CONFINDUSTRIA
Centro Studi

SCENARI ECONOMICI

Le sfide della politica economica

Autunno 2009

In copertina disegno di Domenico Rosa.

La pubblicazione, coordinata da Luca Paolazzi, è stata realizzata da: Gianna Bargagli, Pasquale Capretta, Alessandro Fontana, Manuela Marianera, Francesca Mazzolari, Cristina Pensa, Ciro Rapacciuolo, Massimo Rodà e Lorena Scaperrotta.

La presente pubblicazione è stata chiusa con le informazioni disponibili al 7 settembre 2009.

PREMESSA

Il problema dei nostri tempi è che il futuro non è più quello di una volta.
Paul Valery

Giudico che la fortuna sia arbitra della metà delle azioni nostre, ma che ce ne lasci governare l'altra metà.
Dove c'è una grande volontà non possono esserci grandi difficoltà.
Niccolò Machiavelli

Fuori dalla recessione, ma ancora in pieno dentro le ***conseguenze della crisi****. La ripresa dell'economia italiana si conferma lenta e lunga e perciò insidiosa. Si profilano anni per recuperare i livelli di produzione toccati nel 2007; in alcuni settori ciò potrebbe non avvenire mai.*

Nel mondo si stanno dipanando tutte le gravi ricadute sull'economia reale - occupazione, redditi, consumi, processi industriali - della tempesta finanziaria che è stata precipitata dodici mesi fa dal crack di Lehman Brothers. Le condizioni di molti intermediari, bancari e non, rimangono fragili, anche per l'aumento delle sofferenze, e in molti paesi è in corso lo sgonfiamento degli eccessi di debito privato.

Siamo entrati in una fase diversa della crisi, non meno delicata e densa di incognite per il futuro del ***sistema produttivo italiano****. L'autunno e l'inverno prossimi saranno decisivi per molte imprese, incluse alcune tra le più innovative e dinamiche.*

Nell'estate sono emerse nuove e sempre più convincenti conferme della ***svolta della congiuntura****. I germogli di ripresa si sono moltiplicati e qui e là diventati solidi arbusti. Nel terzo trimestre si sono affacciati i primi segni di un rimbalzo molto significativo di ordini e produzione manifatturieri, diffuso ma non generalizzato. La Cina è in piena espansione, tanto da aver cominciato a ritirare parte degli stimoli, e guida il resto del Sud-Est asiatico; in Giappone la produzione industriale è attesa a settembre in aumento del 25,9% dai minimi di febbraio (pur restando di oltre un quinto sotto il picco precedente). Negli Stati Uniti sono tornati a salire gli ordini (anche dall'estero), il ritmo di incremento dell'attività nel manifatturiero ha raggiunto livelli che non si osservavano dall'ottobre 2005 e il mercato delle case ha terminato l'aggiustamento e non sarà più di freno alla crescita. Nell'eurozona il PIL di alcune tra le maggiori economie registra variazioni positive e l'attività industriale è salita in agosto per la prima volta da quindici mesi. Con alacrità e solerzia le previsioni vengono aggiornate, questa volta nettamente all'insù.*

C'è chi ritiene che questi siano indizi di un forte rialzo corale di domanda, export, produzione. Per tempismo e intensità, tuttavia, la svolta non presenta la sincronia osservata nella caduta iniziata un anno fa, dopo il fallimento di Lehman Brothers. L'Italia secondo alcuni indicatori anticipatori appare tra i paesi in testa, ma i dati effettivi la pongono in posizione arretrata, con una forbice nella crescita sfavorevole (-0,9% media annua nel periodo 2008-2010 rispetto all'area euro).

I numeri estivi rafforzano l'analisi svolta dal CSC in Scenari economici dello scorso giugno. Il segno positivo si riaffaccia nelle variazioni del PIL già nella seconda metà del 2009. Ma si tratta di incrementi che, per quanto nettamente migliori delle attese anche perché frutto di un mix di fattori non ripetibili (rimbalzo da livelli molto depressi, effetto scorte, massicci sostegni una tantum), non chiudono il vuoto di domanda e lasciano ai massimi storici la ***capacità inutilizzata****, aprendo così una stagione di ristrutturazioni e aggiustamenti profondi nel tessuto industriale.*

Perciò la crisi non può dirsi superata e la ***sfida della politica economica*** *è di evitare nell'immediato una ricaduta recessiva e nel lungo periodo una perdita irrimediabile di capitale fisico e umano che riduca il già basso potenziale di crescita del Paese.*

Lo ***scenario del CSC*** *sconta modesti incrementi del PIL italiano nel secondo semestre del 2009 (+0,4% sul primo). L'anno si chiude con una perdita del 4,8%, ormai acquisita con le dinamiche già osservate. Nel 2010 è atteso un aumento dello 0,8%. L'export trainerà l'economia italiana fuori dalla recessione (+4,1%, -17,3% quest'anno), grazie al parziale rimbalzo del* ***commercio mondiale*** *(+9,1% in volume, dopo il crollo del 14,4% quest'anno); il dinamismo dei paesi emergenti sarà affiancato dalla ripresa di quelli avanzati. Il recupero degli investimenti sarà modesto: 1,5%, ottenuto in parte con gli incentivi governativi, da confrontare con la contrazione cumulata pari al 15,7% nel biennio precedente. I consumi aumenteranno dello 0,7% (-1,7% quest'anno), sostenuti dalla maggior fiducia, mentre l'ulteriore progresso delle* ***retribuzioni reali*** *per addetto (+0,4%) sarà più che compensato nei redditi delle famiglie da una nuova contrazione dell'occupazione (-1,4% calcolata sulle unità di lavoro, che segue il -2,8% del 2009). La disoccupazione lieviterà dall'8,3% al 9,5%, massimo dal 2000. La dinamica dei prezzi al consumo resterà molto bassa: 1,3% (0,7% nell'anno in corso). Il deficit pubblico rimarrà al 5% del PIL e il debito salirà al 117,8%, dal 114,8% raggiunto nel 2009.*

A livello internazionale, il rilancio è merito delle ***politiche economiche****, che sono riuscite nel difficile compito (che a loro spettava) di rinsaldare la fiducia, incoraggiare la ricostituzione di livelli di scorte meno compressi e stimolare alcuni segmenti della domanda finale. Hanno conseguito il risultato con chiarezza di obiettivi, coerenza di strumenti. Sarebbe pericoloso anticipare strategie di rientro dagli ampi deficit pubblici e dai bassi tassi di interesse.*

Il tema delle **exit strategy** *sarà affrontato al G20 di Pittsburgh il 24-25 settembre. Ma già i ministri finanziari hanno concordato di continuare ad attuare le politiche espansive "finché la ripresa non sarà sicura".*

Al di là della delicata questione del tempismo, il ritiro di stimoli così massicci di sostegno dell'economia presenta molte incognite. Non tanto per la parte monetaria, nella quale le Banche centrali paiono tecnicamente preparate, quanto per quella dei bilanci pubblici. In particolare, appare complessa la stabilizzazione degli ***alti debiti pubblici*** *lasciati in eredità dalla crisi.*

Alcuni interventi sono stati selettivi e quindi inevitabilmente distorsivi, in risposta alle ripercussioni asimmetriche della crisi sui settori produttivi. Lasciare che le dinamiche seguissero il loro corso naturale avrebbe comportato costi molto più elevati per tutto il sistema economico in termini di minor crescita futura.

Cosa accadrà quando gli stimoli finiranno o verranno gradualmente ritirati? Se saranno riusciti a ripristinare un funzionamento più normale del sistema economico e finanziario, facendo migliorare le ***aspettative*** *di famiglie e imprese, la ripresa si rivelerà autosostenibile.*

La strada del recupero dei livelli di attività passati rimane, soprattutto per l'eurozona, fitta di ostacoli che ne freneranno lo slancio. Il principale resta la ***difficoltà di ottenere credito****, evidenziata anche dalle ultime indagini presso le imprese. E' un effetto tipico delle crisi finanziarie che richiedono tempo per essere superate, specie quando non è affrontato in modo più diretto e deciso il risanamento dei bilanci bancari. Inoltre, un passaggio obbligato del risanamento della finanza mondiale è la* ***diminuzione della leva****, con ricadute depressive sulla disponibilità di credito, mentre la sua espansione aveva fatto da propulsore negli anni eccezionali dell'alta crescita globale.*

L'aumento degli spread da un lato è parte della normalizzazione, con una più adeguata ***valutazione del rischio****, dall'altro è il mezzo attraverso cui si coprono le perdite nei conti delle banche. Una copertura più trasparente avrebbe dovuto passare per una dose più massiccia di intervento pubblico, politicamente poco percorribile perché impopolare. La scelta compiuta si riverbererà in un aggiustamento più graduale, con costi rappresentati da una crescita inferiore.*

*Le condizioni creditizie potrebbero stringersi ulteriormente proprio quando le imprese, a fronte di una maggiore attività, richiederanno più finanziamento: le banche registreranno con il consueto ritardo (dodici mesi) il peggioramento dei bilanci delle aziende e saranno costrette, per soddisfare i requisiti patrimoniali, a razionare i prestiti. In Italia l'****intesa tra banche e imprese*** *siglata a inizio agosto può attenuare questo processo ed è opportuno che sia resa rapidamente operativa.*

Il secondo ostacolo è il ridimensionamento del ***prezzo delle abitazioni****. Che si è concluso in USA e Regno Unito, ma che ha ancora molto cammino da percorrere nell'area-euro (con l'importante eccezione della Germania). Il terzo ostacolo è la necessità delle famiglie americane di abbattere il debito e ripristinare un più appropriato* ***tasso di risparmio****; per quanto reso più rapido dai tagli di imposte, questo percorso non si è ancora completato e imbriglierà la spesa dei consumatori americani che rappresenta il 29% dei consumi mondiali (prezzi e cambi correnti); è positivo che la loro ricchezza non sarà più diminuita da ulteriori cali nei prezzi delle case.*

*Il quadro precario delle economie dell'****Est Europa****, legate a doppio filo (commerciale e finanziario) con quelle dell'Ovest, costituirà un'altra causa frenante per l'Eurozona e l'Italia, avendo invece fornito un'importante spinta propulsiva negli anni recenti.*

Nel 2010, infine, si esaurirà il sostegno ai redditi e alla domanda derivante dal calo delle quotazioni delle ***materie prime****. La perdita di posti di lavoro limiterà la spesa delle famiglie, mentre quella delle imprese sarà mantenuta debole da margini fortemente erosi, anche se in recupero.*

Questi elementi tracciano una ***traiettoria sottile****, a filo di rasoio, per il ritorno alla crescita. Errori nelle politiche economiche, per esempio sulle scelte dei tempi e dei modi di ritiro degli stimoli espansivi o sull'apertura del commercio internazionale, ricaccerebbero l'economia globale verso una nuova fase recessiva.*

La minaccia maggiore non riguarda però l'immediata dinamica delle economie, ma le loro prospettive di medio-lungo periodo. E' portata dalla necessità di adeguare il livello della capacità produttiva alla minore

domanda, con diminuzione nella ***crescita potenziale****, particolarmente pericolosa per l'Italia dove già era molto bassa. Sono a rischio anche imprese che si stavano trasformando, puntando su qualità, internazionalizzazione, innovazione. Non sarebbe una selezione benefica, che accresce l'efficienza del sistema, ma una distruzione deleteria.*

L'aggiustamento sta accelerando la ***riallocazione delle risorse****, anche geografica, con trasferimento nel Sud Est asiatico di quote crescenti della produzione manifatturiera. E' in atto un cambiamento epocale che oltrepassa i confini delle evoluzioni cicliche. Tra i paesi avanzati saranno penalizzati quelli meno competitivi e più lenti ad adattarsi ai mutamenti.*

Nel breve-medio termine l'economia globale non ripeterà l'exploit del 2004-2007, i quattro anni d'oro della crescita globale (4,9% medio annuo, contro il 3,7% registrato dal 1970 in avanti). Il traino dell'export sarà perciò più debole. Diventa ancora più urgente riuscire a riattivare la ***domanda interna*** *attraverso riforme strutturali che innalzino produttività e dinamismo.*

Questa appare come l'unica strada per molte nazioni dell'area euro, ma soprattutto per l'Italia. Difficilmente altrimenti potrà tornare a tassi di crescita elevati. Nell'eurozona ciò consentirebbe di superare il modello tedesco impostato sull'export e ridurre gli squilibri dei conti esteri intra area.

In Italia l'elenco delle ***riforme*** *è noto da tempo e contempla ai primi posti efficienza della pubblica amministrazione, infrastrutture, capitale umano, liberalizzazioni, con un potenziale incremento del PIL stimato al 30%. Nell'apertura dei mercati alla concorrenza è un appuntamento importante da cogliere l'attuazione della direttiva europea per realizzare il mercato unico dei servizi. Ulteriori vantaggi per la produttività, le retribuzioni dei lavoratori e la domanda interna discenderebbero dal compimento delle riforme previdenziali e del welfare (l'allungamento dell'età pensionabile consentirebbe migliori ammortizzatori sociali e un reddito dignitoso nella vecchiaia, oltre al controllo della spesa pubblica), dal sostegno all'innovazione e dalla piena applicazione della riforma contrattuale.*

L'Italia non è all'anno zero. Molti interventi sono stati fatti negli anni passati. In particolare, nel mercato del lavoro, nelle pensioni, nelle liberalizzazioni. L'attuale Governo ha assunto ***importanti iniziative*** *nell'istruzione, nella giustizia civile, nella pubblica amministrazione in generale, nelle infrastrutture, nell'energia e in direzione del federalismo fiscale. Il passo appare però più commisurato ai tempi di adattamento della burocrazia che a quello molto più rapido dei mutamenti nel contesto mondiale. Delle riforme godrà soprattutto il Mezzogiorno, con benefici per l'intera nazione.*

Tra gli italiani è maggioritaria la domanda di una netta svolta in direzione dei valori del merito e della concorrenza, come dimostrano molte indagini demoscopiche. Il Paese, accanto alle fragilità che ne hanno intaccato la capacità di aumentare il benessere dei cittadini, continua ad avere ***punti di forza*** *nell'imprenditorialità, nella laboriosità e nella flessibilità, soprattutto nei settori spronati dalla competizione. La società civile è mediamente aperta e accogliente anche verso l'immigrazione, che va meglio gestita perché da questa sempre più dipenderemo per il nostro reddito.*

Sciogliere i ***nodi strutturali*** *è indispensabile per elevare il ritmo dello sviluppo. Se ci si accontenterà di tornare a quello precedente la crisi, proseguirà rapido l'arretramento dell'Italia nelle graduatorie internazionali del reddito per abitante, della competitività, dell'attrattività.*

LE PREVISIONI DELL'ECONOMIA ITALIANA

Una ripresa lenta Il CSC stima una variazione del PIL italiano di -4,8% nel 2009 e +0,8% nel 2010.

Si conferma lo scenario di ripresa, già prospettato nel rapporto di previsione di giugno, che vede nel riavvio del commercio mondiale e nella ricostituzione delle scorte a livello internazionale i principali fattori di spinta per l'economia italiana nei prossimi mesi.

Dal profilo trimestrale emerge che la svolta congiunturale è avvenuta già nell'estate 2009, dopo il punto di minimo toccato in primavera (-0,5% la variazione del PIL sul periodo precedente). Nei successivi periodi il recupero si consoliderà e tuttavia resterà lento e difficile (Grafico 1).

Un miglioramento globale I progressi dell'Italia dipenderanno, almeno inizialmente, dall'intensità della crescita internazionale che si è riaffacciata nelle recenti statistiche. Dalle quali emerge un miglioramento diffuso che, con poche eccezioni, tocca le principali economie mondiali: il PIL è tornato a crescere nel secondo trimestre in Francia (+0,3%), Germania (+0,3%) e Giappone (+0,9%) e ha attenuato di molto la caduta negli Stati Uniti e nel Regno Unito, paesi nei quali è terminato

Tabella 1

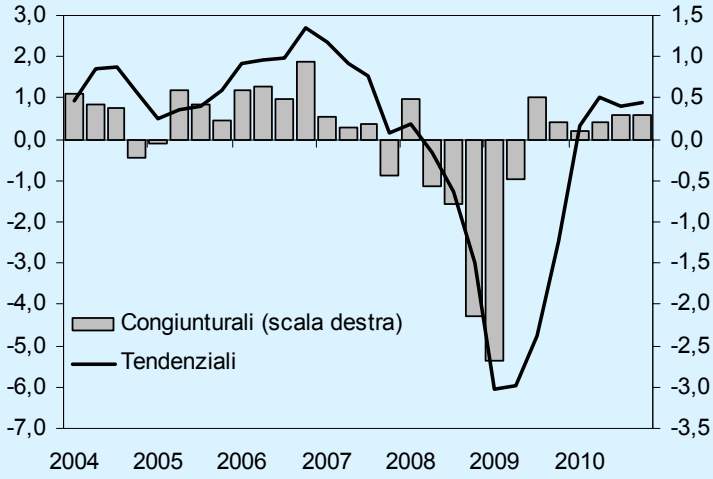
Le previsioni del CSC per l'Italia
(Variazioni percentuali)

	2008	2009	2010
Prodotto interno lordo	-1,0	-4,8	0,8
Consumi delle famiglie residenti	-0,9	-1,7	0,7
Investimenti fissi lordi	-3,0	-13,1	1,5
Esportazioni di beni e servizi	-3,7	-17.3	4,1
Importazioni di beni e servizi	-4,5	-14,5	3,6
Saldo commerciale (1)	-0,1	0,3	0,4
Occupazione totale (ULA)	-0,1	-2,8	-1,4
Tasso di disoccupazione (2)	6,7	8,3	9,5
Prezzi al consumo	3,3	0,7	1,3
Retribuzioni totale economia (3)	3,3	1,3	1,7
Saldo primario della P. A. (4)	2,4	-0,2	0,0
Indebitamento della P. A. (4)	2,7	5,2	5,0
Debito della P. A. (4)	105,7	114,8	117,8

(1) Fob-fob, valori in percentuale del PIL; (2) valori percentuali;(3) per addetto; (4) valori in percentuale del PIL.

Grafico 1

Si consolida la (lenta) ripresa nel 2010
(PIL Italia, variazioni %, dati a prezzi costanti)



Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT.

l'aggiustamento dei prezzi delle abitazioni. Cina e India sono tornate ai ritmi di espansione precedenti la crisi, mentre il Brasile è in fase di pieno recupero. Ordini e produzione sono in risalita: il Global PMI manifatturiero e dei servizi è passato in territorio espansivo in agosto, per la prima volta da quindici mesi. Rafforza questo quadro l'indicatore anticipatore dell'OCSE che sintetizza i forti segnali di rilancio sia nei paesi avanzati, in particolare in Italia e Francia, sia nei maggiori emergenti. La fiducia delle imprese e consumatori ha registrato un forte e generalizzato aumento, tornando in molte economie ai livelli precedenti il fallimento di Lehman.

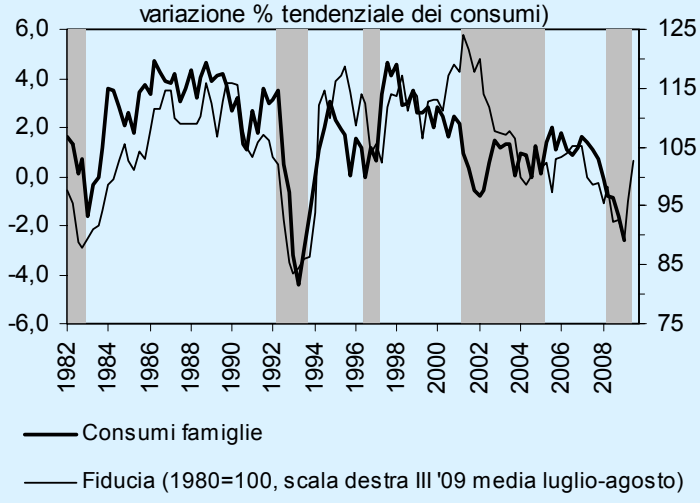
Anche se la recessione è ormai alle spalle, le conseguenze della più grave crisi degli ultimi 80 anni si faranno sentire a lungo. Le prospettive a breve termine sono rese incerte da una serie di fattori. Anzitutto, la dinamica della domanda è sostenuta in questa fase a livello internazionale da forze temporanee, quali l'enorme impatto delle misure espansive, di bilancio e monetarie, e il ciclo delle scorte. In secondo luogo, per l'anno prossimo vi sono rischi legati all'aumento del tasso di risparmio americano, alla maggiore restrizione creditizia in presenza della diminuzione della leva delle banche, all'evoluzione del comparto immobiliare nell'area euro e alle ristrutturazioni che si renderanno necessarie in molti settori. Infine, la caduta dell'occupazione si farà sentire in molti paesi, tra cui l'Italia dove ancora non ha registrato contrazioni significative.

Consumi deboli

L'ondata di sfiducia che è stata tra gli elementi di propagazione della crisi ha indotto nelle famiglie una maggiore propensione al risparmio e una gestione prudente della ricchezza finanziaria. Nel 2009 i consumi sono attesi dal CSC in riduzione dell'1,7%, dopo il calo dello 0,9% registrato nel 2008. Torneranno a crescere piano nel 2010 (+0,7%), sospinti dalla dinamica positiva delle retribuzioni reali e dal rafforzamento dei bilanci familiari grazie al minor costo della bolletta energetica e alimentare e alla diminuzione dei tassi di interesse bancari. Viceversa, agirà da freno la contrazione dei posti di lavoro.

Grafico 2

Il rimbalzo delle attese anticipa i consumi
(Indice di fiducia sul clima futuro, variazione % tendenziale dei consumi)



In grigio i periodi di recessione secondo la cronologia ISAE.
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT e ISAE.

Il vero motore dei consumi sarà costituito dall'aumento della fiducia che, nonostante il peggioramento della dinamica occupazionale, è aumentata molto negli ultimi mesi, toccando in agosto i massimi da marzo 2007. Ciò confermerebbe il quadro più favorevole ipotizzato dal CSC a giugno, nel quale sono le aspettative a guidare la spesa delle famiglie, piuttosto che l'andamento dei posti di lavoro, agendo sulla propensione agli acquisti. L'incremento della produzione di beni di consumo non durevoli nel secondo trimestre (+1% sul primo) suggerisce che la spesa delle famiglie è salita nei mesi scorsi, quando si registrava già un netto deterioramento del mercato del lavoro. Si potrebbe quindi ripetere quanto avvenuto già in passato: durante le recessioni, in particolare quelle del 1983 e del 1993, il ritorno della fiducia tra i consumatori ha generalmente

anticipato il rilancio dei consumi e l'uscita dalla crisi (Grafico 2), nonostante il perdurare di una riduzione significativa dell'occupazione.

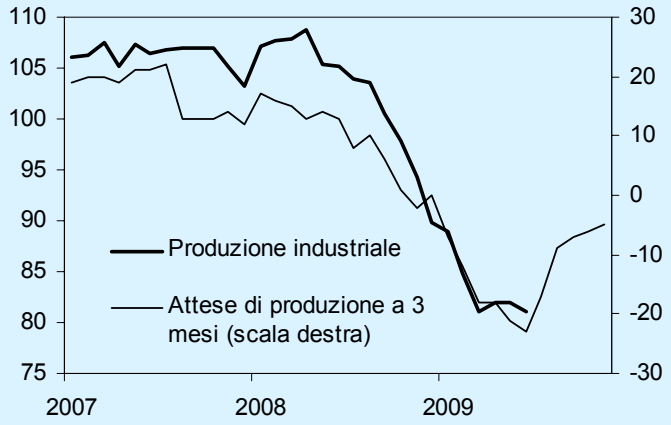
Nello scenario del CSC gli investimenti rimangono la componente più debole della domanda. L'ulteriore e profonda riduzione nel 2009 (-13,1%) non verrà nemmeno lontanamente recuperata nel 2010 (+1,5%). La componente "macchinari e mezzi di trasporto" registrerà la contrazione più marcata quest'anno (-16,7%) e un rimbalzo appena più forte nel prossimo (+2,2%).

Investimenti: piccolo recupero

A determinare la flessione degli investimenti nel 2009 hanno contribuito l'ampliamento della capacità produttiva inutilizzata, il netto deterioramento dei conti aziendali, le condizioni creditizie più restrittive e l'enorme incertezza sulla profondità e sulla durata della crisi. L'incremento nel 2010, invece, è dovuto al miglioramento della domanda e delle prospettive di crescita. Si sentiranno anche i benefici del provvedimento che detassa gli utili reinvestiti dalle imprese (c.d. Tremonti ter), previsto tra le misure anticrisi adottate dal Governo quest'estate[1]. Resta tuttavia elevato il rischio di impatti negativi della difficoltà di ottenere credito già segnalata dalle imprese e che potrebbe aggravarsi a causa della necessità delle banche di fronteggiare le maggiori sofferenze con accantonamenti di capitale.

Grafico 3

Italia: migliorano le aspettative di produzione
(Indice 2005=100 e saldo delle risposte, dati destagionalizzati)



Le attese di produzione sono spostate avanti di tre mesi.
Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT e ISAE.

La produzione resta bassa

La contrazione dell'attività industriale è stata impressionante per rapidità e dimensione: nel manifatturiero è diminuita in giugno di oltre un quarto rispetto al picco osservato nel ciclo precedente (aprile 2008); i livelli si sono riportati sui valori del 1987. Le attese delle imprese, rilevate dall'ISAE, anticipano incrementi della produzione, che dovrebbero essere cominciati nel corso dell'estate (Grafico 3). Il ritorno ai livelli produttivi precedenti la crisi appare tuttavia ancora molto lontano e complesso.

Il ritardo dell'export

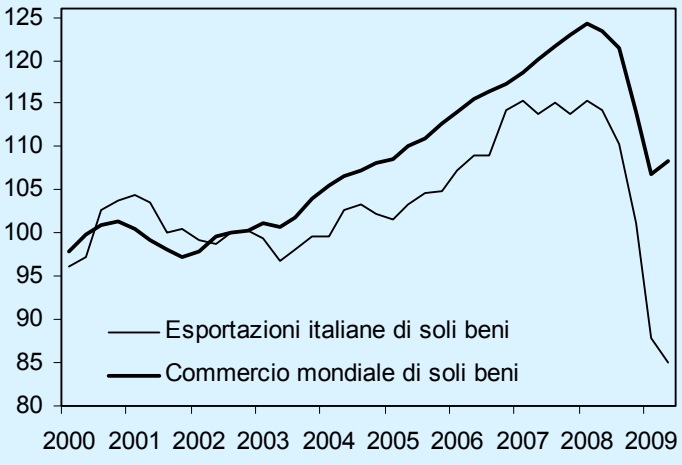
Le esportazioni italiane subiscono nel 2009 una caduta (-17,3%) superiore a quella del commercio internazionale (-14,4%, grafico 4). Inoltre, mentre il crollo della domanda internazionale è destinato a riprendersi molto repentinamente e vigorosamente (+9,1%), non altrettanto avverrà per le vendite all'estero del *made in Italy* (+4,1%), che comunque risulterà la componente più vivace dell'economia italiana. Tale andamento nasce da cause strutturali che hanno agito anche nel recente passato e che

[1]A ridare fiato ai bilanci delle imprese gioverà anche il provvedimento di sblocco di una parte (18 miliardi di euro) dei crediti che le imprese vantano nei confronti della PA, previsto nel decreto anticrisi e in fase di emanazione.

riguardano sia la composizione merceologica sia quella dei mercati di sbocco. Gli acquisti di macchinari e beni di consumo in cui l'Italia è specializzata 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 e in netta ripresa; in particolare la sua quota sull'import cinese è inferiore all'1% (0,9% nel 2009). Al contrario in Russia, che risentirà ancora a lungo delle gravi ricadute subite nella crisi, la quota italiana è ben più elevata (4,9% nel 2009).

Grafico 4

Il ritardo del *made in Italy*
(Indici trimestrali 2000=100)



Secondo semestre 2009 per le esportazioni italiane stime CSC.
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT e CPB.

Il contributo al PIL delle esportazioni nette quest'anno sarà molto negativo (-0,7%), per la flessione dell'import (-14,5%) meno accentuata di quella dell'export. Nel 2010 le importazioni cresceranno a un ritmo (3,6%) inferiore a quello delle vendite all'estero, ponendo fine al drenaggio dell'export netto (+0,1% il contributo al PIL). A prezzi correnti il saldo della bilancia commerciale rimane attivo nel 2009: 0,3% del PIL. Grazie al sensibile guadagno nelle ragioni di scambio (+4,2% il differenziale tra i deflatori di export e di import) generato dal minor costo degli input importati. Nel 2010, sebbene si esaurirà questo effetto, il surplus commerciale italiano si rafforzerà (0,4% del PIL) a causa della crescita più contenuta delle importazioni rispetto alle esportazioni.

