CONFINDUSTRIA
Centro Studi

SCENARI ECONOMICI

Le sfide della politica economica

Settembre 2012
N. 15

In copertina disegno di Domenico Rosa.

La pubblicazione, coordinata da Luca Paolazzi, è stata realizzata da: Gianna Bargagli, Pasquale Capretta, Alessandro Fontana, Alessandro Gambini, Giovanna Labartino, Cristina Pensa, Matteo Pignatti, Ciro Rapacciuolo, Massimo Rodà e Lorena Scaperrotta.

La presente pubblicazione è stata chiusa con le informazioni disponibili al 10 settembre 2012.

INDICE

Premessa ……. pag. 5

1. Le previsioni …….. " 13

1.1 L'economia italiana …….. " 13

1.2 Le esogene della previsione ……. " 47

Riquadri

La crisi spinge gli italiani a cercare lavoro ……..……. " 27
La crisi e le due guerre mondiali: gli effetti sull'economia italiana …….. " 32
Privatizzare per abbattere il debito pubblico……..…… " 43
Sulla crescita globale la zavorra dell'estate calda e senza pioggia ……. " 58
Sull'integrazione in Europa molto da imparare dagli USA ……. " 69
La corsa a ostacoli verso l'unione bancaria in Eurolandia …….. " 79

PREMESSA

Ci siamo invischiati in un colossale pasticcio, avendo commesso marchiani errori di controllo di un meccanismo delicato, il cui funzionamento non comprendiamo. Il risultato è che le nostre possibilità di creare ricchezza si sono guastate, forse per un lungo periodo di tempo.

John M. Keynes

Le persone spesso diventano quel che sono convinte di essere. Se continuo a ripetere a me stesso che non sono capace di fare una certa cosa, è probabile che finisca davvero per diventare incapace di farla. All'opposto, se ho la convinzione che posso farla, acquisirò certamente ciò che occorre per farla, anche se non lo possedevo originariamente.

Mahatma Gandhi

***Mercati** più **calmi**, **economie** più **deboli**. La strana coppia si è formata nel corso dell'estate. L'autunno ne metterà alla prova la solidità.*

*Se prevarranno le ragioni della **minore avversione al rischio**, allora la ripresa globale ripartirà; a cominciare dall'Eurozona, che rimane il convoglio più debole e dove comunque molti aggiustamenti vanno portati a termine.*

*Se invece avrà il sopravvento l'**empasse nel varare riforme** (non solo in Italia) e nel prendere le misure necessarie a sostenere la crescita, allora le turbolenze finanziarie torneranno a ingarbugliare la matassa e la recessione durerà più a lungo e si estenderà.*

*Lo scenario disegnato dal CSC è fondato sulla prima **ipotesi**, **più ottimistica**. Perciò è esposto a revisioni all'ingiù, soprattutto per il 2013.*

*Il **ritorno di fiducia** tra gli investitori è espresso dalle quotazioni delle azioni e dal maggior appetito per il rischio, con volatilità delle Borse ai minimi dal 2007 e rendimenti dei titoli spazzatura più bassi dal 2005. Se si radicherà, aiuterà a confinare il rallentamento internazionale alla seconda metà del 2012.*

*I mercati più stabili nascono dalla percezione del minor pericolo della **dissoluzione dell'euro**. Merito della **maggiore risolutezza** dimostrata dai governi e dalla BCE, che ha dimostrato di essere davvero pronta a fare "tutto quello che è necessario" per scongiurare un evento che avrebbe gravi e durature conseguenze economiche, sociali e politiche, con ricadute in ogni angolo terrestre.*

Gli ostacoli che separano l'intenzione dalla realizzazione di una **più forte integrazione europea** *sono alti e si è appena iniziato a scalarli. Tuttavia, è apprezzata la presa di coscienza di ciò che occorre attuare, una presa di coscienza che continua a manifestarsi in dichiarazioni pubbliche decisamente più concordi e concilianti. Perfino nei confronti della Grecia, i cui progressi, e i duri costi per conquistarli, hanno cominciato finalmente a essere pubblicamente riconosciuti (smettendo finalmente di trattarla come il capro espiatorio).*

Ciò conferma che i mercati non sono onnipotenti e che è la **credibilità della politica** *a orientarli, nel bene e nel male. Questa volta la risposta dei* policy-maker *dell'Eurozona si è dimostrata all'***altezza della sfida** *che il CSC nel giugno scorso aveva paragonato a una grande guerra, per gli effetti economici devastanti e per l'unità di intenti e di azione che è richiesta per combatterla e vincerla*[1].

L'indebolimento delle economie ha carattere globale e origini in parte comuni e in parte specifiche in ciascun paese. Origini che sono comunque riconducibili al fatto che **cause e conseguenze della crisi**, *entrata ormai nel sesto anno, non sono affatto alle spalle, nonostante i non piccoli aggiustamenti compiuti.*

Le **bolle** *del credito e quella immobiliare, associate con gli eccessi di indebitamento di famiglie e imprese e con l'alta leva delle banche. L'***alta disoccupazione**, *che induce negative aspettative di reddito e conseguente maggior parsimonia. Il lungo percorso di* **rientro dei conti pubblici**. *Il riequilibrio nei* **dislivelli di competitività** *e nelle bilance con l'estero. L'enorme* **eccesso di capacità produttiva** *in alcuni importanti settori.*

Tutti questi sono come venti che continueranno a **soffiare contro la ripresa**, *mantenendola al di sotto del potenziale, quando addirittura non pieghino verso il basso quest'ultimo. È bene tenerne sempre a mente il catalogo.*

Perché la tempesta passi **occorre tempo**. *Il tempo serve sia a riassorbire gli* **eccessi accumulati** *sia a mettere in campo e rendere funzionanti i* **cambiamenti profondi** *che accrescano la capacità dei paesi di svilupparsi facendo leva su conoscenza, innovazione e flessibilità di adattamento.*

Spetta alle politiche sia guadagnare quel tempo sia introdurre il corretto mix di incentivi per pilotare i cambiamenti. Perciò non sono affatto inutili, e tanto meno dannose, le **azioni delle banche centrali** *rivolte ad allentare i costi economici e sociali degli aggiustamenti, sostenendo la domanda finale e perseguendo la stabilità finanziaria con tassi ridotti e potenti iniezioni di liquidità.*

Ma perché queste azioni siano efficaci serve che i **canali di trasmissione** *siano sgombri e i meccanismi del credito sbloccati. A questo fine negli USA la* **FED** *ha operato e opera acquistando titoli in diversi mercati ed è preparata a varare nuove misure. Nell'Eurozona la* **BCE** *ha dovuto e deve fare i conti con molti limiti istituzionali, culturali e politici.*

Quelli istituzionali non sono confinati solo al suo statuto e ai Trattati, che proibiscono la monetizzazione dei debiti pubblici a salvaguardia della sua indipendenza e contro devianze dei paesi membri dal buon

[1] Il confronto tra le conseguenze economiche della crisi in atto e delle due guerre mondiali è contenuto a p. 32.

governo, ma originano soprattutto dall'assenza ***di travi portanti*** *nella costruzione europea. Per cominciare, l'unione bancaria e l'unione di bilancio.*

Sull'una e sull'altra i cantieri sono stati aperti, ma non sarà una passeggiata completarli, perché hanno implicazioni più profonde di quel che appare e quindi dovranno superare veti e vincere interessi costituiti[2]*. Entrambe comportano, infatti, ulteriori* ***cessioni formali di sovranità****; quelle di fatto sono già realtà e le osserviamo tutti i giorni, sebbene siano accettate con riottosità.*

I limiti culturali e politici alla libertà di intervento della BCE sono ben noti. Da un lato, le ***difformi visioni****, radicate nella storia, che ciascuna nazione esprime sul ruolo della Banca centrale e sulla solidarietà tra paesi. Dall'altro, soprattutto, i* ***comportamenti opportunistici*** *avuti da tanti governi nell'approfittare, come fossero stati un pasto gratis, dei minori tassi di interesse offerti dalla moneta unica, anziché comprendere che stare dentro la casa comune dell'euro vuol dire* ***rimboccarsi le maniche*** *e spazzare via le inefficienze, le storture, le posizioni di rendita. A proprio tornaconto, prima ancora che per rispettare gli altri condomini.*

Lo spaventoso ***allargamento degli spread*** *che è conseguito alla crisi ha avuto il ruolo di brutale sveglia nel costringere i governi-paesi a fare un salutare bagno di realtà. Allo stesso tempo ha agito da distruttore della capacità produttiva, via minor disponibilità e maggior costo del credito, e interrotto il circuito della politica monetaria, ledendo la forza della stessa BCE ed erodendo la base ultima su cui poggia la sostenibilità dei debiti: il reddito.*

Di più: i primi dieci anni di vita dell'euro hanno visto aprirsi ***ampi divari di competitività*** *che hanno funzionato da forza centrifuga e che andranno ridotti, se non chiusi. Gli spread, trasmettendosi alle condizioni del credito, hanno allargato patologicamente quei divari competitivi e quindi operano in senso contrario alla convergenza verso cui tendono progetti europei e nazionali.*

Questi dati di fatto hanno costituito valide giustificazioni economiche che hanno convinto la BCE (con il sofferto e contrastato via libera tedesco) a imbracciare lo ***scudo anti-spread****, congiuntamente all'ESM. La giustificazione politica è premiare i paesi virtuosi*[3]*.*

La BCE è costretta a ***fare sintesi****, con un unico strumento, di tutti questi obiettivi e vincoli e perciò lo scudo non avrà piena e immediata efficacia. E comunque occorreranno mesi perché questa svolta percoli in tutto il sistema, traducendosi in un allentamento delle condizioni creditizie.*

Fondamentale per l'attivazione dello scudo è la ***richiesta*** *dell'intervento BCE-ESM da parte del paese che lo ritenga opportuno. Il paese richiedente si sottopone così alla sorveglianza delle istituzioni, scansando quella dei mercati*[4]*.*

---

[2] Lo scenario del CSC è costruito scontando una promozione condizionata dell'*European Stability Mechanism* (ESM) da parte della Corte costituzionale tedesca.

[3] Sulla misura dell'eccesso di spread pagato dall'Italia, sulle ragioni politiche ed economiche che giustificano l'intervento della BCE per ridurlo e su come avrebbe dovuto essere disegnato si veda *Spread: l'Italia paga oltre 300 punti più del dovuto. Unico rimedio: uno scudo impugnato dalla BCE*, Nota dal CSC n. 5-2012. Su tale tema anche Antonio Di Cesare, Giuseppe Grande, Michele Manna, Marco Taboga, *Stime recenti dei premi per il rischio sovrano di alcuni paesi dell'area dell'euro*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza n. 128, settembre 2012.

Il ***vantaggio enorme*** *dello scudo è di rendere più rapido, abbassando in fretta i tassi pagati sul debito pubblico, il riconoscimento dei progressi compiuti e di diminuire perciò i costi economici e sociali del rientro dalla crisi. Il* ***prezzo*** *è politico (cessione di sovranità), ma è più apparente che reale, specie se si conviene pubblicamente che le misure da adottare sono nell'interesse primario dello stesso paese che fa ricorso allo scudo. Perciò è l'intero paese richiedente che si deve impegnare ad assumere e mettere in pratica tali misure, indipendentemente dai suoi schieramenti partitici e dalle sue vicende elettorali.*

*A prescindere dallo scudo, ma a maggior ragione in funzione di esso, l'****Italia*** *trarrebbe grande beneficio da una tale condivisa assunzione di responsabilità a proseguire lungo il cammino del risanamento e delle riforme, perché essa azzererebbe l'incertezza che ora grava su quel che avverrà nel dopo Governo Monti.*

Nell'Eurozona, in particolare nell'economia italiana, le ***politiche di bilancio*** *hanno sottratto tempo all'aggiustamento. Lo dice l'andamento dei saldi strutturali, che nelle stime dell'OCSE sono in aumento per l'insieme dell'Area già a partire dal 2010, con un progresso cumulato di 4,9 punti di PIL fino al 2013 incluso.*

Come è stato rilevato dal CSC, le ***manovre restrittive*** *sono tanto più accentuate quanto più ampio è il divario tra il PIL effettivo e quello potenziale*[5]*. Oltre che concentrate geograficamente, sono state sincroniche, con rapido trasferimento e cumulazione dei loro effetti all'interno dell'UE, che è fortemente integrata commercialmente e finanziariamente.*

Anche di ciò si è cominciato a ragionare in Europa e, quanto meno, a guardare al molto che è stato fatto e non solo più a quanto manca per raggiungere gli obiettivi concordati. Per i quali si materializzerà di fatto uno ***slittamento in avanti****, che romperà la spirale depressiva "manovra sui conti pubblici-recessione-ulteriore manovra".*

Questo slittamento non apre, però, spazi di azione nei bilanci statali. Bisogna, invece, ***imparare a effettuare scelte*** *per gestire le risorse scarse e preziose dei contribuenti: se si allargano i cordoni da una parte occorre chiuderli da un'altra.*

Nel 1998 Carlo Azeglio Ciampi chiamò queste scelte "Finanziarie di qualità". Perciò il risanamento dei conti pubblici è occasione di ***ripensamento del ruolo dello Stato****, del suo rapporto con i cittadini, con i lavoratori e con le imprese, con le parti sociali. In fondo, questa è la principale delle riforme strutturali, sulle quali c'è ancora molto da lavorare, come non si stanca mai di sottolineare il Presidente del Consiglio, Mario Monti.*

Comunque, le politiche monetarie che si faranno ancora più espansive in USA ed Eurozona (anche con tagli dei tassi oltre che con potenziamento della loro efficacia via scudo anti-spread) e quelle di bilancio che diverranno un po' meno restrittive nell'insieme della moneta unica (in particolare in Italia e Spagna) aiuteranno ad ***avviare una nuova ripresa****.*

---

[4] L'altro prerequisito per far scattare lo scudo è la sottoscrizione di un memorandum che contiene le condizioni che il paese richiedente si impegna a rispettare. Tali condizioni dovrebbero essere già comprese nei programmi approvati dalla UE. Verranno, però, fissate delle priorità e ci saranno una tempistica più precisa e verifiche periodiche, probabilmente trimestrali, della loro realizzazione (sorveglianza rafforzata).

[5] Si veda *Politiche espansive per uscire dalla crisi*, Nota dal CSC, n. 3-2012.

L'andamento del complesso degli indicatori congiunturali costringe, però, a ***spostare in avanti la svolta ciclica****, la quale peraltro non si è ancora manifestata con nitidezza. Il CSC la colloca per l'Italia tra il secondo e il terzo trimestre del 2013.*

Il nuovo scenario economico deve, infatti, inglobare il ***peggioramento del quadro internazionale*** *che è avvenuto nel corso dell'estate e che si protrarrà quantomeno per tutto l'autunno.*

Italia: verso un'incerta e timida ripresa

(PIL, var.% su dati a prezzi costanti destagionalizzati)

		Congiunturali	Tendenziali
	Trimestri		
2012	1°	-0,8	-1,5
	2°	-0,8	-2,6
	3°	-0,6	-3,0
	4°	-0,4	-2,6
2013	1°	-0,2	-1,9
	2°	0,2	-0,9
	3°	0,3	-0,1
	4°	0,3	0,5

Fonte: elaborazioni e previsioni CSC su dati ISTAT

Le maggiori economie, avanzate ed emergenti, sono in rallentamento e l'Euroarea sta addirittura sperimentando un'ulteriore contrazione dell'attività. Ciò comporta la revisione al ribasso delle stime della crescita del ***commercio mondiale****: il CSC le riduce all'1,4% quest'anno (dal 2,5% atteso a giugno) e all'1,6% il prossimo (dal 4,5%).*

Questa modifica è particolarmente importante perché riduce il supporto che viene all'economia italiana dall'export. Riguardo alle altre variabili: per il prezzo del ***petrolio*** *è confermato nel 2013 il valore di 100 dollari indicato a giugno, grazie a un'offerta che sopravanzerà la domanda; i* ***tassi di interesse*** *ufficiali sono attesi azzerarsi negli USA e allo 0,25% nell'Eurozona (come ipotizzato tre mesi fa); il* ***cambio dell'euro*** *è marginalmente più favorevole (1,30 nel 2013, dall'1,32 di giugno).*

In queste condizioni il CSC mantiene invariata la dinamica del ***PIL italiano*** *nel 2012 e ritocca al ribasso quella nel 2013: -2,4% e -0,6% (contro -0,3%). Tali mutamenti sono dettati dal diverso* ***profilo trimestrale*** *e ispirati da un cauto ottimismo sull'evoluzione nell'Euroarea. Ottimismo che è pienamente giustificato dagli avvenimenti politici delle ultime settimane, che sono stati analizzati sopra e che sono in linea con quanto incorporato nella previsione effettuata in giugno*[6]*.*

Il calo di attività nel prossimo anno è attutito dalla ***cancellazione dell'aumento dell'IVA****, che se fosse definitivamente confermata, comporterebbe un maggior livello del PIL pari allo 0,2%.*

Quello assunto dal CSC rimane uno ***scenario ottimistico*** *anche per altri fattori. Anzitutto, come detto, non si leggono ancora negli indicatori chiari segnali di cambiamento di rotta, ma solo di leggera attenuazione della caduta. Inoltre, si assume che il commercio globale migliori a partire dal principio dell'anno venturo. Ancora, si considera che l'incertezza e la sfiducia abbiano giocato un ruolo non marginale nel far cadere la domanda interna nella prima parte del 2012, e che il loro influsso negativo si attenui nel 2013 (su ciò incideranno modalità ed esito della prossima campagna elettorale). Infine, si ritiene che inizieranno a dispiegarsi in tutto il sistema gli effetti dello scudo anti-spread.*

Ci sono ***rischi al ribasso****. Primo: l'****indebolimento internazionale*** *potrebbe protrarsi più a lungo. In particolare nell'Area euro, a causa dello sgonfiamento della bolla immobiliare in Francia e*

[6] Basata su un'elevata probabilità di un rapido rilancio dell'Unione monetaria, con l'esclusione dell'uscita di qualunque paese dall'Eurozona.

Olanda, con ricadute sui rispettivi sistemi bancari, e degli effetti cumulativi che la stessa recessione mette in moto, anche attraverso le catene del valore che legano tra loro le imprese europee.

Secondo: lo scudo anti-spread potrebbe rivelarsi macchinoso nell'avvio e, quindi, passerebbero ancora molti mesi prima che sia pienamente efficace. Ciò lascerebbe a lungo invariate le sfavorevoli ***condizioni del credito****, che addirittura potrebbero nel frattempo deteriorarsi a fronte dell'aumento delle sofferenze, che eroderebbero il capitale delle banche su cui fa leva l'erogazione dei prestiti.*

Tutto ciò avrebbe ripercussioni negative sui ***mercati finanziari****, la cui caduta trasmetterebbe minor fiducia tra le famiglie e le imprese, diminuendo la ricchezza delle prime e rincarando il costo della raccolta di fondi per le seconde.*

Considerando come meno probabili tali rischi, lo ***scenario tracciato dal CSC*** *comporta dinamiche nelle componenti del PIL, nel mercato del lavoro e nella finanza pubblica italiani sostanzialmente simili a quelle delineate tre mesi fa.*

La caduta della ***domanda totale interna*** *si attenua nel 2013 (-0,7%) ma rimane netta nel 2012 (-4,8%) ed è dovuta anzitutto a una violenta contrazione dei* ***consumi delle famiglie*** *(-3,2%), che nel dopoguerra trova riscontro solo nella flessione del 1993 (-3,0%) e che in termini pro capite (-3,6%) non ha eguali. La diminuzione dei consumi proseguirà l'anno prossimo (-1,0%).*

Lo svuotamento dei magazzini, provocato dalle aspettative di fatturato cedente e dal maggior costo e dalla minore disponibilità del credito, si attenuerà con il recupero della domanda finale, sebbene le ***scorte*** *ad agosto fossero valutate ancora elevate dalle aziende.*

I comportamenti di spesa delle famiglie sono influenzati dalle preoccupazioni sul reddito e sulla capacità di risparmio, che salgono a causa del ***peggioramento dell'occupazione****: -1,8% nella somma dei due anni. Il tasso di disoccupazione arriverà al 12,5% a fine 2013 (13,9% considerata la CIG). Il CSC, infatti, considera che l'****aumento della forza lavoro*** *non sia un fenomeno transitorio, ma sia dettato da un mutamento strutturale nella ricerca attiva di un impiego rivolto a sostenere il reddito e lo stile di vita della famiglia.*

D'altra parte, ***le retribuzioni di fatto*** *aumenteranno (+1,1% nel 2012 e +0,9% nel 2013), ma molto meno di quelle contrattuali perché le aziende tenderanno a recuperare margini agendo su altre voci della busta paga, in presenza di una più stretta relazione con l'alta disoccupazione. L'****inflazione*** *sarà discendente: +3,1% nel 2012 e +2,3% nel 2013 le variazioni dei prezzi al consumo. Sarà alimentata, oltre che dall'aumento del carico fiscale e parafiscale, anche dalla pressione del* ***CLUP*** *(+2,0% nel 2012 e +1,2% nel 2013), che comprime i margini delle imprese.*

Eccesso di capacità produttiva, aspettative negative di domanda, aumento del costo e razionamento del credito, bassa e calante redditività e alta incertezza provocano il crollo degli ***investimenti****: -8,8% nel 2012, seguito da un -0,5% nel 2013. Gli acquisti di macchinari e mezzi di trasporto diminuiscono dell'11,2% quest'anno e recuperano lo 0,5% il prossimo. Le costruzioni cedono prima il 6,5% e poi un altro 1,4% rispettivamente nei due anni.*

Il solo segno positivo tra le variabili della domanda resta quello delle ***esportazioni****: +0,7% e +1,2%. Variazioni che sono state ridimensionate a causa, appunto, della maggiore debolezza dei mercati più vicini, gli europei, e di quelli più lontani, gli emergenti asiatici. L'aumento dell'export e, soprattutto, il cedimento dell'****import*** *(-7,7%, seguito da un +0,9%) riequilibrano i conti con l'estero: la* ***bilancia commerciale*** *registrerà nel 2013 un surplus pari all'1,4% del PIL, mentre quella* ***corrente*** *avrà un disavanzo dello 0,8%, il più basso dal 2004.*

I progressi nei ***conti pubblici*** *sono impressionanti: il saldo primario sale al 4,0% del PIL nel 2013, il più elevato tra i paesi avanzati; era nullo nel 2010. Le condizioni cicliche peggiori non consentono di raggiungere l'obiettivo del pareggio (indebitamento netto all'1,4% del PIL l'anno venturo), che però viene centrato in termini di saldo strutturale, il quale registra un progresso di 3,2 punti percentuali rispetto a soli tre anni prima.*

La gran parte di questo miglioramento è stato conseguito accrescendo la ***pressione fiscale****, che arriverà al 45,2% del PIL nel 2013 (quella effettiva, tenuto conto del sommerso, toccherà il 54,3%). Ma ci sono stati progressi anche nella dinamica della* ***spesa pubblica****: la totale primaria sarà pari al 45,6% del PIL nel 2013, dal 46,7% del 2010, e la corrente primaria raggiungerà il 42,6%, dal 43,1%. Ulteriori progressi su questo fronte richiedono una* spending review *che cambi il perimetro e il modo di funzionare della pubblica amministrazione, le cui uscite al netto di interessi e previdenza sono in Italia ai livelli più bassi della UE.*

Al netto degli aiuti agli altri Stati dell'UEM, il ***debito pubblico*** *scenderà nel 2013 al 122,3% del PIL, dal 122,5% del 2012. Quello totale raggiungerà il 126,0%, dal 125,6%. Un programma di* ***privatizzazioni****, secondo quanto annunciato dal Governo, se perseguito coerentemente e con perseveranza, consentirebbe di abbattere il debito pubblico di 9,7 punti di PIL entro il 2020, permettendo di alleviare l'avanzo primario, accelerare la riduzione delle aliquote fiscali e contributive sui redditi di lavoro e impresa e diminuire la presenza dello Stato nell'economia.*

1 LE PREVISIONI

1.1 L'economia italiana

Recessione profonda

L'economia italiana resta in profonda recessione e non sono ancora netti i segnali di inversione del ciclo. Il rallentamento globale si è accentuato nei mesi estivi e si è aggiunto ai fattori da cui è originata la nuova fase di marcato arretramento: risanamento dei conti pubblici, credito molto più razionato e costoso, crisi del settore immobiliare, aumento dell'incertezza e alta e persistente disoccupazione.

Inglobando l'evoluzione dello scenario interno e internazionale, il CSC mantiene invariata, rispetto alle previsioni effettuate nel giugno scorso, la dinamica del PIL italiano nel 2012 e ritocca al ribasso quella del 2013: -2,4% e -0,6% in termini reali (contro il -0,3%).

Le nuove stime incorporano l'andamento delle statistiche congiunturali e degli indicatori qualitativi negli ultimi tre mesi. La frenata si è accentuata nei maggiori paesi emergenti, motore dello sviluppo globale negli ultimi anni. Negli Stati Uniti il ciclo economico resta ancora debole e fragile. L'Eurozona rimane l'epicentro da cui si irradiano spinte recessive in ogni direzione e si sta intensificando il contagio dai paesi periferici a quelli *core*, compresa la Germania, dove si prevede un secondo semestre di crescita piatta e di arretramento del settore manifatturiero.

Tabella 1.1

Le previsioni del CSC per l'Italia
(Var. %)

	2010	2011	2012	2013
Prodotto interno lordo	1,8	0,4	-2,4	-0,6
Consumi delle famiglie residenti	1,2	0,2	-3,2	-1,0
Investimenti fissi lordi	2,1	-1,9	-8,8	-0,5
Esportazioni di beni e servizi	11,6	5,6	0,7	1,2
Importazioni di beni e servizi	12,7	0,4	-7,7	0,9
Saldo commerciale[1]	-1,3	-1,1	1,0	1,4
Occupazione totale (ULA)	-0,9	0,1	-1,2	-0,6
Tasso di disoccupazione[2]	8,4	8,4	10,7	12,1
Prezzi al consumo	1,5	2,8	3,1	2,3
Retribuzioni totale economia[3]	2,3	1,4	1,1	0,9
Saldo primario della PA[4]	0,0	1,0	3,1	4,0
Indebitamento della PA[4]	4,6	3,9	2,1	1,4
Debito della PA[4]	118,6	120,1	125,6	126,0

[1] Fob-fob, valori in percentuale del PIL; [2] valori percentuali; [3] per addetto; [4] valori in percentuale del PIL.
Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT e Banca d'Italia.

Le previsioni annue discendono da un nuovo profilo temporale, nel quale l'andamento del PIL nel secondo trimestre è stato meno negativo di quanto atteso (-0,8% contro -1,0%) e in quelli successivi, fino al primo 2013, è stato modificato leggermente al ribasso. In sostanza, la recessione si prolunga e la ripresa è ritardata alla primavera prossima. Ciò accresce inoltre il

trascinamento negativo ereditato da quest'anno (-0,8% rispetto al -0,6% precedentemente indicato).

Le nuove previsioni scontano un tasso di cambio dollaro/euro marginalmente più favorevole rispetto allo scenario di giugno (1,28 da 1,29 quest'anno e 1,30 da 1,32 il prossimo), il rinvio dell'aumento dell'IVA dall'ottobre prossimo al luglio venturo, una dinamica del commercio internazionale nettamente più bassa nel 2012 (1,4% contro il 2,5% stimato in giugno) e soprattutto nel 2013 (1,6% dal 4,5% precedente), dinamica che tornerà positiva a partire dall'anno prossimo dopo l'arretramento che l'andamento degli ordini esteri globali prefigura per il semestre in corso.

L'andamento degli scambi mondiali è la novità più significativa dell'aggiornamento dello scenario del CSC ed è importante perché riduce il sostegno dell'export all'economia italiana. Tuttavia, il contributo delle esportazioni nette al PIL rimarrà ampio come conseguenza di una domanda domestica ancora molto debole che riduce in modo rilevante le importazioni nel 2012 e le mantiene piatte nel 2013. A comprimere la domanda interna ha contribuito quest'anno anche l'elevata incertezza; dissipandosi almeno in parte quest'ultima, il CSC stima un miglioramento del mercato interno, al quale daranno un apporto nel 2013 anche gli effetti meno restrittivi delle politiche di bilancio. Le manovre correttive approvate negli ultimi anni incideranno, infatti, quest'anno per 4,6 punti di PIL e il prossimo per 1,7 punti.

L'ipotesi di una graduale ripresa dell'economia italiana nel corso dell'anno prossimo si fonda anche sull'efficacia delle misure anti-spread da poco annunciate dalla BCE nel normalizzare i canali di trasmissione della politica monetaria espansiva (e che ancor più sarà tale), abbassando così i tassi pagati dalle imprese e dalle famiglie italiane, migliorando i bilanci bancari per la parte investita in titoli di Stato e allentando in modo significativo il *credit crunch* in atto. Questo aiuterà gli operatori a ritrovare fiducia, oltre che possibilità e convenienza nel realizzare piani di spesa.

Elevata incertezza, rischi al ribasso

L'incertezza rimane, tuttavia, elevata sia per quanto riguarda l'evoluzione globale sia per i tempi di concretizzazione e piena efficacia dello scudo anti-spread della BCE. Inoltre, va ricordato che nella prossima primavera si svolgeranno in Italia elezioni politiche e non è chiaro al momento con quali norme si andrà al voto e se queste garantiranno il formarsi in tempi rapidi di una maggioranza stabile e riformista. Nel complesso, quindi, i rischi restano tutti sbilanciati al ribasso e pongono un punto interrogativo sulla tempistica e sull'entità della ripresa durante il 2013.

Esaminando più da vicino tali rischi, va sottolineato anzitutto che l'indebolimento dell'economia internazionale potrebbe protrarsi più a lungo e intensificarsi a causa di un rallentamento più forte e duraturo nei paesi emergenti e per l'evoluzione della congiuntura negli USA, legata all'esito delle presidenziali e, quindi, alla soluzione che verrà data al venir meno all'inizio del 2013 degli impulsi di bilancio. Nell'Eurozona, nonostante i significativi progressi compiuti, molti passi importanti dovranno essere realizzati sul piano istituzionale ed economico per consentire il superamento della crisi. Le stesse misure concordate durante l'estate richiedono alcuni passaggi-chiave per diventare realtà, sia riguardo all'unione bancaria sia per ciò che concerne, ancor più nell'immediato, alla messa in atto dello scudo anti-spread, che non potrà essere rapido visto che necessita dell'intervento dell'EFSF-ESM (dando per certa la sentenza ad esso favorevole della Corte costituzionale tedesca) su richiesta dei singoli paesi che si devono sottoporre a

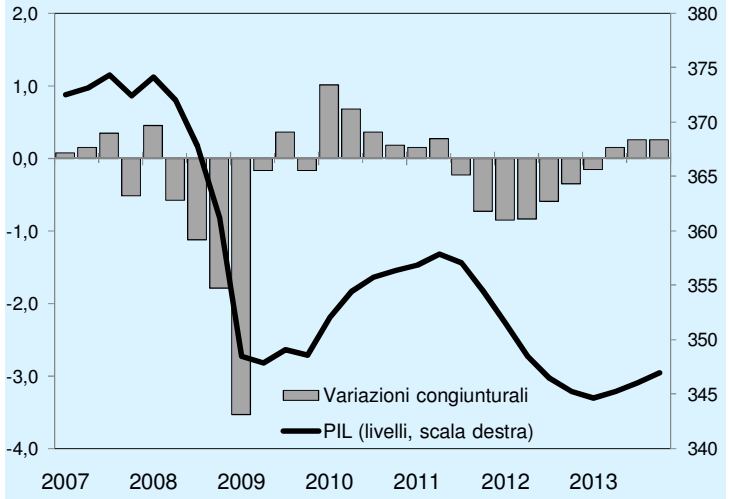
condizionalità. Cosicché il trasferimento in pratica del nuovo corso della BCE potrebbe richiedere tempi più lunghi e di conseguenza gli stessi benefici sul fronte del credito concretizzarsi più avanti, mentre l'aumento delle sofferenze bancarie assorbirebbe più capitale da parte delle banche e quindi ne ridurrebbe la capacità di erogare prestiti. Infine, sempre nell'Eurozona, lo sgonfiamento della bolla immobiliare in Francia e Olanda avrà conseguenze importanti sulle loro economie e sui rispettivi sistemi finanziari.

