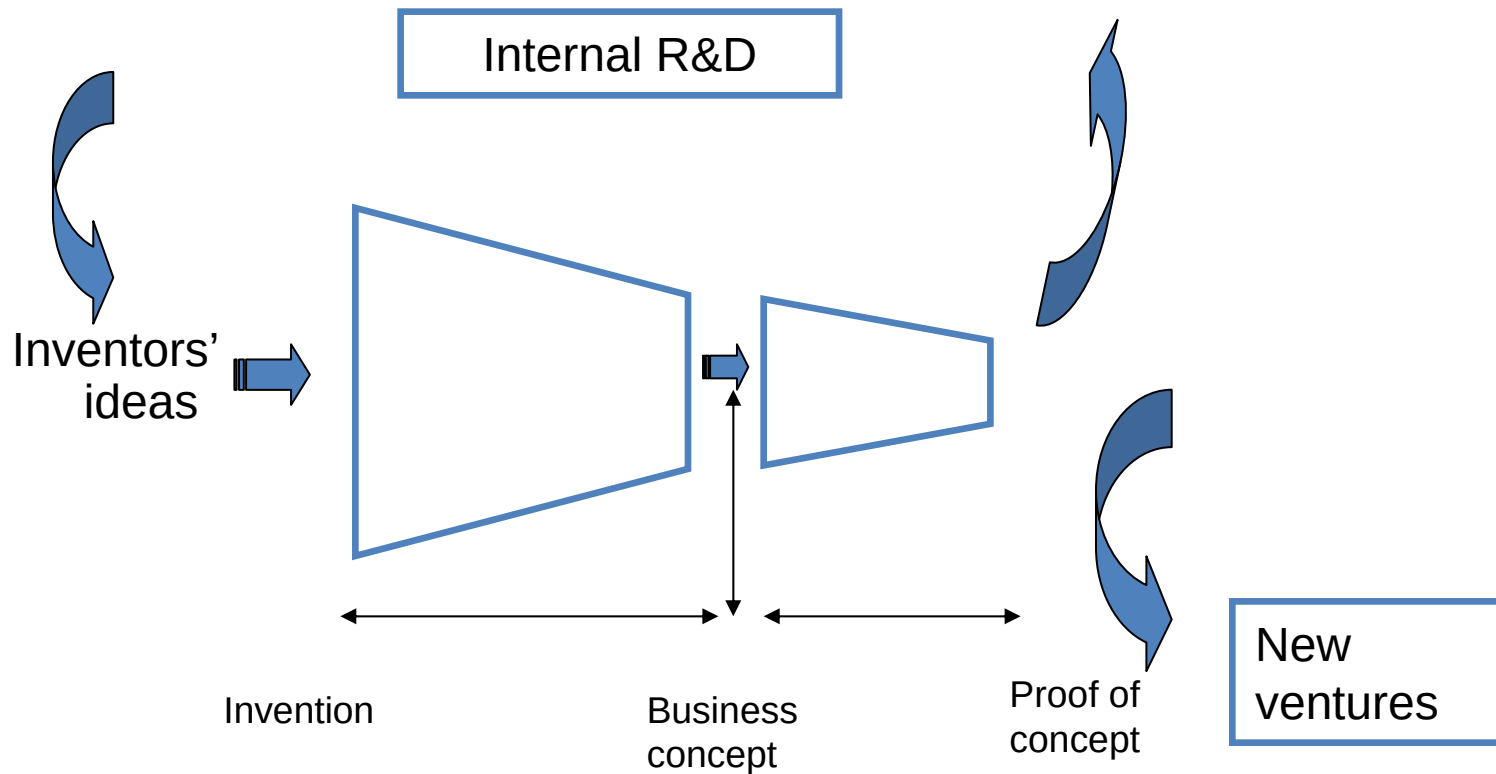


What can we do for you?