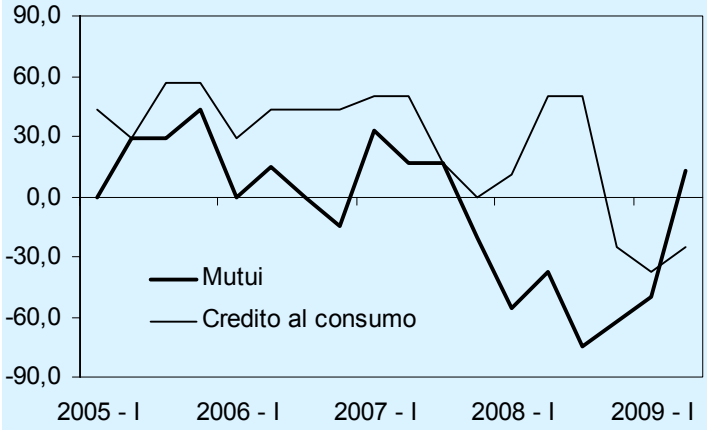
Credito razionato, *spread* alti

Lo scenario CSC sconta il progressivo allentamento, a partire dalla seconda metà dell'anno prossimo, della stretta selettiva ancora in atto nel credito bancario alle imprese e la normalizzazione nei canali diretti di finanziamento. In Italia i prestiti alle imprese sono rimasti inchiodati ai livelli dell'ottobre 2008 e la loro dinamica annua ha frenato bruscamente allo 0,9% in luglio dal 10,9% di un anno prima (14,7% il picco raggiunto nell'ottobre 2007). Le indagini Banca d'Italia indicano che è in atto una stretta dal lato dell'offerta. L'irrigidimento dei criteri di erogazione, acuito dall'allargamento degli *spread*, è iniziato sin dall'avvio della crisi dei *subprime* nel terzo trimestre 2007. Con la recessione c'è stata anche una minore domanda di finanziamenti per investimenti, ma nel contempo l'allungamento dei tempi di pagamento ha accresciuto il fabbisogno di capitale circolante. Gli *spread* sull'Euribor a 3 mesi sono arrivati a 1,7 punti in media a luglio e a 2,4 per le imprese piccole e medie (prestiti fino a 1 milione di euro). E' cruciale che rientrino, anche se non ci si può attendere il ritorno ai valori prevalenti prima della crisi. Comunque, il costo del denaro pagato mediamente dalle imprese è sceso al 2,7% (luglio scorso, 5,8% nell'ottobre 2008), grazie al taglio dei tassi ufficiali.

Il credito concesso alle famiglie italiane è in miglioramento. L'erogazione di mutui è ripartita, lungo un trend più basso, dopo il crollo del 2008: +5,3% annuo a luglio, superando dell'1,4% il livello del precedente picco. Anche il credito al consumo è risalito: 3,4% annuo a luglio ma 16% a inizio 2006. Nel complesso i prestiti alle famiglie hanno accelerato al 3,5% annuo in luglio dal -0,4% a febbraio, ma viaggiavano al 9,5% nell'ottobre 2007. Resta quindi debole la spinta che viene da questo importante carburante dei consumi; ciò perché c'è stata fin da inizio 2008 una forte stretta degli standard di credito, che continuano a essere irrigiditi con la stessa intensità nel secondo trimestre 2009 attraverso maggiori richieste di garanzie e aumento degli *spread*. Le indagini qualitative della Banca d'Italia mostrano che per i mutui si era da subito ridotta anche la domanda, a causa dei passati aumenti dei tassi, mentre per il credito al consumo è diminuita solo da fine 2008, in sincronia con l'approfondirsi della recessione. Nel secondo trimestre 2009 la domanda di mutui è tornata a crescere, stimolata dal livello molto basso dei tassi (Grafico 5).

Grafico 5

Risale la domanda di mutui in Italia
(% netta delle risposte delle banche*)



* Il campo di variazione dell'indicatore è tra -100 e 100. Un valore positivo indica incremento netto negli ultimi 3 mesi.
Fonte: Banca d'Italia, indagine sul credito bancario.

L'impiego di lavoro segue il PIL

La variazione percentuale cumulata delle unità di lavoro a tempo pieno (ULA) tra il primo trimestre 2008 e il primo 2009 è stata di -2%, contro il -6% del PIL. Questo ampio divario ha causato una marcata diminuzione della produttività che non è sostenibile dalle imprese senza mettere a repentaglio la loro stessa sopravvivenza. Il *labor hoarding* (cioè il mantenimento degli occupati da parte delle imprese) non può che essere una soluzione di breve periodo, giustificata da attese di ritorno rapido al livello di attività precedente. In altre parole, le aziende hanno sacrificato fin qui i bilanci alla difesa dei posti di lavoro, ma non è una politica che può reggere nel tempo.

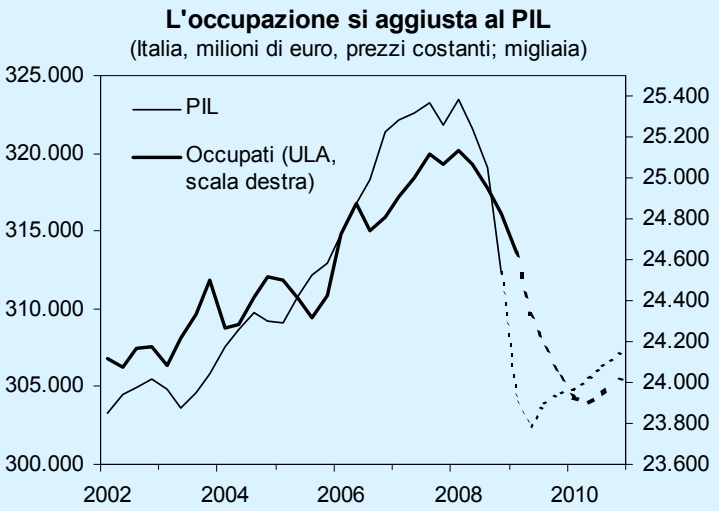
Il CSC stima che dal secondo trimestre del 2009 le imprese abbiano dovuto cominciare a ridurre l'input di lavoro a un ritmo più alto del calo dell'attività, lungo una traiettoria che permetterà alla produttività di ritornare su livelli di poco inferiori a quelli pre-crisi entro la metà del 2010. Perciò la domanda di lavoro ricomincerà a crescere solo dal secondo semestre del 2010 e l'anno prossimo registrerà una flessione media dell'1,4%, acuita dal trascinamento molto negativo (Grafico 6).

Il confronto tra l'andamento delle ULA (dati di contabilità nazionale) e quello delle persone occupate (dati dell'indagine sulle forze di lavoro) rivela che la contrazione delle prime è stata ben più ampia di quella delle seconde: -506mila contro -175mila nel primo trimestre 2009 rispetto al primo 2008 (dati destagionalizzati). Invece che ricorrere solo al taglio degli organici, in prima

battuta le imprese hanno soprattutto diminuito le ore lavorate, decurtando gli straordinari e ricorrendo a part-time, smaltimento delle ferie arretrate e Cassa Integrazione Guadagni (CIG).

La riduzione della domanda di lavoro nel 2009 sarà particolarmente marcata nell'industria in senso stretto, più colpita dalla crisi e che ha già perso 86mila ULA dipendenti nel primo trimestre 2009 (-2,1% rispetto all'ultimo trimestre del 2008; dati destagionalizzati). Di queste, 34mila sono posti temporaneamente salvati tramite il ricorso alla CIG ordinaria, che sono arrivati a 64mila nel secondo trimestre del 2009[2].

Grafico 6



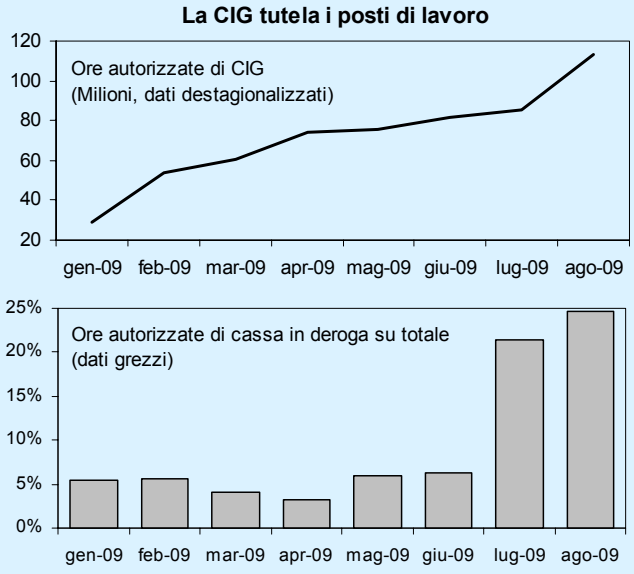
Previsioni CSC (tratteggiate) : Pil dal III trim 2009; ULA dal II trim.
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT e EUROSTAT.

Le ore di CIG autorizzate nei primi otto mesi del 2009 sono state complessivamente pari a 573 milioni (dati destagionalizzati), che corrispondono a 490mila unità di lavoro a tempo pieno. Se le richieste rimanessero per il resto dell'anno al livello medio registrato da gennaio ad agosto, le ore autorizzate di CIG in rapporto alla forza lavoro raggiungerebbero nel 2009 l'1,95%, contro l'1,40% del 1993 e il 2,11% del 1984. Se invece restassero sui valori di agosto, nella media dell'anno risulterebbero pari al 2,33% della forza lavoro.

La CIG vicina ai massimi

Dopo essere cresciute del 106,8% nel primo trimestre del 2009 rispetto a fine 2008 e di un altro 61,6% nel secondo trimestre (con un picco di variazione congiunturale mensile dell'83% a febbraio), il numero di ore di CIG complessivamente autorizzate ha continuato a salire in estate: +28,5% nel bimestre luglio-agosto sul secondo

Grafico 7



Fonte : elaborazioni CSC su dati INPS.

[2] Nel primo e nel secondo trimestre del 2009 l'INPS ha autorizzato rispettivamente 24,6 e 45,5 milioni di ore di CIGO alle imprese dell'industria (dati destagionalizzati). Dato un tiraggio medio del 60,4% (ore utilizzate su ore autorizzate; fonte www.inps.it), queste si traducono in 34,3 mila e 63,7 mila ULA, considerando 432 ore lavorate per ULA dipendente (Contabilità Nazionale, primo trimestre 2009).

trimestre (dati destagionalizzati; Grafico 7). La valutazione di questo incremento è resa, però, incerta dalla minore significatività dei dati che riguardano agosto; normalmente questo è un mese di basso ricorso alla CIG perché la gran parte dei lavoratori è in ferie: negli ultimi dieci anni in agosto la CIG è stata mediamente del 68% inferiore che in luglio[3], mentre ad agosto 2009 è risultata del 41% più bassa, a conferma dell'eccezionalità della crisi. Nella composizione della CIG aumenta ancora il peso degli interventi in deroga (balzato al 23% in luglio-agosto, dal 5% dei primi sei mesi del 2009).

Disoccupazione in aumento

E' prematuro affermare che il ricorso alla CIG si sia stabilizzato, anche se gli attuali livelli come abbiamo visto sono superiori ai massimi degli anni Ottanta e i dati da maggio a luglio sembrano indicare il raggiungimento del picco. Tuttavia, per prevedere l'andamento della disoccupazione occorre fare delle ipotesi sul monte ore CIG (i cassintegrati, infatti, formalmente conservano l'impiego e quindi non sono conteggiati tra i senza lavoro). Il CSC assume che la CIG abbia raggiunto i massimi a metà 2009; se ciò si dimostrasse corretto, le diminuzioni di ULA dal terzo trimestre in avanti dovrebbero tradursi in almeno altrettanti posti di lavoro persi. Al netto degli effetti statistici derivanti dalle regolarizzazioni degli immigrati, il CSC stima che il numero di persone occupate cali di 700mila unità[4] tra quarto trimestre 2008 e quarto trimestre 2010, contro un calo di 810mila ULA. A fronte di una lieve flessione della forza lavoro, in entrambi gli anni pari allo 0,2% compatibile con l'effetto-scoraggiamento (e sempre al netto delle regolarizzazioni), il tasso di disoccupazione salirà all'8,3% nel 2009 dal 6,7% nel 2008, e al 9,5% a inizio 2010, massimo dal quarto trimestre del 2000, e non calerà durante l'anno prossimo. Il graduale riassorbimento dei cassintegrati e l'allungamento dell'orario di lavoro settimanale precederanno infatti l'assunzione di nuovi addetti e rallenteranno la discesa dei disoccupati.

Il deterioramento del tasso di disoccupazione non è un fenomeno solo italiano. Anzi, l'Italia ne ha osservato un incremento finora meno intenso di quello rilevato nella media dell'area euro e negli USA. Nella prima il tasso di disoccupazione è balzato dal minimo del 7,2% toccato ad aprile 2008 al 9,5% nel luglio 2009, con un incremento dal 7,5% del terzo trimestre 2008 all'8,8% nel primo 2009. Negli Stati Uniti il minimo era stato toccato a marzo 2007 con 4,4%, ma già era 6,1% nel terzo trimestre 2008, 8% nel primo 2009 e 9,7% ad agosto scorso.

Rischio di caduta più forte

Il rischio dello scenario è di un maggiore peggioramento del mercato del lavoro. Soprattutto per i settori industriali dove le cadute della produzione sono state molto ampie, il lento e solo parziale recupero dei livelli di attività produrrà ristrutturazioni, con conseguente distruzione di capacità produttiva e livelli occupazionali più bassi, a causa della deviazione permanente della crescita potenziale dal sentiero seguito prima della crisi. Ciò può comportare un aumento dei disoccupati di lungo periodo, persone che fuori dal mondo del lavoro incontrano una crescente difficoltà a trovare impiego anche perché non più aggiornate sul piano delle conoscenze tecnologiche. Un incremento dello stock di disoccupati di lungo periodo accresce il rischio che la disoccupazione

[3] Ciò rende alto il coefficiente di stagionalità stimato per agosto che viene applicato ai dati grezzi; un eventuale andamento anomalo ne viene accentuato.

[4] Nel dettaglio, 577mila posti persi nel corso del 2009 e altri 120mila nel 2010. La stima assume che il *labor hoardin*g e il part-time rimangano costanti, da cui l'equivalenza tra ULA e posti di lavoro persi tra il terzo trimestre del 2009 e il secondo trimestre del 2010.

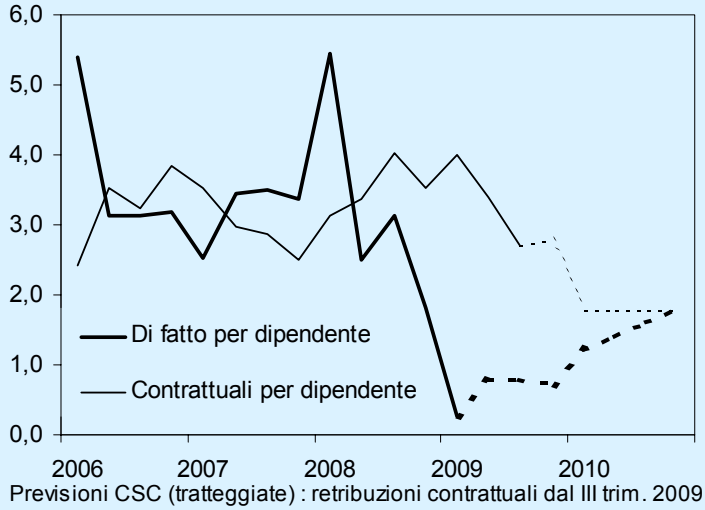
ciclica diventi strutturale, per l'effetto combinato del depauperamento del capitale umano e di fenomeni di scoraggiamento. Sia la Commissione Europea sia l'OCSE mettono in guardia contro tale rischio in mercati del lavoro europei ancora troppo poco flessibili e raccomandano il potenziamento della formazione e l'innalzamento dell'età pensionabile per limitare la diminuzione del capitale umano.

Si riduce lo slittamento salariale

La crisi si è fatta sentire anche sulle retribuzioni di fatto. Il peggioramento dei conti delle imprese ha ridotto e talvolta annullato i premi aziendali collettivi e individuali, diminuito il riconoscimento di superminimi e promozioni e altre voci retributive aggiuntive rispetto ai minimi contrattuali. Così, dopo la sensibile accelerazione osservata a cavallo tra il 2007 e il 2008, la dinamica delle retribuzioni lorde di fatto per addetto si è raffreddata bruscamente nell'ultimo trimestre del 2008 (2,1% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, dal 4,3% nel primo trimestre), subendo un'ulteriore decelerazione all'inizio del 2009 (1,3%). Nell'industria in senso stretto, più vulnerabile alla crisi, la crescita delle retribuzioni di fatto per dipendente ha registrato una frenata ancora più drastica, arrivando quasi ad azzerarsi all'inizio del 2009 (0,3% annuo). Dal raffronto con l'andamento della parte della retribuzione oggetto di negoziazione a livello nazionale, che per l'effetto di *tranche* di contratti in vigore è rimasto sostenuto fino all'inizio del 2009 (intorno al 4%), si può quantificare una riduzione dello slittamento salariale del 18,8%. Questa flessibilità salariale legata alle voci di busta paga diverse dal contratto nazionale ha consentito di attenuare l'aumento del costo del lavoro per unità prodotta (CLUP) e aiuterà quindi a contenere le ricadute della crisi sull'occupazione. La riduzione dello slittamento salariale è comunque un fenomeno temporaneo, destinato a essere riassorbito quando le aziende, con la ripresa e il ripristino di bilanci in ordine, riprenderanno le normali politiche riguardo a straordinari, premi vari e riconoscimenti individuali. Allora le retribuzioni di fatto per addetto avranno un'accelerazione simmetrica al rallentamento osservato nei mesi passati, in presenza di condizioni economiche del tutto eccezionali.

Grafico 8

Frenano le retribuzioni nell'industria
(Industria in s.s.; variazioni % annuali, dati grezzi)



Previsioni CSC (tratteggiate) : retribuzioni contrattuali dal III trim. 2009; di fatto dal II trim
Fonte : elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Il CSC prevede che il tasso di crescita delle retribuzioni pro-capite di fatto rimarrà per il resto del 2009 sui bassi ritmi raggiunti nel primo trimestre (Grafico 8). Se i tagli agli straordinari sembrano

essersi esauriti (come indicano i dati sulle grandi imprese di giugno[5]), nel terzo trimestre si registrerà la riduzione dei premi variabili liquidati sull'anno 2008. A ciò si aggiungerà il rallentamento della dinamica dei salari contrattuali, la cui crescita è scesa al 3,5% nel secondo trimestre e raggiungerà il 2,4% nel semestre luglio-dicembre, stando agli aumenti programmati dai contratti nazionali vigenti a luglio.

Assumendo che le imprese esauriscano quest'anno il margine di aggiustamento delle componenti di slittamento salariale e comincino ad allungare gli orari di lavoro nel corso del 2010, le pressioni al ribasso sul tasso di crescita dei salari pro-capite si smorzerebbero progressivamente nel corso del 2010. L'andamento delle retribuzioni di fatto sarà inoltre sostenuto da un'intensa stagione contrattuale. Se rinnovati sulla base delle regole del nuovo modello di contrattazione, i contratti in scadenza a fine anno (che coprono il 72% del monte retributivo) o nella prima metà del 2010 (per un altro 20% circa del monte retributivo) determinerebbero una dinamica delle retribuzioni contrattuali dell'1,8%[6].

Di segno incerto l'effetto sulla retribuzione media di fatto derivante dai cambiamenti nella composizione della forza lavoro dovuti alla riduzione di manodopera. Piuttosto che da prepensionamenti che riguardavano lavoratori più anziani e quindi meglio pagati (il cui uso era stato massiccio nei primi anni Novanta), questa potrebbe derivare da licenziamenti collettivi che, in base alla 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 su, bilanci giù

La forte decelerazione osservata nella dinamica delle retribuzioni di fatto pro-capite si è riflessa in un andamento analogo del costo del lavoro per dipendente. Il peggioramento della produttività è stato però tale da più che compensarlo. Il CLUP, già in accelerazione nel corso del 2008, si è quindi impennato: nel primo trimestre del 2009 è aumentato del 5,6% annuo nel totale dell'economia, con punte del 16,1% e del 7,7% rispettivamente nell'industria in senso stretto e nelle costruzioni. Nel 2009 le stime del CSC indicano un aumento del CLUP del 3,7% in media d'anno per l'intera economia e dell'11,4% nell'industria in senso stretto, pur tenendo conto dell'aumento di attività nel secondo semestre. Nonostante il recupero di produttività previsto per il 2010 (+2,4%), il CLUP diminuirà solo dello 0,6%. L'impennata del CLUP, lenta a rientrare, colpisce i margini di profitto già erosi.

Inflazione ai ritmi *core*

Nel 2009 il CSC prevede che l'inflazione italiana sarà pari allo 0,7%, contro lo 0,3% in Eurolandia. Tale stima sconta l'accelerazione dei prezzi al consumo nei restanti mesi del 2009, fino allo 0,7% tendenziale a dicembre (Grafico 9), per l'esaurimento degli effetti del calo delle materie prime. La tendenza proseguirà nel 2010, portando l'inflazione in Italia all'1,3% (1,8% a dicembre).

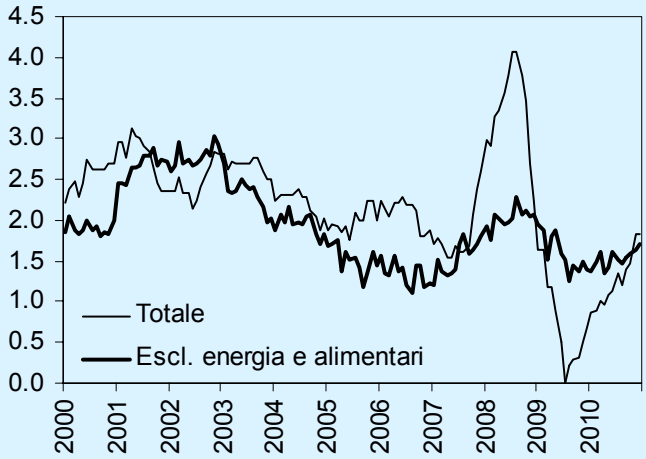
[5] La quota di ore di straordinario sulle ore ordinarie lavorate nelle grandi imprese è stata pari al 4,2% e al 4,1% rispettivamente nel primo e nel secondo trimestre del 2009 (era il 4,6% nel primo trimestre del 2008).

[6] In base al nuovo modello, i CCNL dovrebbero accordare aumenti pari all'inflazione prevista depurata dalla dinamica dei prezzi dei beni energetici importati (1,8% per il 2010, stima ISAE) su una base di computo costituita da minimi tabellari, aumenti periodici di anzianità e indennità in cifra fissa.

La dinamica dei prezzi al consumo si è azzerata a luglio in Italia (4,1% nell'agosto 2008) ed è divenuta negativa in Eurolandia (-0,7%, 4% nel luglio 2008). In agosto è risalita a 0,2% e -0,2% rispettivamente. Il maggior ritardo nella reazione dei prezzi al consumo energetici rispetto ai movimenti del petrolio e il minor peso dell'energia nel paniere italiano del costo della vita rispetto a quello dell'area euro (7,8% contro 9,6%) fanno prevedere in Italia una accelerazione meno rapida e forte, come lo è stata la discesa.

Grafico 9

L'inflazione italiana si riporta verso il 2%
(Var. % tendenziali dei prezzi al consumo)



Da settembre 2009 stime CSC.
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

La previsione del CSC si basa su un prezzo del petrolio fermo ai livelli attuali (si veda pag. 23). Nei prossimi mesi ciò farà progressivamente rientrare la variazione annua negativa dei prezzi energetici (-14,6% in luglio), che rimarranno poi stabili fino a fine 2010, cosicché l'inflazione totale si riporterà in linea con quella di fondo misurata dalla *core* (calcolata escludendo energetici e alimentari). La quale in Italia è sempre rimasta sui livelli contenuti degli ultimi anni e coerente con la soglia-obiettivo della BCE (poco sotto il 2%). Nei mesi recenti è scesa, toccando l'1,5% in luglio dall'1,9% di maggio (1,3% in Eurolandia, da 1,8% in aprile). Le due componenti principali hanno rallentato entrambe: i prezzi dei servizi viaggiano all'1,6% in luglio (2,2% in aprile), quelli dei beni industriali non energetici allo 0,9% (1,3% a maggio). La *core* in Italia toccherà il minimo all'1,3% in agosto. Nel corso del 2006 era scesa di più, fino all'1,1%. Con la graduale uscita dalla recessione l'inflazione di fondo risalirà lentamente, portandosi all'1,5% a fine 2009 (1,6% in media d'anno) e all'1,8% a fine 2010.

La spesa pubblica oltre il 50% del PIL

Le previsioni di finanza pubblica del CSC non si discostano significativamente né dalle stime pubblicate a giugno, né da quelle del DPEF (Tabella 2).

Tabella 2

Il quadro della finanza pubblica
(Valori in % del PIL)

	2007	2008	2009	2010
Entrate totali	46,9	46,6	47,2	46,7
Uscite totali	48,4	49,3	52,4	51,7
Indebitamento netto	1,5	2,7	5,2	5,0
Debito pubblico	103,5	105,7	114,8	117,8

Fonte: elaborazioni e previsioni CSC su dati ISTAT.

L'indebitamento netto della P.A. resta al 5% del PIL nel 2010. Si conferma la dinamica delle entrate: negativa nell'anno in corso (-1,3%) e in recupero dal 2010 (+1,2%). In rapporto al PIL raggiungono il 47,2% quest'anno e si riducono al 46,7% nel prossimo, rispecchiando l'arretramento del PIL nominale nel 2009 e la lieve ripresa nel 2010. Dal lato delle uscite, invece, si prevede una forte accelerazione quest'anno (+3,5%) e una crescita più modesta nel 2010 (+0,9%). La spesa pubblica si attesterà al 52,4% del PIL nel 2009 e al 51,7% nell'anno successivo. Il saldo primario

nel 2009 sarà negativo (-0,2% del PIL) e pressoché nullo nel 2010. Secondo il CSC il debito pubblico nel 2009 salirà al 114,8% del PIL (dal 105,7% del 2008), per poi raggiungere il 117,8% nel 2010. L'aumento è attribuibile all'andamento sia del denominatore sia dell'indebitamento. Quest'ultimo risente del forte aumento del fabbisogno che, per il settore statale, nei primi otto mesi dell'anno è stato pari a 61 miliardi di euro, più del doppio di quello registrato negli stessi mesi del 2008.

L'evoluzione negativa delle entrate nel 2009 è attribuibile alla forte contrazione di quelle correnti. Le imposte dirette rallentano a causa della minor crescita delle retribuzioni di fatto, della riduzione degli utili e del valore aggiunto. Tendenza avvalorata dal gettito dei primi sei mesi dell'anno, diminuito dell'1,5% rispetto allo stesso periodo del 2008. Le entrate indirette registrano una flessione più marcata, in quanto seguono in presa diretta la dinamica dei consumi: nei primi sei mesi dell'anno la contrazione annua del loro gettito è stata pari all'8,1%. I contributi sociali risentono, oltre che del calo delle retribuzioni, anche della sospensione dei pagamenti accordata ai contribuenti dell'Abruzzo. Al contrario, le entrate in conto capitale crescono a un ritmo molto elevato per gli introiti derivanti dalle licenze UMTS. Nel 2010 le entrate tornano ad aumentare principalmente per il recupero delle imposte indirette, legate al ciclo, e dei contributi sociali (anche per il venir meno delle agevolazioni all'Abruzzo). Più modesto l'aumento delle imposte dirette per effetto della detassazione degli utili reinvestiti in macchinari.

La dinamica della spesa pubblica è attribuibile essenzialmente alle maggiori prestazioni sociali in denaro, ai redditi da lavoro dipendente, alla spesa sanitaria (per lo slittamento del rinnovo delle convenzioni dei medici generici e specialistici) e alla spesa in conto capitale. Le prestazioni sociali in denaro incorporano l'aumento della spesa pensionistica (per effetto dell'elevato tasso di inflazione del 2008 a cui è legata la rivalutazione automatica dei trattamenti), l'estensione degli ammortizzatori sociali (decreto legge 5/2009) e le risorse destinate al bonus per le famiglie (decreto legge 185/2008). L'aumento della spesa per i redditi da lavoro dipendente è più accentuato nel 2009 per la chiusura dei rinnovi contrattuali, mentre nel 2010 tiene conto dell'indennità di vacanza contrattuale. La crescita delle uscite in conto capitale riguarda solo il 2009 ed è connessa ai maggiori trasferimenti a Ferrovie S.p.a., al credito d'imposta per la rottamazione degli autoveicoli e alla riacquisizione da parte degli Enti previdenziali degli immobili invenduti (operazione SCIP).