Profilo trimestrale più negativo

Dall'inizio della crisi economico-finanziaria l'Italia è stata colpita da due recessioni, intervallate da una modesta ripresa, che hanno riportato il PIL totale sui livelli del 2001 e quello pro-capite ai valori del 1997, in termini reali. La prima ha prodotto una contrazione cumulata del 7,1% tra quarto trimestre 2007 e secondo 2009; a questa caduta è seguito un parziale recupero del 2,8% tra il terzo trimestre del 2009 e la primavera del 2011; ma dall'estate di quell'anno si è avuta la seconda recessione, che sarà duratura come la precedente (7 trimestri includendo le previsioni CSC) e molto acuta, giacché la contrazione cumulata risulterà di almeno il 3,7%. Rispetto al picco pre-crisi (terzo trimestre 2007) la distanza sarà, al primo trimestre 2013, del 7,9%, a livelli perciò inferiori a quelli minimi toccati nella fase più grave della precedente recessione.

Grafico 1.1

Forte caduta e lenta ripresa del PIL italiano
(Italia, var. % e miliardi di euro, prezzi costanti, dati trimestrali destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT.

Secondo le stime CSC il ritmo di contrazione del PIL si attenuerà gradualmente a partire dal terzo trimestre 2012 (-0,6%) fino al primo quarto del 2013 (-0,2%). Dalla primavera si avranno moderati incrementi di attività (0,2% medio trimestrale). Alla fine dell'anno venturo si registrerà una variazione tendenziale di +0,5%, ma i valori saranno ancora più bassi del 7,3% rispetto a quelli massimi pre-crisi (Grafico 1.1).

Peggiorano gli indicatori congiunturali

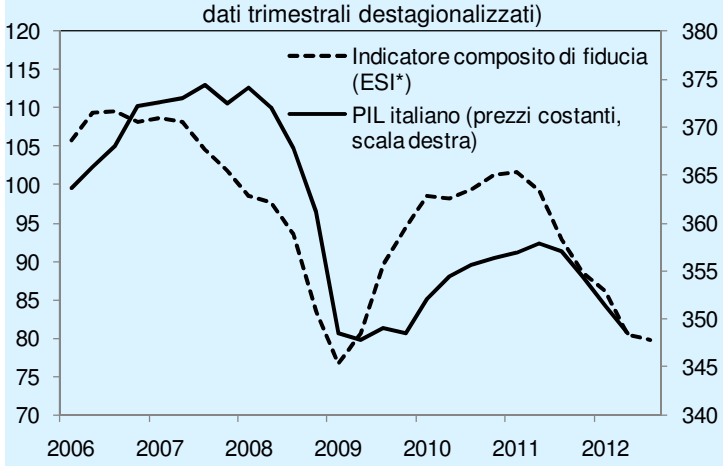
I segnali che provengono dai principali indicatori congiunturali coincidenti e anticipatori confermano la prosecuzione della contrazione, ma a un ritmo decrescente. L'indice composito di fiducia per l'Italia, elaborato dalla Commissione europea, è peggiorato in agosto, dopo un temporaneo recupero in luglio: -2,4 punti (78,6 da 81,0), attestandosi molto al di sotto della media di lungo periodo (pari a 100). Nel bimestre luglio-agosto 2012, l'indice è diminuito di 0,7 punti (a 79,8) rispetto alla media del secondo trimestre, toccando i minimi dal primo trimestre 2009; ma la flessione è inferiore a quella registrata nel primo (-2,4 punti) e nel secondo (-5,6; Grafico 1.2). Questa dinamica prefigura un'ulteriore riduzione del PIL nel trimestre in corso, ma più attenuata. Tra le componenti, in agosto, è scesa la fiducia nei servizi (-6,4), nel commercio al dettaglio (-3,4), tra i consumatori e i costruttori (-2,3 per entrambi),

mentre nel manifatturiero è rimasta invariata (+0,1) ai livelli di fine 2009, dopo un calo di 2 punti in luglio.

Il PMI composito (mix di manifatturiero e servizi) è salito in agosto a 43,9 (da 43,4 di luglio), attestandosi in area recessiva per il quindicesimo mese consecutivo (Grafico 1.3). In particolare, il PMI manifatturiero è sceso ai minimi dall'ottobre 2011 (43,6 da 44,3), segnalando un ritmo di contrazione ancora più sostenuto. Tra le componenti del PMI manifatturiero, si è accentuata la riduzione della produzione (42,2 da 43,6) e degli ordini (41,5 da 42,3), anche esteri (46,3 da 47,7). Il PMI dei servizi segnala in agosto una marcata riduzione dell'attività, pur se più lenta che nei precedenti quattro mesi: è salito a 44,0 (da 43,0), attestandosi al di sotto della soglia di neutralità per il quindicesimo mese consecutivo; la componente dei nuovi ordini è risalita (44,2 da 38,8, che era il minimo da 40 mesi), ma segnala un calo ancora molto marcato, che prosegue ininterrottamente da aprile 2011. I dati del terziario indicano che la debolezza della domanda interna è continuata nei mesi estivi e le tendenze per l'autunno restano ancora molto negative.

Grafico 1.2

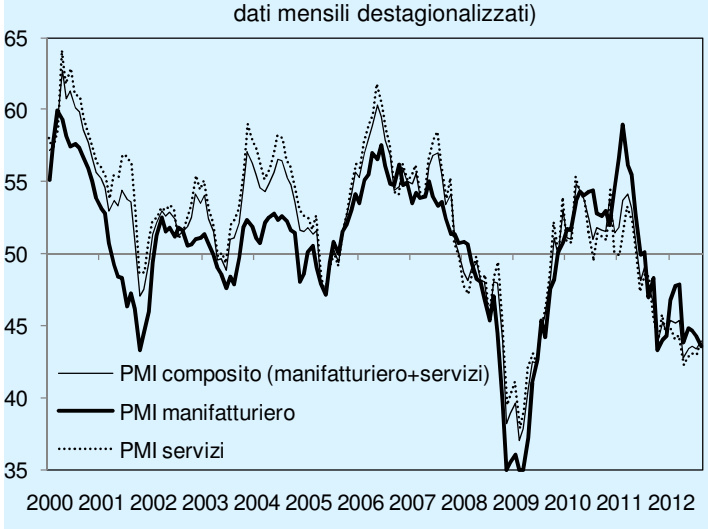
La diminuzione della fiducia preannuncia un calo del PIL italiano
(Italia, indice e miliardi di euro, dati trimestrali destagionalizzati)



* Formato dagli indici di fiducia tra le imprese manifatturiere, edilizie, del commercio al dettaglio, degli altri servizi e dei consumatori. Terzo trimestre 2012: media luglio-agosto.
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT, Commissione europea.

Grafico 1.3

Recessione ancora profonda
(Italia, soglia 50 = nessuna variazione congiunturale, dati mensili destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Markit.

L'indice anticipatore OCSE per l'Italia, che precorre di un paio di trimestri i punti di svolta dell'economia, è diminuito in giugno per il quattordicesimo mese consecutivo, ma a ritmi via via degradanti dal settembre 2011, prefigurando così un'attenuazione della recessione nei prossimi trimestri, senza evidenziare, comunque, alcun chiaro segnale di inversione del ciclo entro la fine dell'anno (Grafico 1.4).

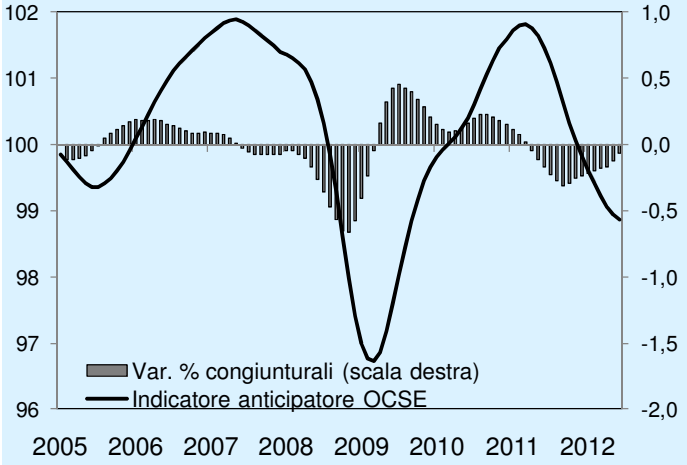
Consumi indietro

La spesa delle famiglie è diminuita dell'1,4% cumulato nel biennio 2008-2009. Nel 2010 ha recuperato l'1,2% e lo 0,2% nel 2011. Secondo il CSC diminuisce del 3,2% nel 2012 e dell'1,0% nel 2013. I consumi procapite registrano quest'anno la flessione più grave del dopoguerra (-3,6%) e nel 2013 torneranno sui livelli del 1997.

Grafico 1.4

Anticipatore OCSE: si attenua la caduta del PIL italiano

(Italia, indice e var. %, dati mensili destagionalizzati, 100=media di lungo periodo)



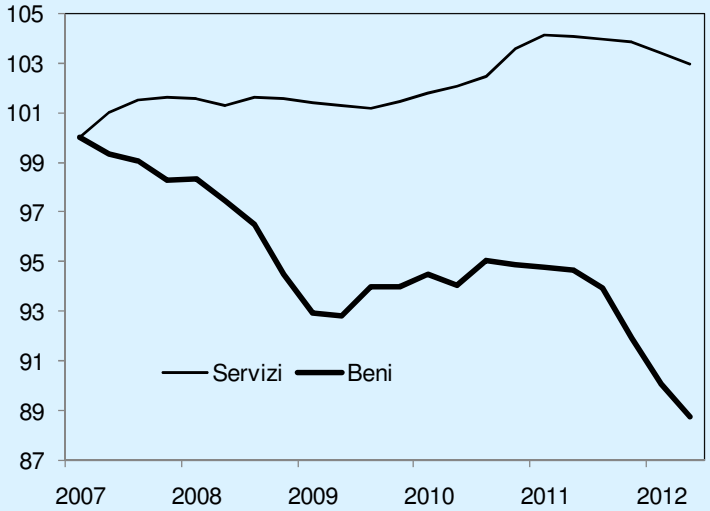
Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

I conti del secondo trimestre 2012 indicano un'ulteriore contrazione della spesa delle famiglie (-1,0% congiunturale, dal -1,1% del primo 2012). Rispetto al primo trimestre 2011, picco precedente, la diminuzione cumulata è stata del 3,7%, superiore a quanto registrato durante la recessione precedente (-2,9%). Il crollo dei consumi delle famiglie risulta particolarmente marcato per i beni (-6,3% dal primo trimestre 2011), a fronte di una lieve riduzione della domanda di servizi (-1,2%; Grafico 1.5). Il calo è stato più accentuato per gli acquisti di beni durevoli (-11,0%), la cui quota sul totale dei consumi, è di circa il 17%, e di semidurevoli (-10,0%) che incidono per il 21% della spesa, a fronte di una riduzione più moderata dei beni non durevoli (-3,4%, 56% del totale). Le immatricolazioni di auto nel terzo trimestre (-6,7% in luglio-agosto sulla media del secondo trimestre) sono coerenti con un ulteriore forte arretramento nei mesi estivi.

Grafico 1.5

Famiglie: crollano i consumi di beni, tengono quelli dei servizi

(Italia, indici trimestrali, 1° trim. 2007=100, prezzi costanti)



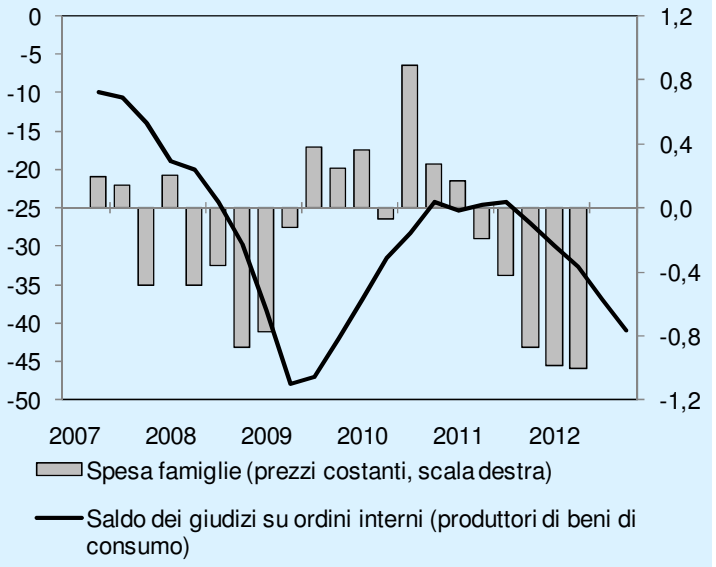
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

La debolezza dei consumi è confermata dalla tendenza dell'indice di fiducia dei consumatori. Molte sue componenti hanno raggiunto in giugno i minimi dall'inizio degli anni 90, ben al di sotto dei valori toccati durante la recessione del 2008-2009. Nel complesso, l'indice era risalito in luglio di 1,1 punti (a 86,5) dal record di giugno, ma in agosto è tornato a calare (86,0). Nel terzo trimestre (media luglio-agosto) è stato pari a 86,3, inferiore all'86,9 del secondo.

Nel mese scorso sono di poco migliorati i saldi riguardanti le valutazioni (a -64 da -70) e le attese (a -36 da -41) sulla situazione economica della famiglia, ma sono peggiorati nettamente i giudizi sull'opportunità attuale (a 122 da 131) e possibilità futura di risparmio (a -92 da -71), indicatori più strettamente collegati con le scelte di spesa. Sono peggiorate anche le opinioni sulle tendenze del mercato del lavoro. Tutto ciò suggerisce che la discesa dei consumi sia proseguita anche nel terzo trimestre e che vi sarà una maggiore parsimonia delle famiglie pure nel prossimo.

Grafico 1.6

Gli ordini anticipano un calo dei consumi
(Italia, indice e var. %, dati trimestrali destagionalizzati)



Gli ordini sono spostati avanti di un trimestre.
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Tale conclusione trova conferma nella diminuzione dei giudizi sugli ordini interni rilevati presso i produttori di beni di consumo: -4,0 punti il saldo nella media luglio-agosto rispetto al secondo trimestre (Grafico 1.6).

La contrazione della spesa delle famiglie si attenuerà nel 2013 (-1,0% medio annuo). Pur in presenza di un ulteriore calo dei redditi da lavoro (-1,9% il monte salari reale), la riduzione dei consumi sarà frenata dalla diminuzione dell'incertezza, dall'attenuazione degli effetti restrittivi delle manovre correttive, che hanno compresso i bilanci delle famiglie nel corso del 2012, e dall'attenuarsi della stretta creditizia. La minor incertezza deriverà dalla stabilizzazione dei mercati internazionali. La riduzione dei tassi di riferimento abbasserà gli interessi pagati dalle famiglie sui mutui a tasso variabile, dando sollievo ai loro bilanci.

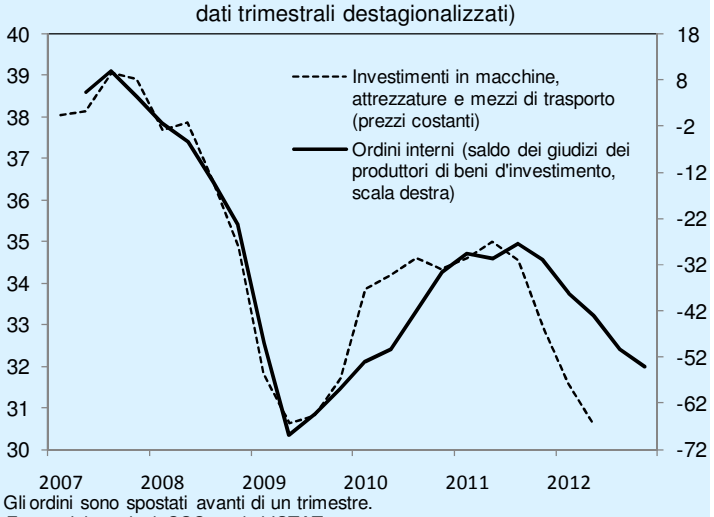
Gli investimenti arretrano ancora

Gli investimenti fissi lordi, secondo il CSC, si riducono dell'8,8% nel 2012 e tendono a stabilizzarsi nel 2013 (-0,5%). Nel 2011 erano già scesi dell'1,9% dopo l'incremento del 2,1% dell'anno precedente (-15,5% cumulato nel 2008-2009). Nel dettaglio, la spesa in macchinari e mezzi di trasporto cade dell'11,2% quest'anno e aumenta dello 0,5% il prossimo. Continua, invece, senza interruzioni dal 2007 il calo degli investimenti nelle costruzioni (specie residenziali): -6,5% quest'anno e -1,4% il prossimo. Nel complesso, gli investimenti fissi lordi nel 2013 saranno inferiori del 22,7% rispetto alla media del 2007, una caduta che agisce negativamente sul potenziale di crescita e sulla produttività del sistema futuri.

A condizionare le decisioni di spesa delle imprese sono il basso utilizzo della capacità produttiva, sceso nel secondo trimestre 2012 al 69,5% (dal 70,0% del primo), il peggioramento delle aspettative sulla domanda, soprattutto interna, il *credit crunch* che si è aggravato a partire dagli ultimi mesi del 2011, l'aumento degli interessi, già elevati, pagati dalle imprese e l'ulteriore diminuzione della redditività. È inevitabile che in queste condizioni vengano rivisti i piani di investimento e le imprese decumulino le scorte di magazzino, anche per ridurre al minimo il fabbisogno di capitale circolante.

Grafico 1.7

Investimenti ancora indietro
(Italia, miliardi di euro e saldi delle risposte, dati trimestrali destagionalizzati)

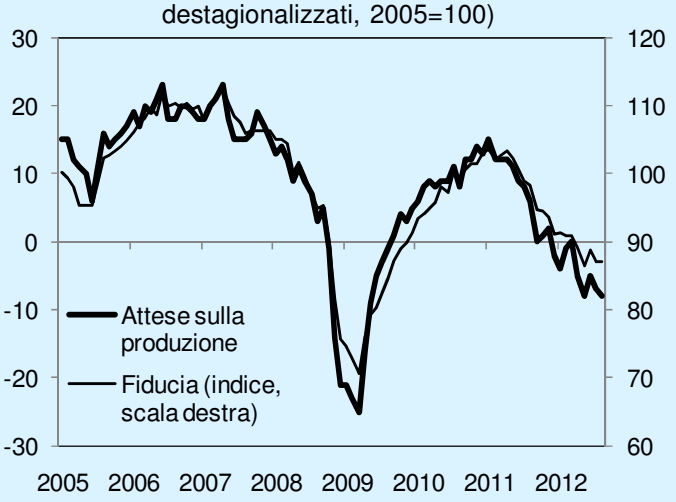


Gli ordini sono spostati avanti di un trimestre.
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

La tendenza alla diminuzione degli investimenti è confermata dal calo dei giudizi sugli ordini interni delle imprese che producono beni strumentali: nel terzo trimestre (media di luglio e agosto) il saldo è stato di 3,7 punti inferiore (a -54,0) rispetto a quello del secondo (indagine ISTAT sulle imprese manifatturiere; Grafico 1.7). E nei prossimi mesi non è destinata a migliorare; le attese sulla produzione degli stessi beni sono pure peggiorate in agosto, dopo un marginale miglioramento in luglio, e si attestano sui valori dell'autunno 2009: nel bimestre luglio-agosto il saldo è a -7,5, contro il -6,0 del secondo trimestre. La fiducia nel settore, in calo da oltre un anno, è rimasta stazionaria sui livelli molto bassi di luglio (87,2; Grafico 1.8). La sostanziale stabilizzazione nel 2013 origina principalmente dall'attenuazione della stretta al credito nel corso dell'anno e dal rilancio dell'export.

Grafico 1.8

Imprenditori manifatturieri molto pessimisti
(Saldi dei giudizi e indice, dati mensili destagionalizzati, 2005=100)



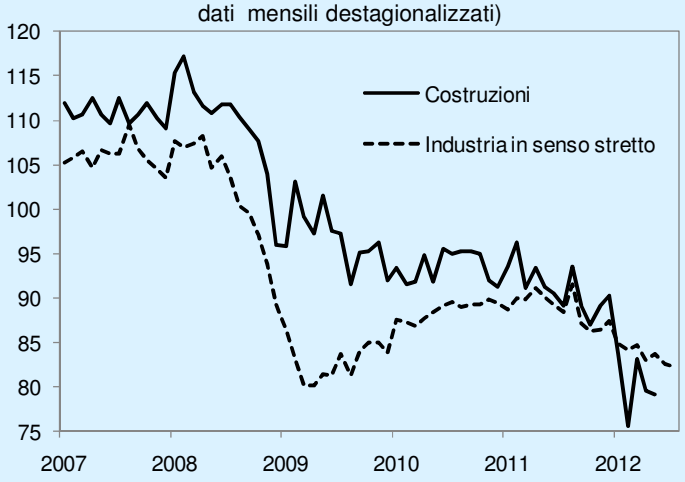
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Prosegue il calo della produzione

Le indicazioni che emergono dalle inchieste presso gli imprenditori sono in linea con le stime CSC sulla produzione industriale. In luglio, ultimo dato disponibile, è continuata infatti la flessione dell'attività: -0,4% su giugno, quando c'era stato un arretramento dell'1,4% su maggio, secondo i dati ISTAT. Nel terzo trimestre la variazione acquisita è di -1,0%. La distanza dal massimo pre-crisi (aprile 2008) si è ampliata a -22,5%. Anche la produzione nelle costruzioni mostra una dinamica negativa, in atto dall'inizio del 2008. In maggio è diminuita dello 0,5% su aprile, quando si era avuto un calo del 4,3%. La distanza dal picco pre-crisi (febbraio 2008) è del 32,4% (Grafico 1.9).

Grafico 1.9

Prosegue il calo dell'attività nell'industria e nelle costruzioni
(Italia, indici di produzione, 2005=100,
dati mensili destagionalizzati)



Produzione industria in s.s. di luglio: stime CSC.
Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT, Indagine rapida.

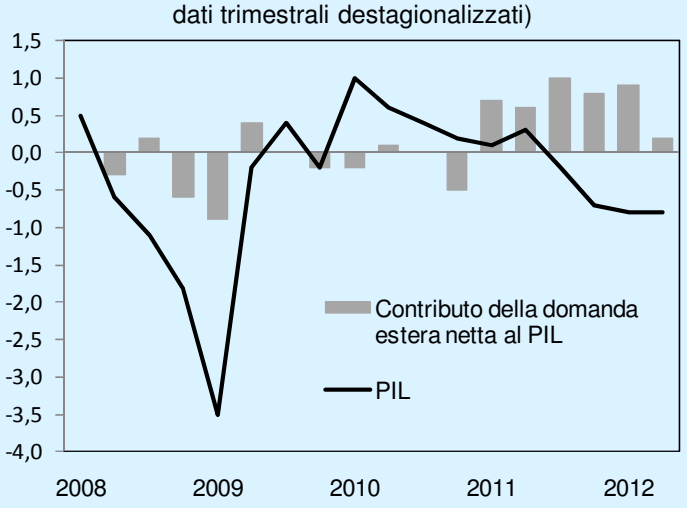
La domanda estera netta: unico contributo positivo

Nello scenario CSC le esportazioni di beni e servizi crescono dello 0,7% nel 2012 e dell'1,2% nel 2013. Le importazioni crollano del 7,7% quest'anno per tornare a salire dello 0,9% nel prossimo.

Il contributo dell'export netto al PIL, già positivo nel 2011 (+1,4%), si consolida salendo al +2,5% nel 2012, mentre nel 2013 quasi si annullerà (+0,1%). Tale contributo è tornato positivo dal primo trimestre 2011 e si è andato sempre più rafforzando (Grafico 1.10), restando l'unica componente positiva del PIL nel corso della recessione in atto. Questo rafforzamento si deve, però, non all'accelerazione delle esportazioni, che hanno risentito del rallentamento degli scambi mondiali, ma al crollo delle importazioni dovuto alla caduta della domanda interna.

Grafico 1.10

Export netto: unica componente positiva del PIL italiano
(Italia, var. % congiunturali, prezzi costanti,
dati trimestrali destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Le esportazioni italiane di beni, in volume, sono passate da un tasso di crescita nullo nella seconda metà del 2011 rispetto alla prima a uno negativo (-1,0%) nel primo semestre del 2012 rispetto ai precedenti sei mesi. I dati di luglio hanno confermato tale trend discendente,

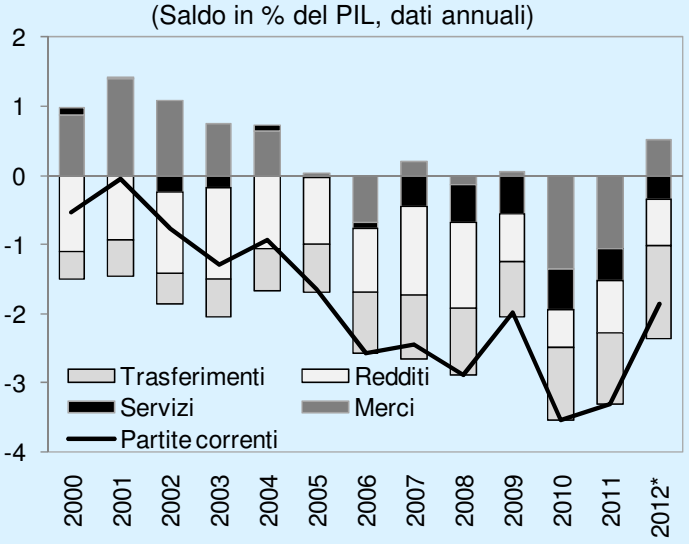
registrando una diminuzione dello 0,3% in valore nei mercati extra-UE, i più dinamici. Dal 2011 le importazioni di beni, sempre in volume, sono diminuite continuativamente, passando da una riduzione dell'1,6% nella media dell'anno scorso a un crollo del 5,6% nei primi sei mesi del 2012 rispetto agli ultimi sei del 2011. A luglio le importazioni in valore dai mercati extra-UE sono salite del 2,1% rispetto a giugno.

Le prospettive complessivamente poco incoraggianti per i prossimi mesi sono confermate dai giudizi sugli ordini dall'estero espressi dalle imprese manifatturiere italiane, il cui saldo ad agosto si è stabilizzato su livelli bassi (-31) e molto al di sotto di quelli prevalenti nella media del 2011 (-20).

In prospettiva, la tenuta del commercio mondiale, seppure in decelerazione rispetto all'anno scorso, e il recupero di competitività consentito dall'indebolimento del cambio, che sembra essersi stabilizzato su livelli più bassi rispetto all'anno precedente, sostengono le esportazioni, che comunque crescono quest'anno a un ritmo molto più basso di quello dello scorso anno, mentre la caduta della domanda interna abbassa ulteriormente le importazioni.

Grafico 1.11

Le merci aiutano i conti con l'estero italiani
(Saldo in % del PIL, dati annuali)



* Primi sei mesi
Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia e ISTAT.

La bilancia commerciale risente, tuttavia, oltre che dell'andamento delle quantità scambiate, anche delle variazioni dei prezzi all'export e all'import. Le ragioni di scambio, dopo il rientro delle quotazioni petrolifere, contribuiranno positivamente al riequilibrio dei conti con l'estero. Il CSC prevede, infatti, che la loro variazione passerà dal -3,2% del 2011 al -0,9% del 2012 per diventare positiva nel 2013 (+1,3%).

La bilancia commerciale italiana torna attiva: +1,0% del PIL in media nel 2012, dal -1,1% nel 2011, un attivo già visibile nelle statistiche del primo semestre (+0,5%). Nel 2013 l'avanzo commerciale complessivo si amplierà (+1,4%). Il disavanzo delle partite correnti si riduce molto: dal -3,3% del PIL nel 2011 al -1,3% del 2012 e al -0,8% nel 2013. Tale riduzione è dovuta, oltre che al netto miglioramento dell'interscambio di merci (Grafico 1.11), anche alla discesa delle importazioni di servizi, in parte legata agli stessi flussi commerciali (trasporti, assicurazioni) e in parte alla caduta del reddito disponibile (turismo). La dinamica di questi due saldi più che compensa il peggioramento registrato dal lato dei redditi, che risente dell'aumento degli oneri sul debito estero e dei trasferimenti (rimesse degli immigrati).

Meno prestiti alle imprese e spread su livelli record

Negli ultimi mesi si è avuta un'ulteriore secca riduzione del credito erogato alle imprese italiane e gli spread richiesti si sono stabilizzati su livelli proibitivi, sulla scia del rendimento ancora alto dei titoli di Stato.

Sempre più aziende faticano a ottenere prestiti bancari o devono rifiutarli a fronte di richieste di tassi di interesse troppo alti. L'evoluzione nei prossimi mesi dipenderà dagli sviluppi della doppia crisi, dei debiti sovrani e bancaria. Lo scenario del CSC si basa sull'ipotesi che si delinei in questo e nei prossimi mesi una soluzione, condivisa tra i paesi e le autorità europee e credibile per i mercati, che stabilizzi la situazione. Soluzione centrata sul varo di un'unione bancaria (si veda il riquadro *La corsa a ostacoli verso l'Unione Bancaria in Eurolandia*) e di acquisti illimitati di titoli sovrani da parte di BCE e EFSF-ESM. Tuttavia, la necessità di ridurre la leva da parte delle banche farà sì che il *credit crunch* persista ancora, anche se meno accentuato, e continui così ad agire da freno all'economia.

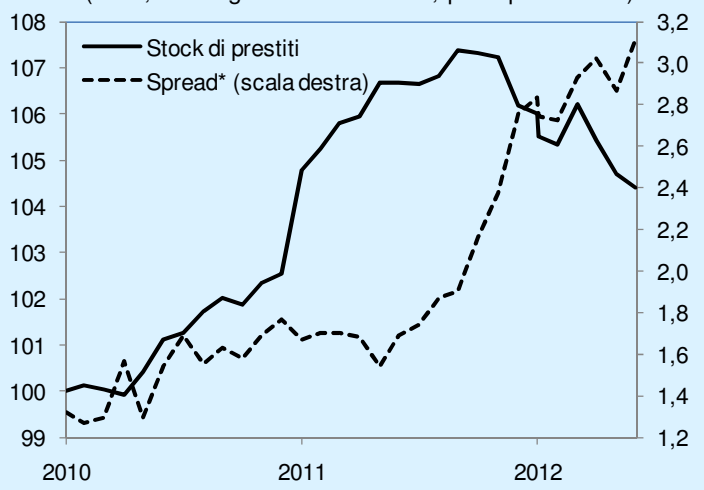
I dati sui prestiti mostrano che è in atto un *credit crunch* sempre più marcato. Il totale erogato alle aziende italiane si è ridotto dello 0,7% al mese a maggio-giugno e dello 0,3% a luglio, a riflesso della nuova nube di incertezza sollevata dalla crisi bancaria spagnola e dal tormentato cammino della Grecia (Grafico 1.12). Lo stock era già calato per sei mesi di fila tra ottobre 2011 e marzo 2012, registrando un recupero ad aprile (+0,8%). I prestiti erogati sono così scesi significativamente sotto i livelli di settembre 2011: -2,7% cumulato fino a luglio 2012 (dati destagionalizzati). La variazione annua è profondamente negativa (-1,7% a luglio, dal +6,1% nel maggio 2011), lontanissima dai ritmi di incremento pre-crisi (+12,7% nel 2007).

Secondo i dati qualitativi dell'indagine Banca d'Italia, i criteri per la concessione di prestiti alle imprese sono stati ulteriormente irrigiditi nel secondo trimestre 2012. La stretta ha avuto un'intensità pari a quella del primo trimestre, benché inferiore a quella dell'ultimo quarto del 2011. L'indagine Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore fornisce informazioni coerenti: l'accesso al credito è peggiorato nel secondo trimestre 2012 per il 32,9% delle imprese (33,9% nel primo trimestre, picco a 49,7% nel quarto trimestre 2011).

La stretta addizionale del secondo trimestre, che si somma a quelle attuate dalle banche fin dall'avvio della crisi, secondo i dati qualitativi ha riguardato di più le grandi imprese. È consistita di un ulteriore aumento dei margini di interesse e di maggiori richieste di garanzie.

Grafico 1.12

Credito alle imprese: più scarso, troppo caro
(Italia, indice gennaio 2010=100, punti percentuali)



* Tasso sulle nuove operazioni meno Euribor a 3 mesi.
Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia, Thomson Reuters.