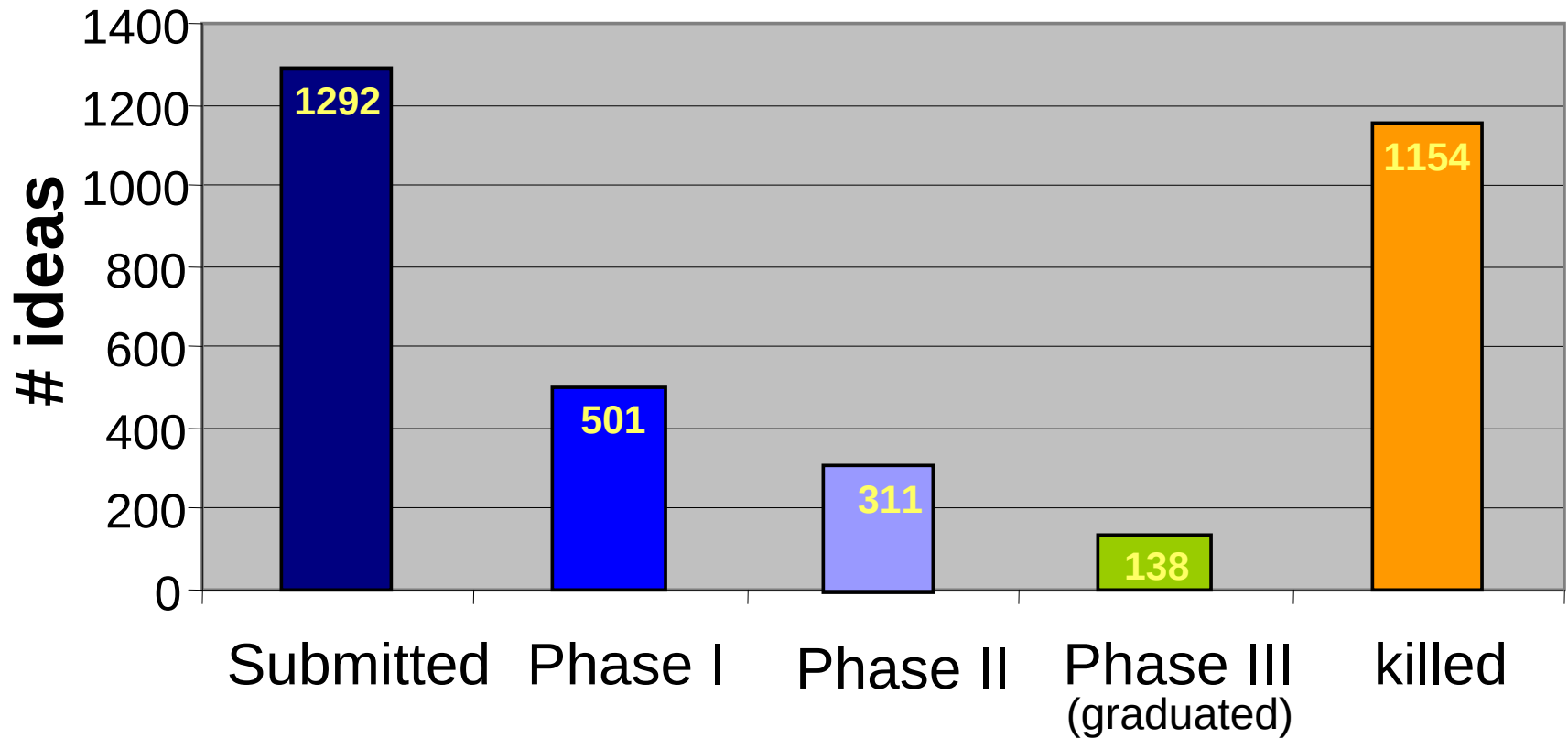
[Submit your idea](#)

[GameChanger stranded gas ideas](#)

Il processo di Game Changer



Game Changer – 10 anni di idee



Conclusioni

- Tecnologie pervasive – un’opportunità
- Italia
 - Non è necessario dominare tutte le tecnologie pervasive – è sufficiente sostenere dove si hanno competenze
 - Investire nelle applicazioni (R&S e altri investimenti a valle + mercati delle tecnologie)
 - Mappe delle competenze + mappe della domanda
 - Aggregare ... e ri-disaggregare
 - credito d’imposta per spinoff & start-ups nelle applicazioni
 - Modelli *Game Changer* ... quali strumenti? (modello francese)

Grazie per l'attenzione

www.alfonsogambardella.it