La spesa per interessi diminuisce nel 2009 del 5,7% per la caduta dei rendimenti dei titoli di Stato e risalirà in parte nel 2010 (+2,9%) per effetto dell'aumento dello stock del debito. Rimane invariata, invece, in rapporto al PIL (5%).

Il quadro appena descritto tiene conto del decreto legge 78/2009 adottato a luglio. Questo non ha modificato i saldi complessivi ma ha comportato una ricomposizione delle voci di entrata e spesa, seguendo l'atteggiamento prudenziale tenuto dal Governo nei due precedenti interventi anti-crisi (decreto legge 185/2008 e 5/2009). Le ultime misure riguardano principalmente le imprese e in particolare: la detassazione del 50% per i nuovi investimenti in macchinari e attrezzature con effetti a partire dal 2010, l'aumento della percentuale di svalutazione dei crediti deducibili, il sostegno all'internazionalizzazione, le risorse per far fronte ai ritardati pagamenti della P.A. (per i quali inoltre con il disegno di legge di assestamento del bilancio dello Stato sono stati aumentati gli stanziamenti di cassa) e interventi per la riduzione dei costi per l'energia.

LE ESOGENE DELLA PREVISIONE

E' ripartito il commercio mondiale

L'export globale è tornato a crescere in modo deciso a giugno (+2,5% rispetto a maggio). Le politiche economiche fortemente espansive hanno rianimato la domanda interna di alcuni grandi paesi, anzitutto la Cina, e riattivato così gli scambi internazionali. L'andamento degli ordini dall'estero, che quasi ovunque hanno arrestato la caduta e iniziato a risalire la china, conferma che non si tratta di un rimbalzo episodico ma di un movimento che è proseguito in estate e promette ulteriori decisi incrementi dei flussi commerciali nei prossimi mesi.

Tabella 3

Le esogene internazionali della previsione
(Variazioni percentuali)

	2008	2009	2010
Commercio mondiale	4,1	-14,4	9,1
Prezzo del petrolio (1)	97,3	60,5	70,0
Prodotto interno lordo			
Stati Uniti	1,1	-2,6	2,0
Area euro	0,9	-3,9	1,3
Paesi emergenti	6,1	1,5	5,5
Cambio dollaro/euro (2)	1,47	1,38	1,42
Tasso FED (3)	2,1	0,3	0,4
Tasso di interesse a 3 mesi USA (3)	2,9	0,7	0,5
Tasso BCE (3)	3,9	1,3	1,1
Tasso di interesse a 3 mesi Area euro (3)	4,6	1,3	1,2

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

Il ritorno alla crescita del commercio mondiale, già qualitativamente delineato e incorporato dal CSC nelle previsioni di giugno, ha sorpreso per la sua intensità, che prelude ad aumenti sostenuti nella seconda parte dell'anno in corso. Questo forte recupero, combinato con l'imponente caduta che il commercio internazionale ha registrato fin quasi a metà 2009, determina un effetto di trascinamento molto positivo per il prossimo anno: +5,6%. Il CSC rivede perciò al rialzo la dinamica del volume degli scambi globali per il 2010: +9,1%, dal +5,5% stimato tre mesi fa. Fondamentale è stato l'impegno assunto dai governi nel G20 ad arginare le spinte protezionistiche; seppure non sempre le dichiarazioni di intenti sono state seguite da azioni coerenti (si veda pag. 51).

Emergenti locomotive, Asia in testa

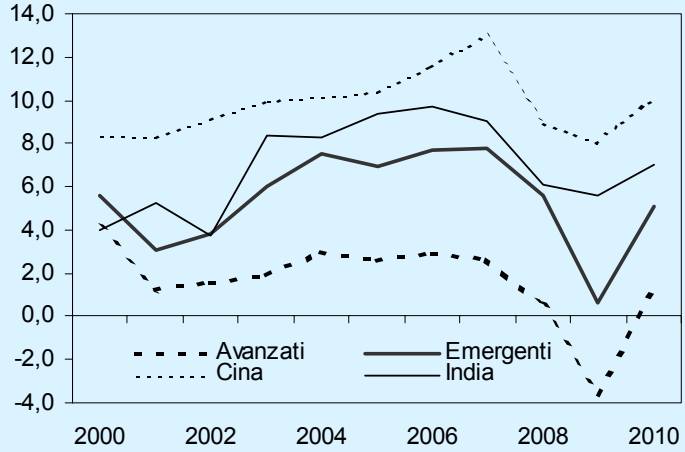
I paesi emergenti, secondo le valutazioni del CSC, hanno continuato a espandersi anche nel 2009 con un ritmo tuttavia molto inferiore a quello medio dei precedenti cinque anni: 1,5% contro 7% per il PIL. Nel 2010 ci sarà una dinamica più marcata: 5,5% (Grafico 10). L'Asia fa da traino, guidata soprattutto da Cina e India con tassi di sviluppo che nel 2009 puntano a superare l'8% e il 5,5% rispettivamente. I due giganti forniscono insieme il 9% del PIL mondiale (a prezzi e cambi correnti). Hanno dunque una stazza sufficiente per essere tra i motori della ripresa globale, grazie anche alla tenuta di fondo della loro domanda interna e agli imponenti stimoli di bilancio del governo cinese, con ricadute positive sui partner commerciali dell'area. Il pacchetto di rilancio varato da Pechino (equivalente a 585 miliardi di dollari) ha dato nuovo impulso alle infrastrutture e all'edilizia (compresi i progetti

di *social housing*), alleggerito il carico fiscale degli esportatori, promosso il *welfare state* e sostenuto i consumi. Inoltre, le condizioni creditizie sono state allentate drasticamente, d'imperio. Gli effetti sono stati rapidi a manifestarsi e l'economia si è espansa al 16,5% annualizzato nel secondo trimestre, dal 6,3% nel primo. Tanto che il 26 agosto sono stati introdotti provvedimenti per contenere l'eccesso di capacità produttiva nei settori di acciaio, cemento, energia eolica, vetro piano, carbone, quelli collegati alla produzione fotovoltaica e costruzioni. Tra le restrizioni: barriere all'entrata; regolamenti ambientali più stringenti; vincoli più severi alla concessione di terreni; minori risorse finanziarie. Le vendite di auto hanno proseguito il galoppo, con 8 milioni di veicoli immatricolati nei primi otto mesi del 2009 (6 milioni le auto passeggeri) che per l'intero anno dovrebbero arrivare a 12 milioni (+28% sul 2008, +39% le auto passeggeri). Il PMI[1] ormai da sei mesi segnala che il manifatturiero è in espansione e la produzione industriale ha recuperato il trend di crescita che aveva prima della crisi, mentre le vendite al dettaglio non se ne sono mai discostate (Grafico 11).

L'India, data la sua minore integrazione globale, è stata meno colpita dalla crisi; il suo contributo alla ripresa sarà significativo. Il Governo neoeletto ha in agenda liberalizzazioni e potenziamento delle infrastrutture e ha trasmesso fiducia alla Borsa (l'indice SENSEX è tornato su livelli pre-crack Lehman) e agli investitori stranieri, che hanno fatto affluire solo

Grafico 10

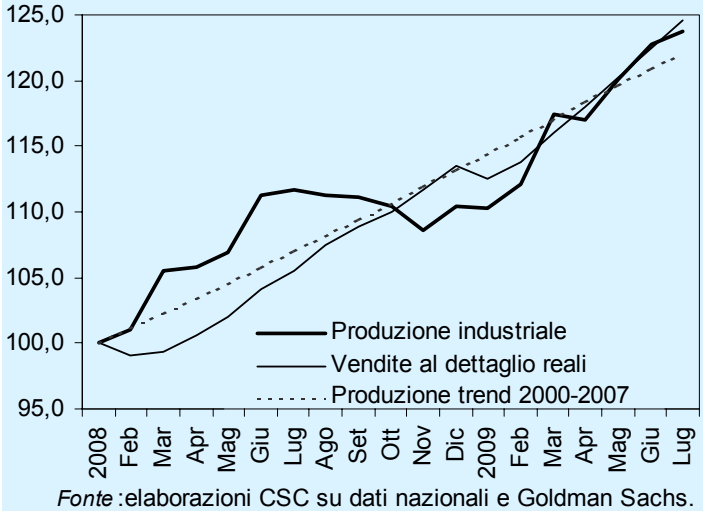
I PVS guidano la ripresa
(PIL var. %)



Per coerenza nel grafico sono riportate le previsioni GI, quelle del CSC per gli emergenti sono più alte.
Fonte: elaborazioni CSC su dati e previsioni Global Insight (GI)

Grafico 11

Cina: bene produzione e vendite
(indici gen 2008=100)



Fonte :elaborazioni CSC su dati nazionali e Goldman Sachs.

[1] *Purchasing Manager Index*: è un indicatore che deriva dai risultati di un sondaggio mensile effettuato su un campione di imprese di ogni paese. A rispondere sono i responsabili d'acquisti delle aziende. Vengono monitorati il livello di produzione, gli ordinativi nazionali ed esteri, impiego e prezzi. Un valore dell'indice superiore a 50 indica che l'economia è vista in espansione.

nella seconda metà di maggio 2,27 miliardi di dollari, in netta controtendenza con la persistente siccità di capitali esteri in gran parte degli emergenti.

Altre aree sono in maggiore difficoltà. Molti paesi dell'Europa centrale e orientale, a causa degli ampi disavanzi nella bilancia dei pagamenti di parte corrente e del forte indebitamento in valuta straniera del settore privato, 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 altre istituzioni internazionali. La loro ripresa è lontana e quest'anno il PIL aggregato calerà. Fa eccezione la Polonia, che è anche la più grande tra le nazioni dell'Europa emergente entrate nella UE e che ha ben resistito alla crisi grazie ai buoni fondamentali, all'ampio mercato interno e alle politiche espansive.

Le nazioni esportatrici di materie prime, in particolare i paesi OPEC, la Russia, gli altri CIS[2] e alcune economie sudamericane, hanno risentito dello sgonfiamento dei prezzi energetici e degli altri input primari, oltre che in alcuni casi del massiccio deflusso di capitali esteri. Negli ultimi mesi hanno ricevuto ossigeno dalla rimonta delle quotazioni delle *commodity*, il cui andamento futuro resta però incerto (ma tendenzialmente sarà al rialzo). L'Indonesia è stata favorita dalla domanda cinese di petrolio, che è rimasta sostenuta. La Russia, tra le maggiori economie emergenti (3% del PIL mondiale, paragonabile al Brasile), è in profonda recessione: nel 2009 il PIL sta diminuendo del 7,5% a causa della perdita di ragioni di scambio e delle debolezze strutturali irrisolte, a cominciare dalla mancata diversificazione dell'economia, che l'hanno resa particolarmente vulnerabile, nonostante i 380 miliardi di dollari di riserve ufficiali accumulati negli anni del boom. Il Brasile, che è anche esportatore di materie prime, ha subito un calo del PIL nel primo trimestre di quest'anno, ma il governo ha approvato sostegni alla domanda interna che produrranno un recupero già nel secondo semestre; per l'intero 2009 è atteso in lieve contrazione ma nel 2010 la ripresa sarà decisa.

Ripartita la domanda di materie prime

Le previsioni del CSC si basano su un prezzo del petrolio Brent costante nei restanti mesi del 2009 e nel 2010 a 70 dollari al barile. Quest'anno in media la quotazione del Brent si posiziona a 60,5 dollari (-38% sul 2008), dati i bassi livelli iniziali (43 dollari in media a gennaio-febbraio). Il Brent ha oscillato durante i mesi estivi intorno ai 70 dollari, in linea con le assunzioni contenute nel precedente scenario CSC. Le prospettive sono rese particolarmente incerte dalle condizioni eccezionali dell'economia globale. Le stime degli istituti internazionali sono state in generale riviste al rialzo per il 2010. La *Energy Information Administration* (EIA) si attende 70-72 dollari per il greggio nel quarto trimestre 2009 e nel 2010. Ma la forchetta delle previsioni resta insolitamente ampia, suggerendo di continuare a puntare sulla stabilizzazione dei corsi petroliferi attorno ai valori attuali. Nel lungo periodo si avrà un trend di rincari, anche se permane pure su tale orizzonte un alto grado di aleatorietà (si veda pag. 55).

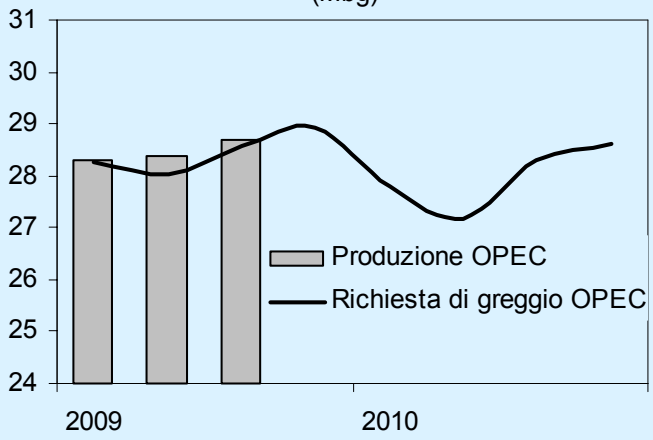
La risalita del Brent da inizio 2009 (72,6 dollari al barile in agosto dai 42,9 di febbraio, +69,2%) ha rispecchiato e rafforzato i sempre più netti segnali di ripresa, provenienti soprattutto dai paesi emergenti, che hanno un'intensità petrolifera in aumento. L'indebolimento del dollaro ha contribuito al rialzo del petrolio. Resta invece più contenuta la spinta ai prezzi originata dai capitali finanziari, frenati dalla propensione al rischio ancora bassa. A inizio settembre, quando la valuta USA si è stabilizzata, la quotazione del greggio è scesa a 66,5 dollari, per poi recuperare. Il

[2] Comunità degli Stati Indipendenti, raggruppa alcuni dei paesi dell'ex Unione Sovietica.

rincaro non ha in effetti basi solide. Nel 2009 la domanda mondiale è vista dagli analisti in calo (-1,65 milioni di barili al giorno, mbg). Dal lato dell'offerta, dopo i netti tagli di fine 2008 e inizio 2009 (-3,6 mbg in totale) decisi con l'obiettivo di riportare il prezzo oltre i 70 dollari, la produzione OPEC sta lentamente risalendo (+0,4 mbg in luglio rispetto al primo trimestre 2009) a fronte di una richiesta oscillante (Grafico 12); ma l'estrazione non-OPEC prosegue il suo ridimensionamento strutturale. Le scorte di greggio USA sono calate a luglio per il terzo mese consecutivo dai livelli record del primo trimestre 2009. L'anno prossimo la domanda crescerà di 0,5 mbg sul 2009 e reggerà le quotazioni.

Grafico 12

Petrolio, mercato in equilibrio instabile
(Mbg)



Terzo trimestre 2009 stime CSC.
Fonte: elaborazioni CSC su dati OPEC.

Analoghe le condizioni nei mercati dei metalli industriali. I cui prezzi sono stati sostenuti dai tagli di offerta. La graduale risalita delle loro produzioni porrà un freno ai rincari.

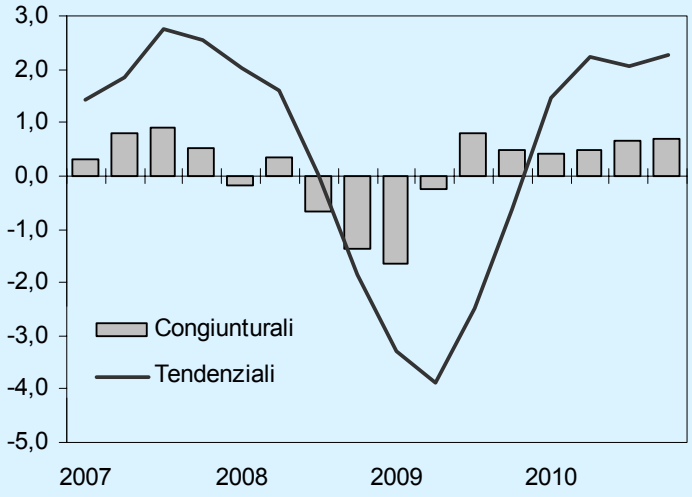
Decisi segnali di rilancio USA

Le politiche espansive tempestive e imponenti, la maggiore flessibilità e la minore dipendenza dall'export hanno reso la recessione USA meno profonda di quella dell'Eurozona. Secondo le stime CSC il PIL americano si sta contraendo del 2,6% nel 2009 (-3,2% indicato a giugno) e crescerà del 2% nel 2010 (1,6%).

L'andamento nei primi due trimestri di quest'anno (-1,6% e -0,3% rispettivamente), assieme al trascinamento ereditato dal 2008 (-1,3%) hanno determinato una variazione acquisita di -3,1%. Nel secondo semestre si profilano forti incrementi che si consolideranno nel 2010, che è atteso chiudersi con un +2,3% tendenziale (Grafico 13), ritmo prossimo al potenziale.

Grafico 13

Riparte l'economia americana
(PIL trimestrale, var. %)



Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati BEA

Anche nella composizione il secondo trimestre 2009 è risultato per il PIL USA migliore delle attese, con scorte in calo e maggiori vendite finali; ciò ha posto le premesse per un rialzo marcato nel terzo trimestre (+0,8% sul secondo), che beneficia anche degli

effetti delle misure di sostegno ai consumi, tra cui la rottamazione delle autovetture, il cui impatto positivo si prolunga nel quarto trimestre. Gli indicatori di fiducia di famiglie e imprese sono migliorati e il PMI manifatturiero ha toccato 52,9 in agosto, massimo da due anni, e segnala espansione per la prima volta da gennaio 2008. Le informazioni più rassicuranti vengono dal mercato immobiliare: i prezzi e le vendite di abitazioni hanno terminato la correzione e sono addirittura in aumento; ciò farà venire meno il forte drenaggio alla domanda interna sperimentato negli ultimi due anni. Tuttavia, nei prossimi trimestri i consumi rimarranno imbrigliati dalla maggiore propensione al risparmio desiderata dalle famiglie (si veda pag. 43). Le ripercussioni della crisi sul mercato del lavoro sono state profonde (quasi sette milioni di posti cancellati) e il calo dell'occupazione proseguirà, seppure a ritmi più contenuti, essendo come da copione un indicatore ritardato della congiuntura. Ad agosto il tasso di disoccupazione è aumentato al 9,7%, massimo dal 1983. Ci vorrà tempo prima che le imprese ricomincino ad assumere: le ore di lavoro settimanali rimangono stabili al minimo di 31,1. E' inevitabile la *jobless recovery*: si è già verificata nel 1992 e nel 2002, essendo il normale operare del sistema economico.

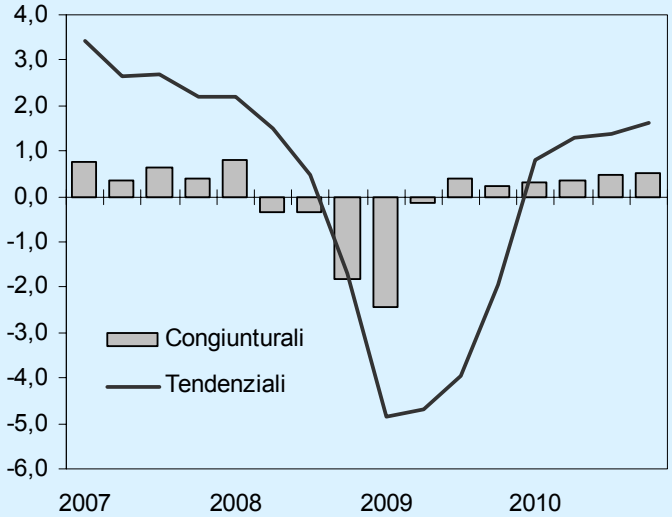
Sorprese positive nell'Eurozona

Nel 2009 il PIL si contrae del 3,9% in Eurolandia. La previsione CSC è stata rivista al rialzo rispetto a giugno (-4,4%). Il miglioramento deriva soprattutto dalle sorprese positive contenute nei dati del secondo trimestre di Francia e Germania, che sono cresciute dello 0,3% rispetto al primo, mentre a livello aggregato il PIL dell'Eurozona si è contratto solo dello 0,1%.

La flessione del 2009 sconta l'eredità del 2008 (-1,6% il trascinamento) e il primo trimestre molto negativo (-2,5% sul quarto e -4,9% annuo); l'acquisito è perciò di -4,1%. Nella seconda metà dell'anno è iniziata una lenta ripresa che si rafforzerà nel corso del 2010 con una crescita media annua dell'1,3% (0,9% previsto a giugno) (Grafico 14).

Grafico 14

Ripresa più vicina nell'Eurozona
(PIL trimestrale, var. %)



Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati Eurostat

Contrariamente alle aspettative, nel secondo trimestre la dinamica dell'area euro è stata migliore di quella USA. Tuttavia nel medio termine ci si aspetta un passo americano più veloce rispetto all'Eurozona per effetto delle maggiori misure espansive adottate oltre Atlantico, del freno costituito dall'aggiustamento ancora da completare nel settore immobiliare, degli stretti legami commerciali e finanziari con i paesi dell'Europa emergente, in condizioni critiche, e delle caratteristiche strutturali di rigidità dei principali paesi. La Germania (28% del PIL dei 16) è stata particolarmente colpita dal crollo del commercio mondiale: il PIL nel primo trimestre 2009 è caduto del 3,5% sul quarto 2008 e, nonostante la crescita dello 0,3% nel secondo, l'acquisito rimane di -5,4%. La Spagna (11% del PIL), fino all'anno scorso tra i motori della crescita di

Eurolandia, è ancora bloccata dalla crisi immobiliare (nel secondo trimestre -2,9% l'attività nelle costruzioni rispetto al primo, -12% annuo) e il tasso di disoccupazione è arrivato al 18,5%; con il -1,6% nel primo trimestre 2009, contenuto dal pacchetto di rilancio, e il -1,1% nel secondo ha un acquisito di -2,4%. La Francia (21%) ha resistito meglio al contagio, grazie anche alle misure tempestive del governo: i consumi hanno retto bene e nel secondo trimestre si è avuta a sorpresa una crescita delle esportazioni dell'1%; in agosto l'attività manifatturiera è tornata in terreno espansivo, dopo 15 mesi, con il PMI a 50,8; rimangono rischi per il deterioramento del mercato del lavoro: +25,7% in giugno i disoccupati rispetto a un anno prima.

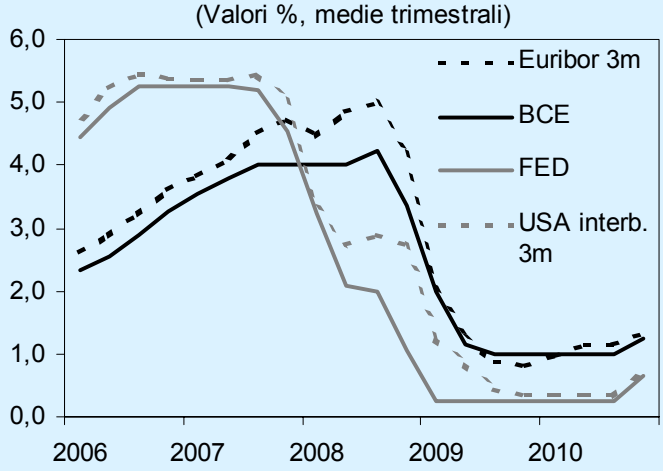
La ripresa dell'Eurozona è trainata dalla domanda estera proveniente dai paesi asiatici e dagli USA, dagli effetti ritardati delle politiche espansive e dalle migliori ragioni di scambio. La fiducia di imprese e famiglie è risalita.

La BCE tiene fermi i tassi ufficiali

A fronte dell'inflazione totalmente sotto controllo, nello scenario CSC la BCE terrà a lungo fermi i tassi ufficiali, all'1% sui prestiti e allo 0,25% sui depositi, per consentire il consolidamento della ripresa. Nella media del 2009 il tasso BCE cala all'1,3% dal 3,9% nel 2008. L'Euribor a tre mesi scende all'1,3% dal 4,6% e in termini reali, calcolato con l'inflazione *core* (cioè al netto di energia e alimentari), è negativo: -0,2%, +2,8% nel 2008. Il suo divario con il tasso ufficiale ha invertito addirittura il segno negli ultimi mesi (-0,22% in settembre), come effetto delle massicce iniezioni di liquidità da parte della BCE, che verrà riassorbita gradualmente nella seconda metà del 2010. Il tasso ufficiale sarà alzato di un quarto di punto sul finire del prossimo anno (Grafico 15), più tardi di quanto segnalato attualmente dai *future* sull'Eonia. Nel 2010 i tassi medi a breve saranno ancora in lieve discesa, anche in termini reali.

Grafico 15

Tassi di interesse: ritocchi a fine 2010
(Valori %, medie trimestrali)



Dal terzo trimestre 2009 previsioni CSC.
Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati Thomson Reuters.

Anche la FED punta alla stabilità

La FED terrà fermo il tasso di riferimento al minimo storico (0,25%) fino alla seconda metà del 2010. La sua azione è diventata più efficace nell'abbassare i tassi di mercato a breve: l'interbancario a tre mesi è diminuito di un punto a 0,33% in settembre (1,33% in marzo). Ciò, assieme agli interventi diretti su altri segmenti del sistema finanziario, ha consentito di migliorare la trasmissione all'economia dei tagli dei tassi ufficiali effettuati nell'ultimo trimestre 2008. La Banca Centrale USA inizierà ad alzare i tassi nel terzo trimestre dell'anno prossimo per un totale di mezzo punto nel 2010, lasciandoli comunque a un livello storicamente molto contenuto. La decisione verrà presa perché la ripresa americana, in termini di variazioni annue, acquisterà

velocità a partire dal secondo trimestre del 2010 e le autorità monetarie intendono evitare di mantenere i tassi troppo a lungo bassi, come accaduto nella prima metà del decennio che sta terminando. L'aumento dei tassi ufficiali farà risalire quelli interbancari allo 0,5% in media nel 2010, comunque in calo dallo 0,7% medio del 2009. Il rialzo FED sarà maggiore di quello BCE. Tuttavia, il tasso ufficiale rimarrà inferiore di 0,5 punti rispetto a Eurolandia a fine 2010. Il differenziale dei tassi scenderà a 0,7% in media nel 2010 (1% nel 2009, 1,8% nel 2008), offrendo un minor supporto al cambio dell'euro rispetto al dollaro.

Niente shock per il dollaro

Le previsioni del CSC sul cambio dollaro/euro sono invariate rispetto a quelle elaborate in giugno: 1,38 nella media del 2009 e 1,42 nel 2010. La crisi finanziaria aveva rafforzato la divisa americana, in contrasto con quanto dettato dagli squilibri delle bilance commerciali, ma ora ha attenuato i suoi effetti sul mercato valutario. Negli ultimi due mesi il dollaro si è leggermente deprezzato nei confronti delle principali valute: euro (-3,6%), yen (-5,2%), yuan (-0,1%) e sterlina (-0,5%). Trova sostegno nella consistente diminuzione (in parte spiegata dal ciclo economico) del disavanzo con l'estero americano: nel primo semestre 2009 il deficit commerciale si è attestato al 3,4% del PIL (si veda pag. 42).

La moneta statunitense conserva per ora un ruolo preminente nel sistema economico mondiale e non ha apparentemente risentito delle prese di posizione dei BRIC. Nel loro vertice di luglio i leader delle economie che rappresentano il futuro motore dell'economia globale hanno ribadito la volontà di riformare il sistema monetario internazionale, con l'esplicita richiesta di detronizzare il dollaro, e hanno iniziato a dare il buon esempio deliberando di utilizzare in modo più massiccio le valute locali negli scambi interni alle loro aree geo-politiche.

FORZE E OSTACOLI DELLA RIPRESA, COMPETITIVITA' E IMPRESE

L'impatto su settori e paesi

L'attività industriale ha mostrato nei mesi più recenti segni di ripresa o di stabilizzazione in tutte le maggiori economie. Tuttavia, come si osserva nella tabella 4, nella maggior parte dei settori e paesi i livelli di produzione restano molto al di sotto del punto di massima espansione raggiunto nel ciclo precedente (ossia durante il primo semestre del 2008).