Nel secondo trimestre, grazie ai finanziamenti triennali BCE, le banche italiane non hanno più indicato difficoltà nel reperire liquidità e nel raccogliere fondi sui mercati quale motivo della stretta. La Banca centrale, stando ai dati qualitativi, con le aste ha dunque tamponato (ma non risolto) l'emergenza nata dalla frammentazione del mercato interbancario, che nasce dall'esclusione delle banche dei paesi periferici dal finanziamento presso le banche dei paesi *core*. Hanno invece pesato nel secondo trimestre le

difficoltà nel mantenere alti i *ratio* di capitale: le banche sono indotte a proseguire il *deleveraging*, tagliando *asset* per rispettare i maggiori requisiti di capitale. Questo riduce l'erogazione di credito. Contribuiscono alla stretta di offerta le attese negative sull'andamento dell'economia e, quindi, i timori di aumento delle sofferenze e delle perdite sulle garanzie. Le condizioni creditizie diventano sempre più strette in Italia e altri paesi periferici rispetto a quelle nei paesi *core* di Eurolandia, penalizzando la competitività delle imprese che operano nel primo gruppo di paesi.

La domanda di credito delle imprese in Italia è calata di nuovo nel secondo trimestre 2012, dopo la riduzione a inizio anno. Scendono le richieste di fondi per investimenti fissi e si è fermata la domanda di fondi per finanziare scorte e capitale circolante; sale solo la richiesta di credito per ristrutturare il debito. Il calo della domanda di prestiti nella prima metà del 2012 è il risultato della recessione già in atto, che però è stata causata anzitutto proprio dalla restrizione del credito erogato, originata dal lato dell'offerta nel 2011 (prima, cioè, che la domanda calasse).

La mancanza di credito mette in difficoltà le imprese anche sul fronte della disponibilità di liquidità: secondo l'indagine ISTAT, nel manifatturiero questa continua a scendere ed è giunta a livelli estremamente ridotti rispetto alle esigenze operative (saldo a +5 in agosto, da +20 a inizio 2011). Le imprese prevedono ulteriori cali di liquidità: le attese a tre mesi sono a -17 in agosto, da -2 a metà del 2011. Tali indicazioni sono in linea con quelle dell'indagine presso le imprese Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore, secondo cui il 26,1% degli intervistati si aspetta di avere liquidità insufficiente nel terzo trimestre 2012 (27,8% nel secondo).

Fin dall'inizio della crisi, l'indagine qualitativa della Banca d'Italia presso le banche indica che la stretta dell'offerta di credito è consistita soprattuto nel progressivo aumento dei margini. Coerentemente, i dati mostrano che lo spread pagato dalle imprese è salito a livelli record: +3,1 punti percentuali a luglio sull'Euribor a tre mesi (+0,6 punti nel 2007). Lo spread maggiore è quello caricato sulle piccole e medie imprese (+4,2 punti, +1,3 nel 2007), ma è elevato anche quello per le grandi aziende (+2,5 punti, +0,3 nel 2007). Margini così ampi impediscono alle imprese di beneficiare di tassi contenuti in linea con il calo dell'Euribor, che già a luglio era sceso allo 0,5% (dall'1,4% nel dicembre 2011) e a settembre è sotto lo 0,3%. Solo negli ultimi mesi il tasso pagato sulle nuove operazioni di prestito è sceso (al 3,6% medio in luglio, dal 4,2% di dicembre) anche se meno dell'Euribor; in precedenza era salito molto, mentre il tasso di riferimento aveva già iniziato a ridursi dopo l'estate 2011. Perciò, il tasso nel luglio 2012 è comunque più alto di quello di dodici mesi prima (3,3%). Dato il divario negli spread, il tasso di interesse è molto più alto per le piccole (4,7% a luglio) che per le grandi imprese (3,0%).

Nonostante la recente discesa, tassi di interessi così alti (e si tratta di medie che non mostrano le punte più elevate toccate per alcune aziende) possono superare il rendimento atteso di molti potenziali investimenti. Quando scatta, questo effetto soglia conduce a una brusca riduzione della domanda di credito. Ciò spiega il calo delle richieste che già osserviamo. Questa dinamica, assieme al grave rischio che il costo della raccolta bancaria continui a salire, è uno dei motivi che hanno indotto la BCE ad ampliare il suo intervento e spinto la UE a impostare la creazione dell'unione bancaria europea.

Brusca frenata dei prestiti alle famiglie

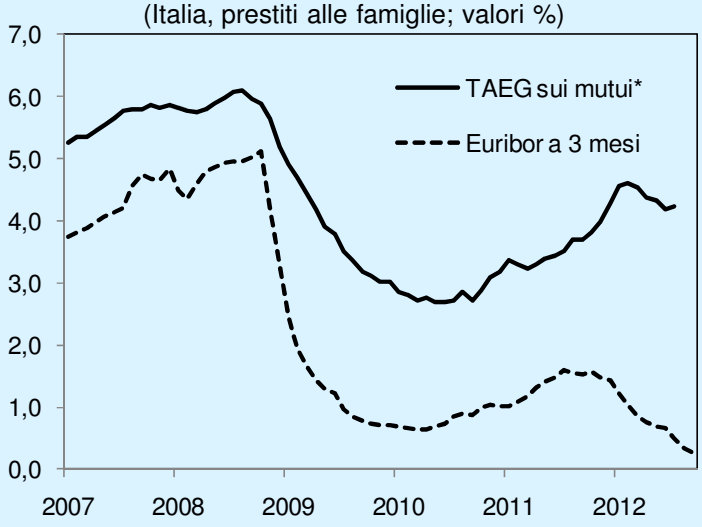
Anche i prestiti alle famiglie italiane sono in forte calo. Il rallentamento partito nella seconda metà del 2011 si è trasformato in caduta: -0,3% in media al mese a maggio-luglio (dati destagionalizzati). In aprile si era

registrato un temporaneo recupero (+0,2%). Rispetto a gennaio, lo stock di prestiti alle famiglie si è ridotto dell'1,3% in luglio. La dinamica annua ha frenato al +0,2% (+10,1% nel luglio 2010).

L'indagine qualitativa della Banca d'Italia indica che nel secondo trimestre 2012 i criteri di offerta sono rimasti invariati per i mutui, dopo la forte stretta dei trimestri precedenti. Sono stati invece peggiorati ulteriormente per il credito al consumo. Le banche alzano per lo più i margini di interesse. Tale comportamento è motivato da due fattori: da un lato, costi di provvista e vincoli di bilancio delle banche; dall'altro, deterioramento del quadro economico, in particolare del mercato immobiliare, e del merito di credito dei consumatori (Grafico 1.13).

Grafico 1.13

Mutui: i tassi sono ancora troppo alti
(Italia, prestiti alle famiglie; valori %)



* Tasso annuo effettivo globale, prestiti per l'acquisto di abitazioni, nuove operazioni.
Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia, Thomson Reuters.

Continua a diminuire la domanda, con un'intensità decrescente per i mutui e crescente per il credito al consumo. La ridotta fiducia delle famiglie conduce a tagliare le decisioni di acquisto. Le minori richieste di finanziamenti riflettono anche spread in allargamento rispetto ai tassi di riferimento e quindi un costo del denaro troppo alto, come accade per le imprese. Il TAEG (tasso annuo effettivo globale) per i nuovi mutui ha seguito solo negli ultimi mesi il calo dell'Euribor, scendendo al 4,2% in luglio dal 4,6% in febbraio. Da ottobre 2011 a febbraio invece era salito fortemente, mentre l'Euribor già scendeva. Lo spread è quindi cresciuto a 3,7 punti a luglio dai 2,2 di ottobre. Stesso andamento per il tasso sul credito al consumo, salito dal 9,3% dell'ottobre 2011 a un picco di 10,1% in febbraio, poi sceso al 9,7% in luglio. Lo spread sull'Euribor è balzato a 9,2 punti, da 7,7.

L'ampliamento dell'intervento BCE dovrebbe allentare le condizioni del credito. Se calerà il rendimento dei titoli sovrani, ne beneficeranno il costo della raccolta e i bilanci bancari e si potranno verificare diminuzioni dei tassi per mutui e credito al consumo, favorendone la domanda. A spingere giù le erogazioni continuerebbe la necessità delle banche di ridurre la leva. In ogni caso, alla spesa di molte famiglie continuerà a mancare, almeno fino a inizio 2013, il sostegno del credito, essenziale a fronte della flessione dei redditi reali.

Occupazione giù fino a metà 2013

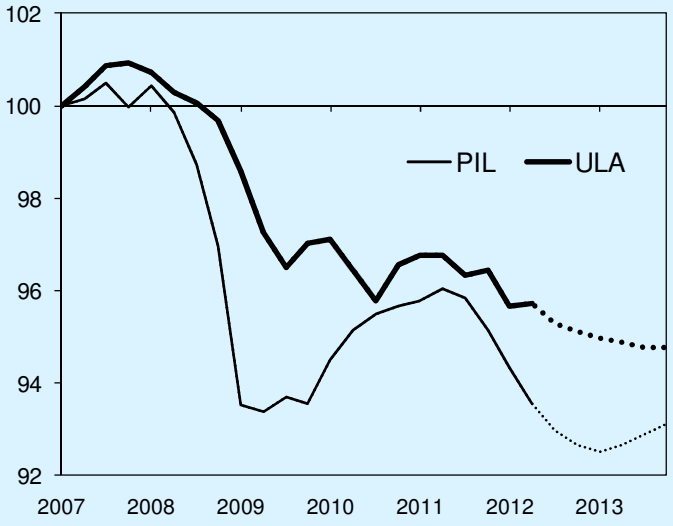
Le condizioni del mercato del lavoro italiano sono in deterioramento. Il CSC stima che l'occupazione (calcolata sulle ULA, unità di lavoro equivalenti a tempo pieno), dopo il +0,1% nel 2011, cali dell'1,2% nel 2012 (-0,9% già acquisito al secondo trimestre) e dello 0,6% nel 2013. Solo sul finire dell'anno prossimo le variazioni congiunturali torneranno positive. Il 2013 si chiuderà con 1milione e 481mila ULA occupate in meno rispetto a inizio 2008 (-5,9%). La

flessione del PIL nella seconda parte del 2011 ha interrotto la ripresa della domanda di lavoro che era iniziata a fine 2010. Le ULA hanno cominciato a ridursi nel terzo trimestre del 2011 e nel primo del 2012 hanno toccato un nuovo punto di minimo dall'inizio della crisi (-1 milione e 261mila unità rispetto a inizio 2008; -5,0%). Un vuoto occupazionale che, appunto, si amplierà nei prossimi trimestri, dato che la contrazione delle ULA non si esaurirà prima di metà 2013 (Grafico 1.14).

L'arretramento in corso dei livelli produttivi colpisce soprattutto l'occupazione nell'industria in senso stretto, che è calata di 714mila ULA nel secondo trimestre 2012 rispetto all'inizio del 2008 (-14,2%); è un divario occupazionale che rappresenta oltre la metà di quello totale registrato nell'intera economia e che riflette la caduta ancora più ampia del valore aggiunto industriale (-15,7%). Nonostante i bassi livelli di attività le imprese hanno cercato di salvaguardare l'occupazione (*labor hoarding*: trattenimento dei lavoratori da parte delle imprese): il ricorso alla CIG è così tornato a crescere e in agosto 2012 le ore autorizzate sono salite del 21,3% rispetto all'agosto 2011.

Grafico 1.14

Il lavoro scende meno del PIL
(Italia; PIL a prezzi costanti e unità di lavoro equivalenti a tempo pieno; dati destag.; 1° trim. 2007=100)



Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT.

È probabile tuttavia che, visto il prolungamento del periodo recessivo, le imprese saranno costrette a tagliare posizioni lavorative. Ciò sembra essere confermato dagli indicatori qualitativi anticipatori. Il PMI manifatturiero ha in effetti rilevato in luglio e agosto diminuzioni dei livelli occupazionali di intensità maggiore rispetto ai mesi precedenti (componente dell'indice a 43,8 medio nel bimestre, dal 45,9 nel trimestre precedente). Il futuro non sembra più roseo: ad agosto 2012 il saldo delle attese delle imprese manifatturiere sull'occupazione nei successivi tre mesi, rilevate dall'ISTAT, è ai minimi storici: -13 da -11 di luglio. Anche nei servizi la situazione è preoccupante: nel bimestre luglio-agosto il relativo PMI registra un peggioramento dell'andamento dell'occupazione (componente dell'indice a 46,4, dal 46,9 medio del trimestre precedente).

CIG alta fino a inizio 2013

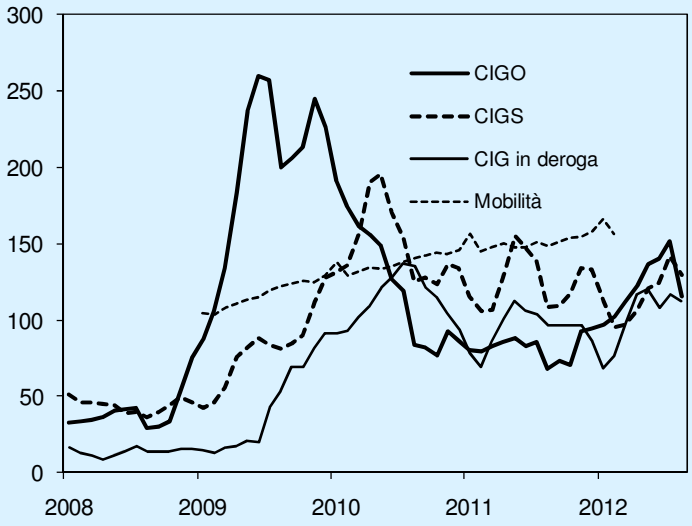
Continuano a crescere le ore autorizzate di CIG, gli interventi ordinari da autunno 2011 e quelli straordinari dalla primavera del 2012. Tenendo conto che solo una frazione delle ore autorizzate è effettivamente utilizzata dalle imprese, il CSC stima che a luglio-agosto

2012 le unità di lavoro a tempo pieno equivalente complessivamente coinvolte dalla CIG siano 380mila (+18mila sul trimestre precedente)[1]. Un livello così alto è simile a quello della seconda metà 2010, ma inferiore al picco di 450mila raggiunto nel secondo trimestre di quell'anno. In particolare è cresciuto il ricorso agli interventi ordinari (133mila unità coinvolte, da 80mila dell'estate scorsa) rispetto agli straordinari (135mila ULA da poco più di 100mila a inizio 2012). Quelli in deroga, che fluttuano di più, si attestano anch'essi su livelli elevati (114mila ULA coinvolte). I dati INPS sul numero dei lavoratori in mobilità si fermano a febbraio 2012: 156mila beneficiari, +20,6% rispetto a due anni prima[2] (Grafico 1.15).

Il *labor hoarding* rimarrà alto nei prossimi mesi. Il CSC stima che il ricorso alla CIG tornerà a sgonfiarsi solo da primavera 2013 (meno e più tardi nella componente straordinaria), scendendo a fine anno sulle 350mila ULA coinvolte; un utilizzo complessivo simile a quello della primavera 2009, ma caratterizzato da un'incidenza più che dimezzata degli interventi ordinari (dal 70% al 32%).

Grafico 1.15

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



Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati INPS.

L'andamento dell'occupazione è strettamente legato al ricorso alla CIG, in quanto il mancato reintegro dei cassaintegrati si traduce in disoccupazione. Dato il profilo atteso per la domanda di lavoro e per l'impiego della CIG e ipotizzando un riassorbimento dei cassaintegrati pari al 60%, il numero di persone occupate calerà di 124mila unità tra il secondo trimestre 2012 e la fine del 2013. Il numero degli occupati registrerà un -0,1% nella media del 2012 e un -0,3% nel 2013. Il 2013 si chiuderà con 651mila persone impiegate in meno rispetto a inizio 2008.

Disoccupazione in crescita

L'aumento della partecipazione al mercato del lavoro è cominciato nella primavera del 2011 e non accenna a cessare, in contrasto con quanto avvenuto negli anni precedenti, quando le difficoltà a trovare un impiego ne avevano scoraggiato la ricerca. L'attuale inversione di tendenza alimenta le file dei disoccupati in uno scenario in cui, con un'economia in profonda recessione, è difficile trovare lavoro (si veda il riquadro *La crisi spinge gli italiani a cercare lavoro*).

[1] Il calcolo delle ULA in CIG è effettuato assumendo che nel periodo gennaio-luglio 2012 la quota di ore autorizzate effettivamente utilizzata dalle imprese sia stata pari a quella stimata dall'INPS per il 2011 (66,7% per gli interventi ordinari e 52,7% per quelli straordinari e in deroga).

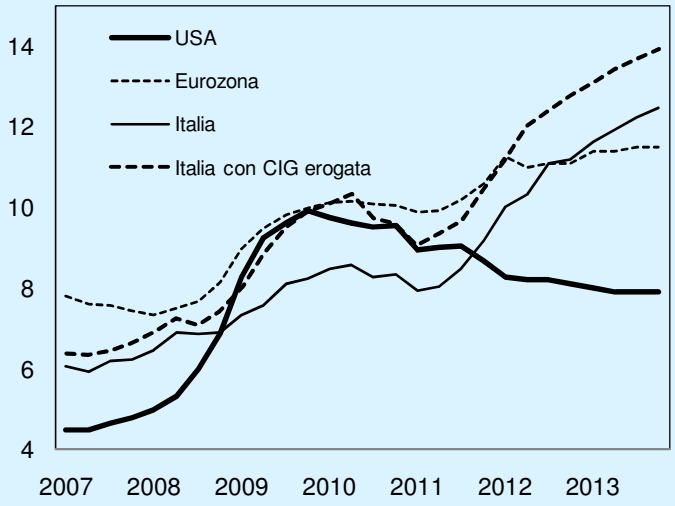
[2] La riforma del mercato del lavoro (legge n. 92/2012) prevede che l'istituto della mobilità sia abrogato a decorrere dall'1.1.2017 e che, dal 2014 e fino a tale data, vi sia una progressiva riduzione della durata della relativa indennità. A partire dal 2013, con un incremento progressivo, entrerà in vigore l'ASPI, che entrerà a regime l'1.1.2016.

Dato il profilo previsto per gli occupati e per la forza lavoro (che in media d'anno registrerà un +2,3% nel 2012 e un +1,1% nel 2013), il tasso di disoccupazione raggiungerà l'11,2% a fine 2012 (10,7% in media d'anno) e il 12,5% a fine 2013 (12,1% in media d'anno), contro il 10,9% e il 12,4% rispettivamente attesi nel rapporto del giugno scorso. Se si includono le ULA equivalenti in CIG, l'incidenza della forza lavoro inutilizzata arriva al 12,8% a fine 2012 e al 13,9% a fine 2013.

Un alto tasso di disoccupazione caratterizza molti altri paesi europei. In luglio la disoccupazione nell'Area euro ha raggiunto l'11,3% della forza lavoro, contro il 10,7% in Italia. Tra le principali economie il tasso di disoccupazione sale in Francia (10,3%, +0,1 punti percentuali su giugno) e Spagna, dove si registrano situazioni più drammatiche (25,1%, +0,2 punti su giugno). In Germania, il tasso di disoccupazione, dopo essere calato di un punto percentuale da marzo ad aprile 2012, è rimasto da allora stabile al 5,5%. Le previsioni raccolte da *Consensus Economics* registrano un tasso di disoccupazione per l'Eurozona medio pari all'11,5% per tutto il 2013 e al 7,9% per gli USA (Grafico 1.16).

Grafico 1.16

Disoccupazione: Italia supera l'Eurozona
(In % della forza lavoro; dati destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT, INPS, Eurostat, US BLS e Consensus Forecast.

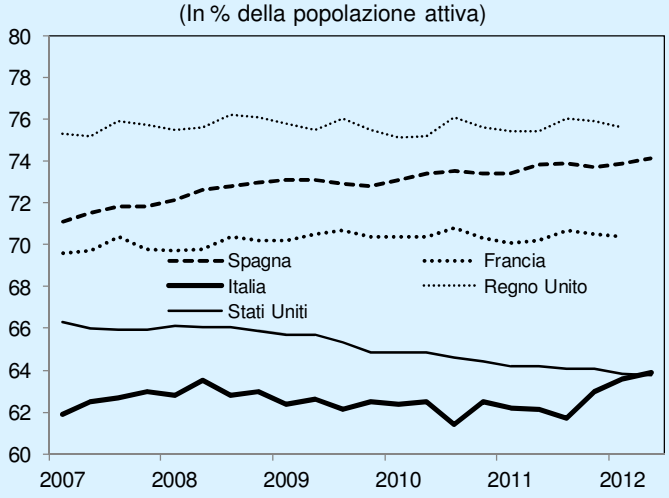
LA CRISI SPINGE GLI ITALIANI A CERCARE LAVORO

Durante le recessioni si osserva normalmente una diminuzione delle persone che partecipano al mercato del lavoro, perché calano non solo gli occupati ma anche le persone in cerca di impiego: le difficoltà nel trovare un posto scoraggiano, infatti, l'attività di ricerca. In alcuni casi gli individui smettono di cercare perché vogliono riqualificarsi e acquisire nuove competenze per rientrare nel mercato quando la situazione economica migliora. A un aumento della disoccupazione usualmente si accompagna pertanto una diminuzione della forza lavoro e quindi del tasso di attività. Durante la crisi in corso si sono osservati, invece, fenomeni che non sempre confermano questa regolarità; nel caso dell'Italia, anzi, sta accadendo l'opposto: da un anno a questa parte, nonostante la ricaduta in recessione, è in atto un forte incremento della forza lavoro. Una novità che manifesta una maggiore flessibilità del mercato del lavoro italiano.

La correlazione tra difficoltà dell'economia e minore partecipazione al lavoro è confermata negli Stati Uniti dove il tasso di attività è cominciato a calare rapidamente dal 4° trimestre del 2009 e non dà segni ancora di risalire: da allora al 2° trimestre del 2012 è diminuito complessivamente di 1,1 punti percentuali (Grafico A).

Grafico A

Tasso di partecipazione in crescita in Italia
(In % della popolazione attiva)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat e BLS.

Nel Regno Unito, invece, il tasso di partecipazione è sceso di 0,5 punti percentuali nel 4° trimestre del 2009 rispetto al trimestre precedente; ha poi subito continue oscillazioni che l'hanno riportato agli stessi livelli del 2009 (+0,1 punti percentuali tra il 4° trimestre del 2009 e il 1° trimestre del 2012). Stesso andamento in Francia, dove le piccole fluttuazioni tra il 4° trimestre del 2009 e il 1° trimestre del 2012 non fanno registrare nessuna variazione sull'intero periodo.

In Spagna, ricaduta anch'essa in recessione, il tasso di attività rimane invece pressoché stabile su un trend ascendente che non sembra essere influenzato dall'andamento congiunturale dell'economia.

Il quadro è completamente diverso e nuovo, anche rispetto al passato, per l'Italia, dove il tasso di attività è schizzato all'insù a partire dall'ultimo trimestre del 2011 (+1,3 punti percentuali rispetto al trimestre precedente) ed è continuato a crescere (+0,3 punti percentuali dal 1° trimestre del 2012 al 2°). Il tasso di disoccupazione è pure in continuo aumento: +0,5 punti percentuali tra il 1° e il 2° trimestre del 2012, dopo i +0,8 punti percentuali tra il 4° trimestre 2011 e il 1° trimestre 2012.

Durante la grande recessione, tra il 1° trimestre 2008 e il 2° 2009, in Italia il tasso di disoccupazione era aumentato di un punto percentuale e la forza lavoro era diminuita dello 0,6%. In quello attuale, invece, a fronte di un'occupazione stabile, è il massiccio aumento della forza lavoro che ha finora spinto in su tasso di partecipazione e tasso di disoccupazione. Sono sempre più numerose, infatti, le persone, specie donne (presumibilmente prima inattive), che cercano assiduamente un impiego. Il mercato del lavoro si sta trasformando: aumentano le preoccupazioni per l'occupazione che scende e si registra pertanto un calo dei consumi, ma contemporaneamente si osserva anche una maggiore determinazione a cercare un impiego per rimpinguare il reddito familiare e difendere lo standard di vita.

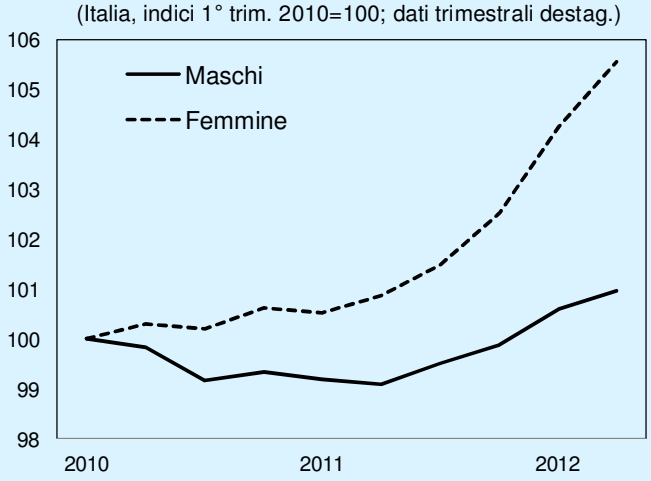
In base ai dati mensili, a luglio 2012 i disoccupati hanno sfiorato i 2,8 milioni e rappresentavano il 10,6% della forza lavoro, una quota stabile rispetto al mese precedente. I disoccupati sono cresciuti di 658mila unità rispetto al luglio 2011 (+33,6%), mentre l'occupazione è rimasta pressoché ferma (-5mila unità, -0,02%). Quindi in aggregato l'aumento del tasso di disoccupazione è tutto dovuto all'aumento della forza lavoro (+3,0%). Per le donne, in

particolare, la forza lavoro è salita del 4,4% rispetto al luglio 2011, contro un +1,6% per gli uomini.

Se prendiamo i dati trimestrali osserviamo di nuovo che, essendo l'occupazione rimasta pressoché stabile (-0,2% annuo nei dati grezzi; addirittura +27mila unità in quelli destagionalizzati), è il sostanzioso aumento della forza lavoro, che è iniziato nel terzo trimestre 2011 e che è arrivato a +710mila unità in dodici mesi (+2,8%), che si è tradotto in, e insieme è spiegato da, un maggior numero di persone in cerca di impiego (+758mila, +38,9%; queste e le precedenti variazioni sono calcolate sui dati grezzi).

Grafico B

Forte crescita della forza lavoro femminile
(Italia, indici 1° trim. 2010=100; dati trimestrali destag.)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Ciò è soprattutto vero per la forza lavoro femminile, che ha registrato una significativa progressione a partire dal 3° trimestre 2011: +0,6% sul trimestre precedente (Grafico B). Da allora al secondo trimestre 2012 è cresciuta di 629mila unità (+4,0%). Ma chi sono i "nuovi" disoccupati? Cerchiamo di tracciarne un primo identikit usando i dati aggregati trimestrali.

Tra le fila dei nuovi disoccupati ci sono soprattutto le donne tra i 35 e 44 anni, con una quota del 31,9% sull'incremento totale, più alta rispetto a quella degli uomini nella stessa fascia di età (Tabella A).

Tabella A

Tra le giovani donne il più alto incremento del numero di disoccupati
(Scomposizioni % delle var. del numero dei disoccupati, 2° trim 2011 - 2° trim 2012, dati trimestrali grezzi)

	15-24 anni	25-34 anni	35-44 anni	45-54 anni	55 anni e più	Totale
Uomini	26,6	26,3	19,0	17,1	10,9	100,0
Donne	10,2	24,2	31,9	26,4	7,3	100,0
Totale	20,1	25,5	24,1	20,8	9,5	100,0

Fonte: elaborazioni CSC sui dati ISTAT.

Riguardo alla distribuzione geografica, dell'intero incremento del numero dei disoccupati tra il 2° trimestre del 2012 e lo stesso periodo dell'anno precedente il 44,8% è dovuto a coloro che cercano lavoro nelle regioni del Mezzogiorno e i restanti 38,1% e 17,2% sono al Nord e al Centro rispettivamente. In relazione al titolo di studio, il contributo maggiore all'aumento dei disoccupati è dato dagli individui con la sola licenza media, per il 40,7% (somma di 28,4% uomini e 12,3% donne), seguito da quello delle persone diplomate (41,1%, derivante da 19,5% donne e 21,6% uomini); contributi molto più bassi sono quelli di laureati e di persone senza titolo di studio o con la sola licenza elementare: rispettivamente 12,1% (6,4% donne più 5,7% uomini) e 6,1% (4,3% uomini più 1,8% donne; Tabella B).

Questi dati suggeriscono che l'aumento della forza lavoro osservato da inizio 2011 è spiegato principalmente da una maggiore partecipazione al mercato del lavoro delle donne, specie quelle tra i 35 e i 44 anni con una medio-bassa istruzione; un fenomeno che in termini assoluti accomuna Nord e Sud, ma che è più rilevante nel Meridione, dove la partecipazione femminile è strutturalmente minore. In assenza di un'analisi basata sui microdati longitudinali non si può affermare se queste persone fossero prima inattive, oppure abbiano perso un impiego, perdita compensata dall'occupazione trovata dai nuovi entranti sul mercato del lavoro. Ma il primo identikit tracciato sui dati aggregati fa presumere che le giovani donne abbiano iniziato in larghi numeri a cercare un impiego e che, non avendolo ancora trovato, sono andate ad aumentare le fila dei disoccupati.

Tabella B

Chi sono i nuovi disoccupati?

(Scomposizione assoluta e % dell'aumento del numero dei disoccupati 2° trim 2011 - 2° trim 2012; dati trim. grezzi)

	Variazione assoluta in migliaia	Quota sulla variazione totale
NORD	**287**	**38,1**
Uomini	**169**	22,4
Donne	**118**	15,7
CENTRO	**129**	**17,2**
Uomini	**69**	9,2
Donne	**60**	8,0
SUD E ISOLE	**337**	**44,8**
Uomini	**215**	28,5
Donne	**122**	16,2
ITALIA	**753**	**100,0**
Uomini	**452**	60,1
licenza elementare, nessun titolo	33	4,3
licenza media	214	28,4
diploma	163	21,6
laurea e post-laurea	43	5,7
Donne	**301**	39,9
licenza elementare, nessun titolo	14	1,8
licenza media	93	12,3
diploma	147	19,5
laurea e post-laurea	48	6,4
Totale	**753**	**100,0**
licenza elementare, nessun titolo	46	6,1
licenza media	307	40,7
diploma	309	41,1
laurea e post-laurea	91	12,1

A causa di arrotondamenti, il totale (753mila) su cui sono calcolate le quote percentuali e che viene dalla somma delle singole componenti, differisce leggermente dalla variazione assoluta (758mila) ottenuta come differenza dei dati aggregati comunicati dall'ISTAT.
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Passata la fase di scoraggiamento dovuta agli alti livelli di disoccupazione, i timori di peggioramento della situazione economica familiare (il relativo indicatore tratto dall'indagine sulla fiducia dei consumatori si è collocato a -36 nell'agosto 2012, dal -41 di giugno e luglio, valori storicamente molto bassi) spingeranno ancora gli inattivi alla ricerca di un lavoro per sostenere il bilancio familiare.

Questo cambiamento di comportamento, ossia il fatto che anche in fase di recessione la forza lavoro aumenti, al contrario di quanto si osservava in passato, rivela un aumento di fatto della flessibilità nel mercato del lavoro che è testimoniato anche dalla più stretta relazione tra tasso di disoccupazione, in crescita, e dinamica delle retribuzioni reali, in diminuzione (si veda Scenari economici, giugno 2012, p. 41). Nella valutazione degli effetti dei nuovi elementi introdotti dalla recente riforma del lavoro (luglio 2012) sarà perciò fondamentale ricordare che dal 2011 nel mercato del lavoro italiano era già in atto una trasformazione, caratterizzata da un alto tasso di disoccupazione e da una crescita costante del tasso di attività.