Tabella 4

Dinamica dell'attività manifatturiera nelle principali economie mondiali

(variazioni percentuali della produzione settoriale dal mese di massima espansione a giugno 2009; valori destagionalizzati, ordinati in senso decrescente su EA 15)

	EA 15	Italia	Germania	Francia	Spagna	Regno Unito	USA	Giappone
Prodotti farmaceutici	0,0	-8,0	-7,5	-5,5	-1,3	6,2		
Alimentari	-2,5	-7,6	-2,2	-5,8	-7,5	-4,3	-4,4	-1,7
Beni di consumo non durevoli	**-5,5**	**-7,6**	**-8,6**	**-8,7**	**-11,3**	**-4,4**	**-10,5**	
Beni di consumo	**-8,4**	**-11,4**	**-11,1**	**-7,5**	**-15,6**	**-6,2**		
Altre imprese manifatturiere	-9,9	-34,2	-10,5	-5,0	-30,3	-10,4	-22,8	-20,9
Bevande	-11,2	-4,1	-18,3	4,7	-12,7	-8,4		
Stampa e riproduzione di supporti registrati	-12,9	-12,9	-11,1	-21,2	-28,4	10,2	-22,9	-5,3
Altri mezzi di trasporto	-13,7	-15,2	-25,3	-5,5	-12,4	-8,1		-34,6
Abbigliamento e confezioni	-15,1	-7,5	-34,9	-49,1	-30,6	-19,5	-23,4	
Tabacco	-16,3		-38,7	-14,7	-28,3	-12,1		
Carta e di prodotti di carta	-17,1	-22,2	-11,0	-17,1	-14,6	-16,9	-15,3	-17,3
Prodotti chimici	-18,6	-23,6	-17,3	-16,9	-8,5	-16,9	-12,9	-12,9
MANIFATTURA	**-21,9**	**-26,3**	**-20,8**	**-18,0**	**-26,3**	**-13,4**	**-16,6**	**-25,2**
Computer e prodotti di elettronica e ottica	-23,4	-23,0	-24,4	-18,5	-36,7	-12,0	-15,2	-32,3
Articoli in gomma e materie plastiche	-24,5	-33,2	-15,1	-27,7	-31,6	-18,2	-21,4	-17,2
Beni strumentali	**-26,2**	**-31,3**	**-24,9**	**-19,3**	**-33,6**	**-16,4**		
Beni intermedi	**-26,8**	**-35,4**	**-22,0**	**-25,5**	**-33,0**	**-20,1**		
Articoli in pelle e simili	-26,8	-33,5	-11,3	-16,1	-5,3	-12,5		-34,0
Legno e dei prodotti in legno	-27,0	-35,1	-16,7	-27,5	-43,8	-19,7	-34,8	-29,4
Mobili	-27,3	-30,3	-20,5	-27,4	-55,0	-25,7	-30,5	-32,2
Beni di consumo durevoli	**-27,6**	**-28,5**	**-25,0**	**-24,4**	**-45,9**	**-22,3**	**-22,2**	
Lavorazione di minerali non metalliferi	-28,3	-31,2	-22,3	-24,0	-45,8	-21,1	-23,6	-23,6
Apparecchiature elettriche	-29,8	-42,1	-28,9	-22,6	-37,3	-27,4	-16,1	-24,7
Prodotti in metallo (esclusi macchinari)	-30,6	-37,5	-27,1	-27,8	-34,5	-22,3	-23,6	-19,8
Macchinari ed apparecchiature nca	-32,6	-41,5	-29,8	-35,0	-43,0	-20,8	-30,2	-62,6
Industrie tessili	-33,4	-39,6	-25,6	-35,0	-41,9	-6,4	-30,2	-30,9
Metallurgia	-36,2	-43,1	-35,6	-41,7	-36,7	-27,4	-44,9	-32,5
Autoveicoli, rimorchi e semirimorchi	-37,6	-53,0	-23,7	-35,6	-53,0	-38,7	-39,5	-37,2

Il dato mancante indica che il minimo è stato raggiunto nel mese di giugno 2009 (luglio per Giappone e USA).

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT, Eurostat, Federal Reserve, Japan Cabinet Office.

Da allora l'attività nel manifatturiero è caduta mediamente di circa un quinto. Hanno fatto meglio Stati Uniti, Regno Unito e Francia. Il Giappone, pur registrando una contrazione di oltre il 25% dal picco di febbraio 2008, ha recuperato a luglio quasi il 19% dal minimo toccato lo scorso

febbraio. L'Italia (insieme alla Spagna) continua a risentire più degli altri paesi del collasso della domanda globale, registrando la più marcata contrazione dell'attività industriale, che in giugno ha registrato una caduta del 26,3% rispetto ad aprile 2008, contro il -21,9% della media europea.

A livello settoriale le riduzioni minori si rilevano per la produzione di beni di consumo non durevoli, in particolare alimentari e farmaceutici. In fondo alla graduatoria, cioè con i più elevati tassi di diminuzione, si trovano i beni strumentali (soprattutto macchinari e apparecchiature) e i beni di consumo durevoli. In particolare, la flessione degli autoveicoli è stata molto accentuata in Italia e Spagna (-53%), nonostante il sostegno avuto dagli incentivi alla rottamazione (delle sole autovetture, però, mentre le cadute più devastanti si sono avute nei mezzi di trasporto pesanti). La crisi immobiliare ha invece intaccato i livelli di produzione dei settori più propriamente legati al comparto casa (mobili, apparecchiature elettriche, piastrelle). Il recente miglioramento del mercato immobiliare negli Stati Uniti e nel Regno Unito potrebbe attenuare la diminuzione dell'attività nei settori interessati.

In generale, tuttavia, il recupero dei livelli di produzione pre-crisi, appare difficile e in molti casi richiederà tanti anni. La politica per la crescita, quindi, torna a essere una priorità assoluta.

Si amplia l'*output gap*

Con l'aggravarsi della crisi economica si è molto allargato il divario tra PIL effettivo e PIL potenziale, quello cioè che i sistemi economici potrebbero ottenere se impiegassero al meglio le risorse disponibili (Tabella 5). Per il 2010, le ultime stime dell'OCSE lo pongono a -6,0% per l'area euro e a -5,8% per il totale dei paesi avanzati. Per l'Italia viene stimato a -5,8%. La formazione di tali divari è la conseguenza diretta della caduta del PIL dovuta al crollo della domanda aggregata. Bisogna considerare che dietro il dato medio si nascondono situazioni molto più gravi nei settori più colpiti dalla crisi, in particolare nell'industria. Ciò sta inducendo molte imprese a ridimensionare la propria capacità produttiva adeguandola alla minore domanda. Il grado di utilizzo degli impianti è infatti sceso a livelli mai osservati nel dopoguerra in tutti i paesi.

Tabella 5

Output gap
(Differenza % tra PIL effettivo e PIL potenziale in condizione di piena occupazione)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Stati Uniti	0,7	1,2	0,9	-0,5	-4,9	-5,4
Giappone	0,8	2,0	3,3	1,3	-6,1	-6,1
Area euro	-0,5	0,9	1,8	0,4	-5,5	-6,0
Germania	-1,3	1,0	2,6	1,9	-5,4	-5,7
Francia	0,2	1,1	1,8	0,2	-4,1	-4,9
Italia	-0,7	0,7	1,2	-0,9	-6,5	-5,8
Regno Unito	0,5	1,1	1,9	0,4	-5,4	-6,4
Paesi OCSE	0,3	1,3	1,7	0,3	-5,3	-5,8

Fonte: OECD Economic Outlook, luglio 2009.

Lunghi tempi di recupero

Gli effetti di un tale ridimensionamento sul prodotto potenziale di lungo periodo dipendono dall'impatto che esso avrà sui livelli occupazionali, sugli investimenti e sulla crescita della produttività totale dei fattori. Infatti la chiusura dei divari tra PIL effettivo e potenziale richiederà molto tempo e dipenderà dalla maggiore o minore capacità da parte dei singoli paesi di ripristinare i livelli di attività e occupazionali precedenti la crisi.

Un'elaborazione condotta dal CSC sulla base dei tassi di crescita potenziale calcolati dall'OCSE mostra che l'Italia nel 2009 ha accumulato la più ampia perdita in termini di PIL: la contrazione di quest'anno ha riportato infatti il prodotto dell'economia italiana ai valori del 2001. Se l'Italia tornasse a crescere dal 2011 a tassi equivalenti alla crescita potenziale stimata nel 2008, sarebbero

necessari quattro anni per tornare ai livelli pre-crisi. Solo il Giappone ne richiederebbe di più (6 anni; Tabella 6).

Tabella 6

Le perdite nella crisi e i tempi di recupero
(Anni di crescita del PIL persi e anni necessari per tornare ai livelli del 2008)

	PIL ridotto (var. %)	Anni persi	Crescita potenziale (1)	Anni necessari	Crescita potenziale (2)	Anni necessari
Italia	-5,8	8	1,1	4	0,9	5
Germania	-4,9	4	1,6	3	1,1	4
Francia	-2,1	3	1,9	1	1,4	1
Spagna	-4,8	3	2,6	2	2,1	3
Area dell'euro	-3,9	4	1,9	2	1,3	3
Regno Unito	-4,5	4	2,2	2	1,7	3
Stati Uniti	-2,6	3	2,5	1	2,0	1
Giappone	-7,5	6	1,2	6	0,8	9

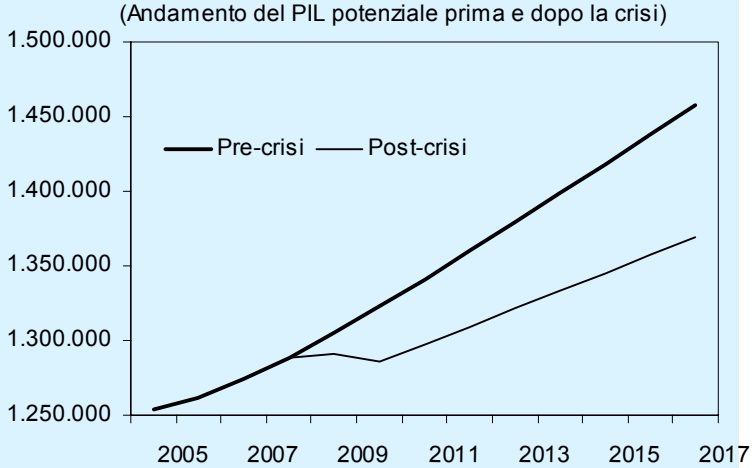
(1) Se il tasso di crescita potenziale tornasse dal 2011 pari a quello del 2008.
(2) Se il tasso di crescita potenziale si riducesse dal 2011 come previsto dall'OCSE.
Fonte: elaborazioni e stime CSC.

Tuttavia, è elevato il rischio che le ricadute di breve periodo della crisi producano conseguenze di carattere strutturale e riducano il tasso di crescita del prodotto potenziale. Una profonda recessione determinata da una crisi finanziaria tende a deprimere a lungo sia gli investimenti, attraverso maggiori restrizioni sui prestiti, sia la domanda aggregata, attraverso l'"effetto ricchezza" negativo sui bilanci delle famiglie. Ciò causa una diminuzione della dinamica dello stock di capitale fisico e umano rispetto alle precedenti tendenze di medio periodo e porta inevitabilmente a un minor PIL potenziale.

La dimensione delle perdite prodotte dall'attuale crisi induce a ritenere che la riduzione di molte attività sia permanente e non temporanea. Sulla base di queste considerazioni l'OCSE ha rilasciato nuove stime, correggendo al ribasso il tasso di crescita potenziale dell'Italia rispetto al livello pre-crisi (Grafico 16) dall'1,4% allo 0,9% (analoghi ridimensionamenti hanno subito gli altri paesi). Ciò tende ad allungare di un anno, rispetto al calcolo precedente, i tempi di recupero del PIL perduto dall'Italia (tre anni in più per il Giappone; Tabella 6). Tempi che potrebbero essere ridotti se si adottassero le riforme strutturali che innalzino le prospettive di sviluppo di lungo termine. Una crescita più elevata renderebbe anche meno problematico il risanamento dei conti pubblici.

Grafico 16

Italia: si è abbassato il trend di crescita del PIL
(Andamento del PIL potenziale prima e dopo la crisi)



Fonte: elaborazioni CSC su dati OCSE.

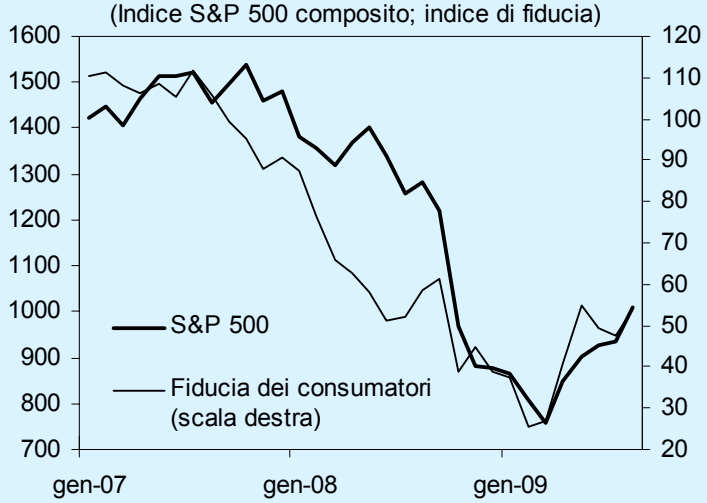
Recupero di fiducia e mercati finanziari

La fiducia, il cui crollo è stato alla base della recessione globale, sta risalendo rapidamente sia nei paesi avanzati sia negli emergenti e procede di conserva con la normalizzazione dei mercati finanziari. Due precondizioni cruciali per la ripresa.

L'indice di fiducia dei consumatori negli USA nell'agosto 2009 è tornato prossimo ai valori precedenti il crack Lehman (Grafico 17). Anche in Eurolandia la fiducia dei consumatori è risalita dal minimo di marzo, pur restando molto sotto la media di lungo periodo. La Borsa USA ha recuperato terreno, in sincronia con gli indici di fiducia, in un gioco di specchi. Gli andamenti di Borsa possono infatti essere letti essi stessi come l'indicatore di fiducia degli investitori. Nell'agosto 2009 l'indice S&P 500 segna +33,3% dal minimo di marzo, ma resta ben lontano dai livelli pre-Lehman: dal picco nell'ottobre 2007 il crollo era stato del 50,8% (-20,6% solo nell'ottobre 2008). Analogo il recupero delle azioni in Eurolandia tra marzo e agosto 2009 (+35,2%), come prima il crollo (-56,4%).

Grafico 17

USA: recupero di fiducia e Borsa
(Indice S&P 500 composito; indice di fiducia)

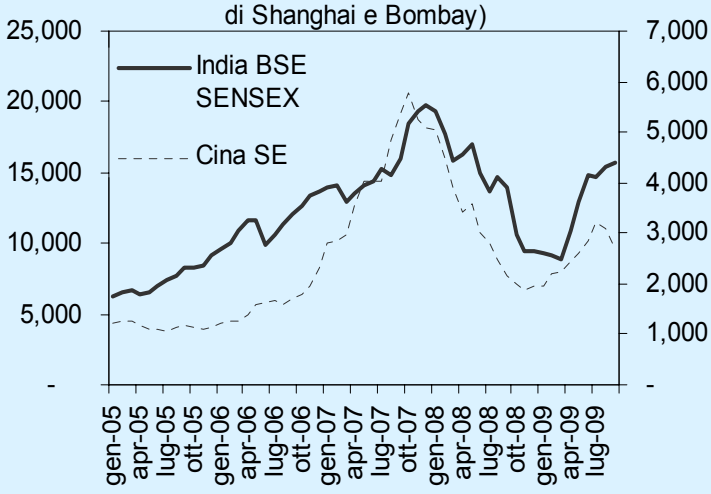


Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

Molto migliore la *performance* delle borse asiatiche. L'indice SENSEX[1] di Bombay è cresciuto del 92% dai minimi di marzo 2009, tornando ai valori di agosto 2008. La Borsa di Shanghai è prima cresciuta del 103% dai minimi di novembre (Grafico 18), riguadagnando i livelli di giugno 2008, poi da metà agosto ha subito un ribasso (-23%) causato dal parziale ritiro delle misure espansive e dalla diminuzione dei finanziamenti bancari. Questi mercati sono solo in parte accessibili agli investitori stranieri, ma resta il fatto che l'andamento della Borsa cinese

Grafico 18

Borsa indiana su, correzione in Cina
(Andamento mensile degli indici di borsa di Shanghai e Bombay)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

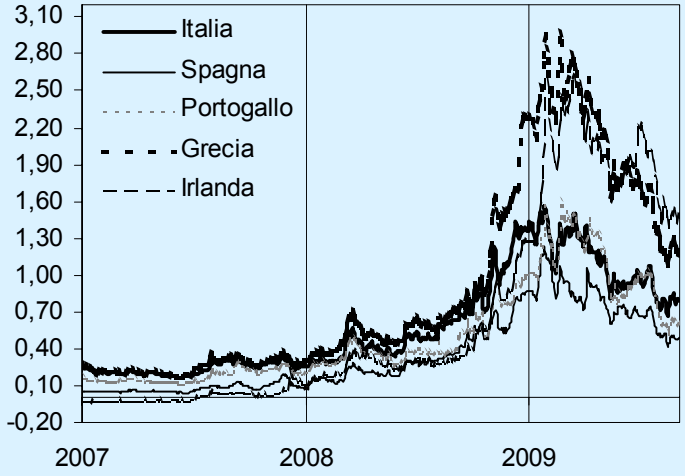
[1]E' l'indice di borsa più usato in India, viene anche chiamato BSE SENSEX (*Bombay Stock Exchange Sensitive Index*) o BSE 30.

condiziona la fiducia degli operatori e quindi dei listini nei mercati avanzati.

Anche il mercato delle obbligazioni si va normalizzando. Le emissioni nette di titoli di debito in Eurolandia sono state pari a 87,2 miliardi di euro a giugno 2009 (83,7 la media mensile nel 2007, 50,4 la media mensile nel periodo 1999-2006). A settembre 2008 erano scese a 8 miliardi. Anche nei mercati emergenti le emissioni sono tornate su ammontari standard.

Grafico 19

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



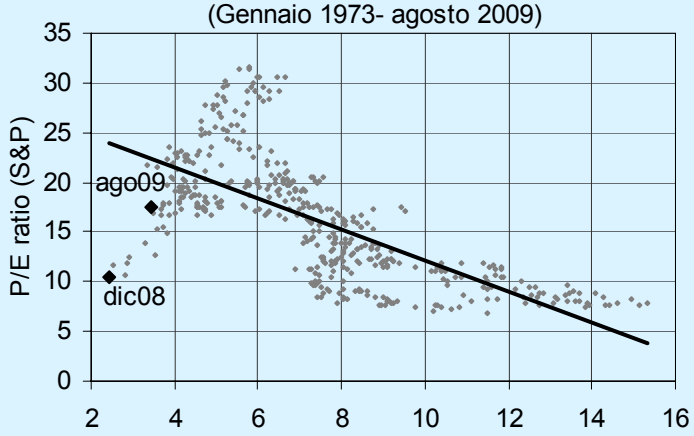
Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

Gli *spread* sui titoli pubblici pagati da alcuni paesi di Eurolandia sono scesi in agosto poco sopra l'ampiezza che avevano nel settembre 2008 (Grafico 19). Anche ciò è indice del ritorno di fiducia nei mercati. Gli *spread* erano iniziati a salire dall'estate 2007, impennandosi dopo il crack Lehman per la fuga dei capitali verso la qualità. In Italia lo *spread* è sceso a 65 punti base (picco a 175 punti nel gennaio 2009). Gli *spread* più elevati restano quelli pagati da Irlanda (148) e Grecia (120).

Un'altra misura della fiducia dei mercati finanziari è rilevabile nella relazione di lungo periodo tra un indicatore di Borsa (il rapporto prezzo/utili, P/E) e il rendimento sui titoli di lungo periodo più sicuri, tipicamente i titoli di Stato a 10 anni. Nell'agosto 2009 negli USA questa relazione è tornata ad approssimare la tendenza di lungo periodo, chiudendo in gran parte il *gap* raggiunto a fine 2008 (Grafico 20). *Gap* che è previsto quasi annullarsi entro fine anno.

Grafico 20

USA: in recupero il *sentiment* dei mercati
(Gennaio 1973- agosto 2009)



Rendimento dei titoli di Stato a 10 anni (%).
Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters

Riparte la domanda

La recessione è stata resa molto profonda dal crollo della domanda dovuta alla perdita di fiducia di famiglie e imprese. Alcune forze hanno però dapprima attenuato la caduta e ora stanno provocando il rilancio della spesa. In particolare, i consumi delle famiglie stanno beneficiando del rallentamento della dinamica inflazionistica, che in alcuni paesi ha registrato valori negativi, e degli effetti ritardati del sostegno

al reddito delle misure espansive adottate nelle maggiori economie (maggiore spesa pubblica, tagli di imposte, riduzione dei tassi d'interesse). Il progressivo e diffuso deterioramento del mercato del lavoro non ha impedito il recupero parziale della fiducia dei consumatori e aspettative meno negative incentivano gli acquisti. Tutto ciò prelude alla ripresa generalizzata della spesa delle famiglie, che già nel secondo trimestre 2009 è cresciuta in Giappone (+0,8% sul primo trimestre), Francia (+0,3%) e Germania (+0,7%).

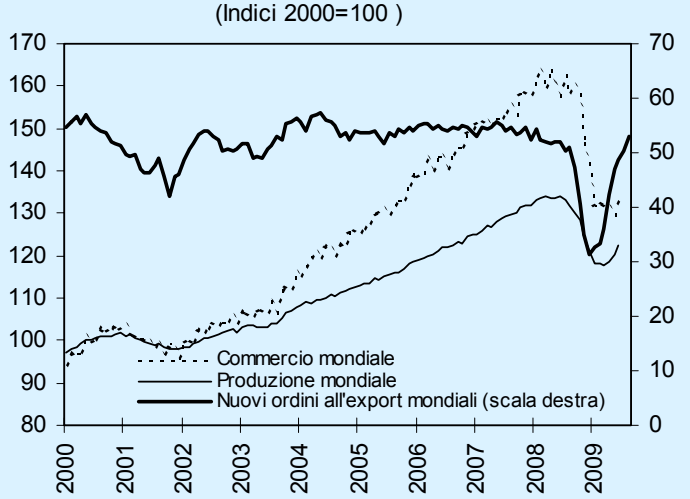
Per gli investimenti, invece, l'atteggiamento delle imprese è improntato ancora alla prudenza. L'ampia capacità produttiva inutilizzata, la riduzione dei margini e il peggioramento degli standard di accesso al credito frenano gli ordini di beni strumentali, che non recupereranno in fretta il crollo della produzione che in Europa è stato di oltre il 26%. Con l'importante eccezione della Germania, dove gli investimenti sono aumentati nel secondo trimestre 2009 dello 0,8% congiunturale (ma venivano da una caduta del 7,7% nel primo trimestre), nelle altre grandi economie è continuata la contrazione, anche se in misura meno accentuata.

Scambi globali in recupero

L'export mondiale ha invertito la tendenza e registrato una sensibile svolta a giugno: +2,5% in volume rispetto a maggio (Grafico 21). Resta tuttavia ancora sotto al picco toccato ad aprile 2008 di 19 punti percentuali. Mentre la produzione industriale, suo gemello ciclico, lo è di 8,6 punti dal picco del marzo 2008. La Cina, che si confermerà nel 2009 primo esportatore mondiale, vede aumentare le proprie esportazioni a livello congiunturale da maggio; la Germania ha registrato una forte crescita delle vendite estere in luglio (+11% rispetto a giugno). Gli ordini per l'export confermano la svolta del commercio mondiale: il *Global Index* (calcolato da *Markit* su più di venti paesi) è in aumento da gennaio 2009 dopo un anno ininterrotto di crollo; da luglio 2009 è tornato in territorio espansivo (53,04 ad agosto).

Grafico 21

Primi segnali di ripresa internazionali
(Indici 2000=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati CPB Netherlands Bureau. for Economic Policy Analysis e Markit.

Il difficile nodo da sciogliere riguarda il tipo di reazione che le diverse economie avranno durante la fase di ripresa. Non è ovvio che alla simultaneità della contrazione registrata nei diversi paesi a seguito dello shock del crack Lehman corrisponda un analogo sincronismo anche nel corso del rilancio.

Il fantasma del '29 non fa paura

Il paragone con la Grande Crisi del '29, già in partenza inappropriato, lo diventa ancora di più alla luce dei segnali di ripresa. L'attuale recessione, seppure profonda, appare comunque più concentrata nel tempo. PIL, commercio mondiale e mercati azionari hanno iniziato a recuperare.

Il PIL mondiale, previsto in contrazione nel 2009 (-1,4% rispetto al 2008 secondo le stime del FMI), tornerebbe già a crescere nel 2010 (+2,5%). Durante la Grande Depressione solo nel 1932 (ossia dopo tre anni) arrivò la svolta, dopo che il PIL mondiale era crollato del 17% rispetto al 1929.

Il commercio globale, che come è noto registra trend più accentuati di quelli della produzione, ha imboccato il sentiero della ripresa. Per il 2010 il CSC stima un +9,1% dell'export mondiale in volume, in recupero dal -14,4% del 2009. Negli anni Trenta, quindi in un'economia globale più chiusa dove il peso del commercio mondiale sul PIL era molto più piccolo, l'ampio ricorso al protezionismo provocò una caduta che durò quattro anni e pari al 68% cumulato (Grafico 22).

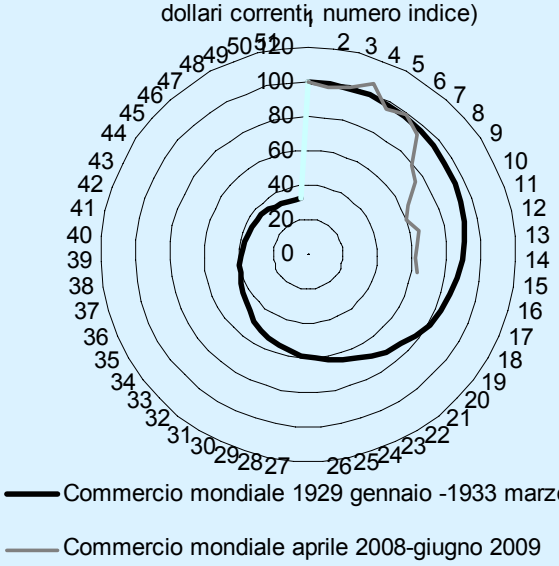
Anche i mercati azionari hanno messo a segno un netto recupero: +49,3% dal minimo toccato a marzo 2009 (indice *MSCI World*). Due anni in anticipo rispetto alla dinamica registrata dalle Borse dopo il crack del '29.

Le politiche economiche e monetarie adottate dalle principali economie sono state decisive nel ristabilire la fiducia e hanno dimostrato che la lezione dell'esperienza di 80 anni fa è stata ben appresa. Il libero scambio si è rivelato saldamente istituzionalizzato e il protezionismo degli anni Trenta appare lontano, nonostante alcune restrizioni mascherate (si veda pag. 51). Non ci sono, dunque, le condizioni per il ripetersi della storia.

Grafico 22

L'avvitamento del commercio mondiale nelle due crisi

(Dati mensili delle importazioni mondiali in milioni di dollari correnti, numero indice)



* Mesi di crisi.

Fonte: elaborazioni CSC su dati FMI e Lega delle Nazioni.

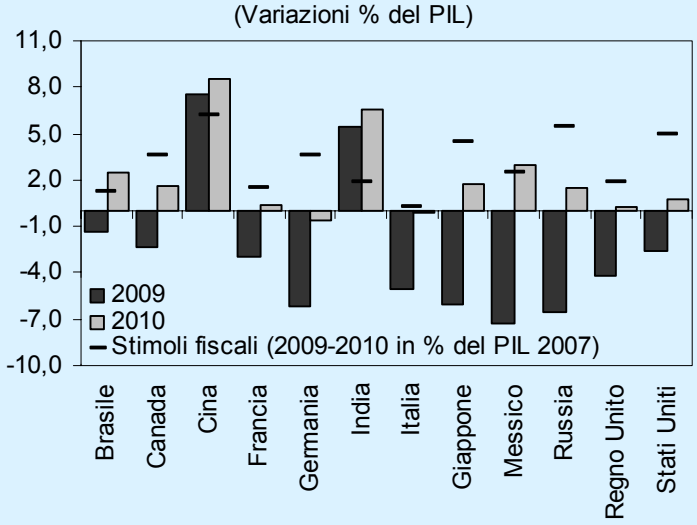
Stimoli fiscali: dagli annunci all'attuazione

Non sono in vista da parte dei governi ulteriori interventi di stimolo fiscale sia perché cominciano a intravedersi i primi segnali di ripresa sia perché stanno emergendo drammaticamente gli effetti della crisi sui bilanci pubblici. Sarebbe ben difficile trovare nuove risorse per sostenere l'economia. Occorre invece puntare su riforme strutturali in grado di aumentare il potenziale di crescita (che la crisi minaccia di ridurre, vedi pag.31), soprattutto in paesi come l'Italia che presentano un elevato debito pubblico.

Peraltro i governi sono impegnati nell'attuazione delle politiche già varate ma non sono disponibili informazioni per tutti i paesi. Gli interventi approvati per il 2009 nei paesi del G20 sono pari al 2% del PIL del 2007 e quelli per il 2010 all'1,6% (Grafico 23). Tre quarti degli stimoli previsti per il 2009 sono costituiti da maggiori spese che generalmente richiedono più tempo per concretizzarsi. Si sa che negli USA il 41% degli stimoli previsti per il 2009 è stato erogato (283 miliardi di dollari), in Canada l'81% è stato assegnato per essere speso, in Francia il 60% è stato utilizzato.

Grafico 23

Gli stimoli fiscali aiutano la ripresa
(Variazioni % del PIL)



Fonte: elaborazioni CSC su stime FMI (luglio 2009).

La dura eredità per i conti pubblici

La crisi sta incidendo sempre più negativamente sui bilanci pubblici che registrano i costi delle politiche di rilancio e la forte contrazione dell'attività economica. Il deficit complessivo dei paesi del G20 (la tabella 7 riporta i deficit in percentuale del PIL dell'anno cui si riferiscono) è previsto in crescita di 5,5% punti di PIL l'anno nel 2009 e nel 2010 rispetto al livello pre-crisi (2007). Ancor più preoccupante la dinamica dei debiti pubblici su cui ricadono anche le misure di salvataggio del sistema finanziario. Il debito dei paesi del G20 sarà nel 2009 di circa 14 punti percentuali superiore a quello del 2007 e circa 20 nel 2010 (Tabella 8). L'FMI prevede che i deficit miglioreranno nei prossimi anni ma rimarranno comunque superiori al livello pre-crisi. Nell'ipotesi che rientri completamente la maggiore spesa per gli stimoli fiscali e che i governi adottino interventi di aggiustamento nel periodo 2011-2014 pari al 2,5% di PIL nei paesi avanzati e all'1% negli emergenti, i deficit nel 2014 rimarranno del 2% del PIL sopra il livello registrato nel 2007 per i paesi del G20 a causa dell'aumento della spesa per interessi (causata dai maggiori debiti pubblici) e soprattutto

Tabella 7

Consistenti gli effetti della crisi sui deficit pubblici...
(Valori in % del PIL)

	2007	2009		2010		2014
	Deficit	Deficit	di cui: *stimoli fiscali*	Deficit	di cui: *stimoli fiscali*	Deficit
Stati Uniti	-2,9	-13,5	*-2,0*	-9,7	*-1,8*	-4,7
Regno Unito	-2,6	-11,6	*-1,6*	-13,3	*0,0*	-6,9
Giappone	-2,5	-10,3	*-2,4*	-10,3	*-1,8*	-7,6
India	-5,2	-9,8	*-0,6*	-8,4	*-0,6*	-4,6
Francia	-2,7	-7,4	*-0,7*	-7,5	*-0,8*	-5,2
Italia	-1,5	-5,9	*-0,2*	-6,3	*-0,1*	-4,8
Turchia	-2,1	-5,8	*-0,8*	-5,4	*-0,3*	-5,0
Russia	6,8	-5,5	*-4,1*	-5,0	*-1,3*	2,0
Germania	-0,5	-4,6	*-1,6*	-5,4	*-2,0*	-0,5
Australia	1,5	-4,3	*-2,9*	-5,3	*-2,0*	-1,3
Cina	0,9	-4,3	*-3,1*	-4,3	*-2,7*	-1,0
Canada	1,6	-4,2	*-1,9*	-3,7	*-1,7*	0,5
Messico	-1,4	-3,9	*-1,5*	-4,0	*-1,0*	-2,9
Argentina	-2,2	-3,3	*-1,5*	-1,5	*0,0*	-0,4
Brasile	-2,5	-3,2	*-0,6*	-1,3	*-0,6*	-1,3
Corea	3,5	-3,2	*-3,6*	-4,3	*-4,7*	2,1
Sudafrica	1,2	-2,8	*-3,0*	-3,0	*-2,1*	-2,3
Indonesia	-1,2	-2,6	*-1,4*	-2,1	*-0,6*	-1,7
Arabia Saudita	15,7	4,2	*-3,3*	8,8	*-3,5*	13,4
G20	**-1,1**	**-8,1**	***-2,0***	**-6,9**	***-1,6***	**-3,1**

Fonte: elaborazioni CSC su stime FMI (luglio 2009).

del peggioramento dei saldi primari, conseguenza del minor livello di crescita che manterrà più basse le entrate tributarie e più elevata la spesa primaria. Addirittura peggiore la prospettiva per i debiti: in rapporto al PIL, il debito complessivo dei paesi del G20 nel 2014 è previsto di 24 punti percentuali superiore a quello del 2007. Differenze sostanziali vi sono tra paesi avanzati ed emergenti. Sui primi gli effetti della crisi sono più marcati perché maggiore è l'incidenza degli stabilizzatori automatici e meno accentuata la ripresa; il loro debito è atteso nel 2014 al 120% del PIL contro un livello pre-crisi del 78,8%. L'effetto di breve periodo del peggioramento dei conti è che si riducono gli spazi per ulteriori interventi di sostegno all'economia. Nel medio periodo le previsioni sono fortemente legate all'efficacia sulla crescita, delle politiche di bilancio adottate nel 2009 e 2010. Ma va tenuto presente che lo stesso aumento dei debiti pubblici ha un effetto frenante sullo sviluppo perché aumenta i tassi di interesse reali di un ammontare che, secondo gli studi econometrici citati dalla BRI, è pari allo 0,4% ogni 10 punti di maggior debito, e dunque di quasi un punto nello scenario disegnato dall'FMI.

Tabella 8

...e soprattutto sui debiti pubblici
(Valori in % del PIL)

	2007	2009	2010	2014	Saldo primario[1]
Giappone	187,7	217,4	226,2	239,2	9,8
Italia	103,5	117,3	123,2	132,2	5,8
Stati Uniti	63,1	88,8	99,8	112,0	4,3
India	80,5	83,7	85,0	73,4	2,8
Germania	63,6	79,8	86,8	91,4	2,8
Francia	63,8	77,4	83,8	95,5	3,1
Canada	64,2	75,6	76,6	65,4	1,0
Brasile	67,7	70,1	68,5	62,2	2,0
Regno Unito	44,1	68,6	82,2	99,7	3,4
Argentina	67,9	50,4	50,6	48,4	1,0
Messico	38,2	49,2	50,3	44,5	0,7
Turchia	39,4	46,9	50,7	58,1	1,7
Corea	29,6	35,8	42,0	39,4	0,4
Indonesia	35,1	31,1	31,0	28,4	0,3
Sudafrica	28,5	29,0	30,5	29,5	0,3
Cina	20,2	20,9	23,4	21,3	0,2
Arabia Saudita	18,5	14,6	12,6	9,4	0,1
Australia	8,5	13,7	19,1	25,9	0,3
Russia	7,4	7,3	7,8	7,3	0,1
G20	**62,4**	**76,1**	**82,1**	**86,6**	

[1]Saldo primario medio annuale richiesto per stabilizzare il debito entro il 2014 per i paesi avanzati (emergenti) che in quell'anno presentano un debito inferiore al 60% (40%) del PIL, ovvero richiesto per ricondurre il debito al 60% (40%) del PIL nel 2029 per i paesi che presentano nel 2014 un debito superiore al 60% (40%) del PIL.

Fonte: elaborazioni CSC su stime FMI (luglio 2009).

Exit strategy sì, ma non ancora

Con una crescita a ritmi elevati l'aggiustamento dei conti pubblici potrebbe avvenire in larga parte automaticamente perché la maggiore attività economica opererebbe sia sul denominatore dei rapporti deficit/PIL e debito/PIL sia determinando maggiori aumenti delle entrate e riduzioni delle spese correnti. Anche da questo punto di vista è delicata la scelta di quando avviare la correzione dei disavanzi, evitando di farlo in un momento troppo anticipato nel tempo e tale da bloccare la ripresa sul nascere; ma non deve neanche essere troppo ritardato perché ciò renderebbe meno sostenibili i debiti pubblici. Inoltre, assume particolare rilevanza il coordinamento con la politica monetaria, che dovrà ritirare le massicce iniezioni di liquidità in modo da evitare pressioni inflazionistiche. Al momento, soltanto la Cina, che presenta tassi elevati di crescita e rischi di inflazione conseguenti alle consistenti politiche di stimolo adottate tra la fine del 2008 e l'inizio del 2009, è nelle condizioni di avviare l'*exit strategy*. A luglio la Banca centrale cinese ha ridotto la liquidità e molto probabilmente per la fine del 2009 e l'inizio del 2010, quando le prospettive di crescita saranno consolidate, inizierà ad aumentare il tasso di sconto. Nelle economie avanzate molto più realisticamente, viste le caratteristiche della crisi, la ripresa sarà lenta e l'aggiustamento

richiesto per riportare i debiti pubblici a un livello sostenibile sarà molto consistente, soprattutto per quei paesi che presentano un livello di debito molto elevato, come Italia e Giappone. L'FMI ha individuato per i paesi del G20 l'avanzo primario medio annuale che sarà necessario per stabilizzare il debito entro il 2014, per i paesi avanzati (emergenti) che in quell'anno presentano un debito inferiore al 60% (40%) del PIL, ovvero richiesto per ricondurre il debito al 60% (40%) del PIL nel 2029 per i paesi che presentano nel 2014 un debito superiore al 60% (40%) del PIL. Il Giappone dovrà realizzare un avanzo primario medio annuale del 9,8% del PIL, l'Italia del 5,8%, gli USA del 4,3% e il Regno Unito del 3,4%. Si tratta di cifre molto rilevanti che dipendono dalle ipotesi sul tasso di crescita del sistema economico: più è elevato, meno alto deve essere il saldo primario. In un tale contesto è rilevante individuare un'*exit strategy* che è al momento prematuro avviare, come riconosciuto dal G20 dei ministri finanziari di inizio settembre, ma che, vista la dimensione dell'aggiustamento richiesto, è bene programmare sin da ora per evitare che il riassorbimento dei debiti debba passare per una soluzione inflazionistica che presenta rischi elevati, oltre al fatto che non è necessariamente praticabile in un contesto come quello dell'Unione monetaria europea. L'inquadramento dell'azione di politica economica in un arco temporale di medio-lungo periodo, l'individuazione di regole tali da consentire il rientro graduale dei deficit una volta che sia ripartita la crescita e le riforme strutturali che inducano il contenimento della spesa pensionistica e sanitaria e accrescano il potenziale di crescita (istruzione, ricerca, liberalizzazioni) sono tra le azioni necessarie per sfruttare al meglio le opportunità della ripresa e ripristinare la sostenibilità del debito. Queste scelte sono ancora più necessarie nell'economia italiana, caratterizzata da un elevato debito e da ritmi di sviluppo inferiori e destinati a ridursi per l'abbattimento del potenziale. La riforma del processo di bilancio, avviata lo scorso anno con l'estensione dell'arco temporale in cui si inserisce l'azione di politica economica di breve periodo e proseguita con l'approvazione a giugno 2009 da parte del Senato della <Legge quadro in materia di contabilità e finanza pubblica> (ora all'esame della Camera), va certamente nella direzione giusta. Il DPEF 2010-2013 delinea un quadro tutto sommato rassicurante: indebitamento al 5,3% del PIL nel 2009, al 2,9% nel 2012 e al 2,4% nel 2013; debito pubblico al 118,2% del PIL nel 2010 e al 114,1% nel 2013. Ma questo scenario è basato su una crescita del PIL del 2% dal 2011 in avanti, che consentirebbe di riassorbire gran parte del deficit. Questi obiettivi sono condivisibili ma per essere colti richiedono l'adozione in tempi relativamente brevi di riforme strutturali per innalzare il tasso di sviluppo. Ciò è tanto più vero se si tiene conto del fatto che i saldi indicati nel

Tabella 9

L'indebitamento strutturale sconta gli stimoli fiscali
(Valori in % del PIL)

	Indeb. strut. al netto delle politiche discrezionali[1]				Indeb. strut.
	2007	**2008**	**2009**	**2010**	**2010**
Irlanda	-8,8	-11,8	-13,6	-14,2	-14,2
Regno Unito	-2,8	-4,8	-5,3	-6,2	-6,1
Stati Uniti	-1,6	-2,6	-4,0	-4,7	-6,5
Giappone	-2,6	-4,7	-4,0	-4,6	-6,5
Grecia	-4,3	-5,1	-5,1	-4,5	-4,5
Portogallo	-3,2	-3,2	-3,3	-4,2	-4,2
Spagna	-1,2	-2,5	-2,9	-3,9	-4,2
Italia	-2,3	-2,7	-2,5	-2,8	-2,9
Belgio	-1,0	-1,9	-1,7	-2,6	-3,0
Francia	-2,9	-3,1	-2,6	-2,2	-3,0
Austria	-2,1	-0,9	-1,4	-1,5	-3,2
Germania	-0,5	-0,3	-0,4	-0,5	-2,5
Olanda	-0,4	0,1	-0,4	-0,3	-1,0
Finlandia	4,5	3,7	2,6	0,7	0,2

[1]L'indebitamento strutturale al netto delle politiche discrezionali è calcolato sottraendo dal saldo strutturale stimato dal FMI la stima dello stesso istituto per la consistenza degli stimoli fiscali.

Fonte: elaborazioni CSC su dati FMI.

DPEF scontano la piena efficacia delle misure di contenimento della spesa adottate con il decreto legge 112/2008 e ulteriori interventi correttivi nella misura dello 0,4% del PIL nel 2011 e di un ulteriore 1,2% nel 2012.

In Italia il peggioramento dei conti pubblici è legato in larga parte a fattori ciclici. Al contrario di quanto sta avvenendo in quasi tutti gli altri paesi dell'Unione, a eccezione di Germania, Olanda e Finlandia, le stime dell' FMI mostrano che il deficit strutturale italiano si mantiene al di sotto del 3% (2,7% nel 2009 e 2,9 nel 2010). Il deficit strutturale però, oltre a essere aggiustato per il ciclo, include le misure di stimolo fiscale. Depurato da questa componente esso scende nettamente sotto il 3% nei principali paesi dell'Unione monetaria (Tabella 9).

Politiche monetarie espansive, ancora a lungo

Le Banche centrali sono concentrate sulla gestione degli strumenti messi in campo prima dell'estate per sostenere credito e attività economica. Per buona parte del prossimo anno manterranno politiche molto espansive. Che hanno evitato l'avvitamento con la crisi dell'economia reale, sebbene non siano finora riuscite a rilanciare il credito. Solo sulla fine del 2010, quando si sarà consolidata la ripresa, ci si attende prima la graduale rimozione delle misure non convenzionali e poi l'inizio di risalita dei tassi.

Il taglio dei tassi di interesse ufficiali era già stato in gran parte attuato a livello globale prima della pausa estiva. Ma è proseguito ancora in alcuni paesi (Tabella 10). In modo significativo (1,5 punti) in Brasile, che aveva cominciato successivamente l'allentamento (inizio 2009). La Repubblica Ceca ha ridotto il tasso di un altro mezzo punto. Svezia e Canada lo hanno limato ancora di un quarto di punto, portandolo al livello degli USA (0,25%). La BCE invece l'ha tenuto fermo all'1% raggiunto a maggio e, sebbene l'abbia già predisposta, non attuerà presto l'*exit strategy*: la sua politica resterà espansiva a lungo. Israele ha invece già iniziato a rialzare i tassi (+0,25 punti).

Tabella 10

Ancora qualche taglio dei tassi negli ultimi mesi
(Tassi ufficiali di interesse; valori %)

	Massimo di partenza	Mese di massimo	Livello attuale	Taglio da giu-09	Taglio totale
Regno Unito	5,75	nov-07	0,50	0,00	-5,25
USA	5,25	set-07	0,25	0,00	-5,00
Brasile	13,75	gen-09	8,75	1,50	-5,00
Svezia	4,75	ott-08	0,25	0,25	-4,50
India	9,00	ott-08	4,75	0,00	-4,25
Australia	7,25	set-08	3,00	0,00	-4,25
Canada	4,50	dic-07	0,25	0,25	-4,25
Eurolandia	4,25	ott-08	1,00	0,00	-3,25
Corea del Sud	5,25	set-08	2,00	0,00	-3,25
Rep. Ceca	3,75	ago-08	1,25	0,50	-2,50
Svizzera	2,75	ott-08	0,37	0,00	-2,38
Cina	7,47	set-08	5,31	0,00	-2,16
Giappone	0,50	set-08	0,10	0,00	-0,40

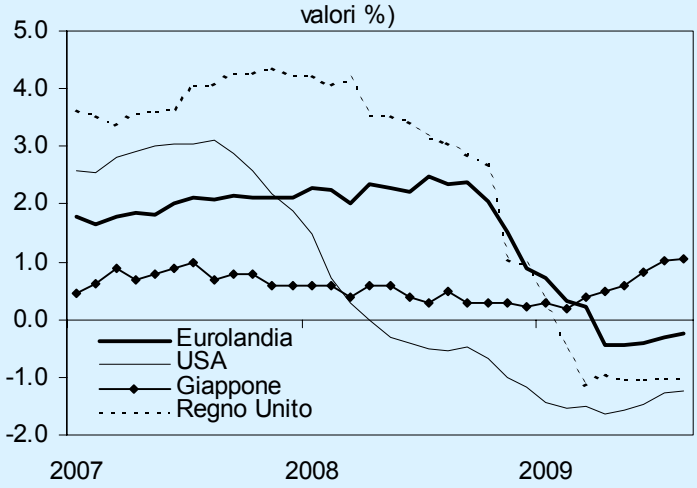
Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

Con i tassi ufficiali nominali fermi nelle principali economie avanzate, negli ultimi tre mesi il calo dell'inflazione *core* (al netto di alimentari ed energia) ha fatto risalire i tassi reali (Grafico 24). Soprattutto in Giappone dove la *core* è diminuita a -0,9% a luglio 2009 da -0,1% a febbraio. I tassi reali restano comunque negativi sia negli USA (-1,3%) che in Eurolandia (-0,3%). Il differenziale nei tassi reali tra i due, che riflette quello nei tassi nominali, si è ridotto in modo significativo da luglio 2008 (quando era di 3 punti) e ora si è stabilizzato a un punto percentuale. Il supporto alla domanda resta più forte negli USA.

La distanza tra le politiche BCE e FED risulta molto minore se valutata sui tassi di mercato. La BCE li ha infatti lasciati scendere sotto il tasso di riferimento per consentire una maggiore trasmissione dello stimolo monetario. Secondo molti analisti, in realtà, le aste a importo illimitato e tasso fisso stanno spiazzando il mercato interbancario, più che normalizzarlo; le banche sono tornate a prestarsi denaro sulle scadenze più brevi, ma già a tre mesi i volumi sono rarefatti. In termini di costo la normalizzazione c'è stata: l'Euribor a 3 mesi è sceso a 0,79% in settembre, sotto il tasso ufficiale, mentre l'equivalente USA è allo 0,33%, appena sopra il tasso FED. Il differenziale Eurozona-USA è quindi pari a 0,46% nei tassi nominali a tre mesi (0,7% in termini reali), addirittura nullo sulla brevissima scadenza, con l'Eonia a 0,33%. Nel pieno della crisi finanziaria la trasmissione dai tassi di *policy* a quelli di mercato in Eurolandia era divenuta molto difficoltosa. Le misure non convenzionali adottate dalla BCE per sostenere il credito all'economia (fondi illimitati alle banche a tasso fisso, allungamento delle scadenze di tali operazioni ed estensione delle garanzie ammesse) l'hanno sbloccata, facendo calare gli *spread* di mercato monetario. Molto meno attiva la BCE, rispetto alla FED, su altre misure non convenzionali. L'acquisto di *covered bonds* annunciato per 60 miliardi di euro è stato effettuato per soli 8,5 miliardi. La BCE ha sottolineato che sarà completato entro giugno 2010 ma non ci si attende comunque l'ampliamento di tale genere di interventi (acquisto di attività) utilizzati invece ampiamente dalla FED.

Grafico 24

Tassi reali, resta 1 punto tra BCE e FED
(Tassi ufficiali al netto dell'inflazione core; valori %)

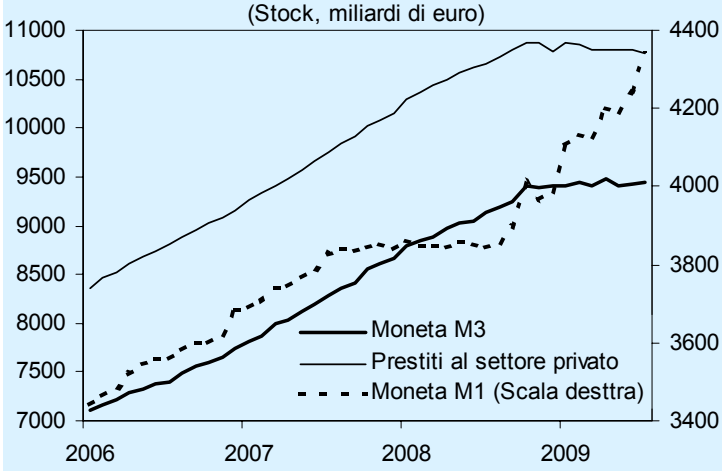


Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

A fronte delle massicce misure espansive quantitative, l'offerta complessiva di moneta continua a non aumentare. Le componenti più liquide della moneta (M1) proseguono in Eurolandia l'accelerazione partita dopo il crack Lehman: +12,2% annuo a luglio 2009 (+0,3 nell'agosto 2008), con il circolante che cresce del 12,5%. Mentre la misura più aggregata di moneta (M3) resta ferma (Grafico 25) facendo frenare la sua crescita annua:

Grafico 25

Eurolandia: corre la moneta M1, ma M3 è ferma
(Stock, miliardi di euro)



Dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi.
Fonte : elaborazioni CSC su dati BCE.

+3% a luglio 2009, dal picco del 12,5% a ottobre 2007. Ciò rispecchia la faticosa ripresa dell'economia, giacché i prestiti al settore privato sono una delle contropartite di M3 e calano su base congiunturale, restando sotto il livello del settembre 2008. La loro crescita annua di conseguenza continua a rallentare: +0,6% in luglio, da +11,3% nell'ottobre 2007. Negli altri paesi avanzati invece le misure più aggregate di moneta fanno segnare migliori andamenti: M2 negli USA registra una crescita sempre elevata (9%), associandosi a un balzo di M1 molto marcato (+17,4% annuo in luglio); M3 in Giappone ha accelerato (+1,9%), con M1 che si è ridotta a luglio.

Aiuti alla finanza, un affare per i Governi

I sostegni pubblici al sistema finanziario, in base all'ammontare complessivo annunciato fino a luglio, comportano uno stanziamento di risorse pari al 3,6% del PIL del 2008 nei paesi del G20. Tale impegno è superiore per i paesi avanzati (5,5%) rispetto agli emergenti (0,5%). Gli aiuti effettivamente erogati sono finora stati meno ampi del previsto per diverse ragioni: gli annunci servivano a rassicurare i mercati; il sistema finanziario si va stabilizzando; la ricapitalizzazione degli istituiti bancari e la dismissione degli *asset* tossici richiede tempo. Al momento, l'FMI stima che delle somme annunciate e destinate a iniezioni di capitale e all'acquisto di *asset* da parte dei governi sia stato impiegato rispettivamente solo il 41,8% e il 18,9%.

In Europa questo tipo di interventi da parte dei singoli paesi è stato predisposti nell'ambito di una cornice definita dall'Unione. Finlandia, Irlanda e Olanda si sono limitati al rilascio di garanzie sui depositi e sulle emissioni di debito bancario. Francia, Danimarca, Italia, Portogallo e Svezia hanno anche adottato, con modalità diverse, schemi per ricapitalizzare le banche. Austria, Germania, Ungheria, Grecia e Regno Unito hanno combinato diverse misure (garanzie, ricapitalizzazioni e interventi specifici su singole banche). La Spagna ha avviato un fondo per l'acquisizione di *asset* finanziari e più di recente Irlanda e Germania hanno predisposto piani per la creazione di *bad bank*. Negli USA il ventaglio degli interventi per il settore finanziario è il più ampio in termini di tipologia di misure e di ammontare complessivo delle risorse impegnate; la creazione di una *bad bank* non è invece più una priorità, dati gli altri interventi attuati.

Modello svedese non replicabile

Rispetto a quanto fatto in Svezia a inizio anni 90, considerato da molti il punto di riferimento per risolvere una crisi bancaria, gli interventi recenti sembrano tardivi. La crisi svedese iniziò nel 1990 e divenne sistemica nel 1992. Il Governo ristrutturò rapidamente e pienamente il sistema bancario già nel '91. Ciò consentì agli aiuti pubblici, pari al 3,6% del PIL, di essere quasi del tutto ricuperati negli anni successivi, anche se non fu evitata una notevole perdita di PIL. Il ricorso a *bad bank* è stato centrale nel caso svedese, sebbene l'esperienza internazionale dimostri che non si tratta di una panacea (Tabella 11): in alcuni casi ha funzionato, in altri no. Nel caso svedese il portafoglio di attività da gestire era composto per lo più di immobili laddove nelle crisi asiatiche del '97 prevalevano le attività finanziarie. Ed era pari in Svezia al 9% del PIL contro il 15-40% nei paesi asiatici. Secondo la Commissione europea una *bad bank* efficace richiede governo e sistema legale efficienti. In Svezia hanno giovato la presenza di una forte *governance*, con un vasto consenso politico, e la notevole trasparenza sulla strategia adottata e sulle effettive condizioni finanziarie delle banche. Ci fu infatti una corretta e rapida valutazione degli *asset*, che consentì una veloce identificazione di quali banche erano solventi e quali no. Per questo non in tutte le situazioni il modello svedese può essere implementato con successo.

Tabella 11

Esperienze di "Bad Bank" (AMC) durante le passate crisi bancarie

	Tipologia di AMC				Costi fiscali diretti (% del PIL)			Trasferiti asset maggiori del 10% del PIL	Successo
	Centralizzata	Decentralizzata	Rapida vendita	Ristrutturazione	Costi fiscali lordi	Costi fiscali netti	Recovery rate (%)		
Ocse									
Finlandia (91)		x		x	12.8	11.1	13.3	N	S
Svezia (91)		**x**		**x**	**3.6**	**0.2**	**94.4**	**N**	**S**
Messico (94)	x	x	x		19.3	18.0	6.7	S	N
Rep. Ceca (96)	x		x		6.8	5.8	14.7	-	-
Corea del Sud (97)	x		x	x	31.2	23.2	25.6	S	S
Giappone (97)	x				14.0	13.8	1.4	N	N
Non Ocse									
Ghana (82)	x			x	6.0	6.0	0.0	N	N
Lituania (95)	x		x		3.1	2.9	6.5	-	N
Filippine (97)	x				13.2	13.2	0.0	S	N
Indonesia (97)	x			x	56.8	52.3	7.9	S	N
Malaisia (97)	x		x	x	16.4	5.1	68.9	-	S
Thailandia (97)	x			x	43.8	34.8	20.5	S	N

AMC = Asset Management Company
Fonte: Commissione Europea.

Primi interventi in utile

Gli interventi nel sistema finanziario impegnano ingenti risorse pubbliche, ma potrebbero chiudersi anche in utile come è già avvenuto in alcuni casi. In Svizzera la Banca centrale (BNS) e UBS hanno trasferito 42 miliardi di euro di titoli considerati illiquidi dal bilancio UBS a un fondo separato, controllato da BNS. Ciò ha consentito a UBS di ridurre il capitale regolamentare da detenere a fronte delle eventuali perdite. E la BNS ha di recente guadagnato in modo significativo dal recupero di valore delle attività di UBS. Negli USA alcune banche hanno già iniziato a rimborsare i fondi pubblici al Governo.