Le retribuzioni di fatto non crescono quanto le contrattuali

La dinamica delle retribuzioni di fatto nel biennio 2012-2013, come già nei due anni precedenti, sarà alimentata quasi esclusivamente dall'aumento delle retribuzioni contrattuali. Infatti, con un livello di attività in calo e di disoccupazione in aumento a causa della recessione, si attenueranno sia il ricorso allo straordinario sia l'andamento dei superminini, dei premi aziendali e di altri premi individuali e collettivi. L'indice delle retribuzioni contrattuali per l'intera economia, proiettato in avanti sulla base delle regole definite dall'accordo del 2009 recepito dai contratti attualmente in vigore, registrerà un aumento pari all'1,4% per il 2012. All'inizio del 2013 scadranno alcuni contratti nazionali collettivi (CCNL) nell'industria, dove la quota di lavoratori coperti dai CCNL scenderà dal 94% al 24%. Tuttavia, prima della scadenza di quegli stessi contratti si apriranno le trattative per i rinnovi e il CSC stima che le retribuzioni contrattuali nell'industria continueranno a salire nel 2013, trascinando anche quelle di fatto. L'incremento sarà più basso rispetto a quello che ci si aspettava nel giugno scorso perché nel frattempo è stato rimandato l'aumento dell'IVA e ciò ha portato l'ISTAT a rivedere al ribasso le previsioni per l'indice IPCA al netto della dinamica dei prezzi dei beni energetici[3]. Nei servizi privati le retribuzioni contrattuali, sulla base degli accordi in vigore, cresceranno dell'1,5% nel 2012 e dell'1,3% nel 2013, mentre rimarranno invariate nel comparto pubblico, a causa del blocco delle procedure negoziali per il triennio 2010-2012.

Assumendo che i rinnovi contrattuali avvengano nel settore privato senza ritardi, secondo le regole del Protocollo del 2009, e che non ci siano invece rinnovi per tutto il 2013 nel settore pubblico (che rappresenta circa un quarto del monte retributivo totale), il CSC stima che la dinamica delle retribuzioni contrattuali nell'intera economia sarà pari all'1,1% nel 2013. Quella delle retribuzioni di fatto, tuttavia, si fermerà allo 0,9% (dall'1,1% del 2012). Il divario sarà dovuto a politiche aziendali di contenimento dei costi, volte a salvaguardare l'occupazione, realizzate agendo sulle voci retributive premiali e sugli orari, con l'abbattimento degli straordinari o la stipula di contratti di solidarietà.

[3] Il decreto legge 6 luglio 2012, n. 95 ha disposto l'applicazione dell'incremento di due punti delle aliquote IVA del 10% e del 21% dal 1° luglio 2013 al 31 dicembre 2013. L'ISTAT ha effettuato una nuova previsione dell'inflazione misurata dall'indice IPCA al netto della dinamica dei prezzi dei beni energetici importati per gli anni 2012-2015: +3,0% nel 2012, +2,0% nel 2013, +1,8% nel 2014 e + 2,1% per il 2015.

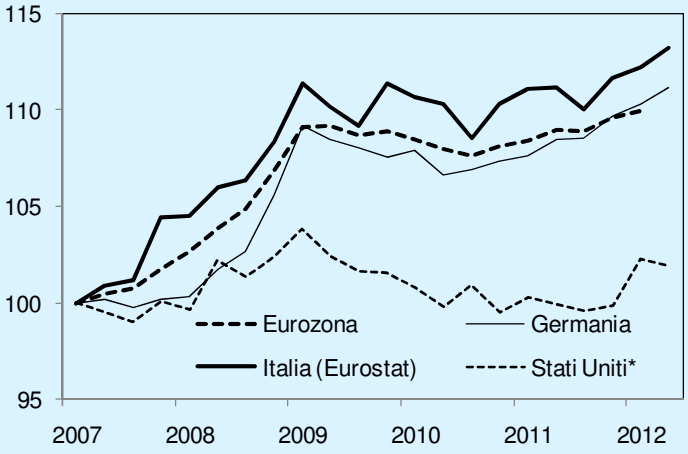
CLUP ancora in aumento

Il CSC stima che in Italia il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) crescerà quest'anno del 2,0% (+0,8% nel 2011) a causa della contrazione della produttività (-0,8%, dal +0,5%) accompagnata da un incremento del costo del lavoro per dipendente (+1,2% dal +1,4%). Nel 2013, esaurita la caduta della produttività (-0,2%), il ritmo di crescita del CLUP si ridimensionerà, pur rimanendo non piccolo (+1,2%), alla luce dell'aumento già accumulato nel corso della crisi (+1,4%). I rialzi del CLUP nel biennio 2012-2013 tendono ad ampliare lo svantaggio competitivo delle imprese italiane.

Il CLUP è in crescita anche in altri paesi, in Germania in particolare, dove continua ad aumentare dal 1° trimestre del 2011 senza però arrivare a toccare quello italiano (Grafico 1.17).

Grafico 1.17

CLUP elevato nell'Area euro
(Costo del lavoro per unità di prodotto, dati destagionalizzati, 1° trimestre 2007=100)



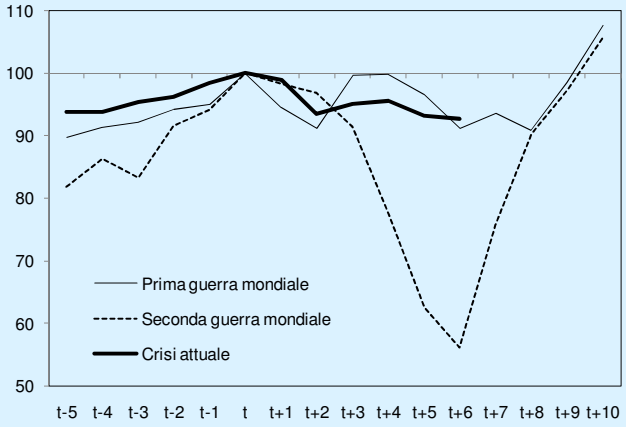
* Settore non agricolo.
Secondo trimestre 2012, Italia stima CSC su dati ISTAT.
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT, Eurostat e BLS.

LA CRISI E LE DUE GUERRE MONDIALI: GLI EFFETTI SULL'ECONOMIA ITALIANA

L'Italia è nel pieno della peggiore crisi economica in tempo di pace. I danni prodotti sulla produzione sono talmente profondi che non è improprio raffrontarli con quelli conseguenti alle due guerre mondiali, cioè agli eventi più drammatici della storia recente. Fino a oggi, le conseguenze della crisi sul PIL italiano (-6,9% dal picco) risultano di entità superiore a quella degli effetti della prima guerra mondiale, mentre sono stati molto meno dirompenti di quelle della seconda (quando il PIL scese del 45%), anche se probabilmente risulteranno più persistenti, date le diverse velocità di recupero (Grafico A).

Grafico A

PIL Italia: maggiori analogie con la Grande Guerra
(Indici dei volumi, anno di picco t =100)



Prima guerra mondiale t= 1913; Seconda guerra mondiale t=1939; Crisi attuale t=2007.
Stime CSC per il 2012-2013 (t+5 e t+6).
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT, Banca d'Italia.

Tra le componenti della domanda, i consumi delle famiglie e le esportazioni hanno registrato durante la crisi attuale, e in termini relativi rispetto ai due conflitti, una sostanziale tenuta; durante le guerre, infatti, tutte le risorse della nazione vengono dirottate verso lo sforzo bellico e la circolazione internazionale di merci incontra ovvi ostacoli; nella crisi, invece, i redditi delle famiglie sono stati sostenuti sia dagli stabilizzatori automatici sia da misure mirate a risollevare la domanda interna. La dinamica degli investimenti, a quasi cinque anni dall'inizio della crisi, è pure relativamente migliore, seppure molto negativa, ma le tendenze recenti proiettano in tempi ancora lontani le possibilità di recupero dei livelli persi; molto più lontani di quanto avvenne dopo la seconda guerra mondiale[1].

Con riferimento all'occupazione il bilancio della crisi è invece molto più negativo: nel 2011 il numero di occupati nell'intera economia, calcolato in base alle unità di lavoro standard, era inferiore di circa un milione di unità rispetto al 2007 (quasi un milione e mezzo se si tiene conto delle previsioni CSC fino a tutto il 2013); al contrario, durante le due guerre mondiali si ebbe un incremento degli occupati, grazie all'impiego del lavoro femminile e minorile, soprattutto al servizio delle produzioni belliche.

Il debito pubblico è aumentato durante la crisi in misura relativamente molto più contenuta, ma il rientro appare decisamente più difficile.

PIL: peggio della prima guerra mondiale

L'attuale crisi economico-finanziaria, iniziata nella seconda metà del 2007, è stata caratterizzata da una profonda contrazione del PIL italiano nel biennio 2008-2009 (-6,6% considerando i dati annuali; -7,1% guardando a quelli trimestrali), seguita da un modesto recupero nel 2010-2011 (+2,2% cumulato), che ha ridotto al -4,8% il gap rispetto al picco pre-crisi. La ricaduta in recessione a partire da metà 2011 (-3,7% cumulato fino a inizio 2013, secondo le stime CSC) riporterà il prodotto al di sotto del minimo toccato durante la fase acuta della crisi e su livelli medi annui inferiori del 7,3% rispetto a quelli raggiunti sei anni prima.

Durante la prima guerra mondiale in due anni il PIL tornò sui livelli prebellici, grazie agli incrementi registrati nel 1916 e nel 1917, dopo la profonda contrazione nel biennio 1914-1915 (-8,9% cumulato); poi cadde di nuovo per la crisi da riconversione (-8,7%), per riprendersi a partire dal 1921.

Gli effetti economici della seconda guerra mondiale non hanno eguali per gravità e durata: nel 1943 il PIL era inferiore del 22,5% rispetto a quattro anni prima. La caduta proseguì in maniera molto acuta nei successivi due anni, quando fu raggiunto il minimo (-43,9% rispetto al 1939). La chiusura del gap si ebbe però già nel 1949, con la rapida ricostruzione.

Le dinamiche del PIL pro-capite evidenziano tempi di recupero più dilatati: il ritorno ai livelli massimi precedenti si completò in dieci anni dopo la prima guerra mondiale, quando il reddito pro-capite diminuì fino all'8,9% rispetto al 1913, e in undici anni dopo la seconda, quando si

[1] Si tenga presente che le conseguenze sulle diverse variabili e, di riflesso, sull'intera economia dipendono anche dalla loro quota sul PIL. Dalla prima guerra mondiale a oggi le quote delle esportazioni e degli investimenti sono triplicate, mentre il peso dei consumi privati è diminuito di circa 20 punti percentuali a fronte di un aumento (molto meno ampio) di quello dei consumi pubblici.

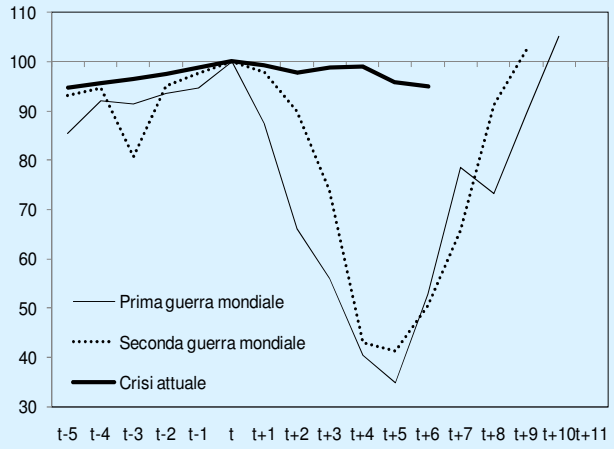
ridusse del 46%. Nel corso dell'attuale crisi il PIL pro-capite italiano ha raggiunto nel 2011 livelli inferiori del 6,5% a quelli del 2007; in prospettiva, secondo le previsioni del CSC, nel 2013 le perdite rispetto a sei anni prima saranno di circa il 10%, peggiori di quelle registrate durante il primo conflitto mondiale; i tempi di recupero appaiono ancora molto difficili da valutare, ma di certo saranno molto lunghi.

Consumi: tendenze attuali relativamente migliori

Una differenza particolarmente significativa tra le conseguenze dell'attuale crisi e quelle delle guerre mondiali riguarda la dinamica dei consumi privati. Nell'ultimo quadriennio la spesa delle famiglie ha registrato una sostanziale tenuta: la contrazione cumulata tra il 2007 e il 2011 è stata dell'1,0%, a fronte di un PIL in calo del 4,8%[2]; nello stesso arco di tempo si sono registrati arretramenti superiori al 40% in entrambe le guerre mondiali (Grafico B).

Grafico B

I consumi privati italiani tengono di più
(Italia, indici dei volumi, anno di picco t =100)



Prima guerra mondiale t= 1913; Seconda guerra mondiale t=1939; Crisi attuale t=2007.
Stime CSC per il 2012-2013 (t+5 e t+6).
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT, Banca d'Italia.

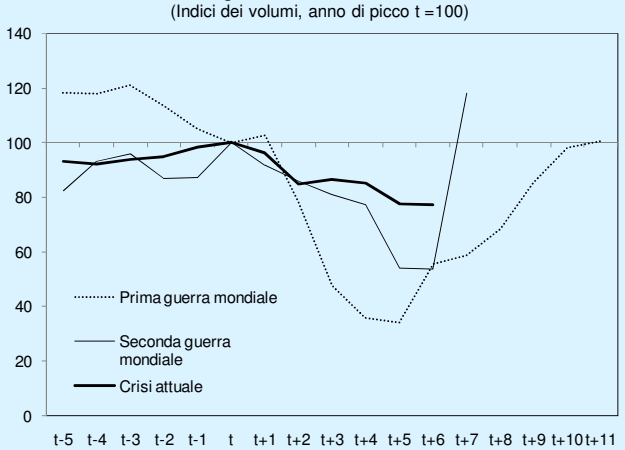
Una riduzione relativamente contenuta dei consumi durante la crisi attuale è spiegata dall'esistenza di maggiori misure di sostegno al reddito, rispetto al passato, e in parte anche da un maggiore risparmio accumulato dalle famiglie che ha consentito di mantenere a lungo gli standard di vita analoghi a quelli pre-crisi. Negli altri periodi considerati, per ragioni legate all'economia di guerra, lo Stato ha determinato, in via diretta o indiretta, la quantità e la destinazione dei consumi, con lo scopo di destinare la maggiore quantità possibile di risorse allo sforzo bellico. Inoltre, l'impennata dell'inflazione ha determinato, durante e subito dopo le due guerre, una profonda erosione del potere d'acquisto delle famiglie.

Investimenti: peggio della seconda guerra, in prospettiva

La dinamica degli investimenti durante la crisi in corso è stata, fino al 2011, migliore di quanto avvenuto nelle due guerre mondiali: in quattro anni la caduta della spesa in beni capitali è stata del 18% cumulato rispetto ai livelli del 2007 (nel 2013 il gap si amplierebbe a quasi il 23%; Grafico C).

Grafico C

Italia: gli investimenti cadono meno
(Indici dei volumi, anno di picco t =100)



Prima guerra mondiale t= 1913; Seconda guerra mondiale t=1939; Crisi attuale t=2007.
Stime CSC per il 2012-2013 (t+5 e t+6).
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT, Banca d'Italia.

Durante i conflitti mondiali la caduta degli investimenti totali è stata molto più profonda: si sono raggiunte, infatti, diminuzioni prossime al 70% nella Grande

[2] Se si tiene conto delle previsioni del CSC nel 2013 il livello dei consumi delle famiglie si attesterà su valori inferiori del 4,5% rispetto al 2007.

Guerra e al 60% negli anni 40, con riduzioni anche più ampie nel settore delle costruzioni.

Nel secondo dopoguerra, tuttavia, il ritorno sui livelli pre-crisi è stato immediato: nel solo 1946 gli investimenti più che raddoppiarono. Mentre il recupero fu più graduale negli anni 20. La tendenza per i prossimi anni è al più di lenta crescita e ciò allunga molto i tempi della piena ripresa.

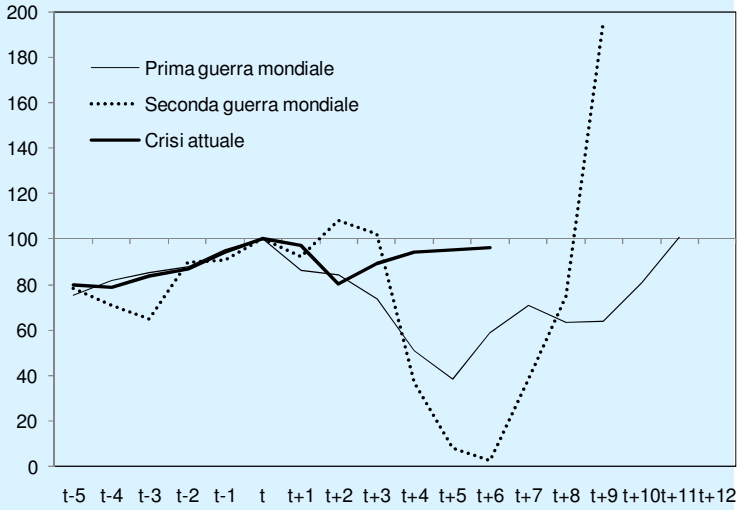
Esportazioni: discesa minore e recupero più rapido

Durante la crisi odierna, l'aver scongiurato sin dai primi mesi la corsa a innalzare barriere protezionistiche ha contribuito a interrompere la caduta del commercio internazionale e a sostenerne la successiva ripresa, grazie anche all'impetuoso sviluppo dei paesi emergenti.

Ciò ha sostenuto le esportazioni italiane che, dopo una contrazione di circa il 20% cumulato nel primo biennio, sono tornate a crescere (+18% nel 2010-2011), riducendo al -5,5% la caduta rispetto al picco pre-crisi. La tendenza prevista è di un progressivo ulteriore incremento che dovrebbe portare nel 2013 al -3,7% dai volumi di export esistenti nel 2007 (Grafico D).

Grafico D

Italia: recupero più rapido nelle esportazioni
(Indici dei volumi, anno di picco t =100)



Prima guerra mondiale t= 1913; Seconda guerra mondiale t=1939; Crisi attuale t=2007. Stime CSC per il 2012-2013 (t+5 e t+6).
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT, Banca d'Italia.

Durante le due guerre mondiali l'interruzione delle normali relazioni commerciali e le difficoltà di movimentazione internazionale delle merci contribuirono ad accentuare la diminuzione delle esportazioni italiane. Bisogna tenere presente, tuttavia, che la loro quota sul PIL (e quindi l'impatto sulla crescita economica) era molto più bassa rispetto a quella attuale, che è intorno al 27%.

Nel corso della prima guerra mondiale l'export diminuì di oltre il 60% (-50% fino al 1917) e la sua quota rispetto al PIL passò dal 10% del 1913 a quasi il 4% del 1918. Il recupero completo avvenne nel 1924.

Le vendite italiane all'estero quasi si azzerarono durante la seconda guerra mondiale. Alla fine del conflitto la ripresa del commercio globale, anche grazie all'inizio della rimozione delle misure protezionistiche introdotte negli anni 30, permise di recuperare il gap in poco più di due anni.

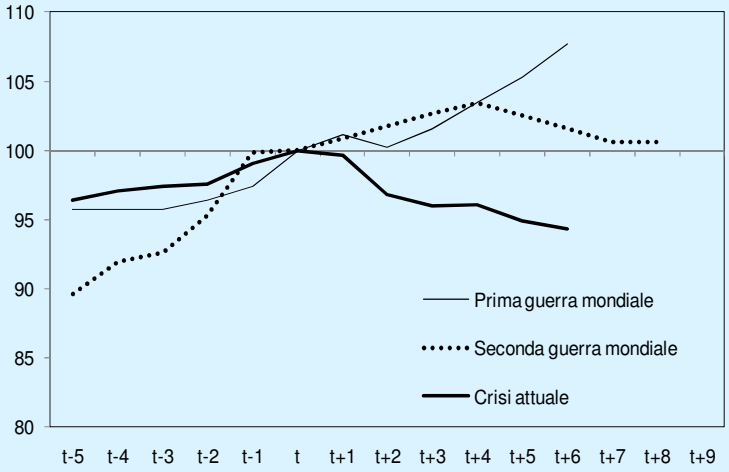
Occupati: tendenze attuali nettamente peggiori

Sotto il profilo dell'occupazione, nonostante il tentativo delle imprese di preservare il più possibile il capitale umano, la crisi attuale si è rivelata particolarmente grave.

Tra il 2007 e il 2011 l'occupazione in Italia è diminuita di circa 990mila ULA (unità di lavoro standard), il 4,0% in meno rispetto ai livelli pre-crisi. Di questi, quasi 800mila provenienti dall'industria (incluse le costruzioni). Secondo le stime CSC, nel 2013 ci saranno circa 1,4 milioni di ULA in meno nell'intera economia (-5,7% sul 2007; Grafico E).

Grafico E

Italia: occupazione peggio che in guerra
(Indici del numero di occupati nell'intera economia, anno di picco t =100)



Prima guerra mondiale t= 1913; Seconda guerra mondiale t=1939; Crisi attuale t=2007.
Stime CSC per il 2012-2013 (t+5 e t+6).
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT, Banca d'Italia.

Dinamica del tutto opposta si è avuta durante le due guerre mondiali, quando il numero di occupati addirittura aumentò grazie, soprattutto, alla manodopera femminile e minorile impiegata, per lo più, nella produzione bellica.

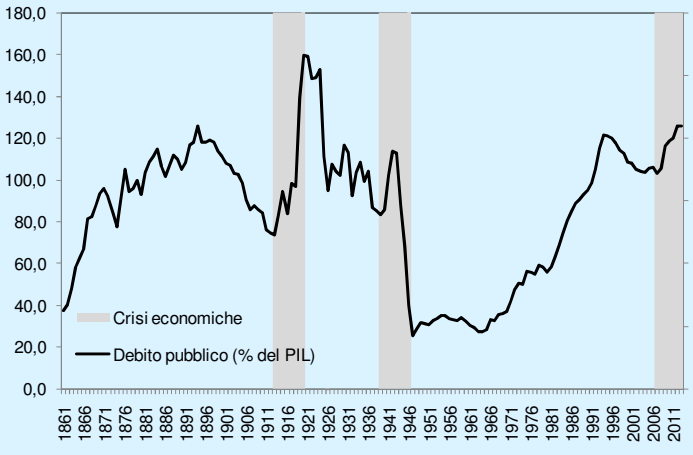
Debito pubblico: lontano dai picchi del 1920 ma il rientro appare più lungo

Con la prima guerra mondiale il rapporto debito/PIL registrò un'impennata di 85,6 punti, fino a raggiungere il massimo storico nel 1920: 159,5% (Grafico F).

Nel corso della seconda guerra mondiale il rapporto crebbe di 30,1 punti, fino a toccare il 113,7% nel 1942. Le politiche attuate dopo la fine del conflitto, assieme al rapido rimbalzo del prodotto e dell'inflazione, lo ridussero repentinamente.

Grafico F

Le tre impennate del debito pubblico italiano
(In % del PIL)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT

Dal 2007 al 2011 il debito pubblico è aumentato di 17,0 punti di PIL, fino al 120,1%. Nel 2013, secondo le stime CSC, il rapporto debito/PIL arriverà al 126,0%, includendo anche i sostegni agli altri paesi euro (122,3% al netto di questi).

Si tratta di un aumento più contenuto di quello sperimentato durante le due grandi guerre. Ciò è dovuto al fatto che durante questa crisi l'espansione del deficit, e quindi del debito, è principalmente stata legata all'operare dei soli stabilizzatori automatici, mentre durante le guerre le esigenze belliche hanno richiesto un consistente aumento della spesa finanziato in deficit.

Pur se più moderato, il rientro del debito pubblico appare molto più difficoltoso che negli anni successivi alle due guerre: il repentino aggiustamento che seguì la prima guerra mondiale (-65 punti in sei anni) fu infatti dovuto soprattutto al venir meno del debito estero prebellico (in gran parte condonato dagli Stati Uniti); la drastica riduzione del peso del debito realizzata alla fine della seconda guerra mondiale (-88 punti tra 1942 e 1947) è invece attribuibile all'elevatissima inflazione che tra il 1939 e il 1947 ridusse a un cinquantesimo il valore reale della lira.

Prezzi: petrolio e imposte indirette ostacolano la frenata

Nonostante la recessione, la dinamica dei prezzi al consumo italiani è ancora sopra il +3,0% annuo (+3,2% in agosto, indice NIC). Nei prossimi mesi inizierà a frenare, scendendo a +2,9% a fine anno. Nel 2013 si vedrà una discesa più marcata (+2,2% a fine anno). In media, la dinamica dei prezzi si attesterà al +3,1% nel 2012 (da +2,8% nel 2011) e al +2,3% nel 2013.

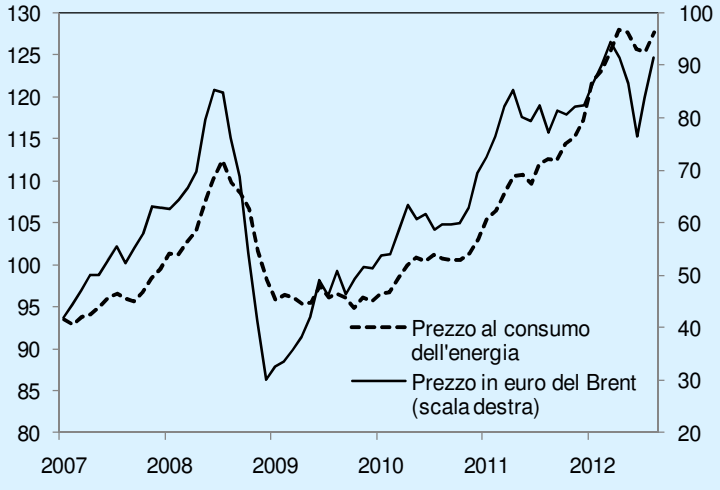
La dinamica dei prezzi italiani è chiusa tra due forze opposte: la recessione tende a rallentarla, ma il petrolio caro in euro e l'aumento delle imposte indirette e delle tariffe li tengono alti. Nello scenario CSC, la sua lenta flessione sarà guidata da una graduale riduzione di quelli energetici, data la previsione di una quotazione del petrolio in calo. L'inflazione *core*, al netto di energetici e alimentari, scenderà di poco: +1,9% annuo in media nel 2012 e +1,8% nel 2013.

L'inflazione *core* misura la dinamica di fondo dei prezzi al consumo ed è rimasta piatta e molto più bassa di quella totale, nonostante i rincari dovuti agli interventi fiscali e tariffari: +2,0% annuo in agosto, in linea con la definizione di stabilità dei prezzi della BCE. Al suo interno, accelera la dinamica dei prezzi dei servizi (+2,3% in agosto, da +2,0% a giugno), sostenuti da quelli relativi al trasporto (+4,1%) che risentono dei rincari petroliferi[4]. I prezzi al consumo dei beni industriali, invece, sono inchiodati da inizio 2012 intorno al +1,5%. Dato il quadro recessivo, con consumi in calo e disoccupazione in aumento, l'inflazione *core* ha una tendenza a ridursi nel medio termine.

L'ampio e stabile divario tra la dinamica dei prezzi al consumo totali e quella dei *core* (+1,2 punti percentuali in agosto) è dovuto in gran parte ai prezzi dell'energia. Questi avevano toccato il picco storico in aprile e poi erano calati (-2,0% a luglio su aprile). Ma ad agosto hanno registrato un nuovo balzo (+1,8%) che li ha riportati ai massimi (Grafico 1.18). In termini di variazione annua, i prezzi al consumo energetici segnano un

Grafico 1.18

Prezzo al consumo dell'energia ai massimi, colpa del petrolio
(Italia, indice: 2010=100; euro per barile)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT, Thomson Reuters.

[4] La misura di inflazione *core* esclude i beni energetici (carburanti, elettricità, ecc.) e quelli alimentari, ma non i beni o i servizi i cui prezzi risentono, con un ritardo, delle variazioni delle quotazioni delle commodity. È questo il caso dei servizi di trasporto, i cui prezzi restano inclusi nell'inflazione *core*.

+13,4% in agosto. Il loro profilo è dettato, con un ritardo di uno-due mesi, dalle quotazioni in euro del petrolio. Queste erano ai massimi storici a marzo, sono scese fino a giugno, registrando poi a luglio-agosto una nuova salita. La loro variazione annua è di +18,8% in agosto. Il ritardo dei prezzi energetici rispetto al petrolio è dovuto ai meccanismi graduali di adeguamento delle tariffe in Italia. In questa fase a tenere alti i prezzi dell'energia in Italia ci sono anche i ripetuti aumenti delle accise sui carburanti. Un altro ritocco a queste accise è previsto da gennaio 2013. Inoltre, sulla bolletta elettrica di consumatori (e imprese) grava il rincaro legato al finanziamento degli incentivi per le energie rinnovabili, specie il fotovoltaico.

I prezzi al consumo alimentari, che avevano frenato prima dell'estate, sono tornati anch'essi ad avere una dinamica superiore a quella dei prezzi *core* (+2,5% annuo in agosto). Ciò a causa del rincaro estivo di alcune commodity (specie cereali) e alla siccità, che ha fatto balzare i prezzi degli alimentari freschi al +2,9% in agosto (dal +0,8% di maggio). Quelli dei lavorati continuano, invece, a rallentare (+2,5% a luglio, dal +3,5% di inizio anno).

Nei mesi passati l'andamento dei prezzi al consumo di numerosi beni e servizi è stato sostenuto dall'aumento di varie imposte indirette (aliquota ordinaria IVA dal 20% al 21%, accise sui carburanti). L'ISTAT ha calcolato che, a luglio 2012, l'impatto massimo teorico di tutti gli incrementi in vigore era dello 0,9% sull'indice generale. I capitoli di spesa più colpiti sono i trasporti e le bevande alcoliche e i tabacchi. Impatti significativi si hanno anche nell'abbigliamento e calzature, nelle comunicazioni, nei mobili e altri beni per la casa.

Le decisioni circa un ulteriore rincaro dell'IVA hanno reso altalenante il profilo delle aspettative dei consumatori italiani sull'andamento dei prezzi, alzandole tra dicembre e gennaio e poi riducendole fortemente: in agosto le attese sono di aumenti molto contenuti. L'incremento dell'aliquota ordinaria IVA di due punti dal 21% al 23% è stato, infatti, rimandato al luglio 2013 e ciò ha fatto scendere le attese sui prezzi (anche l'aliquota ridotta salirà di due punti nel luglio 2013, dal 10% al 12%). In precedenza, il rincaro era stato programmato per l'ottobre 2012. L'IVA ordinaria grava sul 47,8% del paniere di beni e servizi su cui si calcola l'indice dei prezzi. Data la debolezza dell'economia, il trasferimento del suo rincaro sui prezzi finali nella seconda metà del 2013 sarà parziale[5].

L'aggregato dei beni e servizi regolamentati (inclusi elettricità e gas) registra un aumento dei prezzi del +5,3% annuo a luglio, doppio di quello dei non regolamentati (+2,6%). Ciò non è dovuto solo alle tariffe energetiche (+13,6%), ma anche ai servizi a regolamentazione locale (+5,4%). L'andamento dei prezzi dei servizi regolamentati a livello nazionale resta più contenuto (+2,2%).

Ampio differenziale di prezzi con Eurolandia e Germania

La dinamica dei prezzi al consumo in Italia è molto più sostenuta di quella media in Eurolandia, scesa a +2,4% annuo a luglio (+3,0% nell'ottobre 2011). Secondo le prime stime EUROSTAT, questa è risalita al +2,6% in agosto (indice armonizzato IPCA). Il differenziale Italia-Eurolandia si è ampliato fino a +1,2 punti percentuali a luglio;

[5] Il Governo ha preso l'impegno informale di evitare il previsto aumento delle aliquote IVA tramite un nuovo provvedimento (ad esempio, nella prossima Legge di Stabilità). Lo scenario CSC tuttavia è elaborato a legislazione vigente, quindi incorpora l'aumento delle aliquote a luglio 2013, non tenendo conto di una eventuale nuova decisione.

era nullo nel 2010 e fino alla prima metà del 2011. La gran parte di tale gap nasce dai prezzi al consumo dei beni energetici: nell'Eurozona hanno già frenato in misura marcata (+6,1% a luglio, da +12,4% nell'ottobre 2011). Anche gli alimentari hanno mostrato un certo rallentamento (+2,9%, da +3,4%). Inoltre, l'inflazione *core* è su livelli molto ridotti (+1,7% a luglio), un punto percentuale meno che in Italia[6].

Ancora più ampio il divario nella dinamica dei prezzi rispetto alla Germania: +1,8 punti a luglio per l'indice totale, +1,4 per quello *core* (si veda la nota 4). L'incremento dei prezzi in Germania è, infatti, rallentato più rapidamente che nella media dell'Area (+1,9% annuo a luglio, da +2,9% nell'ottobre 2011), data la più forte frenata dei prezzi energetici (+4,4%, da +11,2%). Inoltre, la *core* è su ritmi ancor più contenuti e sta frenando ulteriormente (+1,2% a luglio, da +1,5% a maggio). Il divario sulla dinamica di fondo dei prezzi tra Germania e Italia non è un dato nuovo, ma oggi è molto più ampio di quanto osservato nel decennio passato, a causa degli aumenti delle imposte indirette in Italia.

Conti pubblici: raggiunto il pareggio strutturale

Il CSC stima un indebitamento netto pari al 2,1% del PIL per il 2012 e all'1,4% per il 2013 (Tabella 1.2). Il nuovo scenario sconta, rispetto alla previsione di giugno scorso (2,6% del PIL quest'anno e 1,6% il prossimo), il peggioramento del quadro economico e incorpora gli effetti finanziari del DL 95/2012, quindi lo slittamento dell'aumento dell'IVA da ottobre 2012 a luglio 2013 e i tagli di spesa previsti per la copertura. L'indebitamento sarà più basso di quello previsto a giugno per effetto di una minore spesa per interessi dovuta alla riduzione della vita media del debito, avviata dal MEF nella prima metà di quest'anno, che consente di approfittare dei minori rendimenti dei titoli a breve. In termini strutturali, il deficit pubblico sarà allo 0,7% del PIL quest'anno e allo 0,2% il prossimo.

L'avanzo primario è stimato al 3,1% del PIL nel 2012 e salirà al 4,0% nel 2013, in leggero peggioramento rispetto a giugno (4,3%). Al netto della componente ciclica sarà rispettivamente del 4,5% del PIL quest'anno e del 5,2% nel 2013.

Tabella 1.2

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

	2010	2011	2012	2013
Entrate totali	46,6	46,6	49,2	49,7
Uscite totali	51,2	50,5	51,4	51,0
Pressione fiscale apparente	42,6	42,5	44,9	45,2
Pressione fiscale effettiva	51,2	51,1	54,0	54,3
Indebitamento netto	4,6	3,9	2,1	1,4
Indebitamento netto strutturale	3,4	2,9	0,7	0,2
Saldo primario	0,0	1,0	3,1	4,0
Saldo primario strutturale	1,2	2,0	4,5	5,2
Debito pubblico	118,6	120,1	125,6	126,0
Debito pubblico (netto sostegni*)	118,3	119,2	122,5	122,3

* Prestiti diretti alla Grecia e quota di pertinenza Italia EFSF e del capitale ESM dal 2010.
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

[6] Questo divario di inflazione *core* è calcolato sugli indici armonizzati (IPCA). Per l'Italia, l'indice IPCA registra differenze significative di andamento nella misura di inflazione *core* rispetto a quella calcolata sull'indice nazionale (NIC): 0,6 punti in agosto. L'indice IPCA, infatti, considera i prezzi effettivamente pagati dai consumatori, è calcolato su un paniere diverso perché esclude alcuni prodotti (lotterie, concorsi pronostici, ecc.), tiene conto anche delle riduzioni temporanee di prezzo.

Gli ultimi dati congiunturali supportano la previsione sull'indebitamento per quest'anno. Il fabbisogno di cassa delle amministrazioni pubbliche è salito a giugno a 47,7 miliardi di euro, in aumento di 1,1 rispetto ai primi sei mesi del 2011 ma solo per effetto dei maggiori esborsi a favore degli altri paesi europei: 16,6 miliardi tra gennaio e giugno 2012 a fronte dei 6,1 dello stesso periodo dell'anno scorso. Al netto di questi esborsi, che non entrano nel calcolo dell'indebitamento, il fabbisogno sarebbe di 9,4 miliardi inferiore a quello del 2011. Il fabbisogno del settore statale nei primi otto mesi dell'anno è andato anche meglio, attestandosi a 33,5 miliardi dai 47,1 del 2011.

Il miglioramento atteso nei saldi per il prossimo anno è da attribuirsi, oltre che alla dinamica del PIL (che, in termini nominali, aumenterà dell'1,2%, contro il -1,0% nel 2012), soprattutto agli effetti delle manovre approvate nel 2011. Prendendo il valore facciale degli interventi approvati, la correzione nel 2012 è nell'ordine di 4,6 punti di PIL e nel 2013 di 1,7 punti (Tabella 1.3).

Tabella 1.3

Nel 2013 si dimezza la correzione netta
(Milioni di euro)

	DL 78/09	DL 78/10	L. Finanz. per 2010	L. Stabilità per 2011	L. 111/11 e L. 148/11	L. Stabilità per 2012	DL 201/11	Totale
				2012				
Manovre nette su entrate	5.996	5.392	-95	-2.542	18.074	145	17.896	44.866
Manovre nette su spese	-6.933	-7.546	-107	-2.543	-7.362	-173	-2.289	-26.953
Riduzione deficit	**12.929**	**12.938**	**12**	**1**	**25.436**	**318**	**20.185**	**71.819**
In % PIL	**0,8**	**0,8**	**0,0**	**0,0**	**1,6**	**0,0**	**1,3**	**4,6**
				2013				
Manovre nette su entrate	-2.087	-2.412		-27	14.730	-328	-3.511	6.366
Manovre nette su spese	-2.084	-2.376		-26	-11.260	-158	-4.636	-20.540
Riduzione deficit	**-3**	**-36**		**-1**	**25.990**	**-169**	**1.125**	**26.905**
In % PIL	**0,0**	**0,0**		**0,0**	**1,6**	**0,0**	**0,1**	**1,7**

I dati in percentuale del PIL sono calcolati sulla base del PIL nominale stimato dal CSC.

Fonte: elaborazioni CSC su relazioni tecniche provvedimenti.

Entrate in linea con le attese

L'incidenza delle entrate totali sul PIL nello scenario CSC si attesta al 49,2% nel 2012 e al 49,7% nel 2013 (dal 46,6% del 2011), derivando da una dinamica sostenuta quest'anno (+4,7%) e un rallentamento il prossimo (+2,1%). La pressione fiscale è stimata in lieve diminuzione rispetto alla stima di giugno scorso: 44,9% del PIL nel 2012 (45,1% a giugno) e 45,2% nel 2013 (45,4%), anche per il rinvio dell'aumento dell'IVA. La misura effettiva della quota di entrate fiscali e contributive sul PIL depurato dal sommerso toccherà il 54,0% quest'anno e il 54,3% il prossimo.

La dinamica positiva per il 2012 è confermata dall'andamento delle entrate tributarie registrato nei primi sette mesi dell'anno: +4,7% rispetto allo stesso periodo del 2011 (+5,3% se si depura il 2011 dall'incasso straordinario relativo all'imposta sostitutiva sul leasing immobiliare). A questo risultato ha contribuito il gettito della prima rata dell'IMU versata a giugno, e in misura più contenuta a luglio, per la quota destinata all'erario (quasi 4 miliardi di euro). Tra le imposte dirette

è sostanzialmente stabile l'IRES mentre l'IRE mostra una lieve variazione negativa (-0,3%). Sull'andamento di quest'ultima influisce la dinamica registrata dalle ritenute sui redditi dei lavoratori autonomi (-3,9%) e la riduzione dell'aliquota della ritenuta (dal 10% al 4%) applicata ai bonifici per detrazioni di imposta su spese per ristrutturazioni edilizie e riqualificazione energetica degli edifici (-59,0%). Per quanto riguarda le indirette, l'imposta di bollo registra un incremento pari al 158,1%, dovuto alle modifiche previste con il DL 98/2011 e il DL 201/2011 relative alle tariffe di bollo applicabili su conti correnti, strumenti di pagamento, titoli e prodotti finanziari, nonché l'anticipo del versamento dell'acconto dal 30 novembre al 16 aprile. In flessione il gettito dell'IVA (-1,5%), nonostante l'aumento dell'aliquota di un punto scattato a settembre 2011 (per effetto del DL 138/2011): la contrazione degli incassi IVA sugli scambi interni (-1,9% dovuto alla stagnazione della domanda interna) è solo in parte compensata dall'andamento del prelievo sulle importazioni (+0,7% per effetto del rialzo del prezzo del petrolio). L'imposta di fabbricazione sugli oli minerali continua a segnare un incremento significativo (+24,8%), trainata dagli aumenti delle accise sulle benzine e sul gasolio usato come carburante, disposti con il DL 98/2011 e con il DL 201/2011, e quelli ulteriori deliberati a copertura dei primi interventi di aiuto alle province emiliane colpite dal sisma.

Spesa pubblica ferma

La spesa pubblica in rapporto al PIL si attesterà al 51,4% nel 2012 e al 51,0% nel 2013. L'aumento in valore (+0,7% quest'anno e +0,5% il prossimo) è da imputare principalmente alla dinamica positiva della spesa per interessi (+4,5% nel 2012 e +4,9% nel 2013), compensata solo in parte dalla contrazione dei contributi alla produzione e dei consumi per acquisti di beni e servizi. La spesa in conto capitale, nel biennio, resta ferma in termini di PIL ai livelli del 2011 (3,0%; Tabella 1.4).

Tabella 1.4

Gli effetti del decreto *spending review*
(DL 95/2012, milioni di euro)

	2012	2013	2014
Maggiori entrate	0	0	0
Minori spese	4.482	10.927	11.713
Minori spese correnti	*3.914*	*10.328*	*11.216*
Minori spese in conto capitale	*568*	*599*	*498*
Totale Risorse (A)	4.482	10.927	11.713
Minori entrate	3.280	6.566	9.840
Maggiori spese	599	4.345	1.846
Maggiori spese correnti	*579*	*4.191*	*1.692*
Maggiori spese in conto capitale	*20*	*154*	*154*
Totale Impieghi (B)	3.879	10.911	11.686
Effetti netti sull'indebitamento netto (A-B)	**603**	**16**	**27**

Fonte: elaborazioni CSC su relazione tecnica del DL 95/2012.

Le previsioni incorporano gli effetti di riduzione della spesa previsti dal DL 95/2012 (*Spending review*), ma si è tenuto conto che difficilmente i tagli ai trasferimenti previsti per gli enti territoriali finiranno per tradursi per intero in riduzioni di esborsi. Questo perché essi ammontano, in aggregato, a 1,8 miliardi quest'anno e 5,2 il prossimo e vanno ad aggiungersi a quelli già previsti dalle manovre del 2011 che valevano 4,4 miliardi nel 2012 e 10,6 miliardi nel 2013. Nelle previsioni si è ipotizzato che la metà dei tagli si tradurrà in un aumento delle entrate locali. Nel merito, il DL 95 ha l'indubbio pregio di aver rinviato l'aumento dell'IVA attraverso la riduzione delle uscite pubbliche, ma è solo in parte il risultato di un razionale ed esteso programma di revisione della spesa pubblica. Questo, nelle attese, deve comportare la revisione dei meccanismi attraverso cui la spesa stessa si origina. Si tratta di un processo complesso che può dare un importante contributo sia al miglioramento dei conti pubblici sia alla riforma della pubblica amministrazione, rendendola più efficiente.

Tassi di interesse sul debito stabili

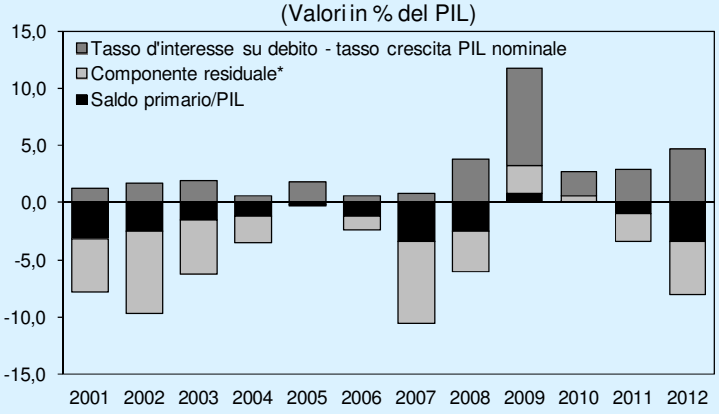
La spesa per interessi raggiungerà il 5,2% del PIL nel 2012 e il 5,4% l'anno prossimo (dal 4,9% nel 2011) per effetto dell'aumento dello stock del debito pubblico. Il tasso di interesse medio, al contrario, non è previsto subire consistenti oscillazioni nel periodo di previsione. Ciò, come accennato, è attribuibile alla scelta del MEF di preferire l'emissione di titoli a scadenze brevi che consentono una minore remunerazione rispetto ai titoli a lunga. Nei primi sei mesi dell'anno sono stati emessi BOT per 27,9 miliardi, contro i 6,5 nello stesso periodo del 2011. Ciò comporta una riduzione della vita media del debito, scesa, tra dicembre 2011 e agosto 2012, da 6,99 a 6,65 anni. In prospettiva una riduzione della vita media può essere rischiosa, dato l'elevato stock di debito accumulato, poiché espone il bilancio pubblico alle fluttuazione dei tassi e accresce l'ammontare in scadenza e da rinnovare. Al momento, però, è una scelta ragionevole anche in considerazione del programma di acquisti di titoli di Stato a breve lanciato dalla BCE e dell'introduzione dello scudo anti-spread, che garantiranno il rinnovo dei titoli a breve a condizioni simili a quelle attuali o addirittura migliori.

Occorre tornare a crescere per ridurre il debito

Il debito pubblico salirà al 125,6% del PIL quest'anno e nel 2013 toccherà il picco al 126,0%, superiore al 125,8% di giugno. Su questi livelli incidono significativamente i sostegni ai paesi euro, pari al 3,1% del PIL quest'anno e al 3,7% il prossimo. Al netto di tali aiuti, il debito in rapporto al PIL comincerà a scendere dall'anno prossimo, ma un'accelerazione nel percorso di rientro si potrà avere solo quando il Paese tornerà su ritmi di crescita più elevati dei tassi di interesse pagati sul

Grafico 1.19

Bassa crescita e alti tassi di interesse ostacolano la riduzione del debito pubblico italiano
(Valori in % del PIL)



* Include le differenze tra cassa e competenza, la variazione dei depositi attivi del MEF presso la BI, gli scarti e premi di emissione di titoli, la variazione dei cambi sulle passività in valuta e le privatizzazioni.
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT, Banca d'Italia e stime Commissione europea.

debito stesso. L'importanza di questo aspetto è ben rappresentata dall'analisi delle tre componenti che incidono sulle variazioni annuali del debito (Grafico 1.19): il saldo primario, che rappresenta il contributo della gestione annuale alla variazione dello stock del debito; la differenza tra il tasso d'interesse sul debito pubblico e la crescita del PIL nominale (il cosiddetto *snow-ball effect*); la componente residuale (*stock-flow adjustment*) determinata da differenze nella contabilizzazione tra valori di cassa e di competenza, variazione dei depositi attivi del MEF presso la Banca d'Italia, scarti e premi di emissione di titoli, variazione dei cambi sulle passività in valuta e operazioni straordinarie sul patrimonio pubblico (privatizzazioni). Dal 2008 l'elevato effetto *snow-ball*, derivante da tassi di rendimento sui titoli di Stato maggiori dei tassi di crescita nominale del PIL, richiede consistenti avanzi primari per contenere e avviare la riduzione del debito pubblico. Il percorso di rientro potrà dirsi davvero a un punto di svolta solo quando il tasso di crescita tornerà a essere superiore al tasso di interesse pagato. Da quel momento, infatti, a parità di avanzo primario, il debito si ridurrà molto rapidamente, in quanto scenderebbe comunque anche in presenza di un saldo primario pari a zero (al netto dello *stock-flow adjustment*).

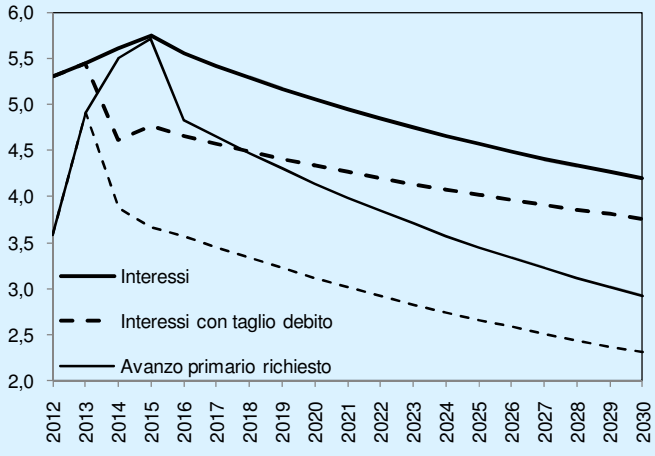
PRIVATIZZARE PER ABBATTERE IL DEBITO PUBBLICO

Il debito pubblico italiano è il terzo al mondo in termini di PIL, toglie spazio di manovra alla politica economica ed è fonte di instabilità per la finanza pubblica. Per queste ragioni fondamentali e per rispettare le nuove regole di *governance* europea è prioritario ridurne nettamente la dimensione. La strada maestra per abbattere il peso del debito pubblico è formata dal conseguimento di elevati avanzi primari per un lungo periodo di tempo, così come è stato fatto in altri paesi, e ricondurre il Paese su un alto sentiero di crescita. È, tuttavia, un percorso lungo. Per accelerarlo, così da liberare più rapidamente risorse e ridurre la pressione fiscale sono state avanzate numerose proposte incentrate su misure straordinarie.

La gran parte di tali proposte puntano dichiaratamente ad abbattere in breve tempo il rapporto debito/PIL intorno al 100%. Naturalmente, se tale traguardo fosse effettivamente raggiunto, si avrebbe un notevole risparmio nella spesa per interessi e sarebbe nettamente inferiore l'attivo primario necessario a raggiungere gli obiettivi di deficit pubblico e di prosecuzione del rientro del debito pubblico stesso. È possibile quantificare tali benefici assumendo, astrattamente e come pura ipotesi di lavoro, che l'abbattimento del debito pubblico al 100% del PIL avvenga già nel 2013. In tale quadro, il CSC ha stimato che, in uno

Grafico A

Crollano l'avanzo primario richiesto e gli interessi con il taglio del debito pubblico al 100% del PIL nel 2013
(Anno base 2012; valori in % del PIL)



Ipotesi: dinamica DEF fino al 2015 poi rispetto dei vincoli europei, crescita reale 1,1% e costo debito 5% (medie 2000-2007).
Fonte: elaborazioni CSC su stime DEF.

scenario in linea con il DEF fino al 2015 e poi con tassi di crescita e costo del debito sperimentati in media nel periodo 2000-2007, l'avanzo primario richiesto per rispettare i vincoli europei sul debito e sul deficit pubblici possa scendere di 1,0 punti di PIL l'anno, in media, sino al 2030 e la spesa per interessi di 0,7 punti di PIL (Grafico A). Nel 2014, sarebbe sufficiente un avanzo primario del 3,9% del PIL anziché del 5,5% come programmato dal Governo e la spesa per interessi sarebbe del 4,6% del PIL, anziché del 5,6%.

I paesi maggiormente indebitati in Europa stanno avviando nuove privatizzazioni. La Spagna ha annunciato a fine maggio un piano di dismissioni da 30 miliardi, la Grecia da 19 (dopo quello iniziale da 50 miliardi contenuto negli impegni presi con la troika europea), l'Irlanda da 3. Anche l'Italia con il DL 95/2012 (*Spending review*) ha messo in cantiere le privatizzazioni di Fintecna spa, SACE spa e SIMEST spa cedendole alla Cassa Depositi e Prestiti e la costituzione di un fondo immobiliare in cui far confluire cespiti da tutte le amministrazioni pubbliche da utilizzare per ridurre il debito. Stando a fonti non ufficiali l'obiettivo è effettuare dismissioni immobiliari per un punto di PIL l'anno. Se, come alcune stime indicano, il valore del patrimonio pubblico fosse effettivamente molto importante, sarebbe sensato e auspicabile far leva sulle privatizzazioni per portare lo stock del debito pubblico sotto la soglia del 100% del PIL in un arco di tempo ragionevole. Con benefici anche in termini di ridimensionamento della presenza del settore pubblico nell'economia.

Tuttavia, non tutte le proposte avanzate si basano sulle dismissioni. In generale, pur nella diversità degli accorgimenti tecnici, alcune si sostanziano in imposte patrimoniali straordinarie, altre in cessioni di partecipazioni azionarie e vendite del patrimonio immobiliare e altre ancora in un mix di questi strumenti (Tabella A).

L'introduzione di un'imposta patrimoniale straordinaria, sia essa sulla ricchezza finanziaria ovvero sugli immobili, anche se rateizzata, ha un netto impatto recessivo e quindi è in contrasto con il raggiungimento di un più sostenuto ritmo di crescita. La pressione fiscale italiana, già senza tali imposte patrimoniali, sarà quest'anno la più alta dell'Area euro (44,9%) dietro solo a quella di Belgio (47,5%) e Francia (46,7%) e sostanzialmente intollerabile, data l'ampia area di evasione fiscale che rende l'incidenza effettiva delle entrate pubbliche di quasi dieci punti più elevata. Perciò il rientro del debito pubblico va attuato agendo sulla vendita del patrimonio pubblico.

L'entità e la composizione di quest'ultimo, tuttavia, non sono conosciute con precisione. Manca un quadro dettagliato di quanti e quali siano gli immobili di proprietà pubblica, sia statale sia locale, del loro valore di mercato, del loro utilizzo effettivo. Le stesse proposte che fanno riferimento alle dismissioni di immobili e partecipazioni pubbliche indicano possibili introiti molto diversi tra loro proprio perché una ricognizione e una valorizzazione esaustiva non sono mai state effettuate. Tuttavia, tale mappatura è essenziale per capire le reali potenzialità delle dismissioni, cominciando con lo stabilire quale parte del patrimonio sia effettivamente alienabile e a quale prezzo, evitando maggiori oneri a carico del bilancio pubblico negli anni a venire.

Privatizzazioni e liberalizzazioni stimolano la crescita, se realizzate in modo efficiente e non solo con l'obiettivo di fare cassa. Non sempre le dismissioni realizzate in Italia hanno condotto a risultati ottimali; in alcuni casi, soprattutto riguardo alla vendita di immobili, si sono rivelate un boomerang per gli stessi conti pubblici o non sono andate in porto perché mal congegnate.

Inoltre, affinché le operazioni di vendita del patrimonio siano tutte effettivamente finalizzate alla riduzione del debito pubblico è cruciale centralizzare il processo. Occorre evitare che ciascun ente pubblico venda le attività come forma di copertura di nuove spese. È, tuttavia, un nodo difficile da sciogliere, data l'autonomia decisionale degli enti territoriali in materia. Sono proprio questi ultimi a detenere una parte consistente del patrimonio pubblico. D'altra parte, alla creazione del debito pubblico ha contribuito, nel corso dei decenni, tutta la pubblica amministrazione e quindi è l'insieme intero degli enti pubblici che ora deve essere chiamato a operare congiuntamente per ridurne l'ammontare.

Un altro aspetto da considerare è quanta parte del patrimonio pubblico il mercato è in grado di assorbire. Il *Privatization barometer 2011*, realizzato dalla Fondazione Mattei e da KPMG, suggerisce che nel 2011 le privatizzazioni nel mondo hanno raggiunto i 68,2 miliardi di euro, il minimo dal 2003 e meno della metà dei 160 miliardi realizzati nel 2010, perché le condizioni di mercato sono state meno favorevoli. Così può essere preferibile diluire le dismissioni nel tempo. Tuttavia, va ricordato che anche lo stock del debito pubblico oggi è molto deprezzato rispetto al valore facciale e, quindi, con un dato ammontare di incassi da privatizzazioni ne può essere ridotta una parte più consistente. Per non menzionare l'importante segnale che verrebbe dato ai mercati finanziari, che consentirebbe di diminuire lo spread, con benefici sia per la spesa per interessi sia per tutto il sistema creditizio italiano.

Va valutata con attenzione l'ipotesi, contenuta in diverse proposte, di emissione di obbligazioni garantite da immobili e/o partecipazioni pubbliche. Questa garanzia tende a segmentare il mercato dei titoli di Stato, riducendone lo spessore; mentre aumenterebbe il rendimento richiesto sui titoli emessi privi di collaterale, perché nel frattempo si sarebbe ridotta l'entità del patrimonio vendibile.

Preoccupazione sollevano le proposte che comportano l'erosione di base imponibile futura, devolvendo la remunerazione del debito a una parte del gettito tributario. Si tratta in sostanza di una forma di cartolarizzazione.

Va invece valutato positivamente il ruolo di primo piano nel processo di dismissioni affidato, dalle diverse proposte e dallo stesso Governo (con il DL 95/2012), alla Cassa Depositi e Prestiti: essendo controllata dal MEF ma non rientrando nel perimetro della pubblica amministrazione, ai fini della contabilizzazione del debito pubblico può effettivamente svolgere una funzione fondamentale nella gestione delle dismissioni. Infatti, può fungere da società veicolo in grado di accorciare i tempi di realizzazione degli incassi da dismissioni senza pregiudicare l'ottimizzazione del processo di privatizzazione, quando questo richieda tempi lunghi.

Tabella A

SINTESI DELLE PROPOSTE DI ABBATTIMENTO STRAORDINARIO DEL DEBITO PUBBLICO

Tipologia	Proponente	Proposta	Obiettivo
Imposta straordinaria immobiliare	Capaldo (2011)	Imposta tra il 5% e il 20% del valore corrente del patrimonio immobiliare privato	Riduzione del 50% del debito
Imposta patrimoniale	Modiano (2011)	Imposta del 10% sulla ricchezza finanziaria del 20% più ricco della popolazione	Riduzione del debito di 200 miliardi
"Contributo per il riequilibrio" e "Riequilibrio SpA"	Cutrufo (2012)	Imposta progressiva su tutti i contribuenti (dal 10% al 22,5%) e sulle rendite finanziarie (dal 6 all'11 per mille). Per le imprese: 1/30 del fatturato. Poiché rateizzabile in 30 anni, una società pubblica *ad hoc* assicura l'immediato recupero delle risorse emettendo *bond* per un valore pari al gettito previsto	Riduzione del debito di 400 miliardi
Fondo immobiliare chiuso	Giannino (2012)	Fondo (gestito da privati selezionati tramite gara) cui far confluire l'intero patrimonio pubblico che emette obbligazioni a favore dei detentori di titoli pubblici per *swap* volontario	Riduzione del debito di almeno 400 miliardi
"Fondo patrimoniale dello Stato"	Monorchio, Salerno Aletta (2012)	Tutto il patrimonio e le partecipazioni statali confluiscono in un fondo le cui quote sono acquisite obbligatoriamente dalle famiglie o in proporzione ai titoli del debito pubblico detenuti	Riduzione del debito di almeno 300 miliardi in 2-3 anni
Dismissioni di *asset* pubblici e riserve auree tramite CDP	Mediobanca (2012)	La CDP acquista partecipazioni statali e parte delle riserve auree della BI, emettendo obbligazioni con garanzia reale e quindi con rating migliore dei BTP	Riduzione del debito di 200 miliardi
Dismissioni di *asset* pubblici	Rinaldi, Savona (2012)	Trasferimento di *asset* pubblici disponibili e non strategici a una Newco, che emette obbligazioni *warrant*. Incentivi fiscali a supporto e possibilità di pagamento mediante concambio di titoli di Stato al valore di emissione	
Swap di debito con patrimonio immobiliare	Masera, Bivona (2012)	I possessori di titoli di Stato diventano azionisti di una società a cui è ceduto il patrimonio immobiliare pubblico	Riduzione del debito di 100-200 miliardi
Fondo patrimoniale taglia-debito gestito dalla CDP	Cilloni (2012)	Partecipazioni, crediti e immobili disponibili confluiscono in un fondo gestito dalla CDP, le cui quote sono sottoscritte da famiglie e imprese	Riduzione graduale del debito di circa 70-100 miliardi
Cessioni del patrimonio pubblico	Alfano, Brunetta (2012)	Cessioni di *asset* pubblici non strategici di rapida valorizzazione/dismissione	Riduzione del debito di circa 400 miliardi in 5 anni
Cessione di partecipazioni tramite CDP e progetto di *spending review*	Masera (2012)	La CDP acquisisce il controllo di alcune aziende pubbliche. Ampia *spending review*. Risparmi a garanzia della cartolarizzazione del debito	Riduzione del debito di 500 miliardi
Privatizzazioni e imposta patrimoniale	Reviglio F. (2012)	*Asset* pubblici conferiti a una società esterna alla PA con il compito di cartolarizzarli. Patrimoniale "graduata" con aliquote molto basse all'inizio e più elevate man mano che la ricchezza aumenta	Riduzione del debito di 20 punti di PIL da privatizzazioni e 15 dalla patrimoniale
Fondo mobil-immobiliare, patrimoniale, tabelle esattoriali scontate, fondo di stabilizzazione	Pacciani (2012)	La CDP acquisisce il controllo di alcune aziende pubbliche. Patrimoniale in cambio della quale i contribuenti hanno un'obbligazione rimborsabile a 15-20 anni. Revisione tabelle esattoriali in relazione alla redditività del contribuente ("pagare ora/pagare meno"). Fondo volontario che permetta a chiunque di contribuire al ripagamento del debito pubblico in cambio di minore tassazione	Riduzione di 50-100 miliardi dello stock di debito
Privatizzazioni; tassazione dei capitali italiani in Svizzera; vincoli di portafoglio agli enti di previdenza	Amato, Bassanini e altri[1] (2012)	Privatizzazioni di società pubbliche e cessioni d'immobili (graduali); revisione concessioni; incentivi per l'allungamento delle scadenze dei titoli di Stato e per l'appiattimento della curva dei rendimenti; patrimoniale del 25% e a regime del 20%, sui capitali italiani in Svizzera; vincoli di portafoglio agli enti di previdenza per l'acquisto di titoli di Stato	Riduzione del debito di circa 150-200 miliardi in 5 anni (ulteriori 150 miliardi nei seguenti 5 anni se tali interventi vengono proseguiti)
Ristrutturazione del debito e *warrant* sul patrimonio pubblico	Fratianni, Rinaldi, Savona (2012)	Scadenza di tutti i titoli pubblici rimodulata a 7 anni. Cedola pari al costo della vita più 20% del tasso di crescita del PIL (se positivo) e *warrant* che offre l'opzione al detentore di acquistare o negoziare un diritto di acquisto sul patrimonio	Risparmi sugli interessi per circa 40 miliardi

[1] Proposta Astrid a firma di Giuliano Amato, Franco Bassanini, Giuseppe Bivona, Davide Ciferri, Paolo Guerrieri, Giorgio Macciotta, Rainer Masera, Marcello Messori, Stefano Micossi, Giuseppe Pennisi, Edoardo Reviglio, Maria Teresa Salvemini.

Fonte: elaborazioni CSC.

1.2 Le esogene della previsione

Prosegue il rallentamento del commercio mondiale

Nella prima metà del 2012 il ritmo di crescita del commercio mondiale si è nettamente ridotto. La dinamica è scesa a meno di un quarto di quello registrato dall'avvio della ripresa globale (metà 2009) al primo semestre 2011.

Diverse sono le cause di questa frenata, in parte fisiologica. Tra tutte spicca la crisi dell'Area euro, dove le politiche di bilancio restrittive sincronicamente varate da tutti i paesi membri, e con intensità maggiore in quelli con un più elevato divario tra PIL effettivo e PIL potenziale, hanno via via frenato la domanda interna e quindi l'interscambio intra-area prima, e con il resto del mondo poi[1]. Tanto che gli scambi globali sono diminuiti dell'1,4% a giugno rispetto a maggio; nei primi sei mesi del 2012 il commercio mondiale è aumentato di appena l'1,2% rispetto a sei mesi prima, ben al di sotto della media di lungo periodo (+3,0% l'incremento semestrale dal 2000 al 2008).

L'ulteriore indebolimento, emerso dalle statistiche nei mesi estivi, della congiuntura internazionale e della dinamica degli ordini esteri globali di prodotti manufatti induce a ridurre, rispetto alla previsione di giugno, la crescita del commercio mondiale per l'anno in corso dal 2,5% all'1,4% e per il 2013 dal 4,5% all'1,6%; quest'ultima revisione al ribasso è dovuta in gran parte al trascinamento negativo (-0,8%, Tabella 1.5).