La Cina fonte di domanda globale

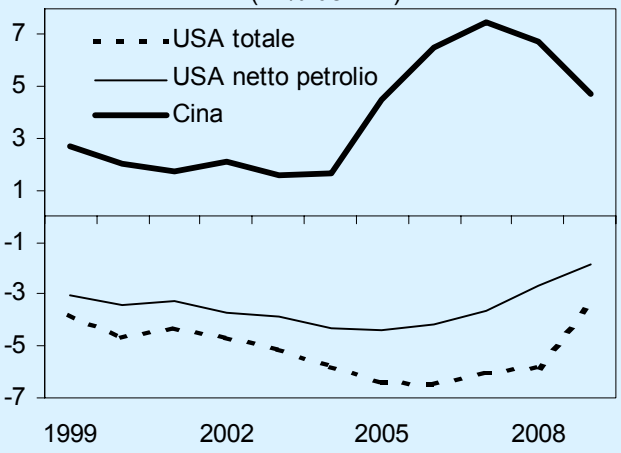
La polarizzazione dello squilibrio nei conti con l'estero tra Stati Uniti, principale debitore internazionale, e Cina, principale creditore, è stata una delle cause della crisi iniziata nel 2008 ma sta rapidamente rientrando dai picchi raggiunti nel 2006 (Grafico 26). Gli USA in meno di un anno hanno ridotto il deficit commerciale di quasi due punti e mezzo di PIL, passando dal 5,8% del 2008 al 3,4% del 2009 (stima CSC). La Cina ha abbassato il surplus di due punti percentuali, dal 6,7% al 4,7%, non solo perché le sue esportazioni (motore fondamentale per la sua crescita fino al 2008) sono diminuite, ma anche e soprattutto perché sono aumentate le sue importazioni. Il governo cinese nell'ultimo anno ha promosso la crescita puntando sulla domanda interna, attraverso un programma di sostegno a investimenti e consumi. Di questa svolta stanno beneficiando soprattutto le altre economie asiatiche, partner privilegiati per la Cina, che rappresentano il 30% delle sue importazioni dal mondo. Il Giappone, che quest'anno nonostante la debole domanda internazionale chiuderà in leggero avanzo la bilancia commerciale (+0,1% del PIL secondo le stime CSC), ha una quota di domanda cinese di import tra le maggiori (12,4% nel 2008). Brasile,

Russia e India negli ultimi anni hanno visto aumentare, in controtendenza rispetto a quanto è successo alla maggior parte degli esportatori in Cina, le proprie quote di mercato, sebbene siano ancora su livelli lontani dai vicini paesi asiatici come la Corea (9,3% nel 2008). I paesi dell'Unione europea (10,8% nel 2008) hanno invece continuato a perdere quote sul mercato cinese; in particolare la Germania, primo esportatore mondiale fino al 2008, e primo esportatore europeo in Cina, ha visto quasi dimezzare la propria quota su quel mercato dall'8,4% del 1986 al 4,6% del 2008; nell'anno in corso il saldo della bilancia commerciale tedesca passerà dal 7,1% del PIL nel 2008 al 4,6% (stima CSC).

Come detto, si sta riducendo il disavanzo con l'estero degli Stati Uniti, impegnati ad aggiustare la propria economia, e ciò andrà a svantaggio dei loro principali partner commerciali (Canada, Messico, Cina e Area euro), che dovranno cercare in altri mercati, soprattutto emergenti con una domanda interna più vivace, nuovi sbocchi. Per l'area euro le prospettive del commercio con l'estero appaiono difficili, data la scarsa presenza in Cina e la grande rilevanza degli scambi intra area.

Grafico 26

Saldi commerciali: due facce della stessa medaglia
(In % del PIL)



*2009 stima del CSC su dati del primo semestre.
Fonte: elaborazioni CSC su dati BEA e Istituto Nazionale di statistica cinese

Consumatori USA più frugali

Continua ad aumentare il tasso di risparmio delle famiglie americane. In percentuale del reddito disponibile la parsimonia torna ai livelli "normali" pre-bolle. Questo riequilibrio almeno nel breve periodo farà da freno alla ripresa USA e quindi mondiale (i consumi privati statunitensi sono il 29% di quelli mondiali, dati 2008) e l'aumento dei consumi dei paesi emergenti (Cina, India e Brasile in testa) potrà solo in parte agire da compensazione (i BRIC contano per l'11% dei consumi privati mondiali).

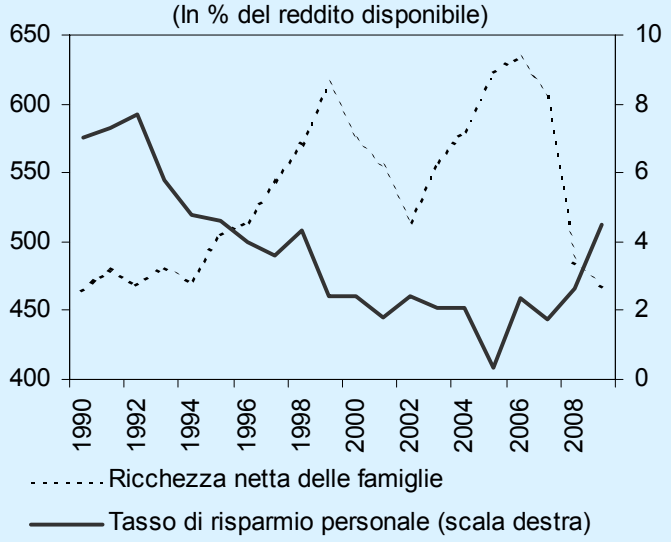
Una notevole porzione dell'aggiustamento del risparmio in USA è però già avvenuta in pochi mesi e altrettanto rapidamente potrebbe terminare, dando maggior corda ai consumi nel 2010. Il tasso di risparmio, calcolato in percentuale del reddito disponibile, è passato dal minimo di 0,8% di aprile 2008 al 4,2% di luglio 2009, dopo un picco in maggio del 6,2% dovuto a rimborsi fiscali una tantum (per approfondimenti si veda Scenari Economici nr. 5, giugno 2009, pag. 74).

Il tasso di risparmio dei primi sette mesi del 2009 è stato in media del 4,5%, dal 2,6% del 2008 (questo valore è stato corretto al rialzo del 46% nell'ambito della revisione quinquennale dei conti nazionali pubblicata lo scorso 28 agosto). Il suo livello usuale era del 7-8% negli anni 80 e all'inizio dei 90, prima del gonfiarsi della bolla di Wall Street con la *new economy* e di quella dei prezzi delle case (Grafico 27).

Lo scoppio delle bolle ha molto ridimensionato la ricchezza netta delle famiglie USA, che nel 2008 era calata al 485,9% del reddito disponibile e nel primo trimestre 2009 è scesa al 467,1%. E' tornata quindi ai livelli della prima metà degli anni 90. Questa discesa, assieme alla necessità di rimborsare parte dei debiti, spinge verso il ripristino di un maggior tasso di risparmio.

Grafico 27

Stati Uniti: più parsimonia
(In % del reddito disponibile)



* Il tasso di risparmio è la media dei primi 7 mesi del 2009, la ricchezza netta è relativa al I trimestre 2009.
Fonte: elaborazioni CSC su dati BEA e OCSE.

Il percorso di riequilibrio, come detto, è però a buon punto, tanto più che ci sarà un parziale recupero, come conseguenza dei rialzi di Borsa e della stabilizzazione dei prezzi degli immobili[2], della ricchezza perduta. Quando sarà concluso, i consumi potranno ricominciare a salire quanto il reddito. Di certo, però, le famiglie americane non saranno più i compratori di ultima istanza di quello che il resto del mondo produce.

Il ridisegno delle finanze pubbliche

Il cantiere delle riforme del sistema finanziario è in piena attività. Alcuni passi importanti sono stati già compiuti. A livello internazionale con l'ancora incompleto rafforzamento dell'FMI (attorno al quale continuano a esserci divergenze), il maggiore potere conferito all'OCSE nel contrasto all'evasione fiscale, le linee guida varate dalla Banca dei regolamenti internazionali per nuove regole contabili e l'accordo raggiunto tra i banchieri centrali per il superamento di Basilea 2 con una nuova regolazione bancaria. A livello nazionale alcuni paesi hanno proposto o varato misure. Il ridisegno più vasto e organico è stato quello avanzato negli USA dall'amministrazione Obama, che ha completato nella prima metà di agosto l'invio al Congresso per l'approvazione del pacchetto legislativo di nuove regole per i propri mercati finanziari. Le nazioni dell'Ue sono divise su quali provvedimenti introdurre sull'attività degli *hedge fund* (con il Regno Unito contrario perché molti di essi operano da Londra), sul *private equity* e sui requisiti di capitale per le istituzioni finanziarie. Norme restrittive per i primi due appaiono un diversivo populistico, essendo la crisi nata dentro il sistema bancario; il piatto forte sono i requisiti di capitale.

Le riforme saranno al centro del G20 di Pittsburgh in calendario il 24-25 settembre, assieme alla valutazione sull'opportunità di studiare come e soprattutto quando iniziare a ritirare le misure espansive in modo coordinato per dare segnali stabilizzanti ai mercati (ma senza indicare fin d'ora una tempistica, se non con un generico quanto ovvio "quando la crisi sarà finita"). Il tema principale saranno proprio i nuovi requisiti di capitale delle istituzioni finanziarie, necessari per fronteggiare le perdite e ridurre i rischi di insolvenza in modo da garantire la stabilità del sistema e

[2] Per un approfondimento sul mercato immobiliare USA si veda in questo volume pag. 52.

non solo quella dei singoli operatori. I requisiti verranno innalzati e la misura del loro aumento è cruciale per determinare quanto ampia sarà la riduzione della leva (rapporto tra attività e capitale proprio). Si discuterà anche di tetti e vincoli alla remunerazione dei banchieri (peraltro, abbassando la leva anche gli utili e quindi i bonus sono di fatto decurtati) e di limiti alle dimensioni delle stesse istituzioni finanziarie (ciò che è troppo grande per fallire è anche troppo grande per esistere, e in ogni caso deve esplicitare un piano di ridimensionamento). Un potente disincentivo, una sorta di tassa sulla dimensione, sarà costituito da requisiti di capitale proporzionati alla rilevanza sistemica dell'istituzione (anche in termini di interconnessione con gli altri intermediari). Mentre i minimi patrimoniali dovrebbero essere trasformati da pro-ciclici (diventano più lievi quando l'economia va bene, e viceversa) ad anticiclici (nelle fasi positive sarà richiesto un maggior accantonamento che di fatto agisce da freno all'espansione del credito), anche attraverso un maggior peso di forme di raccolta di capitale di maggiore qualità (azioni ordinarie invece di altre). Si esaminerà la proposta americana di regolamentare direttamente il livello della leva e esplicitare il grado di liquidità delle banche, punti sui quali c'è già stata l'intesa al G-20 dei ministri delle finanze. Difficilmente si arriverà a un accordo sulle quote e quindi sui poteri decisionali nel governo dell'FMI, con gli europei arroccati a difendere le posizioni dei singoli paesi, gli americani che non cederanno il loro diritto di veto *de facto* (hanno una quota in grado di non far raggiungere la maggioranza necessaria per alcune decisioni) e i paesi in via di sviluppo che premono per contare di più.

Si tratta in ogni caso di parte di un ridisegno complessivo che, secondo quelli che sono ormai principi generalmente condivisi dai vari organismi internazionali, dovrebbe essere costituito da: una vigilanza più attenta anche perché coordinata a livello internazionale e rivolta a tutte le istituzioni rilevanti per il rischio sistemico, non solo le banche commerciali, e a tutte le loro attività, anche quelle poste fuori bilancio; la riduzione della stazza degli intermediari (con meno cartolarizzazioni e minori economie di scala e scopo, e ciò comporterà maggior costo dei finanziamenti); un maggiore scrutinio dei nuovi strumenti (che potranno essere diffusi solo dopo essere stati vagliati), suddividendoli per categorie di rischiosità e lasciando a chi li crea una parte della responsabilità e del rischio; maggiore trasparenza e regolazione dei mercati OTC (*Over the counter*, cioè fuori dalle borse ufficiali), finora non regolamentati, in modo da standardizzarli e concentrare gli scambi come avviene nelle borse azionarie, con deposito di garanzia che sale in funzione della volatilità del mercato; ridurre i conflitti di interesse delle agenzie di *rating* e rendere il *rating* meno rilevante.

In generale, regole e misure prudenziali devono essere basate sul tipo di rischio assunto piuttosto che sul tipo di istituzione che lo assume e il perimetro della regolazione deve essere flessibile, perché l'innovazione finanziaria tende ad aggirare le norme per ridurre i costi di transazione e/o aumentare i profitti degli intermediari. Le stesse politiche economiche devono diventare più prudenti ed essere orientate non solo alla stabilità monetaria (bassa inflazione) ma anche a quella finanziaria, evitando bolle nei prezzi delle attività, dalle azioni alle case.

Le nuove regole possono aiutare a ristabilire la fiducia nei mercati. Ma possono, se applicate troppo in fretta, creare un altro shock all'economia la cui ripresa rimane fragile. Vanno perciò introdotte con gradualità e dosando accuratamente il tempismo, come riconosciuto dal G-20. Perché i tre cardini del ritorno alla salute del sistema finanziario rimangono l'accesso alla liquidità

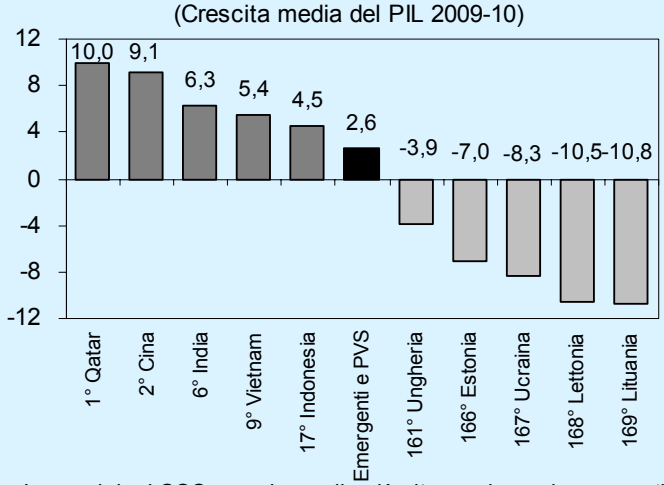
necessaria, l'identificazione e il trattamento dei titoli tossici e la ricapitalizzazione delle istituzioni sane, con la liquidazione o l'assorbimento in altre di quelle insolventi.

Emergenti in ordine sparso

Politiche economiche tempestive e fondamentali solidi hanno evitato la recessione a molti paesi emergenti. Effetto anche di una generale minore integrazione internazionale e di una minore dipendenza dai finanziamenti esteri che continuano a scarseggiare. Anzi, alcuni di essi sono in testa alla ripresa globale. Tuttavia la loro dinamica nel medio termine resta legata a quella delle economie avanzate, data ancora l'elevata dipendenza dalla domanda estera di manufatti e di materie prime.

Grafico 28

Paesi emergenti: la classifica della ripresa
(Crescita media del PIL 2009-10)

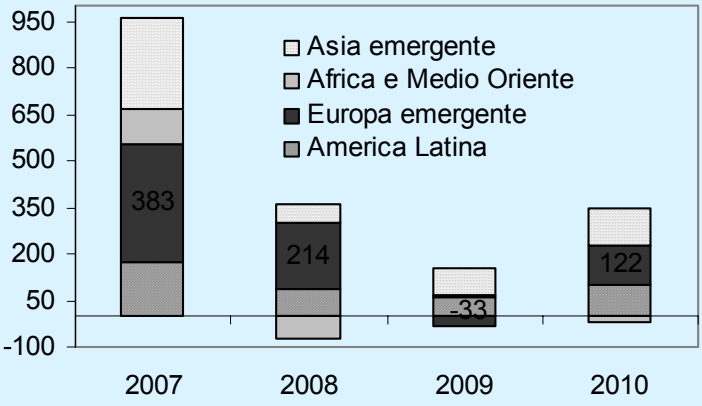


Le previsioni CSC sono in media più alte, per i paesi emergenti si prevede una crescita media 09-10 del 3,5%.
Fonte: elaborazioni CSC su stime Global Insight del 16 agosto 2009.

I tempi e l'intensità della ripresa variano tra le aree, con l'Asia emergente a fare da leader (Grafico 28), unica regione che vedrà una sostanziale crescita del PIL anche nel 2009 (maggiore del 5% secondo Global Insight e Goldman Sachs), mentre il PIL mondiale è in recessione. L'Asia emergente produce il 12% del PIL mondiale e il 38% del PIL dei paesi emergenti (a prezzi e cambi correnti). All'opposto l'Europa emergente rimane in coda proprio a causa del suo ampio ricorso ai finanziamenti esteri (Grafico 29), che continueranno almeno per quest'anno a scarseggiare (si veda pag. 50).

Grafico 29

Mercati emergenti: capitali esteri in ritirata nel 2009, inizia il recupero nel 2010
(Flussi netti di capitali privati, miliardi di dollari)



Fonte: elaborazioni CSC su dati e previsioni IIF.

Cina e India in testa

Cina e India sono quasi tornate ai ritmi di crescita pre-crisi e hanno attuato politiche di ribilanciamento dell'economia verso una minore dipendenza dall'export, nel caso della Cina, e di riforme da lungo tempo attese, nel caso dell'India, soprattutto nelle infrastrutture. I mercati finanziari di entrambi i paesi hanno parzialmente recuperato le perdite registrate alla fine del 2008 (si veda pag. 32). I maggiori beneficiari della

ripresa cinese saranno soprattutto gli esportatori di materie prime come Australia e alcuni paesi di America Latina e Asia (Indonesia per prima). Taiwan, Singapore e Hong Kong hanno tratto meno beneficio dal pacchetto di stimoli del Governo cinese dato che forniscono principalmente input per beni che vengono prodotti per i mercati USA e UE.

Brasile e Perù i migliori in America

In America Latina, Brasile e Perù resistono meglio degli altri alla crisi, grazie a fondamentali più solidi e sistemi finanziari in buona salute. Entrambi i paesi hanno tratto vantaggio dal minor fabbisogno di capitali esteri e dall'aver diversificato i mercati di sbocco del loro export e la loro produzione negli anni del boom economico (2003-2008), riducendo la vulnerabilità agli shock esogeni e aumentando i risparmi (bilanci pubblici in ordine e ampie riserve valutarie). Ciò non li sottrae a un forte rallentamento della crescita quest'anno, che potrebbe essere lievemente negativa per il Brasile, ma gli garantisce un ritorno al trend degli ultimi anni nella seconda metà dell'anno prossimo.

Petroliferi in difficoltà, con eccezioni

I paesi di Medio Oriente e Nord Africa sono stati relativamente al riparo dalle turbolenze finanziarie ma hanno sofferto della riduzione globale della domanda di materie prime. Gli esportatori di *commodity* continuano a risentire del deterioramento delle loro ragioni di scambio, oltre che della minore richiesta. Anche se le quotazioni sono migliorate, restano alte le giacenze da smaltire e contenuta la domanda. I paesi del Golfo Persico risentono anche della loro maggiore dipendenza dai finanziamenti esteri. Emirati Arabi, Egitto, Marocco, Tunisia, Libano e Qatar si dimostrano essere i più resistenti. I flussi di investimento esteri non sembrano risentire della crisi in questi paesi, in decisa contro tendenza con la siccità di capitali stranieri comune a tutte le altre aree. Per il Medio Oriente si prevede quest'anno una crescita negativa seguita da un recupero l'anno prossimo, grazie agli effetti delle politiche di quei governi che negli anni del boom petrolifero hanno accumulato fondi di riserva. Il Nord Africa avrà un aumento del PIL quest'anno e tornerà alla crescita tendenziale nella seconda metà del prossimo.

Per l'Italia vantaggi e qualche rischio

Gli effetti sull'Italia di questo panorama variegato spingeranno in due direzioni opposte. I benefici derivanti dalla ripresa asiatica hanno un effetto diretto marginale dato che soltanto il 6% delle nostre esportazioni è diretto verso quei paesi. Si vedranno ricadute positive indirette derivanti dalla ripresa dell'export tedesco che beneficerà maggiormente della crescita in quell'area, dove è diretto l'11% delle suo export, oltre al fatto che questo pesa per il 47% sul PIL della Germania (rispetto al 29% osservato in Italia). Anche la crescita nei paesi del Nord Africa avrà un effetto limitato, giacché solo il 4% del nostro export è rivolto verso quell'area. La situazione dell'Europa emergente continuerà invece a frenare la ripresa dell'Italia e dell'Europa occidentale in genere.

L'Est Europa fanalino di coda

Ancora deboli i segnali di ripresa nell'Europa emergente. Le contrazioni di molte economie sono marcate e per alcune si estenderanno al 2010. Ampi deficit di parte corrente, elevati debiti esteri e larga incidenza dei finanziamenti bancari denominati in valuta straniera sono i punti deboli di gran parte dei paesi dell'area che imporranno tempi di recupero lunghi.

I legami con l'Italia sono stretti

Gli strettissimi legami finanziari e commerciali del nostro Paese con l'Europa dell'Est rendono i tempi e l'intensità della sua ripresa variabili cruciali per quella dell'Italia stessa. Le imprese italiane negli ultimi anni hanno intensificato le vendite in quei mercati, tanto che oggi vi fatturano il 16% del totale delle loro esportazioni[3] e il 51% dell'export verso il totale dei paesi emergenti. Il sistema finanziario italiano inoltre controlla molte banche dell'area dove gli intermediari finanziari privati sono per la maggior parte detenuti da gruppi bancari occidentali: in Estonia e Lituania il 90% delle attività del sistema finanziario è controllata da istituzioni straniere, in Bulgaria l'80%, in Ungheria, Bosnia e Polonia il 70%, in Romania il 60% (dati calcolati sul totale attivo del 2007). Le banche di Austria, Germania e Italia hanno le quote più rilevanti dei crediti erogati nella regione, a eccezione dei baltici che sono finanziariamente dominati dalla Svezia. L'esposizione delle banche occidentali nella regione non è elevata se rapportata alla dimensione delle rispettive economie (tranne che per l'Austria), ma resta il rischio delle potenziali ricadute economiche e finanziarie dall'Europa dell'Est a quella dell'Ovest che potrebbero avere un impatto che va ben oltre l'esposizione diretta degli istituti finanziari. Soprattutto in un contesto di grande fragilità della finanza e della crescita.

Crisi arginata dall'FMI

Quando le banche occidentali sono entrate in difficoltà l'elevato fabbisogno di capitali stranieri dei paesi dell'Europa emergente non è stato più soddisfatto. Conseguenze: svalutazioni, restrizione del credito, rischio di insolvenza e di contagio anche per i paesi meno esposti. Grazie alle azioni coordinate di Commissione europea, BERS, FMI, Banca Mondiale e BEI si è evitato l'effetto domino nell'intera area e nessun paese si è dichiarato finora insolvente, anche se i tempi di recupero per alcuni saranno molto lunghi, anzitutto per i Baltici. Nell'arginare il contagio nell'area l'FMI ha avuto un ruolo cruciale, anche di coordinamento. A partire dallo scorso 2 aprile, dopo la riunione del G20, sono state varate una serie di misure per limitare i danni della crisi che si stava propagando nei paesi emergenti, soprattutto dell'Est europeo (si veda Scenari Economici nr. 5, giugno 2009 pagg. 57 e 77). Il 28 agosto è divenuta effettiva l'emissione aggiuntiva (promessa ad aprile) nelle riserve dell'FMI di diritti speciali di prelievo (SDR) equivalente a 250 miliardi di dollari. Seguirà il 9 settembre un ulteriore collocamento equivalente a 33 miliardi di dollari. Inoltre, nel prossimo G20 di settembre si discuterà di un'ulteriore emissione, anch'essa pari a 250 miliardi di dollari, già approvata ad aprile ma la cui copertura procede a rilento. A tale proposito, l'UE ha proposto di aumentare la propria partecipazione da 100 miliardi (già sborsati e allocati) a 175 miliardi di dollari. L'aumento delle riserve dell'FMI contribuisce a rafforzare quelle dei paesi membri che avranno maggiore disponibilità di SDR in aggiunta alle proprie riserve ufficiali e potranno usare la propria quota nelle riserve del Fondo per convertirla in dollari, euro, yen o sterline. L'allocazione degli SDR tra i paesi membri seguirà una metodologia studiata per avvantaggiare i paesi emergenti che beneficeranno complessivamente di 110 miliardi di dollari sui 283 totali. Questo provvedimento è quanto mai cruciale, data l'attuale scarsità di capitali esteri in gran parte dei mercati emergenti.

[3] La quota del 16% è relativa a un aggregato formato da: Albania, Bielorussia, Bosnia e Erzegovina, Bulgaria, Croazia (1%), Estonia, Kazakistan, Kosovo, Lettonia, Lituania, Macedonia, Moldavia, Montenegro, Polonia (2,6%), Romania (1,6%), Russia (2,9%, il primo mercato emergente cliente), Serbia, Turchia (2%), Ucraina, Ungheria (1%). Gli altri paesi hanno una quota inferiore all'1%.

Capitali esteri in fuga

L'*Institute of International Finance* (IIF) a giugno stimava una contrazione dei flussi netti di capitale estero privato nell'Europa emergente da 214 miliardi di dollari nel 2008 a -33 miliardi nel 2009 a causa soprattutto dei minori finanziamenti bancari che passano da 79 miliardi nel 2008 a -54 nel 2009, dopo il record di 170 miliardi nel 2007. Anche i flussi netti di investimenti diretti esteri in entrata, la principale fonte di copertura dei deficit delle partite correnti, sono previsti in calo nella regione da 71 miliardi di dollari nel 2008 a 47 nel 2009 (-34%).

Ma recuperano nel 2010

Si prevede un recupero nel 2010 (122 miliardi) dei flussi netti di capitale esteri privati, con una crescita sia degli investimenti diretti esteri (a 61 miliardi di dollari, +30%) sia dei finanziamenti bancari (a 32 miliardi di dollari). Gli investimenti di portafoglio vedranno un recupero solo parziale: da -20 miliardi nel 2008 a 2 nel 2009 e 4 nel 2010 (Tabella 12). Va però notato che non tutti gli esperti condividono la previsione che ci sarà un recupero dei flussi di capitale stranieri nei mercati emergenti nel 2010. Ad esempio, a giugno la Banca dei Regolamenti Internazionali sosteneva che nel 2009 in termini aggregati si avrà un deflusso di capitali stranieri nei paesi emergenti e che le probabilità di ripresa nel 2010 e nel 2011 saranno limitate. Queste considerazioni valgono ancor di più per l'Europa dell'Est.

La Polonia resiste alla crisi

Un'importante eccezione in quest'area in gravi difficoltà è la Polonia, che assorbe quasi il 3% dell'export italiano e che si sta dimostrando più resistente delle attese. Il PIL continua a crescere: +0,8% annuo nel primo trimestre 2009 e +1,1% nel secondo (su base trimestrale: +0,3% e +0,5%). Il Paese non ha accumulato gli squilibri con l'estero comuni agli altri dell'Europa Orientale, ha un ampio mercato domestico e una minore dipendenza dall'export; il tasso di cambio flessibile e i bassi tassi di interesse l'hanno aiutato a resistere al contagio. Infine, il finanziamento ottenuto dall'FMI, attraverso un programma appositamente disegnato per i paesi in difficoltà ma con fondamentali solidi, ha mantenuto alta la fiducia degli investitori esteri.

I Baltici (Estonia, Lettonia e Lituania) restano i paesi in maggiore difficoltà, seguiti da Bulgaria, Romania, Ucraina e Ungheria e infine dai Balcani, che inizialmente sembravano protetti da una minore dipendenza dall'export (in termini di incidenza sul PIL) ma che poi si sono dimostrati molto vulnerabili a causa soprattutto degli ampi deficit nei conti con l'estero (Tabella 13).

Nuova ondata di delocalizzazioni?

I paesi con i cambi flessibili hanno subito forti svalutazioni a partire dagli ultimi mesi del 2008. In alcuni casi, dopo i minimi toccati in febbraio e marzo, le valute sono risalite. E' il caso di Polonia, Repubblica Ceca, Ungheria e Croazia, mentre il *lei* rumeno rimane sostanzialmente stabile verso l'euro sui minimi di gennaio. Per Russia, Ucraina, Kazakistan, Serbia e Moldavia il deprezzamento verso l'euro è continuato. Le svalutazioni aumentano il rischio di insolvenza delle famiglie che si erano indebitate in valuta estera (il 59% dei prestiti totali delle famiglie in Ungheria, il 60% in Romania, il 10% in Russia) e aggravano i bilanci del sistema bancario locale.