Tabella 1.5

Le esogene internazionali della previsione
(Variazioni percentuali)

	2010	2011	2012	2013
Commercio mondiale	15,0	5,7	1,4	1,6
Prezzo del petrolio[1]	79,9	111,6	111,0	100,0
Prodotto interno lordo				
Stati Uniti	3,0	1,7	2,1	1,8
Area euro	2,0	1,5	-0,5	0,2
Paesi emergenti	7,5	6,2	5,3	5,7
Cambio dollaro/euro[2]	1,33	1,39	1,28	1,30
Tasso FED[3]	0,25	0,25	0,10	0,00
Tasso di interesse a 3 mesi USA[3]	0,34	0,34	0,37	0,05
Tasso BCE[3]	1,00	1,25	0,80	0,25
Tasso di interesse a 3 mesi Area euro[3]	0,81	1,39	0,65	0,15

[1] Dollari per barile; [2] livelli; [3] valori percentuali.
Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati Eurostat, FMI, CPB.

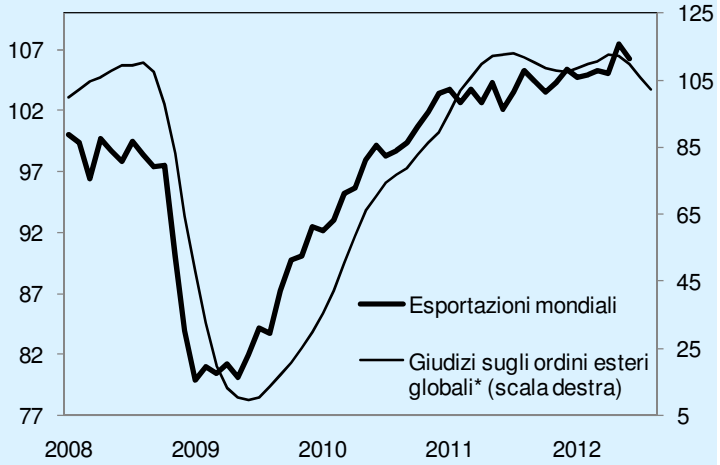
Segnali addirittura di contrazione provengono, appunto, dalla componente ordini esteri dell'indicatore PMI manifatturiero globale, che da maggio è tornata in territorio recessivo e ad agosto si è ulteriormente allontanata dalla soglia neutrale (50) posizionandosi a 46,6 (Grafico 1.20).

[1] Sulle politiche di bilancio restrittive in presenza di *output gap* negativo si veda l'approfondimento *Politiche espansive per uscire dalla crisi* contenuto in Scenari economici n.14, giugno 2012.

Permangono nella dinamica degli scambi mondiali forti differenze geografiche: nel primo semestre del 2012 l'Area euro ha ridotto l'interscambio con l'estero dello 0,8% rispetto agli ultimi sei mesi del 2011; gli altri maggiori paesi avanzati, Stati Uniti e Giappone, l'hanno aumentato dell'1,4% e i paesi emergenti del 2,0%.

Grafico 1.20

Gli ordini esteri anticipano scambi mondiali in calo
(Indici mensili, gen. 2008=100, esportazioni in volume destag.)



* Indice calcolato cumulando la differenza mensile rispetto alla soglia neutrale (50) della componente PMI manifatturiera globale.
Fonte: elaborazioni CSC su dati MARKIT e CPB.

La recessione in corso nell'Eurozona, che è destinata a durare ancora fino al principio dell'anno prossimo, continuerà ad avere ripercussioni importanti sul commercio mondiale. Va, infatti, ricordato che le esportazioni verso i paesi dell'Area euro rappresentano quasi il 20,0% delle vendite estere totali degli emergenti (14,0% è la quota per la Cina), il 15,1% di quelle degli Stati Uniti e il 10,3% di quelle giapponesi. Il maggior ruolo assunto dagli scambi internazionali nelle attività produttive, per effetto dell'aumentata frammentazione delle catene del valore, amplifica le ricadute delle variazioni del PIL sull'evoluzione del commercio globale.

Il principale rischio al ribasso della previsione del CSC è costituito da un ulteriore avvitamento della crisi europea, con i suoi effetti devastanti di contagio anche alla già fragile ripresa dell'economia americana. Il CSC considera, tuttavia, che le misure intraprese nel vertice europeo di fine giugno e la maggiore risolutezza dell'azione della BCE siano sufficienti a rendere molto meno probabile tale rischio. Un'ulteriore fonte di incertezza deriva dall'efficacia delle politiche di sostegno alla domanda interna in Cina, che potrebbero in parte compensare la riduzione della domanda estera proveniente dai paesi euro.

La ripartenza del commercio internazionale può essere ostacolata anche dal fatto che il protrarsi di un'ampia capacità produttiva inutilizzata, indotta anche dalle politiche di bilancio restrittive, può finire con il distruggerne una parte e quindi abbassare permanentemente il PIL potenziale.

La riduzione delle importazioni delle economie dell'Area euro e l'aumento del prezzo del petrolio hanno determinato il peggioramento del saldo commerciale di quasi tutti i paesi, a eccezione dei PIIGS nella moneta unica e dei paesi esportatori di petrolio. La Germania e la Cina hanno visto diminuire il surplus commerciale; la seconda è passata da un attivo del 3,3% del PIL nel 2011 a uno del 2,6% annualizzato nei primi sei mesi del 2012; mentre la Germania è giunta a un avanzo del 5,6% del PIL dal 6,0% del 2011. Gli Stati Uniti hanno avuto, nei primi sei mesi del 2012, un deficit commerciale pari al 4,9% annualizzato, invariato sul livello raggiunto nel 2011.

Sul fronte del protezionismo strisciante, è stato messo in evidenza che tra il 2007 e il 2011 le barriere al commercio temporanee (TTB=*temporary trade barrier*, ossia tariffe antidumping e dazi) sono aumentate a causa principalmente di misure introdotte da alcuni paesi emergenti (India,

Turchia, Cina, Argentina e Indonesia) e dagli Stati Uniti, mentre negli altri paesi emergenti e sviluppati il saldo tra quelle aggiunte e quelle eliminate e/o scadute è negativo, ovvero la pressione protezionistica si è ridotta[2]. In un momento particolarmente critico come quello attuale la diminuzione delle barriere commerciali in alcuni paesi emergenti ed emersi aderenti al G-20 è un ottimo segnale, sebbene molto mitigato dalla contemporanea presenza di altri paesi che hanno un ruolo rilevante negli scambi mondiali, come ad esempio la Cina, che invece aumentano le loro misure protezionistiche.

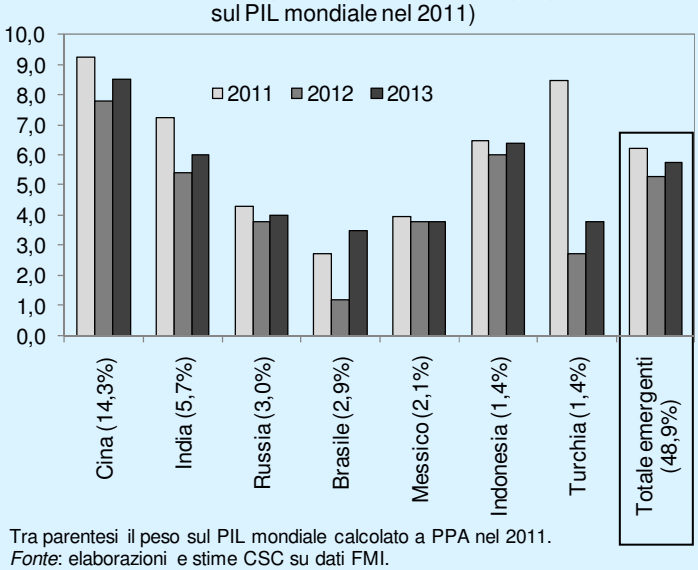
Emergenti in rallentamento

La crescita delle economie emergenti decelera ulteriormente. Il CSC stima un incremento del loro PIL del 5,3% nel 2012 e del 5,7% nel 2013 (Grafico 1.21). La dinamica è al di sotto della media annua del 6,2% registrata tra il 2000 e il 2011. Nonostante il rallentamento, quest'anno tali paesi forniranno l'80% della crescita globale e contribuiranno per metà alla formazione del PIL mondiale calcolato a parità di poteri di acquisto.

Le nuove stime del CSC, inferiori a quelle elaborate a giugno, includono gli effetti sull'export degli emergenti dell'ulteriore prolungamento della recessione nell'Eurozona e del rallentamento negli Stati Uniti, solo in parte controbilanciati dall'andamento della propria domanda interna che sarà sostenuta da politiche economiche espansive già in atto o che verranno varate. A ciò si aggiungono, per il 2012, gli effetti della siccità, che freneranno la crescita soprattutto in India.

Grafico 1.21

Gli emergenti scalano marcia
(PIL reale, var. %, primi 7 paesi emergenti per peso sul PIL mondiale nel 2011)



Tra parentesi il peso sul PIL mondiale calcolato a PPA nel 2011.
Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati FMI.

Il rallentamento dei nuovi mercati, iniziato nel 2011, è stato confermato nella prima parte di quest'anno e vi sono indicazioni che sia proseguito nel terzo trimestre. I risultati delle politiche espansive già adottate si faranno attendere, con i consueti ritardi, fino ad autunno inoltrato; verso la fine dell'anno il profilo della crescita migliorerà. A fine 2013 il PIL tornerà ad aumentare intorno al 6% annuo. Dall'Asia emergente proverrà metà della crescita mondiale nel 2012, anche se i due principali motori, Cina e India (in specie), scalano marcia.

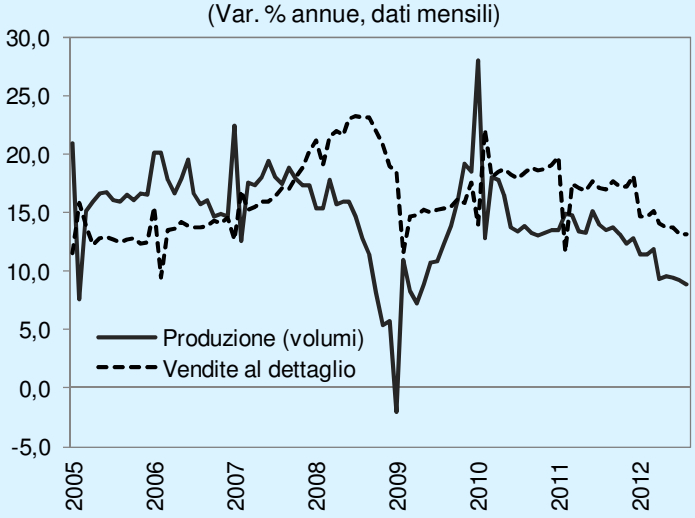
[2] Chade P. Bown, *Import protection update: Antidumping, safeguards, and temporary trade barriers through 2011*, http://www.voxeu.org/article/import-protection-update-antidumping-safeguards-and-temporary-trade-barriers-through-2011, 18 agosto 2012.

Cina sotto l'8%

Il CSC stima che il PIL cinese aumenti del 7,8% quest'anno e dell'8,5% nel 2013, contro il 9,3% nel 2011. La moderazione della velocità, dopo quarant'anni di sviluppo al 10% medio annuo, è in parte fisiologica per un'economia che sta riducendo a passo spedito il gap con i paesi avanzati. La variazione del PIL nel primo semestre del 2012 è stata del 7,8% annuo. Gli indicatori congiunturali usciti negli ultimi mesi segnalano ancora debolezza: la produzione industriale è cresciuta dell'8,9% in agosto, inferiore al 9,2% in luglio e al 10,5% medio dei primi sei mesi del 2012; le vendite al dettaglio del 13,2%, dal 13,1% in luglio; il PMI manifatturiero è calato a 47,6 in agosto, il minimo da marzo 2009, da 49,3 in luglio (Grafico 1.22). Le esportazioni sono cresciute del 2,7% annuo, meglio dell'1,0% in luglio, ma le vendite dirette in UE continuano a scendere: -12,7%, da -16,2%. L'attenuazione dell'inflazione, con un +2,0% annuo dei prezzi al consumo in agosto (dal +1,8% in luglio e +3,3% medio nel primo semestre) dà spazio alla politica monetaria per varare misure di sostegno all'economia. La Banca centrale ha proseguito nell'allentare la stretta con due riduzioni ravvicinate dei tassi di riferimento in giugno e altri interventi espansivi. Il Governo, dopo il pacchetto di stimoli varato in maggio, ha alleggerito il carico fiscale per le imprese del terziario con l'intento di stimolare occupazione nel settore e sostenere i consumi[3]. Per ora il provvedimento è effettivo solo a Shanghai e Pechino, ma entro fine anno verrà esteso agli altri grandi centri urbani e poi a tutto il paese. Inoltre, lo scorso 6 settembre, nell'ambito del pacchetto varato in maggio, sono state allocate risorse finanziarie pari a 125 miliardi di euro (oltre mille miliardi di yuan, il 2% del PIL cinese) per la realizzazione di infrastrutture, per lo più autostrade, metropolitane, porti e aeroporti. Infine, nei prossimi mesi potrebbero essere approvati incentivi fiscali per gli esportatori, che potranno richiedere il rimborso totale (17%) o parziale dell'IVA pagata sui beni venduti all'estero. Queste misure rafforzeranno la crescita nell'ultima parte del 2012 e nel 2013, ma l'economia rimane inevitabilmente frenata dal rallentamento della domanda occidentale e dalla situazione politica transitoria che impedisce il varo di riforme più importanti di riequilibrio macroeconomico. A ottobre avverrà il passaggio di leadership e il nuovo Governo sarà chiamato a prendere decisioni cruciali con effetti di medio e lungo termine. Un riposizionamento dell'economia verso i consumi delle famiglie, che sono poi la ragione ultima dell'attività economica, gioverà sia al paese sia alle imprese occidentali che troveranno in Cina un mercato sempre più vasto e dinamico[4]. A contribuire in misura sempre maggiore allo sviluppo cinese saranno nei prossimi anni le province

Grafico 1.22

Cina in netto rallentamento
(Var. % annue, dati mensili)



Fonte: elaborazioni CSC su dati NBS.

[3] Per ulteriori dettagli sul pacchetto di stimoli si veda Scenari economici n. 14, giugno 2012.
[4] Sulle riforme necessarie in Cina si veda *Crescita cinese più lenta, con nodi strutturali da sciogliere*, Nota dal CSC, n. 9-2012.

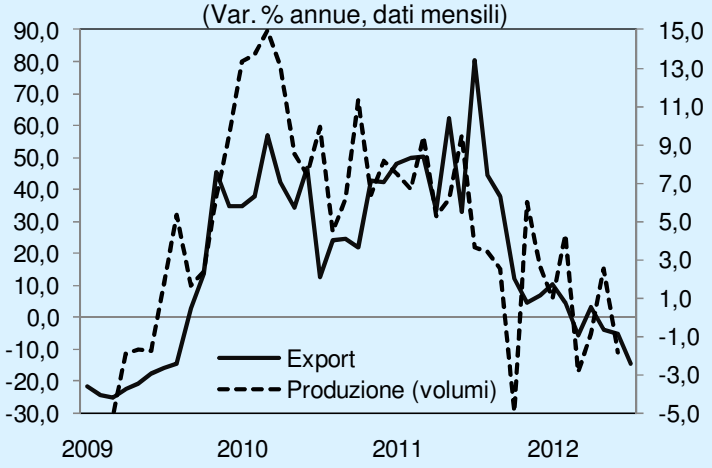
centrali e occidentali del paese. Già nel periodo 2006-11 i tassi di crescita più elevati si sono osservati in Chongqing, Shaanxi e Mongolia interna (+16% medio annuo), province che registrano gli stessi profili di espansione e reddito pro-capite che nei primi anni Novanta hanno sperimentato le zone costiere oggi più avanzate (Jiangsu, Zhejiang, Fujian e Guandong)[5].

India frenata da lentezza politica e siccità

La crescita del PIL indiano rallenta al di sotto del 7,0% medio annuo registrato nel decennio 2000-09. Il CSC stima un +5,4% nel 2012 e un +6,0% nel 2013 (dal +7,2% del 2011; i dati si riferiscono all'anno solare) a causa dell'immobilismo politico che blocca gli investimenti, dell'incertezza dello scenario internazionale e anche della siccità. Nel primo trimestre 2012 il PIL ha continuato a frenare, toccando il ritmo annuo del 5,3%, il più debole dal 2002, e nel secondo il rallentamento si è protratto (+5,5%). La produzione industriale da gennaio a giugno 2012 è cresciuta dello 0,4% annuo (-1,8% in giugno), dal 4,8% del 2011; le esportazioni in luglio hanno segnato un -14,8% annuo, che si aggiunge al -5,4% in giugno (+0,4% il dato medio dei primi sei mesi, dal 36,6% del 2011). Il PMI manifatturiero resta stabile e in territorio espansivo (52,8 in agosto, da 52,9 in luglio), ma la componente ordini esteri è da due mesi sotto 50 (49,2 in agosto da 49,7 in luglio; Grafico 1.23). La dinamica dell'economia nel 2012 sarà influenzata dagli scarsi raccolti agricoli causati dalla siccità (solo il 40% delle aree coltivate è irrigato), considerato che un quinto del PIL proviene dall'agricoltura.

Grafico 1.23

In India calano produzione ed export
(Var. % annue, dati mensili)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Reserve Bank of India e Ministero dell'Industria.

La moderazione così accentuata dello sviluppo indiano è in parte conseguenza delle politiche monetarie restrittive (terminate nell'ottobre 2011), che hanno tirato le redini agli investimenti, e in parte della domanda estera debole. Tuttavia, i veri ostacoli alla crescita, che preoccupano mercati finanziari e imprenditori, derivano dall'incertezza politica: il Governo non gode del sostegno parlamentare necessario a portare avanti le riforme che ammodernino il paese e non riesce a essere tempestivo nel varare misure di sostegno all'economia. La Banca centrale, contro le aspettative, continua a mantenere i tassi di interesse invariati. Sarà cruciale nei prossimi mesi osservare se le autorità, a fronte di una tale debolezza, riusciranno a portare avanti i provvedimenti necessari o se prevarranno gli interessi particolari (e il populismo) dei governatori locali. Per ora i piani di riforma sono stati rimandati a fine settembre, a monsone passato, quando si conteranno gli effettivi danni ai raccolti e si stabiliranno le priorità nell'allocazione della spesa pubblica. Il permanere di tale contesto

[5] Per ulteriori dettagli sulle province cinesi si vedano Scenari economici n. 14, giugno 2012 e Scenari economici n. 10, dicembre 2010.

potrebbe costare all'India la perdita dello status di *investment grade*, come già prospettato dalle agenzie di rating lo scorso giugno.

In Asia domanda interna solida

Le altre economie emergenti asiatiche proseguono nell'espansione, sebbene più moderata, grazie alla domanda interna vivace e alle politiche monetarie espansive. I ritmi di crescita rallenteranno, però, a causa del prolungarsi della frenata della domanda estera e delle difficoltà delle banche europee che finanziano in media il 9% del credito erogato in quei mercati (il triplo di quello proveniente dalle banche statunitensi), con punte del 15% a Singapore e Hong Kong (stime *Asian Development Bank*). L'Indonesia continua a essere l'economia più resistente dell'area, sostenuta da una brillante domanda interna. Tuttavia, pur mantenendo un ritmo di crescita intorno al 6% annuo nel biennio 2012-13, risentirà della debolezza della dinamica cinese, suo primo acquirente di petrolio.

Europa emergente al palo …

La recessione nell'Area euro imbriglia l'attività economica dell'Europa emergente. La crescita nel 2012 sarà inferiore al 3% e nel 2013 appena sopra (in questo aggregato sono compresi anche Russia e CSI che crescono intorno al 4% annuo). Il PIL nel 2011 è aumentato del 4,8%, grazie soprattutto a Turchia, Polonia e Russia. In tutta la regione, il sistema creditizio, di proprietà per lo più di banche dell'Eurozona, risente delle difficoltà di queste ultime e le condizioni del credito sono in peggioramento. Fanno eccezione Polonia e Russia, gli unici paesi con sistemi bancari rimasti nazionali e quindi in grado di sopperire al prosciugamento dei fondi provenienti dall'Area euro. Gli altri, essendo per lo più piccole economie con elevata propensione all'export, pagano in maggior misura il conto salato delle difficoltà reali e finanziarie dell'Eurozona e del generale rallentamento del commercio mondiale.

… eccetto Polonia, Turchia e Russia

La Polonia resta il paese emergente dell'UE più solido. Il PIL è cresciuto del 4,4% nel 2011 e del 3,0% annuo nel primo semestre 2012 (+2,4% annuo nel secondo trimestre, da +3,5% nel primo). Il CSC stima un ulteriore rallentamento nella seconda parte dell'anno, cosicché il 2012 si chiuderà con un +2,5%; il 2013 registrerà un incremento del 3,0% (stime inferiori a quelle rilasciate in giugno). Anche se il PMI manifatturiero indica un arretramento dell'attività: 48,3 in agosto, da 49,7 in luglio, gli ultimi dati di produzione (+5,2% annuo in luglio da +1,2% in giugno) e vendite al dettaglio (+6,9% da +6,4%) hanno sorpreso positivamente. A conferma che l'espansione dell'economia continua a essere trainata dalla domanda interna.

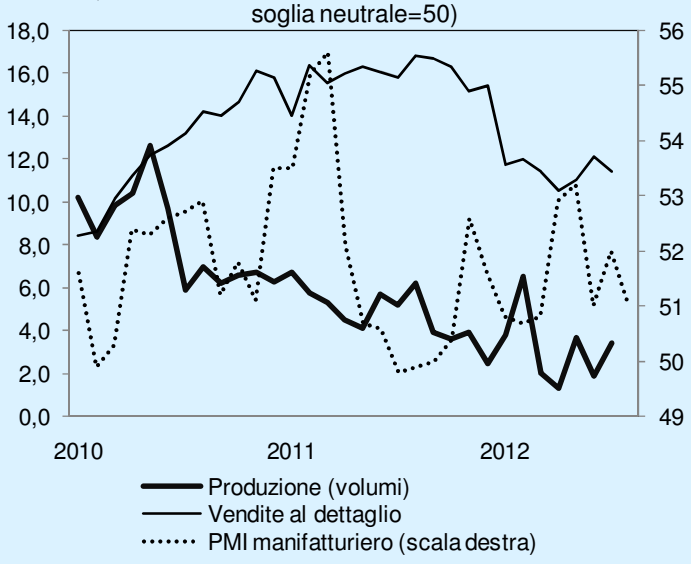
La Turchia nel 2011 ha registrato un +8,5% nel PIL, una variazione seconda solo a quella della Cina tra i principali nuovi mercati. Tuttavia, nel primo trimestre 2012 ha rallentato al 3,2% annuo, per effetto delle politiche di contenimento dell'inflazione e del rallentamento dell'UE, suo principale partner commerciale. Il CSC stima che l'anno finirà con una crescita del 2,7% e che il 2013 registrerà un +3,8%. La domanda interna rimane la prima fonte di espansione del paese, soprattutto i consumi, mentre i punti deboli restano l'inflazione (+8,9% annuo in agosto i prezzi al consumo, dal +9,1% in luglio), ben oltre il tasso obiettivo, e il deficit della bilancia corrente, che ammontava a fine 2011 al 10% del PIL. La politica economica sta attuando con successo una serie di misure per ridurlo (facilitata anche da eventi congiunturali esogeni), tanto che nei primi sei mesi dell'anno è sceso di un terzo del suo valore, arrivando a 31 miliardi di dollari (il 4% del

PIL del 2011). Ciò non toglie che il deficit estero turco è per livello secondo solo a quello statunitense e che è finanziato per appena un terzo da investimenti diretti esteri. La Turchia resta in ogni caso uno dei nuovi mercati a maggiori prospettive di espansione, sia come localizzazione produttiva sia come mercato di sbocco per beni di consumo.

La Russia nel 2011 ha registrato un +4,3% per il PIL, un ritmo che resta inferiore al 5,5% medio del primo decennio Duemila. Nel 2012 e nel 2013 la crescita si manterrà tra il 3,5% e il 4,0%, a seconda degli sviluppi dei prezzi delle materie prime e della situazione nell'Eurozona. Nei primi sei mesi del 2012 il PIL è salito del 4,5% annuo (+4,9% nel primo trimestre e +4,0% nel secondo) grazie soprattutto all'aumento dei consumi privati, favoriti da inflazione ai minimi e politiche rivolte a sostenerli, e della spesa pubblica effettuata in vista delle elezioni presidenziali dello scorso marzo. Gli ultimi indicatori congiunturali segnalano un buon terzo trimestre, con la produzione industriale che in luglio è aumentata del 3,4% annuo, dal +3,2% medio del primo semestre, e le vendite al dettaglio cresciute dell'11,4% annuo in luglio, in linea con il dato medio della prima parte dell'anno, +11,5%. Segnali positivi arrivano anche dal PMI manifatturiero, 51,0 in agosto, ancora in territorio di espansione, seppure in discesa dal 52,0 in luglio (Grafico 1.24). Il paese contribuisce per il 3,0% alla formazione del PIL mondiale e per il 6,2% al PIL degli emergenti.

Grafico 1.24

La Russia tiene grazie alla domanda interna
(Var. % annue su dati mensili; indice di diffusione, soglia neutrale=50)



Fonte: elaborazioni CSC su Banca centrale e Markit.

Romania in recupero

I nuovi mercati dell'Europa centrale sono in decelerazione, accomunati dall'elevato contributo dell'export alla crescita e dalla domanda interna debole. Nel secondo trimestre 2012 i PIL di Ungheria e Repubblica Ceca hanno registrato ulteriori cali (-1,0% e -1,2% annuo) e le difficoltà continueranno per tutto l'anno. I forti legami commerciali e finanziari trasmettono a queste economie gli impulsi recessivi provenienti dall'Eurozona. Dal 2013 si potrà osservare un miglioramento. In Romania, dopo il +2,5% del PIL nel 2011, quest'anno si osserva una dinamica inferiore: +0,3% annuo nel primo trimestre seguito da un +1,7% nel secondo, tra le crescite più sostenute dell'UE, grazie soprattutto al contributo dei consumi. Segnale che il risanamento economico iniziato nel 2009 sotto la supervisione di UE, FMI e Banca mondiale sta rendendo l'economia più solida e meno dipendente dal contesto internazionale. Il 2012 registrerà, secondo le stime del CSC, un avanzamento del PIL pari all'1,0% e il 2013 un +1,5% (valori inferiori a quelli previsti in giugno, a causa del deterioramento della situazione nell'Eurozona).

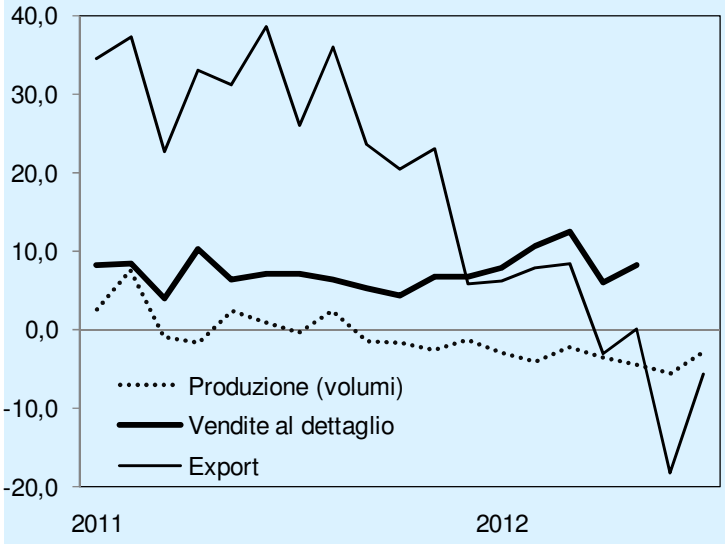
I Balcani scontano l'elevata dipendenza dalla domanda proveniente dall'UE e sono l'area europea più in difficoltà. La Croazia, dopo la stagnazione nel 2011 e la recessione nei due anni precedenti, ha sperimentato un nuovo arretramento del PIL nel primo trimestre 2012 e per l'intero anno se ne prevede una diminuzione dell'1%. Non ci sono i presupposti per una ripresa sostenuta: considerato il peggioramento delle previsioni per i suoi due principali partner commerciali, Italia e Germania, il PIL croato crescerà nel 2013 intorno allo 0,5%. Anche le repubbliche Baltiche sono in frenata, ma meno accentuata perché stanno ancora recuperando le perdite della crisi.

Il Brasile investe per la crescita

L'America Latina continua a rallentare a causa della situazione economica europea e dell'ulteriore decelerazione degli Stati Uniti. Il Brasile (2,9% del PIL mondiale e 6,0% di quello degli emergenti) ha chiuso il 2011 con una crescita del prodotto del 2,7%, inferiore al 3,7% medio annuo del decennio precedente. Nel primo semestre 2012 il PIL è cresciuto ben al di sotto delle attese: +0,7% annuo, con +0,8% nel primo trimestre e +0,5% nel secondo. Il CSC stima che l'anno corrente si concluderà con un +1,2% e il 2013 registrerà un +3,5% (cifre riviste all'ingiù rispetto a quelle pubblicate in giugno, a causa della frenata della domanda estera e della siccità). A partire dalla seconda parte di quest'anno si fanno sentire gli effetti delle politiche monetarie meno restrittive e degli investimenti avviati per i Mondiali di calcio del 2014 e per le Olimpiadi del 2016. Infatti, la Banca centrale ha continuato a tagliare i tassi di interesse di riferimento, ora giunti al 7,5%, il minimo storico, e il Governo ha varato un piano di infrastrutture da 53 miliardi di euro per costruire strade, ferrovie, porti e aeroporti, con oltre la metà degli interventi previsti nei prossimi cinque anni. Gli ultimi indicatori congiunturali danno segnali contrastanti. La produzione industriale in luglio ha registrato per l'undicesimo mese consecutivo un calo su base annua: -2,9%, comunque migliore del -5,5% di maggio; inoltre il dato è stato positivo in termini congiunturali per il secondo mese di fila (+0,3% su giugno). L'export in luglio ha registrato un -5,6% annuo dopo il -18,3% di giugno. All'opposto, le vendite al dettaglio sono balzate del 9,5% tendenziale (+8,2% in maggio; Grafico 1.25). Il PMI manifatturiero in agosto è restato in territorio recessivo, ma è migliorato: 49,3 da 48,7, grazie alle componenti degli ordini e della produzione. Le autorità monetarie hanno ancora spazio per intervenire, giacché l'inflazione (5,2% in agosto, ai minimi da oltre due anni) si mantiene stabile e ampiamente all'interno della fascia obiettivo della Banca centrale (2,5-6,5%).

Grafico 1.25

Brasile: i consumi tengono
(Var. % annue, dati mensili)



Fonte: elaborazioni CSC su IBGE.

Messico più solido del previsto

Il Messico è cresciuto nel 2011 del 4,0% (in linea con le previsioni del CSC), in decelerazione dopo il +5,5% del 2010. IL PIL del primo

trimestre ha registrato un +4,6%, seguito da un +4,1% e si stima che chiuda il 2012 con un aumento del 3,8%, che verrà quanto meno replicato nel 2013. Nella seconda parte di quest'anno ci si attende una decelerazione in conseguenza del rallentamento degli Stati Uniti, destinatari dell'80% dell'export messicano. Il PMI manifatturiero in agosto si è mantenuto stabile a 55,1, grazie soprattutto ai nuovi ordini.

Nord Africa e Medio Oriente ancora in disordine

La maggior parte dei paesi del Nord Africa e del Medio Oriente sta attraversando una delicata fase di transizione politica. Nel 2011 l'area ha registrato un avanzamento del PIL del 3,5%, ben al di sotto del 5,0% medio annuo della prima decade 2000. Per quest'anno e il successivo il CSC stima una crescita intorno al 4% annuo. Il rimbalzo dei paesi interessati dalle sommosse nel 2011, in particolare della Libia (per il cui PIL l'FMI stima un +76,3% nel 2012 e un +21,0% nel 2013, dopo il -61,0% nel 2011), viene controbilanciato dalle recessioni in Iran e Siria e da una debole crescita in Egitto (inferiore al 2%, dal 5% medio dei dieci anni precedenti). Nell'orizzonte di previsione molti paesi, oltre a essere impegnati a ripristinare la stabilità economica, dovranno fare i conti con un più basso prezzo atteso per il petrolio (Arabia Saudita e Golfo Persico) e con l'Europa in frenata (Nord Africa). Dalla fine del 2013 è atteso un generale ritorno alla normalità che permetterà alle relazioni commerciali di riguadagnare terreno dopo il rallentamento conseguente ai sommovimenti politici. Gli scambi saranno anche facilitati dalla progressiva eliminazione dei dazi tra i paesi mediterranei partita quest'anno. I paesi esportatori di materie prime continuano a beneficiare dei prezzi sostenuti delle commodity, sebbene in diminuzione[6].

In Africa pesa il rallentamento cinese

L'Africa sub-sahariana ha registrato nel 2011 un'altra crescita sostenuta (+5,1% il PIL) ed è stata finora la regione meno contagiata dal rallentamento globale. Tuttavia, gli effetti della lunga crisi cominciano a farsi sentire e pesa non solo la situazione europea ma anche il rallentamento della Cina, un partner cruciale in termini di commercio e investimenti. Il PIL avanzerà nel 2012 e nel 2013 intorno al 5% annuo. Il Sudafrica, la sua principale economia, dopo aver chiuso il 2011 con un PIL in incremento del 3,1%, crescerà del 2,5% quest'anno e intorno al 3,0% il prossimo. L'area contribuisce per il 5% alla formazione del prodotto degli emergenti e per il 2,5% a quello globale.

Prezzo del petrolio calante ma alto

Lo scenario CSC assume un prezzo del Brent a 111 dollari al barile in media nel 2012 (stabile rispetto ai 111,6 dollari del 2011). Ciò sconta una graduale flessione delle quotazioni dai valori correnti, fino a 105 dollari a fine anno. Nel 2013 le quotazioni caleranno, in media, a 100 dollari (-9,9% sul 2012), come già indicato nello scenario delineato a giugno. Assunzione giustificata dall'accumulo di scorte nel prossimo anno, dovuto al sorpasso dell'offerta sulla domanda.

Negli ultimi mesi il prezzo del Brent ha registrato una decisa risalita. A settembre è arrivato a 114,5 dollari, dal minimo di 95,9 dollari a giugno. Ciò ha riportato le quotazioni sopra i valori di fine 2011 (108,3 a dicembre), ma li ha lasciati ancora sotto il picco di marzo 2012 (124,7). Tale rincaro va considerato temporaneo ed è il risultato delle tensioni internazionali con l'Iran, che ha

[6] Per una lista completa dei paesi emergenti esportatori netti di materie prime si veda Fondo Monetario Internazionale, *World Economic Outlook*, aprile 2012, p. 181.

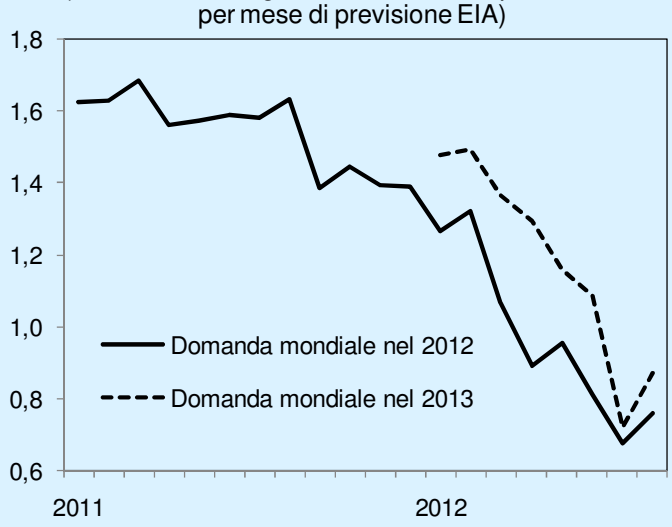
minacciato la chiusura dello stretto di Ormuz al transito delle petroliere. Ha contribuito al rialzo anche l'attenuazione delle turbolenze finanziarie in Eurolandia, conseguenza dell'attesa di decisivi sviluppi politico-istituzionali dopo gli annunci del vertice di fine giugno. Ciò ha spinto nuovi investimenti finanziari nel mercato del greggio, in sintonia con i rialzi delle Borse azionarie. In parte, il rincaro del greggio risente, via etanolo, dei cattivi raccolti di cereali. Le sue quotazioni correnti sono molto elevate in prospettiva storica: la media registrata nei primi otto mesi del 2012 (112,3 dollari) è più alta di quella del 2011 e molto sopra i 97,3 dollari del 2008.

Nel 2013 l'offerta di greggio supera i consumi

La crescita della domanda mondiale di greggio nel 2012 è stata ripetutamente rivista al ribasso negli ultimi mesi (Grafico 1.26). La *Energy Information Administration* (EIA) in agosto ha previsto un aumento di 0,8 milioni di barili al giorno (mbg), a 88,9, rispetto ai +1,4 mbg stimati a dicembre 2011. Un incremento della domanda è atteso nei soli paesi emergenti (+1,2 mbg), mentre cala la richiesta negli avanzati (-0,4 mbg). L'EIA ha progressivamente tagliato le stime di crescita della domanda anche per il 2013, alzandole però in agosto (+0,9 mbg, a 89,7 mbg; ma +1,5 stimato a gennaio). Anche il prossimo anno il consumo calerà nei paesi OCSE (-0,1 mbg) e crescerà negli emergenti (+1,0 mbg).

Grafico 1.26

Petrolio: tagliate le previsioni sulla domanda
(Milioni di barili al giorno; var. sull'anno precedente, per mese di previsione EIA)



Fonte: elaborazioni CSC su dati EIA.

L'offerta mondiale aumenta più della domanda: +1,8 mbg nel 2012 e +1,4 nel 2013 (stime EIA). Quest'anno pareggerà i consumi, l'anno prossimo li supererà. Cresce l'estrazione non-OPEC: +0,6 nel 2012 e +1,3 mbg nel 2013, in particolare negli USA, grazie al greggio non convenzionale, mentre degrada lentamente nel Mare del Nord. La produzione OPEC aumenta molto nel 2012 (+1,2 mbg). In Libia la risalita si è arrestata negli ultimi mesi (1,4 mbg a luglio, da 1,7 mbg pre-bellici). L'Arabia Saudita, il cui obiettivo di prezzo è di 100 dollari, si mantiene su alti livelli produttivi (9,7 mbg). In Iran prosegue invece il lento declino dell'estrazione (2,8 mbg a luglio, da 3,7 a settembre 2011), causato da penuria di investimenti e difficoltà nell'export a seguito delle sanzioni occidentali. Nel complesso, l'offerta del Cartello è calata negli ultimi mesi: 30,6 mbg a luglio da un picco di 31,4 in aprile. Nel 2013 l'estrazione OPEC salirà poco (+0,2 mbg). Il proseguimento del declino strutturale dell'offerta iraniana sarà compensato dall'aumento della produzione in altri paesi.

Questi andamenti determineranno un'offerta abbondante e un aumento delle scorte. In media nel 2012 il mercato fisico mondiale registrerà un equilibrio tra domanda e offerta. Nel 2013 la produzione mondiale supererà la richiesta di 0,6 mbg. Di conseguenza, secondo le stime EIA, le scorte di greggio nei paesi OCSE cresceranno: +24 milioni di barili nel 2012 e +84 nel 2013, pur

con ampie oscillazioni causate dalla stagionalità della domanda. A fine 2011 si prevedevano, invece, stock in forte diminuzione. Il mercato quindi è abbondantemente rifornito. Le stesse quotazioni elevate degli ultimi anni hanno incoraggiato investimenti in petrolio non convenzionale (*shale oil* negli USA), di cui si vedono ora i frutti con una produzione in significativo aumento, che ha portato già gli USA a superare l'estrazione della Russia. Ma questo tipo di greggio ha costi di estrazione più elevati e ciò tiene alti i prezzi.

Un altro fattore che sostiene i prezzi è la bassa capacità inutilizzata OPEC: 2,4 mbg a luglio (da 4,4 mbg a fine 2009), pari a solo il 2,7% della produzione corrente. Il mercato è vulnerabile a nuovi shock d'offerta. Il cuscinetto disponibile OPEC è previsto ampliarsi solo di poco (a 2,7 mbg) entro fine 2013, un livello non molto rassicurante. Nel mercato energetico, infatti, resta elevato il rischio di un rialzo dei prezzi, specie a causa della perdurante incertezza sull'evoluzione delle tensioni con l'Iran. Queste potrebbero portare a bruschi cali della disponibilità di prodotto: quello iraniano già da solo supera la capacità inutilizzata OPEC, ma a rischio di blocco è anche l'export degli altri paesi del Golfo (nel complesso intorno a 17,0 mbg). Nello scenario CSC tale rischio non è atteso concretizzarsi.

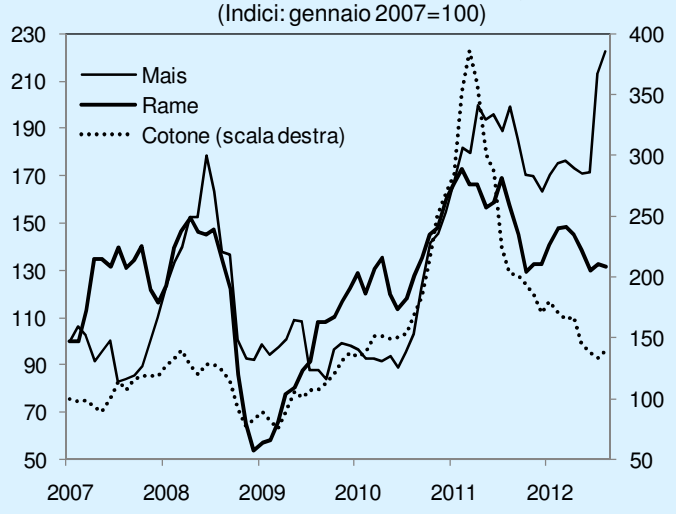
I flussi in entrata e uscita di capitali finanziari nel mercato del greggio restano un importante fattore moltiplicativo delle oscillazioni dei prezzi. Rincari e riduzioni delle quotazioni risultano maggiori rispetto a quanto sarebbe determinato dai soli andamenti di domanda e offerta. In particolare, il rialzo dei prezzi registrato a luglio-agosto è spiegato anche dall'entrata di nuovi capitali speculativi, che avevano toccato un minimo invece a fine giugno.

Prezzi su per i cereali, non per gli altri input *non-oil*

Negli ultimi mesi le quotazioni in dollari dei cereali sono aumentate in misura marcata a causa della siccità. In particolare il mais ha toccato nuovi record storici in agosto (Grafico 1.27; si veda il riquadro *Sulla crescita globale la zavorra dell'estate calda e senza pioggia*). I rincari si vanno estendendo ad altre commodity alimentari (specie la carne). Nella prima metà del 2012, invece, i prezzi alimentari erano rimasti quasi piatti sui livelli di fine 2011. Le quotazioni del cotone, commodity non alimentare ma di origine agricola, hanno segnato un recupero in agosto (+4,2%). Ciò ha arrestato la lunga correzione al ribasso dal picco di inizio 2011, guidata dall'aumento delle scorte: lo *United States Department for Agriculture* (USDA) stima scorte di cotone in aumento al 69,6% del consumo mondiale nella stagione 2012/2013 (pari a circa 8 mesi di consumi) dal 43,5% del 2010/2011. Gli stock di cereali sono invece in calo: mais a 14,4% nel 2012/2013 (meno di 2 mesi) da 15,8% l'anno scorso, grano a 25,9% (poco più di 3 mesi) da 28,7%. I prezzi dei metalli

Grafico 1.27

Commodity: mais record, cotone giù
(Indici: gennaio 2007=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

non ferrosi sono calati in agosto (-1,0% il rame), ma restano sostanzialmente piatti sui valori di fine 2011.

In generale, i corsi sono su livelli storicamente elevati: dalle commodity non viene al momento una spinta alla ripresa dell'economia, come quella che si era avuta con il crollo dei prezzi di fine 2008. Lo scenario CSC assume un assestamento dei prezzi intorno ai valori attuali negli ultimi mesi di quest'anno. La domanda mondiale è in frenata, come risultato di un calo di quella nei paesi avanzati e di una più lenta crescita di quella negli emergenti. Le condizioni di offerta differiscono invece nei diversi mercati. In alcuni la produzione supera le richieste (fibre). In altri l'offerta non riesce a soddisfare la domanda (cereali). Nella media del 2012 molte quotazioni registreranno una diminuzione: ad agosto è già acquisita una sensibile riduzione per varie commodity *non-food* di origine agricola (-42% il cotone) e per i metalli non-ferrosi (-12% il rame). Quelle alimentari, dopo il balzo estivo, hanno una variazione acquisita in media intorno allo zero (+8% il mais, -6% il grano). Nel 2013 la domanda mondiale ripartirà, seppure a un ritmo lento in prospettiva storica, spinta dall'aumento dei consumi negli emergenti e dalla fragile ripresa in alcune economie avanzate. Di conseguenza, le scorte sono previste in calo e questo sosterrà le quotazioni.

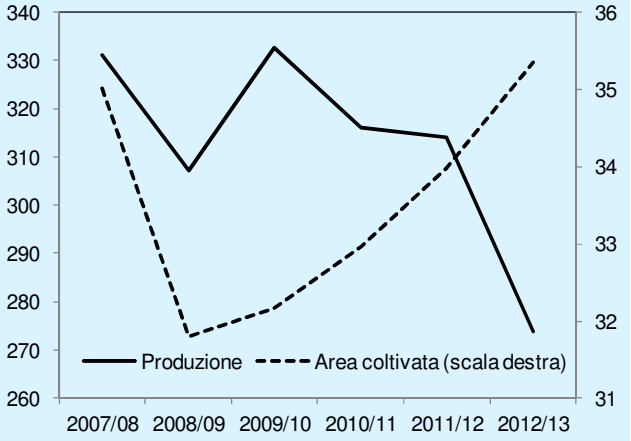
SULLA CRESCITA GLOBALE LA ZAVORRA DELL'ESTATE CALDA E SENZA PIOGGIA

La siccità che ha colpito quest'estate molti paesi, ma soprattutto gli USA, ha compromesso i raccolti, specie di mais e soia. Ciò ha fatto schizzare all'insù le quotazioni internazionali dei cereali e questi rincari si trasmetteranno ai prezzi delle carni e dei latticini, via maggior costo del foraggio, e del petrolio, via minore offerta di etanolo. Saliranno, perciò, ovunque i prezzi dei corrispondenti beni di consumo finale, penalizzando il potere d'acquisto delle famiglie, e in generale il costo dell'energia, con erosione dei margini delle imprese.

Nel 2011 gli USA hanno realizzato il 32% della produzione mondiale di mais. Fino a pochi mesi fa il raccolto 2012/13 era previsto come il migliore della storia. Sia perché la terra coltivata a mais è cresciuta del 4,0%, toccando la massima estensione mai registrata, sia perché si ipotizzavano ottimi rendimenti, date le ideali condizioni meteo nel periodo della semina. Lo *United States Department for Agriculture* (USDA) ha, invece, dovuto successivamente tagliare le stime di produzione, a seguito delle temperature estive estremamente alte e dell'assenza di pioggia[1].

Grafico A

Mais: raccolto USA giù, nonostante più ettari coltivati
(Milioni di tonnellate, milioni di ettari)



Fonte: elaborazioni CSC su dati e stime USDA.

[1] L'acqua, non meno che la terra coltivabile, è una risorsa scarsa per la produzione agricola. Le temperature sempre più alte ne aumentano il fabbisogno per l'irrigazione. La rarefazione delle piogge ne riduce la disponibilità. Man mano che il cambiamento climatico avanza, avremo più bisogno di acqua ma ce ne sarà sempre di meno.

Al momento si prevede un calo del raccolto di mais USA del 12,8% rispetto allo scorso anno, pari a 40 milioni di tonnellate in meno (Grafico A). Ma secondo molti analisti il calo sarà più pronunciato, di oltre il 30%. Per la soia le nuove stime USDA sono analoghe: gli USA quest'anno accuseranno un calo del 12,0% di una produzione che nel 2011 è stata pari al 18,2% del totale mondiale. Per il grano, invece, nel quale gli USA hanno una quota minore (9,3% del raccolto globale), la produzione americana è attesa salire del 13,5%.

Caldo e assenza di pioggia negli scorsi mesi non hanno colpito solo gli USA, ma anche altri paesi con una produzione cerealicola significativa. Si stanno avendo raccolti inferiori alla media in Russia, Ucraina, India, Argentina e Brasile. Anche nella UE, nonostante l'incremento della superficie coltivata a mais (+6,7% in un anno), il raccolto 2012/13 è previsto in marcato calo (-5,9%, dati USDA). In Europa si riduce pure la produzione di grano (-3,3%), oltre che di soia (-3,6%). Nel complesso, il raccolto mondiale di mais è previsto in diminuzione del 3,2% e quello di grano del 4,7%.

In Italia oltre a mais e soia, sono state particolarmente penalizzate le colture di barbabietola e girasole. Una minore produzione significa un impatto immediato sul reddito degli agricoltori e quindi sul PIL. L'agricoltura vale l'1,9% del PIL italiano, circa 30 miliardi di euro e secondo alcune stime la siccità nel 2012 ha arrecato danni al settore per oltre un miliardo.

Il brusco taglio delle attese sulla produzione dei cereali negli USA e in altri paesi ha fatto salire rapidamente i loro prezzi internazionali durante l'estate: +29,7% il mais in agosto rispetto a giugno, +38,7% il grano e +20,3% la soia. L'offerta in calo si confronta, infatti, con una domanda mondiale in crescita, nonostante la frenata dell'economia, come effetto dell'espansione demografica e del progressivo innalzamento del tenore di vita nei paesi emergenti. Il riso fa eccezione, mostrando una quotazione stabile.

Il balzo dei prezzi cerealicoli rischia di contagiare altre commodity. Anzitutto, perché i cereali (specie la soia) sono utilizzati come foraggio per il bestiame. Quindi è probabile che nei prossimi mesi si determinerà un aumento delle quotazioni delle carni e dei latticini, a fronte di una produzione che diventa più costosa e di una domanda che sale, man mano che la dieta nei paesi emergenti tende a convergere verso i modelli occidentali.

Il mais e altri cereali sono utilizzati, inoltre, per la produzione di etanolo, un carburante largamente diffuso in Brasile e negli USA (specie dopo gli incentivi varati nel 2005) e che sta conquistando quote di mercato anche in altri paesi avanzati. Piantare mais per produrre etanolo sotto la spinta degli alti prezzi del petrolio significa ridurre la terra fertile utilizzata per le altre colture, in particolare per quelle destinate ad alimentazione; a fronte di una domanda di cibo in crescita, ciò acuisce la scarsità del fattore terra e fa salire il prezzo delle commodity di origine agricola, specie quelle alimentari. Inoltre, un cattivo raccolto di mais ne fa salire il prezzo, ma riduce anche la produzione di etanolo e perciò fa salire il prezzo di petrolio e derivati, di cui è sostituto. Ciò si osserva bene nel legame molto forte che si è stabilito da alcuni anni tra il prezzo sul mercato delle materie prime alimentari e quello dell'energia. È, infatti, aumentata in misura marcata la correlazione tra prezzi dei cereali, tra di loro strettamente collegati, perché in buona misura succedanei, e prezzo del petrolio (Tabella A). L'incremento recente del prezzo del mais si è accompagnato al rincaro del petrolio (+17,7% tra giugno e agosto).

Lo shock patito dai prezzi internazionali non è perciò rimasto confinato ai cereali, ma riguarda altre fondamentali materie prime. La conseguenza è che rincareranno un po' ovunque, non solo nei paesi colpiti dalla siccità, i prezzi di molti generi di consumo: i derivati dei cereali, le carni, l'energia. Nell'attuale fase di debolezza delle economie occidentali, il trasferimento del maggior costo delle commodity ai prezzi finali non dovrebbe essere rapido e completo, specie per i beni a domanda meno rigida. I prodotti petroliferi, come la benzina, invece, già registrano prezzi record in Italia, sostenuti anche dall'aumento delle imposte indirette, nonostante il calo dei consumi.

Si tratterà, però, solo di un temporaneo gradino nel livello dei prezzi al consumo, non di un processo inflazionistico[2]. Una rincorsa tra salari e prezzi è, infatti, poco probabile, data l'alta disoccupazione. Tuttavia, nel breve periodo tale gradino penalizzerà i consumi.

Quei paesi, tra i maggiori esportatori di cereali, che sono stati meno colpiti dal calo di produzione (ad esempio, Australia e Canada) trarranno vantaggio, invece, dall'aumento delle quotazioni, che migliora le loro ragioni di scambio.

Tabella A

Commodity: cereali e petrolio si muovono sempre più insieme
(Correlazione su prezzi in dollari delle materie prime; dati mensili)

2005 - 2012 *	Grano	Mais	Soia	Greggio
Grano	-	0,70	0,73	0,67
Mais	0,70	-	0,92	0,86
Soia	0,73	0,92	-	0,81
Greggio	0,67	0,86	0,81	-
1998 - 2004	Grano	Mais	Soia	Greggio
Grano	-	0,65	0,56	0,47
Mais	0,65	-	0,84	0,05
Soia	0,56	0,84	-	0,26
Greggio	0,47	0,05	0,26	-

* Primi 7 mesi del 2012.
Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

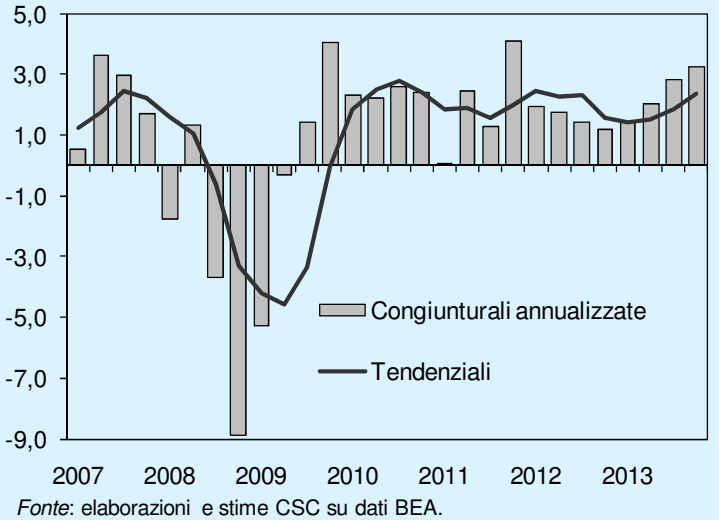
[2] Da scoraggiare il ripetersi di interventi spesso attuati in passato da alcuni Governi, quali i limiti all'export (Russia nel 2010) e l'accantonamento della ridotta produzione da parte di agenzie governative (come proposto negli USA), che avrebbero l'effetto di accrescere ulteriormente i prezzi.

Perde slancio la ripresa USA

L'economia USA ha perso molto dello slancio che la caratterizzava a inizio anno. Il PIL, cresciuto del 4,1% (congiunturale annualizzato) nel quarto trimestre 2011, ha poi sensibilmente rallentato al 2,0% e all'1,7% nei due trimestri successivi (Grafico 1.28). Nel secondo trimestre, alla modesta crescita dei consumi (+1,7%) si è accompagnata una significativa decelerazione nel tasso di crescita degli investimenti,

Grafico 1.28

Resta fragile la ripresa USA
(PIL, var. %, dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati BEA.

passato da una media di oltre l'11,0% annualizzato nei quattro trimestri precedenti a un +5,3%. Se sulle decisioni di spesa delle imprese hanno inciso, in particolare, la debolezza della domanda interna e il rallentamento di quella estera, i consumi privati continuano ad essere frenati dal processo di aggiustamento dei bilanci familiari ancora in atto, da prospettive incerte sull'evoluzione dei redditi e dell'occupazione e dal timore di strette fiscali in arrivo. Due sono in particolare i fattori che stanno contribuendo al deterioramento delle prospettive e quindi al rinvio delle decisioni di consumo e di investimento. Il timore di possibili ripercussioni sul sistema finanziario americano di un eventuale acuirsi della crisi del debito in Europa e l'incertezza sulla politica di bilancio nel dopo elezioni presidenziali di novembre, in particolare sulla soluzione (o non soluzione) del problema dei tagli di spesa e aumenti di imposte che, a legislazione invariata, scatteranno a partire dal prossimo gennaio (*fiscal cliff*).

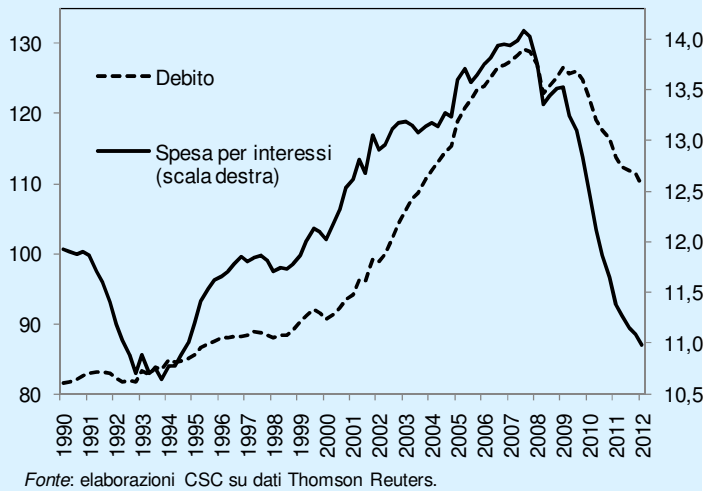
Il *Congressional Budget Office* (CBO) stima che la stretta fiscale automatica sarebbe pari a oltre il 5% del PIL e provocherebbe una contrazione del PIL dello 0,3% in media nel 2013. L'impatto si farebbe sentire specialmente nella prima metà dell'anno, quando il PIL si ridurrebbe del 2,9% rispetto a dodici mesi prima. Il PIL risulterebbe, nel quarto trimestre del 2013, dello 0,5% inferiore al quarto trimestre 2012.

Nella previsione del CSC si assume che il "precipizio" di bilancio venga per buona parte evitato e che la crisi in Europa si avvii a un, seppur graduale, miglioramento. Con il progressivo dissiparsi dell'incertezza, la ripresa americana proseguirà, sebbene a ritmi più lenti che nei trimestri precedenti, e il PIL, in marcato rallentamento nella seconda metà del 2012, accelererà nuovamente solo a partire dal primo trimestre 2013, e la sua variazione si assesterà al 2,1% quest'anno e all'1,8% il prossimo.

Indicazioni contrastanti provengono dai dati congiunturali più recenti e dai risultati delle indagini presso i consumatori e le imprese. A luglio, la spesa delle famiglie è aumentata dello 0,4% in termini reali su giugno, dopo due mesi di crescita pressoché nulla. Il dato è peraltro perfettamente in linea con quello sulle vendite al dettaglio, aumentate, nello stesso mese, dello 0,8% su giugno. Hanno inoltre sorpreso verso l'alto, salendo a 14,5 milioni (annualizzati) le vendite di autoveicoli. Tali ritmi di incremento, poiché dovuti anche a fattori contingenti quali la diminuzione del prezzo della benzina, non sono però sostenibili. Si è già infatti di nuovo deteriorata la fiducia (a 60,6 da 65,4) ed è tornato a salire il costo del carburante. Nei mesi a venire i consumi risentiranno dell'incertezza circa la politica di bilancio, di cui si è detto sopra, e soprattutto della fragilità del recupero sia del mercato del lavoro sia di quello immobiliare. Inoltre, seppur in miglioramento, e nonostante il

Grafico 1.29

Famiglie americane ancora troppo indebitate
(In % del reddito disponibile)

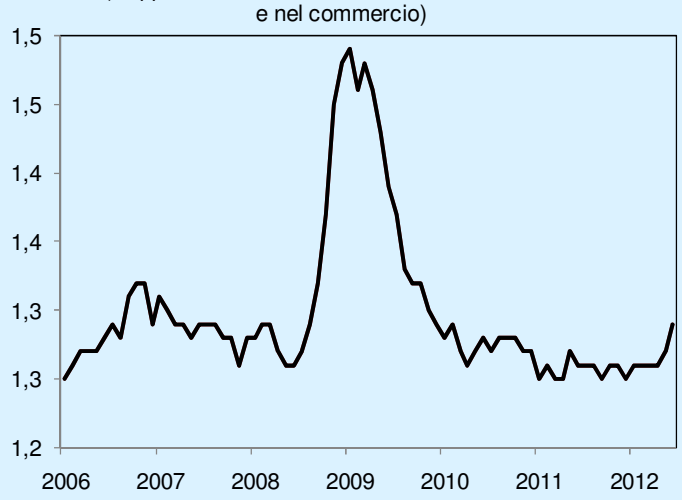


Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

calo significativo della spesa per interessi (la cui incidenza è tornata ai valori di inizio anni 90), il peso del debito delle famiglie è ancora molto elevato (Grafico 1.29) e il processo di aggiustamento sarà ancora lungo, con ovvie conseguenze sul ricorso al credito per sostenere le spese. Tutto ciò indurrà a una maggiore parsimonia.

Grafico 1.30

USA: in aumento le scorte di magazzino
(Rapporto tra scorte e vendite nel manifatturiero e nel commercio)

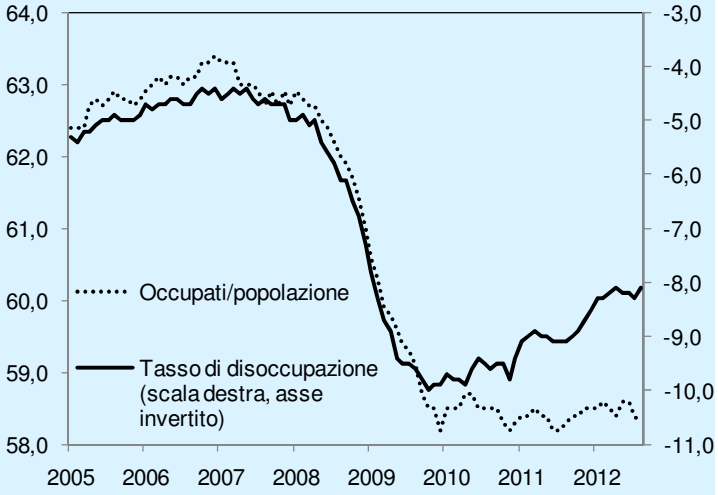


Fonte: elaborazioni CSC su dati US Census.

Segnali preoccupanti giungono dall'aumento del rapporto tra scorte di magazzino e vendite registrato negli ultimi due mesi sia nel manifatturiero sia nel commercio, a conferma della debolezza della domanda interna. Ciò fa prevedere un rallentamento della produzione industriale (Grafico 1.30). Come peraltro confermato dall'indice ISM di attività nel settore, sceso sotto la soglia neutrale di 50 fin da giugno (49,6 in agosto). Comincia inoltre a farsi sentire sull'industria manifatturiera l'effetto sulle esportazioni del rallentamento globale e del dollaro forte, con la componente dell'indice ISM relativa agli ordini in contrazione da tre mesi (47,1 in agosto), specie per quelli dall'estero (47,0).

Grafico 1.31

Ancora debole il mercato del lavoro
(USA, valori %)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

Dal settore immobiliare, origine reale della crisi, giungono invece sempre più numerosi segnali di ripresa, seppur molto graduale. A luglio sono aumentate le vendite di case sia nuove (+3,6% su giugno) sia esistenti (+2,3%) e si è molto ridotto lo stock di case invendute. È, però, calata a sorpresa la spesa in costruzioni (-0,9% su giugno) dopo tre mesi consecutivi di aumenti. La creazione di nuovi nuclei familiari, storicamente pari a 1,2 milioni in media all'anno, che si era dimezzata durante la recessione, ha ripreso a espandersi (a 850mila famiglie) e contribuisce a sostenere la domanda. Continua il recupero dei prezzi, in aumento a giugno (+0,9% su maggio) per il quinto mese consecutivo. Tassi di interesse eccezionalmente bassi, che hanno contribuito insieme alle quotazioni molto scese e al maggior reddito disponibile a innalzare ai massimi storici la convenienza all'acquisto, stanno ravvivando l'attività nel settore delle costruzioni, ma le condizioni di accesso al credito ancora rigide ne frenano la crescita. La

ripresa del settore sarà in ogni caso molto graduale perché il mercato del lavoro si sta riprendendo con estrema lentezza: dei quasi 9 milioni di posti di lavoro persi durante la recessione del 2008-2009 se ne sono finora recuperati soltanto circa 4,5. Ciò ha mantenuto il rapporto tra occupati e popolazione in età di lavoro pressoché costante (Grafico 1.31), agendo inoltre da argine all'aumento dei salari unitari. Bassa dinamica delle retribuzioni e prospettive occupazionali incerte rendono prudenti gli acquisti di case. La completa ripresa del settore potrà, dunque, avvenire soltanto con una crescita più sostenuta dei redditi e dell'occupazione; cui, però, il recupero stesso dell'immobiliare contribuirà.