Questa ondata di svalutazioni innescherà nuove delocalizzazioni produttive da Ovest verso Est? Ciò potrebbe avvenire se si rafforzasse la percezione che una parte consistente delle attuali svalutazioni possa permanere nel medio termine. Le probabilità che ciò accada sembrano più alte

nel caso di Ucraina e Moldavia e più in generale per tutti i paesi in cui non si è ancora vista un'inversione di tendenza dei tassi di cambio.

Tabella 12

La siccità di capitali esteri nell'Europa emergente finirà nel 2010

(Flussi netti, miliardi di dollari)

	2007	2008	2009	2010
Afflussi privati	383	214	-33	122
Investimenti azionari	82	51	49	66
Investimenti diretti	77	71	47	61
Investimenti di portafoglio	6	-20	2	4
Finanziatori privati	300	162	-82	56
Banche commerciali	170	79	-53	32
Altri finanziatori privati	130	83	-29	24
Finanziamenti ufficiali	3	16	38	35
Istituzioni finanziarie internazionali	-3	15	35	33
Creditori bilaterali (sovrani)	6	1	3	3
Crediti esteri dei residenti e altro[1]	-168	-234	-80	-146
Riserve, oro escluso (- = aumento)	-190	33	94	8

[1] Crediti esteri dei residenti, inclusi oro monetario errori e omissioni

In questa tabella per Europa emergente si intende: Bulgaria, Polonia, Romania, Russia, Rep. Ceca, Turchia, Ucraina, Ungheria.

Fonte: elaborazioni CSC su dati e previsioni IIF.

Tabella 13

Europa emergente: squilibri del settore privato e caduta del PIL

Paese	Deficit c.corrente	Debito estero	Dipendenza dall'export	Posizione estera netta delle banche che riportano alla BRI[2]	Crescita del credito al settore privato negli ultimi 5 anni	Quota dei finanziamenti in valuta estera	PIL var. %		
							2008	2009	2010
	in % del PIL 2008				*var % media annua*	*% su tot. fin.*	*stime Global Insight*		
Bulgaria	-25,2	101,5	60,5	-34,9	35,9	66,9	6,0	-4,0	1,4
Estonia	-9,4	112,7	76,3	-68,8	27,3	85,3	-3,6	-13,1	-0,9
Lettonia	-12,6	138,8	41,8	-57,6	38,4	89,3	-4,6	-17,4	-3,6
Lituania	-11,6	77,9	59,8	-41,5	43,2	64,0	3,0	-18,8	-2,7
Polonia	-5,4	40,2	39,4	-15,4	14,7	32,6	4,9	1,0	1,4
Rep. Ceca	-3,1	37,3	77,1	-13,1	16,0	13,6	2,8	-3,5	1,1
Romania	-12,2	49,0	30,9	-32,5	47,1	55,5	7,1	-5,6	1,0
Turchia	-5,7	38,0	23,9	-11,9	29,8	28,9	1,1	-7,1	1,8
Ucraina	-7,1	51,8	46,8	-10,3	47,5	59,5	2,7	-16,1	-0,5
Ungheria	-8,4	106,3	81,5	-50,2	14,3	65,7	0,6	-6,5	-1,3
Croazia	-9,1	80,0	41,9	-44,5	13,1	62,0	2,4	-4,9	0,1
Kazakistan	5,3	79,4	56,7	-5,1	50,1	43,6	3,2	-1,4	1,8
Russia	6,1	24,4	31,3	3,1	34,5	15,3	5,6	-7,5	1,5
Serbia	-18,3	59,7	22,3	-12,2	26,2	68,0	5,4	-3,1	1,0

2 BRI: Banca dei Regolamenti Internazionali, dati di settembre 2008

Fonte: elaborazioni CSC su dati e stime Global Insight, BRI, FMI, Thomson Reuters.

Protezionismo mascherato

Al vertice G8 dell'Aquila di luglio è stata rinnovata la volontà, condivisa anche da cinque grandi economie emergenti (Brasile, Cina, India, Messico e Sudafrica), di respingere il protezionismo e si è assunto l'impegno di chiudere il negoziato del Doha Round sulla liberalizzazione del commercio mondiale entro il 2010.

La pratica è però diversa dalla teoria. Nell'ultimo anno hanno proliferato accordi bilaterali e regionali di liberalizzazione discriminatoria; attualmente se ne contano più di 300. Dal vertice G8 di luglio a oggi sono state concretamente introdotte 86 misure tipicamente protezionistiche (su 150 annunciate) da parte di 26 paesi (in testa Stati Uniti, Russia e alcune nazioni asiatiche) con effetti discriminatori a danno di 186 paesi (Tabella 14). Tali misure definite "temporanee" sono state varate, nella maggior parte dei casi, al fine di salvaguardare le industrie più profondamente colpite dalla crisi e che sono più sensibili rispetto ad altre alla concorrenza internazionale. I canali di protezione utilizzati sono stati: innalzamento tariffario (fino al limite massimo consentito), maggiori restrizioni ai requisiti per i beni importati, sussidi all'export e quote. Queste misure sono preferite in quanto più flessibili di un accordo commerciale, che è necessariamente almeno bilaterale; inoltre danno a chi le adotta maggiore potere negoziale in vista di eventuali future trattative. Il fatto che questi provvedimenti possano essere considerati necessari in questo difficile momento non significa comunque che non comportino dei costi. Infatti, le restrizioni commerciali causeranno comunque perdite di benessere.

Tabella 14

Le statistiche del protezionismo mascherato

	Misure proposte entro il 7 settembre 2009		Misure applicate da giugno al 7 settembre 2009	
	Misure totali	Tutte le misure ad eccezione di quelle a difesa del commercio	Misure totali	Tutte le misure ad eccezione di quelle a difesa del commercio
Misure discriminatorie per il libero commercio	6	5	99	86
Misure che potrebbero essere discriminatorie per il libero commercio	130	41	40	21
Misure per la liberalizzazione commerciale	14	10	21	18
Numerosità delle tariffe influenzate	701	669	1102	1084
Numerosità dei settori influenzati	67	67	51	51
Numerosità dei paesi colpiti	150	145	186	186

Fonte: elaborazioni CSC su dati Global Trade Alert.

Nel suo ultimo rapporto il WTO (*World Trade Report* 2009 di luglio) ha sottolineato la necessità di monitorare costantemente queste misure al fine di valutarne l'effettiva necessità, in funzione della difficile situazione in cui versa l'industria colpita, e limitarne l'uso per scopi protezionistici.

La più elevata interdipendenza internazionale che si è finora realizzata, non solo in termini di produzione (multinazionali) ma anche e soprattutto di subfornitura, con accordi commerciali e

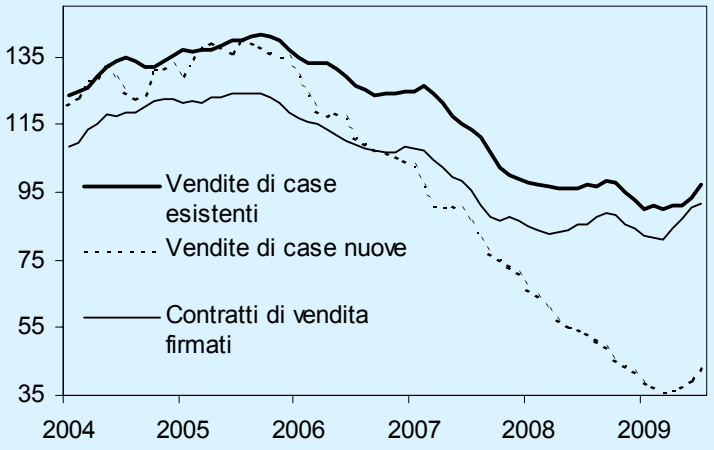
produttivi, difficilmente può essere smantellata e quindi si adatterà, nel modo più efficiente possibile, alle conseguenze prodotte dalla crisi. Questo dato di fatto rappresenta un anticorpo al proliferare delle misure protezionistiche che, per quanto temporanee, possono innescare rincorse e reazioni a catena altamente dannose per tutti, come la Grande Depressione ha insegnato.

Mercato immobiliare ok in USA…

Il mercato immobiliare americano si è stabilizzato nel corso del secondo trimestre e ha ormai invertito decisamente rotta. Le vendite di case, sia nuove che esistenti, sono in costante aumento dallo scorso aprile e hanno fatto segnare a luglio un balzo del 9,6 e 7,2% rispettivamente, riducendo drasticamente gli stock di abitazioni invendute (Grafico 30). In espansione, in particolare, il settore delle abitazioni unifamiliari, stimolato dalle forti agevolazioni fiscali per l'acquisto della prima casa. In recupero anche i prezzi: l'indice S&P/*Case-Shiller* è salito dello 0,7% a giugno, per la prima volta dal maggio del 2006, con aumenti che hanno interessato ben 15 delle 20 città rilevate; per nove di queste si tratta del secondo incremento consecutivo. L'inversione di tendenza viene confermata anche dall'indice della *Federal Housing Finance Agency*, salito per il secondo mese consecutivo a giugno (+0,5%). La rianimazione dei prezzi delle case contribuirà a sostenere i consumi, per un effetto ricchezza di nuovo positivo, e avvantaggerà i bilanci di molte banche, i cui titoli "tossici" legati ai mutui, recupereranno valore.

Grafico 30

Stati Uniti: riparte il mercato immobiliare
(Indici, gennaio 2001=100; medie mobili a 3 termini)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Financial

… e nel Regno Unito…

Anche nel Regno Unito il mercato immobiliare ha invertito rotta. Secondo il dipartimento governativo *Land Registry*, in Galles e Inghilterra i prezzi delle case sono aumentati dell'1,6% a luglio, dopo i lievi guadagni fatti registrare nei due mesi precedenti. Erano scesi del 17,1% dal gennaio 2008. Il nuovo trend positivo è confermato dai dati dell'agenzia immobiliare *Nationwide*, per la quale l'ulteriore forte incremento dei prezzi in agosto (+1,6%) ha segnato il quarto mese consecutivo di crescita. Se effettivamente terminata, la correzione dei prezzi degli immobili è stata nel Regno Unito più contenuta e meno prolungata che negli Stati Uniti, essendo iniziata oltre un anno e mezzo dopo (Grafico 31).

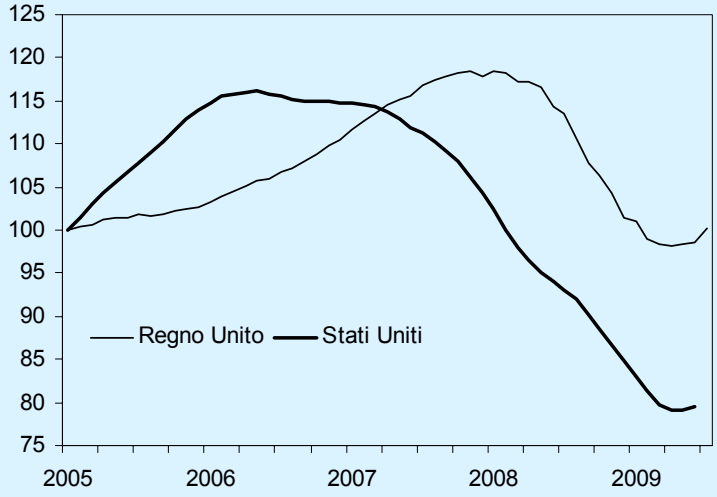
… ma ko in Europa

L'aggiustamento è, invece, ancora in corso nell'area euro dove in molti paesi, tra cui Spagna, Francia e Italia, nel 2000-2007 i prezzi reali avevano fatto registrare aumenti ancor più sostenuti che negli Stati Uniti. L'OCSE stima che, a fronte dell'incremento del 35,2% negli Stati Uniti, le quotazioni delle case sono aumentate dell'85,8% in Francia, del 51% in Italia e del 94,3% in Spagna. Gli stessi dati OCSE segnalano che, sebbene in sensibile calo rispetto al livello medio del 2008, il rapporto prezzo delle

abitazioni/reddito disponibile è tornato sotto la media di lungo periodo negli Stati Uniti, ma ne resta ben al di sopra in Italia (+8,5%), Francia (+27,1%) e Regno Unito (+29,9%). In Italia, secondo Nomisma, i prezzi delle abitazioni, diminuiti nei primi sei mesi del 2009 del 2,5%, sono previsti calare ulteriormente sia nella seconda metà del 2009 (-6/8%) sia nel 2010 (-2/3%); il mercato immobiliare tornerà a salire solo nel 2011. Secondo *IESE-Fotocasa*, in Spagna il calo di luglio (-0,8%) ha portato il livello dei prezzi delle case a -18,2% rispetto al picco toccato ad aprile 2007.

Grafico 31

Molto rapido l'aggiustamento nel Regno Unito
(Indici dei prezzi delle case; gen. 2005=100)



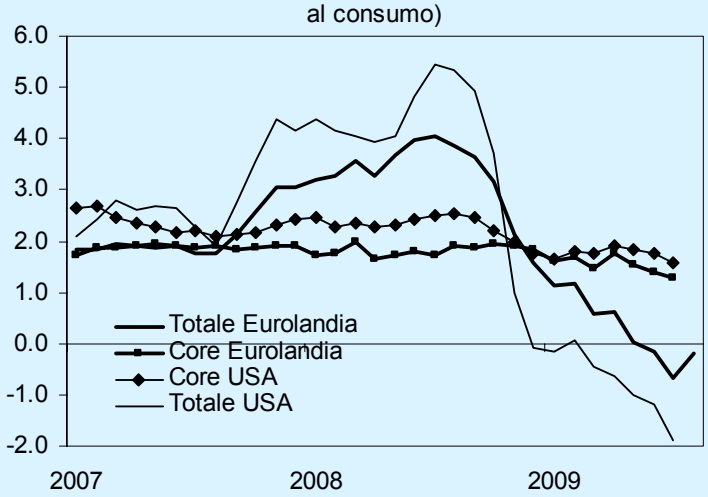
Fonte: Land Registry, S&P-Case-Shiller index.

Inflazione moderata, non deflazione

La dinamica dei prezzi al consumo in Eurolandia e in gran parte dei paesi avanzati (unica eccezione il Giappone) non avrà natura di deflazione, grazie alle politiche espansive. Il calo annuo registrato negli ultimi mesi ha carattere temporaneo, legato alla componente energetica; si tratta cioè di un movimento di prezzi relativi, simmetrico a quello che aveva portato all'accelerazione del costo della vita nel 2007-2008. Come si nota anche dall'andamento degli indici *core*, depurati da energia e alimentari, rimasti ampiamente sopra l'1% annuo. Le variazioni tendenziali degli indici totali stanno già tornando a salire rapidamente. Ma l'ampia capacità produttiva inutilizzata e l'elevata disoccupazione le terrà frenate, evitando il rischio opposto, cioè del ritorno di un'inflazione elevata. Verso la fine del 2010 la dinamica dei prezzi al consumo si collocherà sui livelli moderati e in leggera diminuzione della *core*.

Grafico 32

Inflazione in risalita, core sempre positiva
(Var. % tendenziali, indice dei prezzi al consumo)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat, Thomson Reuters.

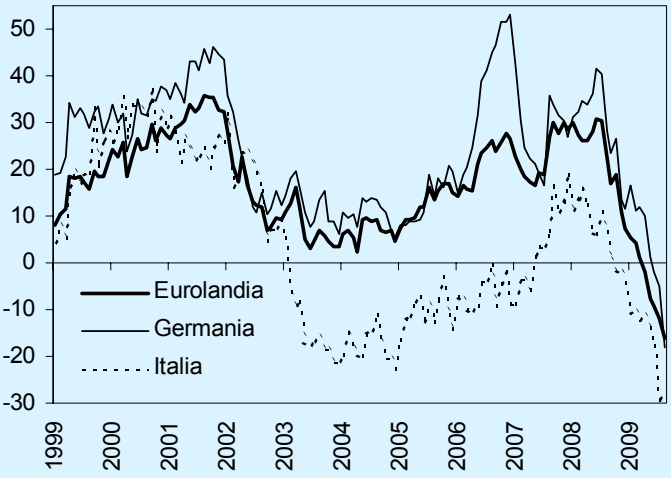
Nei mesi estivi per i prezzi al consumo sono proseguite le tendenze osservate da metà 2008. Come atteso, da giugno 2009 l'inflazione in Eurolandia è scesa in territorio negativo (Grafico 32), toccando in luglio il minimo (-0,7% annuo) con prezzi in calo in dodici dei sedici paesi membri, compresi i quattro maggiori. Ma la dinamica *core* (tolte energia e alimentari) è rimasta

saldamente positiva, rallentando all'1,3% dall'1,8% di aprile, come effetto indiretto della minore bolletta energetica (che entra nella formazione di tutti i listini) e per la domanda finale debole a fronte di un'ampia capacità produttiva inutilizzata. Mentre già in agosto è iniziata la risalita della variazione annua dell'indice totale dei prezzi al consumo (-0,2% eurozona; +0,2% in Italia). Negli USA la situazione è analoga: i prezzi complessivi scendono (-1,9% tendenziale a luglio), ma quelli *core* mostrano solo una lieve frenata (a +1,6% annuo a luglio dal +1,9% in aprile).

Le aspettative di inflazione dei consumatori in Eurolandia hanno continuato a scendere durante l'estate (Grafico 33) e prevalgono attualmente quanti ritengono che nei prossimi 12 mesi la dinamica dei prezzi sarà inferiore a quella attuale. Va ricordato che si tratta di opinioni estrapolative, cioè che tendono a proiettare nel futuro le tendenze passate. Proprio perciò non possono essere considerate come sintomo di imminente deflazione, perché sono destinate a rimbalzare presto sulla scia della risalita dell'inflazione e dell'inizio della ripresa. Un timido inizio di rialzo di tali aspettative si è già visto in Italia ad agosto.

Grafico 33

Aspettative d'inflazione ampiamente negative
(Consumatori, saldi delle risposte, attese sui prezzi per i prossimi 12 mesi)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

Restano infatti in gioco le due forze che faranno ritornare rapidamente la dinamica dei prezzi al consumo in terreno positivo. Primo, l'esaurirsi dell'effetto statistico legato alla discesa delle materie prime, come si è osservato anche in agosto. Secondo, la spinta alla domanda aggregata che viene dalle politiche economiche ampiamente espansive.

L'inflazione resterà comunque moderata, evitando il materializzarsi del rischio di una sua forte accelerazione temuta da molti. Timori che si sono in parte riflessi nel prezzo dell'oro, che ha superato nuovamente quota 1000 dollari per oncia (+25% annuo a inizio settembre). Ma non esistono le condizioni macroeconomiche per un balzo dell'inflazione. Non c'è eccesso di offerta di moneta (si veda pag. 40). Le retribuzioni rallentano in risposta alla maggiore disoccupazione: in Eurolandia i salari contrattati hanno frenato al 2,7% annuo nel secondo trimestre 2009 dal 3,6% nel quarto 2008. L'utilizzo della capacità produttiva rimane ai minimi storici e non consente alle imprese di rimpolpare i margini, compressi dal crollo della produttività, ritoccando i prezzi alla produzione, che restano molto moderati: +0,1% annuo in Eurolandia per i beni di consumo (al netto dell'alimentare). Perciò, venuti meno gli effetti del calo delle quotazioni delle materie prime, dalla seconda metà del 2010 l'inflazione si riporterà in linea con la misura *core*, su livelli cioè coerenti con la soglia-obiettivo della BCE (poco sotto il 2%).

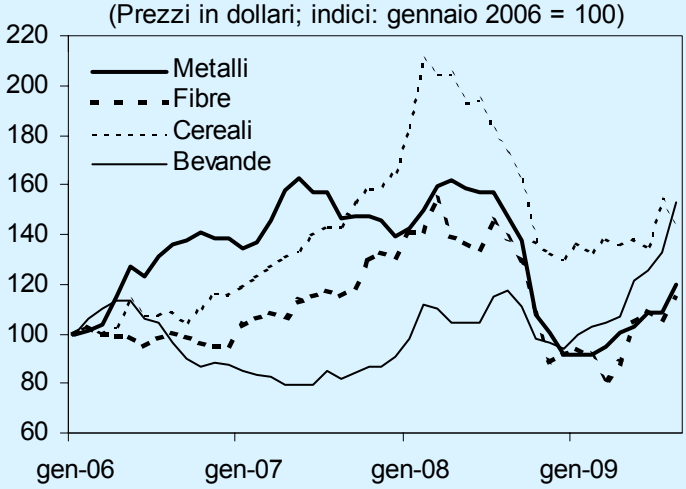
Materie prime in rialzo

Finita la recessione, la domanda di materie prime sta riprendendo a crescere rapidamente. Creando scarsità di offerta, anche per i tagli effettuati in molte produzioni, e spingendo le quotazioni lungo un trend al rialzo di medio-lungo termine.

La risalita delle quotazioni nel corso del 2009, partita con petrolio e metalli non ferrosi, si sta diffondendo a un ventaglio sempre più ampio di *commodity*, tra cui fibre e cereali (Grafico 34). Ciò rispecchia l'aumento della domanda che si è verificato per il rimbalzo delle scorte e con l'avvio della ripresa in varie aree del mondo. Tanto che in agosto la *International Energy Agency* (IEA) ha rivisto ancora all'insù le previsioni sulla domanda mondiale di petrolio per 2009 e 2010 di 0,2 e 0,1 milioni di barili al giorno (mbg), soprattutto per le migliorate prospettive di crescita in Asia. La domanda di greggio rimane comunque in forte diminuzione quest'anno (a 83,9 mbg quest'anno da 85,6 mbg nel 2008, -1,7 mbg), ma recupera nettamente nel 2010 (a 85,3 mbg). Nonostante l'inversione di tendenza nei fondamentali e i rialzi osservati, i prezzi di tutte le materie prime restano ampiamente sotto i picchi di metà 2008 (-53,9% il Brent, -25,6% i metalli). Una risalita troppo rapida del resto soffocherebbe la ripresa stessa.

Grafico 34

Si diffonde il rialzo tra le materie prime
(Prezzi in dollari; indici: gennaio 2006 = 100)



Fonte: elaborazioni CSC.

Per i prossimi anni permane un'enorme incertezza sulle condizioni di domanda e offerta e quindi sulle quotazioni delle *commodity*. Se la domanda tornerà a espandersi ai ritmi pre-crisi, sul mercato del petrolio si riaffaccerà un quadro di scarsità di offerta a partire dal 2012, se non prima, e le quotazioni si impenneranno. Per scongiurare questo pericolo molto potrà fare l'aumento dell'efficienza energetica, incoraggiato dai governi (in particolare negli USA). In ogni caso il trend del prezzo del greggio sarà al rialzo, ma appaiono basse le probabilità di scatti come quelli del 2008. Stando all'ultimo scenario di medio termine della IEA (2010-2014), la domanda mondiale di petrolio crescerà dello 0,4-1,4% all'anno dal 2010 in avanti e la crisi avrebbe stabilmente spostato la domanda su un sentiero di incremento inferiore alle tendenze precedenti, perché ha attivato strategie di risparmio e diversificazione delle fonti energetiche soprattutto nei paesi avanzati, sia nel settore dei trasporti (con le crisi di GM e Chrysler) sia nella generazione elettrica. L'aumento di domanda verrà soprattutto dai paesi emergenti e in generale dai paesi non-OCSE.

Anche la capacità estrattiva di petrolio aumenterà meno rispetto al trend pre-crisi (sarà di 1,5 mbg inferiore nel 2014, secondo lo scenario della IEA, rispetto alle stime passate) e con più lentezza della domanda. Ciò perché il crollo delle quotazioni ha fatto rivedere drasticamente al ribasso i piani di investimento delle maggiori compagnie petrolifere. D'altronde, esiste un'ampia capacità inutilizzata nell'OPEC, pari a 9,9 mbg (il 25,6% della sua capacità totale) che si è generata a

seguito dei tagli decisi dal cartello per sostenere i prezzi (3,6 mbg) e della maggiore offerta ottenuta con gli investimenti avviati negli anni passati. Tutto ciò fa sì che l'aumento di produzione che ci sarà nei prossimi anni verrà in massima parte dall'OPEC, sollevando nuove questioni geo-politiche. La produzione non-OPEC, invece, declinerà gradualmente, non tanto per la carenza di riserve quanto per il ritardo accumulato negli investimenti a causa delle difficoltà nel credito e del ribasso delle quotazioni (tenuto conto che molti giacimenti hanno costi di estrazione elevati). La carenza di investimenti potrebbe condurre a una seria scarsità di offerta nel medio termine e le nuove scoperte di giacimenti (Golfo del Messico) apportano riserve tecnologicamente difficili da sfruttare e quindi più onerose e lunghe a entrare in produzione. Il periodo 2011-2013 presenta le maggiori incognite. La volatilità delle quotazioni del greggio resterà perciò alta, pur senza tornare ai livelli eccezionali del 2008.

Anche per le altre materie prime vi sono punti interrogativi sulla capacità dell'offerta mondiale di tenere il passo della domanda una volta che le economie riprenderanno a crescere. La fame di *commodity*, come metalli e altri input per l'industria, dei grandi paesi emergenti eserciterà in alcuni mercati una forte spinta al rialzo sulle quotazioni, che potrà sfociare in temporanei balzi oltre il trend e spiazzare le altre economie utilizzatrici, date le limitate risorse disponibili. Ciò terrà elevata la volatilità dei prezzi.

Il *deleveraging* frenerà il credito

Le condizioni difficili sul mercato del credito restano il principale freno alla ripresa e potrebbero aggravarsi nei prossimi mesi. Con la crescita economica tornerà, infatti, gradualmente ad aumentare la domanda di nuovi fondi da parte delle imprese per finanziare l'attività (finora la loro richiesta era legata alla mancanza di liquidità), mentre l'aumento delle sofferenze e il peggioramento dei rating dei debitori dovuto a bilanci deteriorati accrescerà i requisiti di capitale delle banche. Inoltre, dovrà diminuire la leva, per rispettare i *ratio* patrimoniali che si stanno delineando nei disegni di riforma dei mercati finanziari globali; finora, invece, la leva si è ridotta molto poco. Nell'immediato ciò è un bene perché altrimenti sarebbe calata l'offerta di credito e diventata ancor più profonda la recessione; ma il rinvio della soluzione del problema rende più grigie le prospettive di crescita.

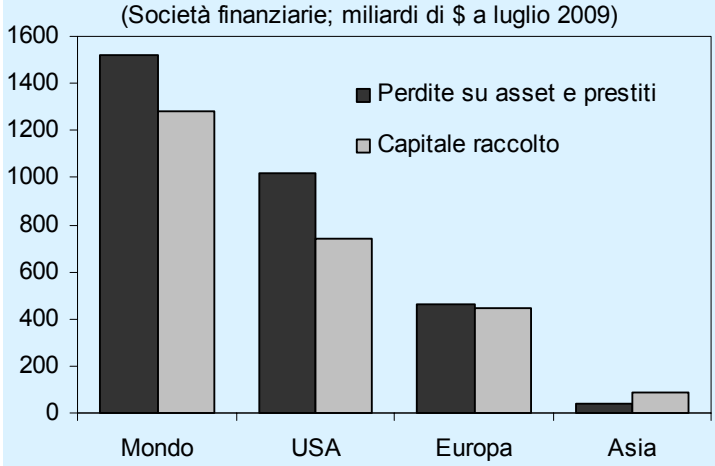
Altri capitali saranno poi necessari per coprire le perdite causate dalla crisi. Queste perdite per l'intero settore finanziario di USA, Europa e Giappone sono state stimate dal FMI in 4,1 trilioni di dollari, tenuto conto anche degli effetti della recessione sulla qualità dei prestiti. A metà 2009 quelle già iscritte in bilancio ammontano a 1,5 trilioni (il 36,5%). A fronte delle quali il capitale raccolto finora è comunque inferiore, circa 1,3 trilioni (Grafico 35), di cui 740 miliardi negli USA e 449 in Europa. Le banche in Europa hanno raccolto capitali freschi (436 miliardi) che superano le perdite (428); non così quelle USA (508 contro 627).

Considerato l'impatto della recessione sulle sofferenze, i capitali raccolti appaiono ovunque insufficienti. Alla recessione sarà infatti dovuta una quota rilevante delle perdite bancarie: la BCE la stima in due terzi in Eurolandia. Negli USA le banche registrano nuove perdite nel secondo trimestre 2009 per 3,7 miliardi di dollari (utili per 4,8 nel primo); il 28% delle banche riporta perdite (18% nel 2008) e peggiorano sofferenze e incagli; il numero di banche problematiche sale a 416 (da 305), per un attivo di 299 miliardi (da 220). La recessione fa sì che la crisi si estenda anche alle banche più tradizionali, meno colpite dagli iniziali terremoti finanziari.

I ratio di capitale bancari sono in genere più alti dei minimi regolamentari di Basilea II, ma sono inadeguati rispetto a quanto ora ritenuto necessario per la stabilità dei mercati finanziari. La BCE stima che il *tier* 1 dovrebbe essere al 10%. Nel 2008 è salito da 7,3% a 8,9% per le 15 maggiori banche europee. Nel 2009 il rafforzamento del capitale è proseguito ma le conseguenze della recessione sugli attivi hanno in parte compensato gli aumenti. Quindi i ratio restano troppo bassi. E la leva non si è ancora ridotta a livello aggregato: su 26 grandi banche europee è aumentata nella metà dei casi nel 2008 e diminuita nell'altra metà, salendo in media da 35 a 37 (rapporto tra *asset* e *tier* 1). La BCE stima che la leva, calcolata rapportando il *core tier* 1 agli *asset* tangibili, dovrebbe essere al 5% (cioè 20), ma è al 2,2% (cioè 45,5). Così alcune banche europee a fine 2008 avevano ancora valori elevati di leva nonostante i *ratio* di capitale fossero sopra i minimi regolamentari; erano cioè nelle stesse condizioni che hanno contribuito ad aggravare la crisi. Difatti, il rispetto dei minimi di Basilea II non impediva, e non impedisce tuttora, di avere una leva troppo elevata. Ciò in gran parte per l'opacità nella misurazione del rischio. Ma se una leva elevata consente nelle fasi di crescita di generare utili alti (anche se non tali da remunerare il rischio assunto), moltiplica le perdite quando si verifica una caduta forte del valore degli *asset*. La leva è rimasta alta anche in USA e Regno Unito. Le banche italiane invece hanno sia bassa leva sia minori ratio di capitale, ma con una migliore qualità (maggiore quota di componenti *core*).

Grafico 35

Nuovo capitale inferiore alle perdite negli USA
(Società finanziarie; miliardi di $ a luglio 2009)



Capitale raccolto da inizio 2007.
Fonte: elaborazioni CSC su dati Intesa-SanPaolo.

Il FMI stima che per coprire le perdite future e innalzare i *ratio* patrimoniali le banche abbiano bisogno di ulteriori 275 miliardi di dollari negli USA, 375 in Eurolandia, 125 nel Regno Unito (775 totali), nell'ipotesi di una leva ai livelli pre-crisi. Ma per avere una leva più adeguata alla prudenza che dovrebbe contraddistinguere l'attività dei banchieri le stime raddoppiano: 1475 miliardi totali.

Le difficoltà delle banche diventano stretta sul credito. L'irrigidimento dei *credit standard* in Italia è proseguito, anche se con forza decrescente, nella prima metà del 2009. La quota netta di banche che li ha resi più stringenti è scesa al 25% nel secondo trimestre, dal 37,5% nel primo. Ma si tratta comunque di un irrigidimento ulteriore di criteri già molto stretti (Grafico 36), sui prestiti sia alle PMI sia alle grandi imprese. Andamento analogo rileva l'indagine presso le banche in tutta Eurolandia: la quota netta è stata di 21% nel secondo trimestre 2009, da 43% nel primo e 64% a fine 2008.

L'ulteriore stretta è dovuta meno di prima a difficoltà delle banche nella raccolta e nella liquidità: in Eurolandia la liquidità contribuisce ora ad allentare i *credit standard*, in Italia le banche non riportano più problemi nel finanziarsi sui mercati tra i motivi della stretta. In gran parte è spiegata

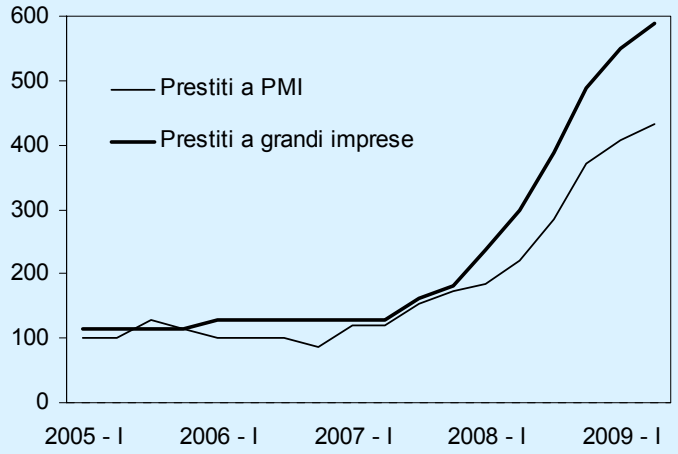
invece dalle attese negative sull'economia e dai rischi sulle garanzie e continua a riguardare soprattutto margini e garanzie, ma anche dimensione dei fidi e scadenze.

In Eurolandia il flusso di nuovi prestiti alle imprese è stato negativo per il sesto mese consecutivo a luglio 2009 (-26 miliardi di euro). In Italia i prestiti alle imprese hanno frenato ancora: +0,9% annuo a luglio 2009 (+10,9% un anno prima). Secondo l'indagine ISAE, si riduce la quota di imprese manifatturiere che non ottiene il credito (5,7% in agosto, 7,5% a maggio) e la quota che dichiara peggiori condizioni di accesso (23,3% da 28,2%). Tuttavia tra le imprese che ottengono il credito circa un terzo lo ha a condizioni più onerose e tra le piccole imprese tra tali oneri spicca la limitazione negli ammontari erogati, oltre a *spread* allargati e richieste di garanzie personali.

L'ulteriore, anche se di minore intensità, stretta sui margini nel secondo trimestre 2009 si riflette in un piccolo allargamento, da livelli già molto elevati, dello *spread* pagato dalle imprese italiane rispetto ai tassi di mercato (Grafico 37). Pari a 1,7% a luglio 2009 sull'Euribor a 3 mesi da 0,5% nell'agosto 2008, prima del crack Lehman: un aumento di 1,2 punti. Continuano a soffrirne più le PMI (*spread* a 2,4 punti) che le grandi imprese (1,4 punti). Nonostante tutte le misure di sostegno della Banca centrale, la riduzione dei tassi non è stata interamente trasmessa alle imprese, né lo sarà visto il generale aumento dell'avversione al rischio.

Grafico 36

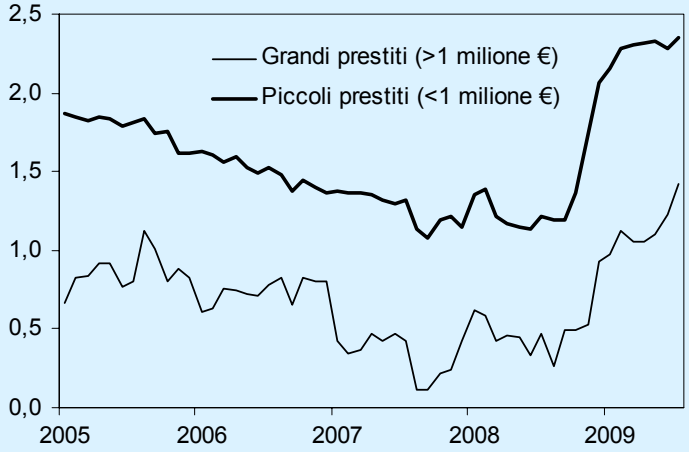
Prosegue la stretta sui *credit standard*
(Italia, indice cumulato, 2005-=100, calcolato sulle % nette di risposte*)



* Il campo di variazione dell'indicatore originario è tra -100 e 100. Un valore positivo indica irrigidimento netto negli ultimi 3 mesi.
Fonte: Banca d'Italia, indagine sul credito bancario.

Grafico 37

Per le imprese *spread* ai massimi
(Italia, tassi sulle imprese - Euribor 3m; valori %)



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

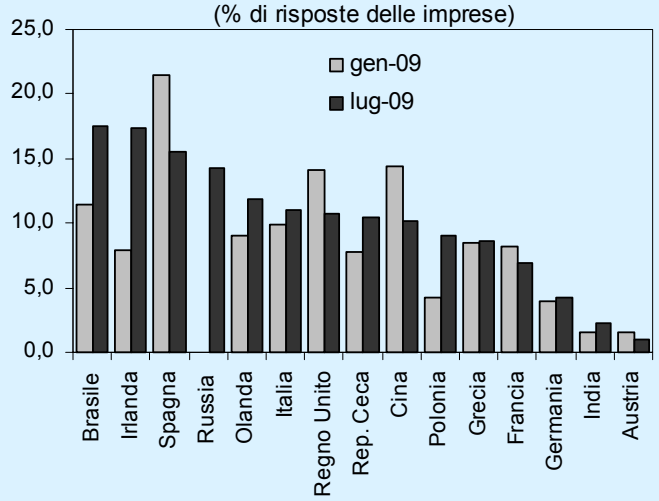
A fronte della stretta dal lato dell'offerta, i dati qualitativi Banca d'Italia segnalano nei primi due trimestri del 2009 una riduzione della domanda di credito delle imprese. Per gran parte del 2008 la domanda era rimasta in crescita. Ora sale solo per ristrutturazione del debito, mentre scende

per finanziare scorte e investimenti, anche se per questi ultimi si osserva l'avvio di un'inversione di tendenza nel secondo trimestre.

A luglio l'indagine *Markit* presso i responsabili degli approvvigionamenti mostra che la domanda di credito nel manifatturiero sale in Europa e in alcuni paesi emergenti. In Italia è a 32,5 il saldo netto dei giudizi delle imprese sull'aumentato fabbisogno finanziario. Mentre gli stessi manager affermano che l'offerta cala: 20,7 il saldo netto dei giudizi delle aziende italiane che segnalano restrizione di credito (27,1% in Spagna). La carenza di credito ostacola l'attività dell'11% delle imprese italiane, in aumento dal 9,9% di gennaio (15,6% in Spagna; Grafico 38). La selettività del credito può anche divenire selezione avversa, ostacolando la realizzazione di investimenti. Ciò per le difficoltà delle banche di valutare in modo appropriato il rischio e discriminare correttamente le aziende in salute. L'applicazione meccanica di Basilea II non aiuta e rende urgente l'attuazione della moratoria sul credito.

Grafico 38

La scarsità di credito ostacola l'attività produttiva
(% di risposte delle imprese)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Markit.

La ripresa ha bisogno di credito per consolidarsi. La BCE ritirerà le misure espansive solo dopo la piena normalizzazione dei mercati finanziari e dei flussi di credito. Continuerà a immettere liquidità per buona parte del prossimo anno. Prima di fine 2010, con la ripresa economica consolidata, comincerà gradualmente a riassorbire le misure non convenzionali e poi a rialzare i tassi. Anche le garanzie dei Governi sui bond emessi dalla banche, che hanno contenuto i costi della raccolta, dovrebbero restare in vigore fino allo sblocco del credito.

Emissioni di titoli pubblici senza intoppi

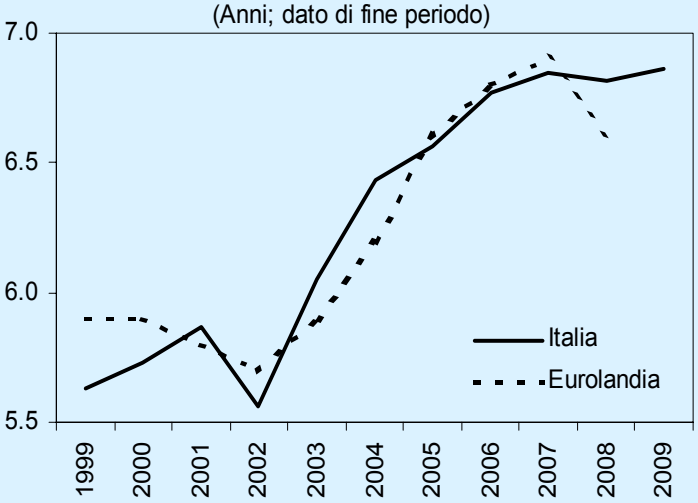
La crescita dei debiti pubblici conseguente all'accentuarsi della crisi ha causato un aumento ingente delle emissioni di titoli di Stato. In Eurolandia il loro ammontare (netto) è passato da una media mensile nel 2007 di 10 miliardi a una di 48 miliardi nei primi sei mesi del 2009. Ma non si è registrata nessuna difficoltà nel collocamento, anzi spesso la domanda è stata di molto superiore all'offerta, indice che i mercati per il momento sono in grado di assorbire i debiti sovrani. Ciò è vero soprattutto per l'Italia, che ha visto concludersi con pieno successo le aste negli ultimi mesi. Successo attribuibile anche a una attenta gestione del debito, visto sia l'elevato livello di emissioni italiane e internazionali, sia l'elevata quota detenuta da investitori stranieri (superiore al 50%).

Contemporaneamente stanno diminuendo i tassi di interesse sui titoli di Stato. Il calo negli ultimi dodici mesi è stato molto più marcato sulle brevi che sulle lunghe scadenze. In Italia il rendimento dei BOT a 6 mesi è sceso dal 4,49% nel giugno 2008 allo 0,76% nel giugno 2009 (0,47% a settembre), mentre quello del BTP a 10 anni solo dal 5,08% al 4,59% (4,13 a settembre).

A fronte di ciò alcuni governi puntano a ottimizzare la composizione delle nuove emissioni in modo da sfruttare appieno la pendenza della curva dei tassi e contenere la spesa per interessi, evitando al tempo stesso di assumere un maggior rischio legato al rialzo futuro dei tassi, rischio che deriverebbe da una riduzione della vita media del debito pubblico. Questa in Eurolandia è diminuita a fine 2008 (6,6 anni) rispetto a fine 2007 (6,9). In Italia invece nel 2008 e nel 2009 la vita media è rimasta sostanzialmente invariata (6,82 e 6,86 anni, da 6,85; Grafico 39); con l'obiettivo di non aumentare la sensitività della spesa per interessi al futuro andamento dei tassi.

Grafico 39

Vita media del debito pubblico
(Anni; dato di fine periodo)



2009: Italia, dato di luglio.
Fonte: elaborazioni CSC su dati MEF.

Al tempo stesso per sfruttare la discesa dei tassi a breve il MEF sta aumentando la quota di BOT e agendo sulla composizione per scadenza all'interno delle tipologie di titoli a lunga (più BTP a 10-15-30 anni, meno a 3 anni). Nel complesso la quota di BTP è in discesa (60,3% a luglio 2009, da 60,7% a fine 2008) e quella di BOT è in crescita (11,2%, da 10,7% a fine 2008 e 10% a fine 2007).

Primo obiettivo: innalzare il potenziale italiano

La crisi ha accentuato la bassa crescita della produttività dell'economia italiana. Nel 2009 il PIL potenziale in Italia è previsto salire solo dello 0,2% (stima MEF), il minimo degli ultimi quarant'anni. Ma le conseguenze della crisi si innestano su una storia di lunga caduta dell'intensità di crescita del PIL potenziale italiano. Tra il 2000 e il 2008 quest'ultimo è aumentato complessivamente del 7,2% (0,9% media annua), contro il 15,3% (1,4% annuo) negli anni Novanta, il 26,1% (2,3% annuo) negli Ottanta e il 40,5% (3,5% annuo) nei Settanta, che allora apparivano difficili (Grafico 40).

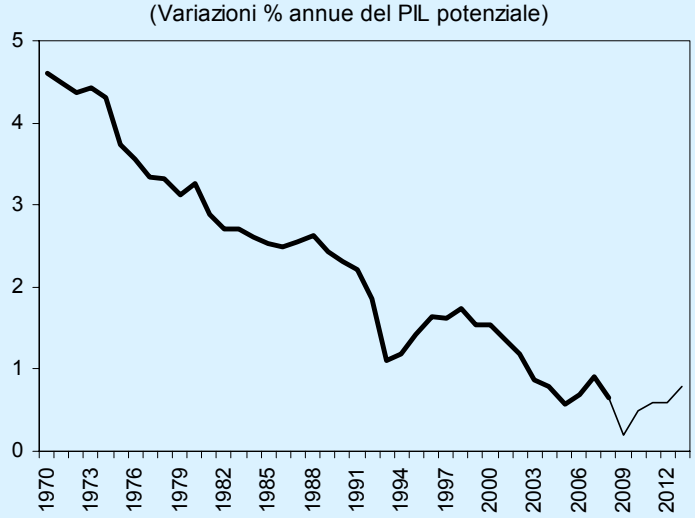
La vera sfida per l'Italia, quindi, non è tornare ai livelli di crescita pre-crisi, bensì alzare il potenziale. E' diventata quindi ancora più urgente una decisa politica di sviluppo, che sostenga l'accumulazione di capitale fisico e umano e crei un miglior ambiente competitivo.

In termini di capitale fisico, la crisi ha inciso drasticamente sul processo di ristrutturazione in corso nel sistema industriale italiano (vedi oltre). È importante evitare che non riescano a superare la crisi le imprese che avevano già avviato la trasformazione, che va incoraggiata e assecondata. Vanno nella giusta direzione alcune tra le misure anti-crisi decise dal Governo: gli incentivi fiscali sugli investimenti in macchinari e apparecchiature (Tremonti ter) e le nuove agevolazioni per gli investimenti produttivi innovativi (decreto del ministero dello Sviluppo economico di luglio). Ma ci sono nodi strutturali da sciogliere. In Italia la profittabilità degli

investimenti è più bassa che altrove[4] e si spende anche molto poco in ricerca e sviluppo: solo l'1,1% del PIL, contro il 2,1% in Francia, il 2,5% in Germania e oltre il 3,5% in Svezia e Finlandia (dati OCSE per il 2007). Su questi aspetti, da tempo, autorevoli studi internazionali hanno indicato le leve su cui agire: incrementare l'impegno pubblico e privato, promuovere la ricerca (anche in stretta collaborazione con le università) e investire nel capitale umano, migliorando la qualità e la quantità dell'istruzione ed evitando la "fuga di cervelli", anzi attraendo talenti, per esempio con politiche che incentivino l'immigrazione di forza lavoro qualificata.

Grafico 40

Il crollo della crescita del potenziale italiano
(Variazioni % annue del PIL potenziale)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Commissione europea e previsioni MEF.

Per quanto riguarda il lavoro, tra le misure anti-crisi il Governo ha correttamente inserito strumenti di sostegno della domanda (come l'estensione della CIG) e di tutela dei redditi dei disoccupati. Gli studi della Commissione europea e dell'OCSE sottolineano la necessità di perseguire obiettivi dal lato dell'offerta che la elevino con opportune riforme e interventi. L'analisi delle recessioni passate, infatti, indica che nei mercati del lavoro europei meno flessibili più difficilmente il tasso di disoccupazione torna al livello iniziale dopo uno shock avverso. Per evitare che la disoccupazione ciclica si trasformi in strutturale e incida negativamente sulla crescita potenziale, dicono gli esperti internazionali, sono cruciali riforme che stimolino la partecipazione al lavoro, facilitino le transizioni da un impiego all'altro e limitino le rigidità dei salari. Viene citato, per esempio, l'alleggerimento delle aliquote fiscali sui redditi da lavoro dipendente, rese elevate per recuperare gettito di fronte all'evasione. Secondo un'elaborazione del CSC[5], il 53% del reddito di una famiglia-tipo di contribuenti onesti va alle pubbliche amministrazioni, di cui un quarto all'IRPEF. E' ricorrente il riferimento all'innalzamento dell'età pensionabile (allungamento della vita lavorativa, equiparazione tra uomini e donne) che contribuirebbe ad accrescere la forza lavoro, oltre che isolare meglio i conti pubblici dagli effetti dell'invecchiamento della popolazione sulla spesa pubblica pensionistica e consentire di pagare pensioni più alte. Si indica il miglioramento degli ammortizzatori sociali calibrati al *workfare*, cioè politiche attive che fanno perno in primo luogo sulla formazione in modo da evitare il depauperamento del capitale umano e facilitano la riallocazione del lavoro tra settori e imprese. Anche il nuovo modello di contrattazione aiuta a introdurre maggiore flessibilità, alleviando le rigidità del sistema centralizzato di fissazione delle retribuzioni; se ben

[4] "Questione salariale, bassi profitti: lavoro e capitale penalizzati dalla lenta crescita" in Scenari economici n. 2, giugno 2008.
[5] "Reddito da lavoro dipendente godibile a metà" in Scenari economici n. 3, autunno 2008, pag. 20.

applicato promuoverebbe il contenimento della disoccupazione strutturale, la capacità di aggiustamento del sistema e il suo grado di competitività.

Le misure di rafforzamento dei fattori di produzione andrebbero accompagnate con riforme volte al miglioramento dell'ambiente competitivo. La riduzione della burocrazia (a cominciare dai ritardati pagamenti della PA e dalla lentezza della giustizia), il potenziamento della dotazione infrastrutturale (in termini di trasporto, ma anche di telecomunicazioni e *utility*), una maggiore e migliore istruzione e un aumento del grado di concorrenza (attraverso le liberalizzazioni) valgono il 30% del PIL[6].

È possibile rendere l'Italia più moderna e competitiva con opportune politiche di sviluppo. Il Mezzogiorno, che da sempre soffre di una maggiore arretratezza, ne beneficerebbe in misura maggiore, con una conseguente riduzione del divario tra Nord e Sud del Paese. Il Governo ha cominciato a muoversi in molti ambiti nella giusta direzione, i tempi del cambiamento appaiono però ancora troppo lunghi.

Le risposte delle imprese alla crisi

L'industria italiana è stata colta dalla crisi economico-finanziaria nel mezzo di un profondo processo di adattamento strutturale, avviato per fronteggiare le nuove sfide competitive emerse sui mercati internazionali: globalizzazione, integrazione dei mercati europei e rivoluzione tecnologica[7]. Tale processo ha determinato una riallocazione delle risorse a favore delle imprese più efficienti, che hanno realizzato importanti cambiamenti nelle strategie aziendali, migliorato la qualità dei prodotti e internazionalizzato la produzione. La crisi rischia di vanificare una fetta cospicua di questi sforzi.

Il suo impatto è stato infatti selettivo. Ha colpito più intensamente i settori e le imprese manifatturiere con più elevata propensione all'esportazione, fortemente danneggiati dalla contrazione della domanda internazionale. Sono state meno toccate, invece, le aziende che operano su commesse pubbliche e quelle che lavorano nell'ambito dei servizi di pubblica utilità e della grande distribuzione commerciale. Inoltre, sono risultate più penalizzate le imprese che avevano una posizione debitoria e patrimoniale più fragile, con oneri finanziari e leva maggiori, a causa della caduta dei margini e delle più difficili condizioni di finanziamento sia sui mercati sia presso le banche. Molte di esse avevano assunto grandi impegni proprio per fare investimenti e crescere dimensionalmente.

Le difficoltà si sono rapidamente estese lungo le filiere produttive dalle aziende di maggiori dimensioni a quelle più piccole, in particolare le subfornitrici. La reazione delle imprese è stata immediata e decisa, pur in mezzo a molti ostacoli. Preoccupazione principale è stata quella di ottimizzare i costi di produzione, logistica e distribuzione. Circa la metà delle imprese industriali, secondo una recente indagine di Banca d'Italia[8], ha fatto ricorso alla contrazione dei margini e ha provveduto a diversificare i mercati di sbocco della propria produzione cercando, per questa via, di ridurre il rischio legato al calo della domanda globale.

[6] "In un'Italia più competitiva il PIL sale del 30%" in Scenari economici n. 5, giugno 2009, pag. 93.
[7] Si vedano Scenari Economici n.4 (Dicembre 2008), capitolo 4, *Dalla trasformazione del* Made in Italy *la spinta alla ripresa* e Scenari Economici n. 5 (Giugno 2009), paragrafo 2.5, *L'Italia è preparata?*.
[8] Banca d'Italia, Indagine sulle imprese industriali e dei servizi, Roma, 2009.

Molte imprese stanno rispondendo alla crisi anche accorciando la "catena produttiva", re-internalizzando la produzione e cercando, in tal modo, di mantenere integra, per quanto possibile, la propria capacità di produzione, evitando così di disperdere le competenze professionali interne più specializzate, in attesa di una ripartenza.

Una parte dinamica di piccole e medie imprese[9] non si è limitata ad adottare pure strategie difensive ma anche in questo contesto problematico ha posto in essere comportamenti volti a incrementare l'efficienza interna, migliorare la qualità dei prodotti e proporne di più innovativi, rafforzare il marchio attraverso opportune scelte di marketing. È questa la strada da percorrere per restare competitivi e uscire rafforzati dalle attuali difficoltà.

A livello settoriale, per molte produzioni del *made in Italy* tradizionale (alimentare, moda, arredamento) le strategie prevalenti hanno riguardato lo sviluppo di un'offerta produttiva qualitativamente sempre più adeguata alle esigenze e all'evoluzione della clientela (nuovi prodotti, a maggior contenuto innovativo e/o "su misura") e nel contempo dal costo più contenuto e, quindi, più accessibili. Le aziende del comparto metalmeccanico e dell'elettronica si sono rivolte invece alla ricerca di nuovi mercati o nuovi target di clientela.

La crisi potrà fungere da acceleratore del processo di ristrutturazione industriale rafforzando la selezione in atto tra le imprese e favorendo l'espulsione di quelle meno efficienti e non del tutto traghettate ai nuovi modelli organizzativi. Tuttavia, in una fase come quella attuale, è elevato il rischio che non ce la facciano anche imprese che sono competitive sul fronte produttivo ma deboli sul piano finanziario. Ciò contribuirebbe ad ampliare il deficit di competitività dell'economia italiana, che diventerebbe ancor più difficile da colmare, stante la forte concorrenza delle economie asiatiche.

È dunque cruciale il ruolo degli intermediari finanziari e del credito, in particolare nei prossimi mesi, quando si decideranno le sorti di molte imprese. Le banche dovranno offrire sostegno a quelle aziende che, pur in crisi di liquidità, sono fondamentalmente solide e efficienti.

La crisi nei territori e nei distretti

A livello territoriale la crisi non ha distinto, ovviamente, le imprese in base alla collocazione geografica, ma ha inciso in maggiore profondità su quelle aree di maggiore vocazione manifatturiera ed esportativa. Secondo l'indagine Banca d'Italia sulle imprese industriali e dei servizi per il 2008, la quota di aziende manifatturiere che hanno percepito di più l'impatto della crisi è il 71% al Nord e il 66% al Centro e al Sud. Lievemente inferiore la quota delle imprese del terziario (intorno al 60% in tutte le ripartizioni territoriali). Questo dato qualitativo non dice nulla dell'intensità delle ripercussioni, nettamente maggiore in termini di caduta del valore aggiunto nell'industria rispetto ai servizi. Gli effetti negativi principali sono stati la contrazione del fatturato, dovuta per lo più a un forte calo della domanda (soprattutto al Nord) e la mancanza di liquidità, in ragione delle maggiori difficoltà di pagamento incontrate dalla clientela (in particolare al Sud).

[9] Rapporto Unioncamere 2009, L'economia dal punto di vista di osservazione delle Camere di Commercio, Roma, 2009.

La recessione ha intaccato in maniera diffusa anche l'attività dei distretti industriali italiani[10], le cui imprese, a parità di specializzazione, mostrano migliori performance rispetto a quelle non distrettuali. All'interno delle macroaree territoriali la tenuta di pochi distretti è stata più che controbilanciata dalle perdite di molti altri. In parallelo con quanto già osservato nell'analisi sui comparti industriali, a livello settoriale tengono il passo solo i distretti alimentari, grazie al carattere meno ciclico della domanda, e alcuni del sistema moda e del sistema casa. Si tratta in tutto di 11 distretti sui 104 monitorati dall'Osservatorio dei distretti industriali di Intesa Sanpaolo.

In generale, i poli distrettuali che hanno incontrato minori difficoltà sono localizzati nel Nord Est. Alcuni hanno contenuto le perdite, quando non le hanno evitate (come nel caso del distretto delle macchine per l'imballaggio di Bologna), grazie anche alla propria specializzazione produttiva rivolta principalmente a una domanda meno sensibile al ciclo. Altri sono riusciti comunque a crescere, consolidando le quote di export nei propri mercati di destinazione (è il caso del distretto di abbigliamento sportivo, in particolare calzature, a Montebelluna in Veneto).

I settori a elevata presenza distrettuale potranno sperimentare nel 2009 un risultato meno negativo rispetto alla media manifatturiera, per il minor peso che nel sistema dei distretti hanno le produzioni di alcuni beni intermedi (chimica) e di investimento (mezzi di trasporto) particolarmente colpite dalla crisi.

[10] Il 90% dei distretti accusa una riduzione delle esportazioni. Si veda il Monitor dei distretti, Intesa Sanpaolo, giugno 2009.

Editore SIPI S.p.a.

Stampa OCE Italia
Finito di stampare nel mese di settembre 2009