Il peso del debito privato…

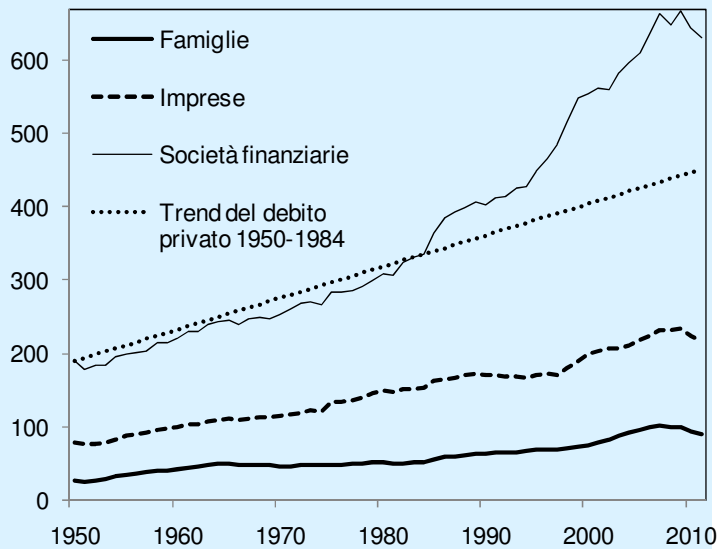
Nella maggior parte delle economie avanzate pesa l'ingente stock del debito accumulato dalle famiglie, dalle imprese e dalle società finanziarie, a un ritmo elevato già a partire dalla seconda metà degli anni 80 (rispetto alla precedente media di lungo periodo). La leva del debito ha alimentato la spesa in modo non sostenibile, innescando bolle nei mercati azionari e immobiliari, fino allo scoppio nel 2007 della crisi da eccesso, appunto, di credito. Ora la diminuzione della leva, attraverso il ridimensionamento delle posizioni debitorie, agisce a ritroso da demoltiplicatore degli impulsi dal reddito alla domanda finale; sarà un processo graduale, i cui effetti depressivi sono fin qui stati contenuti dalle politiche monetarie e di bilancio (ma nell'Eurozona l'*exit strategy* è iniziata anticipatamente e ha provocato la ricaduta nella recessione), e limiterà a lungo la crescita economica al di sotto del potenziale, perché genera un circolo vizioso di bassa spesa, minor generazione di produzione e reddito, sgonfiamento delle quotazioni e della ricchezza, maggiore parsimonia a fronte di un contenimento della capacità di risparmio. Inoltre, il settore finanziario rimane vulnerabile, perché mantiene un livello estremamente alto nel rapporto tra attivo e capitale proprio.

…negli USA

Negli Stati Uniti le passività finanziarie del settore privato hanno raggiunto il picco nel 2009, pari al 667,6% del PIL (+13,3 punti percentuali in media all'anno dal 1984, contro i +4,3 punti medi dal 1950 al 1984; Grafico 1.32). La quota maggiore di tale incremento è imputabile alle società finanziarie (+252,0 punti percentuali, rispetto al PIL, dal 1984 al 2009), andando a formare un castello di debiti incrociati rivolto a generare più redditività nel breve periodo ma che è si è rivelato una sorta di catena di Sant'Antonio, che ha successivamente provocato la crisi finanziaria del 2007. Nello stesso periodo, il debito delle famiglie è aumentato di 48,4 punti di PIL (+32,4 punti solo nel decennio 1997-2007,

Grafico 1.32

***Deleveraging* del settore privato in corso**
(USA, passività finanziarie*, % del PIL)



* Al netto di azioni e altre partecipazione delle imprese e delle società finanziarie.
Fonte: elaborazioni CSC su dati Federal Reserve.

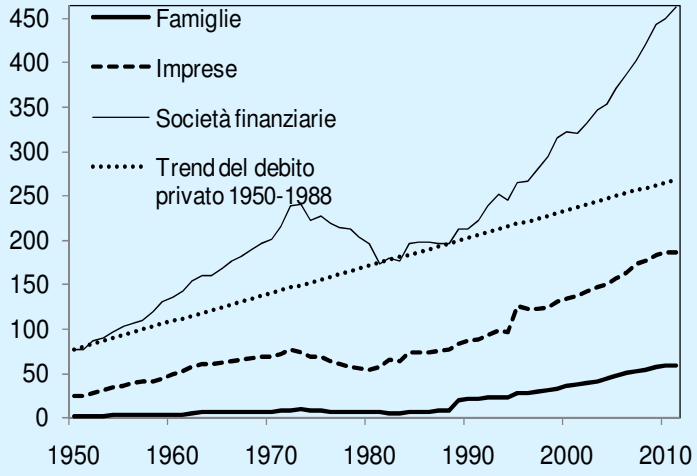
corrispondente al gonfiamento della bolla immobiliare); quello delle imprese di 31,8 punti (+22,9 solo tra il 1997 e il 2000, prima dello scoppio della bolla *dot-com*). A partire dalla fine del 2009 si sono iniziati a osservare nelle statistiche gli effetti del *deleveraging* del settore privato (in precedenza mascherati dalla recessione da esso stessa indotta), che ha limitato la velocità di ripresa dell'economia USA: a fine 2011, le famiglie avevano ridotto la propria esposizione di 10,2 punti percentuali di PIL, le imprese di 5,5 e le società finanziarie di 21,6. Tuttavia, l'indebitamento totale era ancora estremamente superiore (+179,2 punti) rispetto a quanto si sarebbe determinato proseguendo il trend di lungo periodo pre-1984.

…e in Italia

La crescita del debito del settore privato italiano non ha, invece, ancora dato segni di chiara inversione di quella tendenza al forte rialzo, iniziata poco dopo quella americana, anche se alcuni dati trimestrali evidenziano un inizio di discesa del debito di famiglie e imprese nella prima parte del 2012. A fine 2011 esso aveva raggiunto il 462,9% del PIL (+11,6 medio annuo dal 1988, contro i +3,1 punti in media dal 1950 al 1988, su cui ha però inciso la diminuzione dovuta all'alta inflazione e ai tassi reali nulli o negativi negli anni 70; Grafico 1.33) . Anche qui la quota maggiore va in conto alle società finanziarie (+156,6 punti percentuali tra il 1988 e il 2011). Nello stesso periodo l'esposizione delle imprese è aumentata di 59,1 punti; quella delle famiglie, che pur rimane inferiore rispetto alle altre economie avanzate, di 50,7. La necessaria correzione dei conti del settore privato costituirà un ulteriore freno alla ripresa italiana.

Grafico 1.33

Italia: il debito privato non ha ancora invertito la rotta
(Passività finanziarie*, % del PIL)



* Al netto di azioni e altre partecipazioni delle imprese e delle società finanziarie.
Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia.

Giappone: PIL in frenata…

L'economia nipponica è cresciuta per il quarto trimestre consecutivo nel secondo 2012, ma ha rallentato più del previsto: +0,7% congiunturale annualizzato il PIL, dopo il sorprendente +5,3% nei primi tre mesi dell'anno (Grafico 1.34).

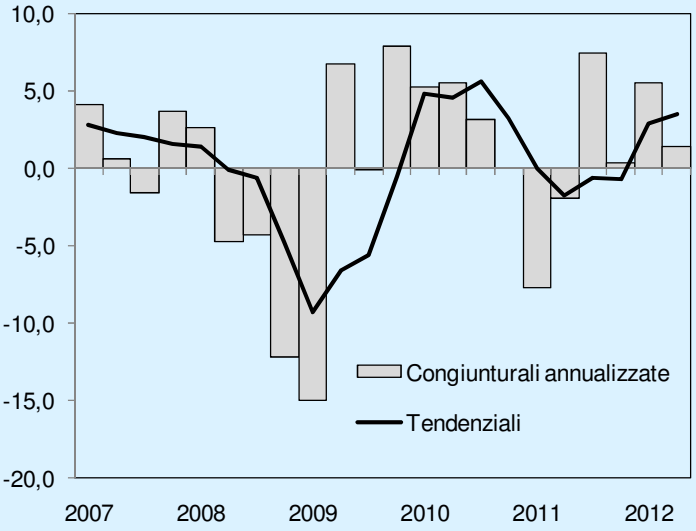
Deludenti le performance dei consumi privati (+0,5%, da +5,0%) e delle esportazioni nette, che hanno risentito degli effetti negativi della crisi dell'Eurozona, del rallentamento dell'Asia emergente, dell'apprezzamento dello yen e dell'aumento del fabbisogno di prodotti energetici, dopo l'arresto della produzione degli impianti nucleari. A un ritmo più basso è proseguita anche la dinamica degli investimenti pubblici finalizzati alla ricostruzione dopo il cataclisma del marzo 2011 (+7,2%, da +15,2%), investimenti che continueranno a sostenere la ripresa per tutto il 2012, portando il paese a crescere attorno al 2%, per poi rallentare nel 2013.

… congiuntura debole…

Gli indicatori congiunturali confermano che la ripresa post-terremoto sta perdendo slancio. In agosto sono rimasti in area di contrazione, sotto la soglia di 50, per il terzo mese consecutivo il PMI manifatturiero (47,7, minimo da aprile 2011) e quello composito (48,6, da 47,4). A luglio è caduta a sorpresa la produzione industriale (-1,2% mensile, da +0,4% in giugno, rivisto al rialzo da -0,1%, e -3,4% in maggio). L'indice di fiducia dei consumatori è sceso in luglio sotto 40 per la prima volta da febbraio (39,7, da 40,4), mentre hanno segnato il secondo calo mensile consecutivo le vendite al dettaglio (-1,5%, dopo -1,2%) e i consumi reali delle famiglie (-1,3%, stessa variazione di giugno), su cui peserà il prossimo esaurimento dei 300 miliardi di yen stanziati dal governo a sussidio dell'acquisto di automobili ecologiche, fondi già utilizzati per il 90% a fine agosto.

Grafico 1.34

Giappone: la ripresa post-terremoto perde ritmo
(PIL, variazioni %, dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Cabinet Office.

…e prezzi ancora giù

In luglio è accelerata la discesa dei prezzi al consumo nipponici (-0,4% annuo l'indice generale, da -0,2%), che riflette il calo del prezzo in yen del petrolio e quello dei beni di consumo durevoli. Il tasso di inflazione calcolato al netto dei beni alimentari ed energetici è rimasto invariato a -0,6%. La forza dello yen diminuisce il costo delle importazioni, in particolare dei beni energetici da cui il Giappone è divenuto dipendente dopo i tragici eventi del 2011, e rende più difficile per la Banca del Giappone il raggiungimento dell'obiettivo dell'inflazione all'1% fissato nella riunione del 14 febbraio scorso. La priorità è porre fine alla deflazione e consentire una crescita prolungata dell'economia in termini nominali per riportare su un sentiero di sostenibilità i conti pubblici (il debito pubblico sul PIL aveva già superato la soglia del 210% a fine 2011). Ciò concederebbe più elevati margini di manovra al Governo nel porre in atto riforme strutturali che risanino le finanze pubbliche e rilancino la crescita.

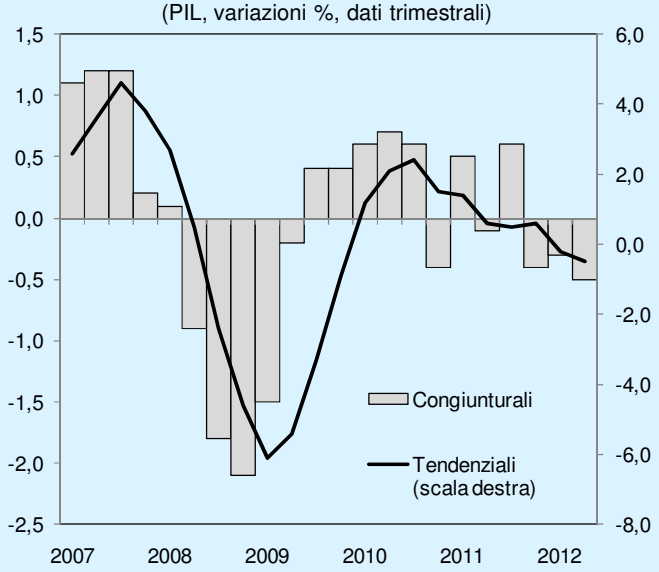
Regno Unito: terzo trimestre negativo…

Il Regno Unito si conferma in recessione: terza contrazione consecutiva del PIL nel 2° trimestre 2012 (-0,5% congiunturale, da -0,3% nel 1° trimestre e -0,4% nel 4° 2011; Grafico 1.35). Hanno dato un contributo negativo i consumi privati (-0,4%, da -0,1%), frenati dal processo della riduzione del debito delle famiglie, gli investimenti fissi (-3,2%, da +1,9%) e le esportazioni nette che hanno sottratto un punto alla variazione del PIL, influenzate negativamente dal calo della domanda interna nell'Eurozona. Piatti i consumi pubblici per il consolidamento delle finanze statali.

Il settore delle costruzioni non è ancora uscito dalla crisi, con una produzione che è aumentata del 2,1% nel 2011, ma è caduta del 4,9% e del 3,9% congiunturali nei primi due trimestri del 2012. La produzione industriale, in calo per il sesto trimestre consecutivo, è diminuita dello 0,9% congiunturale nel 2° trimestre e il forte rialzo di luglio appare un rimbalzo dopo la forte contrazione del mese precedente (+2,9% su giugno, contro -2,4%), mentre il PMI manifatturiero di agosto, pur rimanendo in area di contrazione, ha toccato il massimo da 4 mesi poco al di sotto della soglia neutrale di 50 (49,5). Calo trimestrale dell'attività anche per il settore dei servizi (-0,1% nel 2°, da +0,2%), tirato giù da trasporti e servizi finanziari e alle imprese.

Grafico 1.35

Regno Unito: continua la recessione
(PIL, variazioni %, dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Office for National Statistics.

… ma fine anno in ripresa

L'economia è attesa tonare a crescere nella seconda parte dell'anno per l'effetto netto positivo dell'organizzazione delle Olimpiadi sulla crescita del terzo trimestre (stimato in tre decimi di punto da *Global Insight*) e per quello della più bassa inflazione, prevista in ulteriore calo fino alla fine del 2012, sul potere di acquisto dei consumatori.

La moderazione dell'inflazione (2,6% annuo in luglio, da 2,7% nel secondo trimestre e 4,2% alla fine del 2011) è destinata a proseguire per effetto dell'indebolimento dell'attività economica e lascia margini per ulteriori misure di politica monetaria espansiva. La Banca d'Inghilterra nella riunione del 4-5 luglio ha esteso il programma di acquisto di titoli per 50 miliardi di sterline, portandolo a 375 miliardi. Gli acquisti di titoli proseguiranno fino a novembre quando non è escluso che l'autorità monetaria deliberi nuove misure di *quantitative easing* e interventi per riattivare il credito bancario al settore privato, come il programma "*funding for lending*" partito ad agosto in collaborazione con il Tesoro.

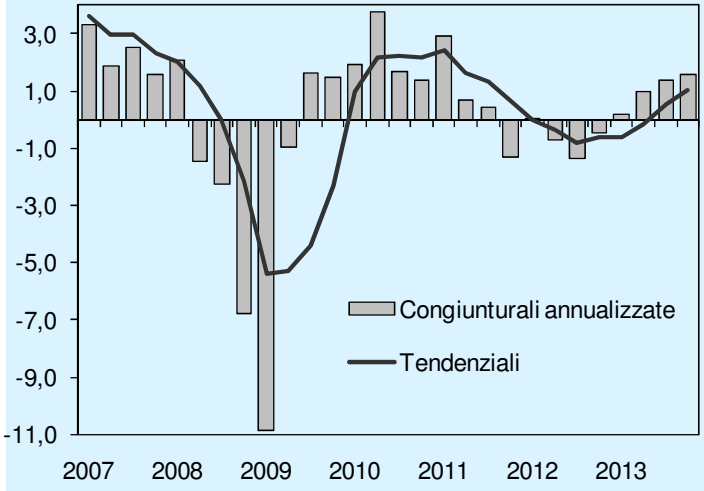
Eurolandia in recessione

L'economia dell'Area euro si è nuovamente contratta nel secondo trimestre 2012 (-0,2% sul primo, -0,4% rispetto ad un anno prima), dopo l'andamento piatto osservato nel primo e la flessione registrata nel quarto trimestre 2011 (-0,3%). Alla debolezza dei paesi del Sud Europa si è aggiunta quella di molti paesi *core* del Nord, a riprova della stretta dipendenza reciproca tra le economie. Il PIL è, infatti, caduto in Italia (-0,7%), Spagna (-0,4%), Portogallo (-1,2%) e Grecia (-6,2% sul secondo 2011), ma si è anche fortemente ridotto in Belgio (-0,6%) e Finlandia (-1,2%) ed è ristagnato per il terzo trimestre consecutivo in Francia. Significativo è stato anche il rallentamento della Germania (+0,3% da un +0,5% nel primo trimestre). Agiscono da fattori recessivi le politiche di bilancio restrittive varate nella maggior parte dei paesi, le condizioni di accesso al credito ancora molto

rigide in alcune economie, un tasso di disoccupazione elevato e in aumento che induce le famiglie a maggior parsimonia e il sensibile rallentamento della domanda interna nei paesi emergenti e negli Stati Uniti. Nonostante i risultati incoraggianti del vertice europeo di fine giugno, resta inoltre elevata l'incertezza sulla soluzione alla crisi dei debiti sovrani dei paesi periferici, con conseguenze deleterie sulla fiducia di imprese e famiglie e sui tassi di interesse. Nell'ipotesi di una soluzione positiva e dell'incamminamento verso una vera e propria unione fiscale e bancaria, l'economia dell'Area euro tornerà a espandersi, seppur gradualmente, a partire dal primo trimestre 2013. In media d'anno, il PIL è atteso diminuire di uno 0,5% quest'anno per poi salire dello 0,2% l'anno venturo. In termini tendenziali, il PIL registrerà ancora una variazione negativa a fine 2012 (-0,6%), ma crescerà dell'1,0% a fine 2013 (Grafico 1.36).

Grafico 1.36

Si accentua la recessione nell'Area euro
(PIL trimestrale, variazioni %)



Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati Eurostat.

Nel corso del secondo trimestre si sono indeboliti sia i consumi sia gli investimenti. I primi sono aumentati in Germania (+0,4% sul primo trimestre), sospinti dal buon andamento dell'occupazione e dagli aumenti salariali, ma sono scesi in Francia (-0,2%) e crollati nei paesi periferici dove, oltre a sensibili riduzioni nei redditi, dovute ad alta disoccupazione, aumenti di imposte, tagli nei trasferimenti alle famiglie e riduzione nei salari reali, l'incertezza rende il consumatore più cauto e parsimonioso. I secondi, ancora in aumento in Francia (+0,6%), sono però diminuiti in pressoché tutto il resto d'Europa, frenati dal basso livello dell'attività e dalle prospettive di crescita incerte. Significativo il calo registrato in Germania (-0,9%, -2,3% quelli in macchinari e attrezzature), dove molti progetti di investimento sono rinviati per l'atteso rallentamento della domanda estera e il timore di frenata di quella interna. Si è molto ridimensionato (+0,2%), rispetto al primo trimestre (+0,4%), anche il contributo alla crescita del settore estero, che, dato il previsto rallentamento del commercio globale, potrà molto difficilmente continuare a compensare la debolezza della domanda interna.

Le prospettive di crescita per la seconda metà dell'anno non sono positive. Le informazioni fornite dalle indagini qualitative fanno, infatti, presagire un'ulteriore contrazione dell'attività nei prossimi mesi. In agosto, l'indice PMI relativo al manifatturiero (45,1 da 44,0 di luglio) conferma che, sebbene a ritmi più contenuti, l'attività nel settore ha continuato a contrarsi per il tredicesimo mese consecutivo (Grafico 1.37).

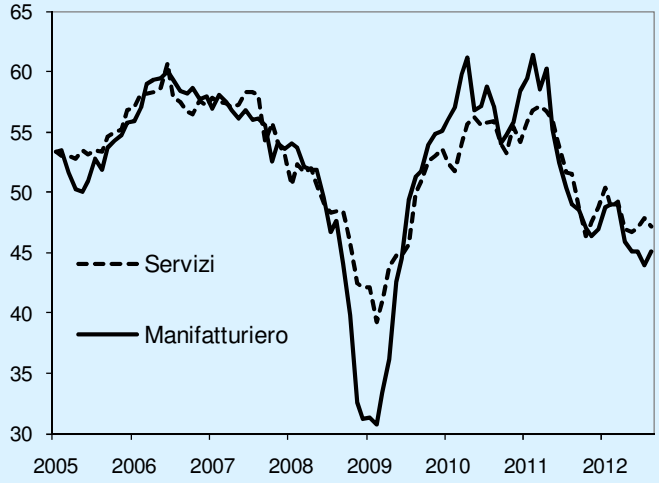
In territorio fortemente negativo è risultato, per il quindicesimo mese consecutivo, il sottoindice relativo agli ordini (43,7) con quello relativo agli ordini esteri, che risentono sia del rallentamento globale sia di quello delle transazioni all'interno dell'area, in ulteriore flessione (44,5 da 44,8). L'attività continua a retrocedere anche nei servizi dove il PMI, a 47,2 in agosto, è ormai da sette

mesi in territorio recessivo. Un livello dell'indice composito pari a quello raggiunto in media a luglio e agosto (46,5 e 46,3 rispettivamente, ben al di sotto della soglia neutrale di 50) viene associato dagli esperti di Markit ad una caduta del PIL attorno allo 0,5%.

Nella stessa direzione puntano gli indici di sentimento economico elaborati dalla Commissione. In agosto, la fiducia delle imprese industriali è di nuovo calata, seppur marginalmente, ed è ora al livello più basso dal novembre 2009 (-15,3 da -15,1). È, invece, scesa sensibilmente quella nei servizi (a -10,8 da -8,5), a conferma dell'arretramento della domanda interna. In calo significativo, sui livelli di giugno 2009, la fiducia dei consumatori (a -24,6 da -21,5), i cui redditi disponibili risentono delle politiche di austerità introdotte in molti paesi e che sono ancor più preoccupati dalla disoccupazione in aumento (all'11,3% in luglio) e dal timore di future ulteriori erosioni del proprio potere d'acquisto.

Grafico 1.37

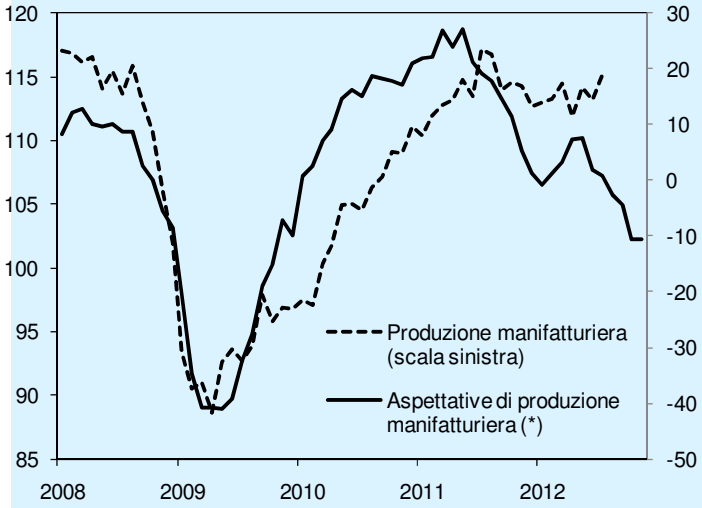
In contrazione l'attività produttiva
(Area euro, indici PMI, 50=soglia neutrale)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Markit.

Grafico 1.38

Peggiorano le aspettative in Germania
(Indici destagionalizzati, 2005=100 e saldi delle risposte)



(*) Spostate in avanti di 3 mesi.
Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

Le prospettive si sono deteriorate rapidamente e sensibilmente anche in Germania, dove il PIL è atteso contrarsi nel terzo trimestre. In agosto, l'indice IFO di fiducia delle imprese è sceso per il quarto mese consecutivo (a 102,3 da 103,2). Sono peggiorate, in particolare, le aspettative sia nel manifatturiero, ormai ai livelli della primavera 2009 (Grafico 1.38) sia, specialmente, nei servizi. Un andamento peraltro confermato dagli indici PMI di attività. L'indice composito è sceso per il quarto mese consecutivo ed è sempre più in territorio recessivo (da 47,5 a 47,0), riflettendo l'ulteriore contrazione sia dell'industria, ma a ritmi meno rapidi (44,6 da 42,2), sia dei servizi (48,3 da 50,3). È sceso, in particolare, il sottoindice manifatturiero relativo agli ordini dall'estero (39,4 da 41,6). Il PIL tedesco è atteso pertanto contrarsi nel terzo trimestre e restare debole per il resto dell'anno:

l'andamento positivo dei consumi, sostenuti dal buon andamento dell'occupazione (fermo al 6,8% il tasso di disoccupazione a luglio) e dai recenti aumenti salariali non sarà sufficiente a compensare la caduta di investimenti ed esportazioni, su cui peseranno sia il rallentamento della domanda dei partner europei sia l'incertezza sul futuro dell'Eurozona.

SULL'INTEGRAZIONE IN EUROPA MOLTO DA IMPARARE DAGLI USA

I fondamentali macroeconomici americani non sembrano essere particolarmente migliori di quelli euro (Tabella A): il PIL statunitense quest'anno, secondo le stime della Commissione europea, crescerà 2,3 punti più di quello dell'Area euro, ma il debito pubblico toccherà il 108,9% del PIL contro il 91,8% e il deficit sarà pari all'8,3% del PIL, più del doppio di quello dell'Eurozona (3,2% del PIL). I conti pubblici, sembrano essere più rassicuranti in Eurolandia di quanto non lo siano negli Stati Uniti. Ma è corretto fare questo confronto, che pure in molti casi viene utilizzato per criticare il fatto che i mercati finanziari sembrano trattare in modo molto diverso i titoli di Stato di alcuni paesi europei rispetto ai *Treasury* statunitensi di analoga scadenza? La risposta è

Tabella A

Conti pubblici oltreoceano peggiori di quelli europei

	Eurozona				USA			
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
PIL (var. %)	-4,3	1,9	1,5	-0,3	-3,5	3,0	1,7	2,0
Prezzi al consumo (var. %)	0,3	1,6	2,7	2,4	-0,4	1,7	3,1	2,4
Indebitamento netto (% PIL)	6,4	6,2	4,1	3,2	11,5	10,6	9,6	8,3
Debito pubblico (% PIL)	79,9	85,6	88,0	91,8	90,4	99,1	103,5	108,9
Occupazione (milioni)	147,1	146,3	146,5	145,8	142,2	141,4	142,2	144,8
Disoccupazione (% forze lavoro)	9,6	10,1	10,2	11,0	9,3	9,6	8,9	8,2

Fonte: elaborazioni CSC su dati Commissione europea.

negativa, perché Eurozona e Stati Uniti hanno una struttura istituzionale molto diversa: nella prima c'è un'unione monetaria, ma la sovranità della politica fiscale è assegnata ai singoli governi nazionali; negli USA, paese federale, oltre ad un'unica Banca centrale c'è una politica di bilancio comune, che si aggiunge a quella degli Stati e la parte del leone nella formazione del debito pubblico spetta alla prima. Sono differenze che, in una fase come quella attuale, appaiono cruciali nel discriminare la capacità di fronteggiare la crisi e quindi anche la valutazione dei mercati.

La presenza di un Governo federale forte negli Stati Uniti garantisce una capacità più elevata di fronteggiare shock simmetrici. I due terzi della spesa pubblica americana sono realizzati dal Governo federale, includendo un 10% di risorse trasferite agli Stati e ai Governi locali, che spendono quasi esclusivamente in istruzione e altri servizi sociali (Tabelle B e C). Gran parte degli Stati americani, dopo i default del 1840[1], si sono imposti la regola di mantenere il bilancio in

[1] In quell'anno otto Stati americani fallirono e per la prima volta il Governo federale non intervenne per salvarli.

pareggio. Si tratta della cosiddetta *golden rule* che, per quanto non sempre efficace e rispettata, riguarda la sola spesa corrente e rende, di fatto, pro-ciclica la politica di bilancio a livello statale. È quindi solo il Governo federale che è in grado di adottare politiche di bilancio anti-cicliche finanziandole anche in deficit (Grafico A). Ed è ciò che è avvenuto nel 2009, quando attraverso il *Recovery and reinvestment act*, in un solo anno, la quota di spesa pubblica erogata dal Governo federale sul totale della spesa è cresciuta di circa 5 punti percentuali. Una situazione simile a ciò che accadde durante la grande depressione quando, dal 1932 al 1940, la spesa federale passò dal 30% del totale al 46%. Naturalmente si può valutare se l'effetto espansivo delle politiche federali sia in grado di superare quello restrittivo dell'azione locale ma diversi studi mostrano che è quanto meno in grado di compensarne gli effetti negativi. Il *Congressional Budget Office* ha stimato che, nel 2010, il 75% dei trasferimenti ricevuti dagli Stati nell'ambito del pacchetto di stimolo sono stati utilizzati per coprire il deficit piuttosto che per avviare nuovi progetti.

In Europa questa azione anti-ciclica centralizzata è pressoché assente, in quanto limitata ai soli fondi strutturali che vengono erogati in modo indipendente dall'andamento del ciclo economico e che rappresentano comunque solo l'1,8% della spesa pubblica europea. L'anomalia europea è ancora più vistosa da quando è stato approvato il *fiscal compact* che impone ai paesi europei il pareggio di bilancio. Si tratta di una regola che è persino più dura di quella applicata dalla maggior parte degli Stati americani in quanto include anche la spesa in conto capitale nel vincolo e opera non solo sul deficit ma anche sul debito. Con l'obbligo del pareggio di bilancio l'Europa si è condannata, sino a quando non si realizzerà un bilancio federale consistente, a politiche pro-cicliche, restrittive nelle fasi recessive ed espansive nelle fasi positive, esattamente il contrario di ciò che la teoria economica suggerisce.

Tabella B

Entrate e spese per livello di governo
(in % del totale, 2010)

	Entrate	Spese
Governo federale	59,9	68,1
di cui: trasferimenti a Stati e Governi locali		10,2
Stati e Governi locali*	40,1	31,9
Totale USA	100,0	100,0
UE	1,9	2,0
di cui: trasferimenti a Paesi UE		1,8
Paesi UE*	98,1	98,0
Totale UE	100,0	100,0

*Sono escluse entrate e spese da trasferimenti da UE e Governo federale.
Fonte: elaborazioni CSC su dati US Government e Commissione europea.

La presenza di un Governo federale forte è ancora più rilevante nel caso di shock asimmetrici, quelli che colpiscono solo alcuni Stati. È questo il caso della crisi dei debiti sovrani in Europa che ha inizialmente riguardato soltanto la Grecia. In questi casi un bilancio federale è un naturale meccanismo di *risk-sharing* tra paesi appartenenti alla stessa unione monetaria. Il Governo federale USA può ridistribuire risorse dai paesi in surplus a quelli che hanno subito lo shock attraverso opportuni meccanismi di equalizzazione dei trasferimenti. Diversi lavori empirici condotti negli anni 90 (prima della nascita dell'Eurozona) mostrano come una riduzione del PIL in uno Stato finisce per avere un impatto sulla ricchezza dei cittadini molto più contenuto negli Stati Uniti di

quanto non avvenga in Europa proprio per la capacità del Governo federale di attenuare gli effetti negativi di una crisi locale utilizzando il gettito fiscale federale, al netto delle spese federali, generato dagli altri Stati. È anche per la mancanza di un consistente bilancio federale che la crisi dei debiti sovrani in Europa è andata estendendosi prima a Portogallo e Irlanda, poi a Italia e Spagna, coinvolgendo ora tutta l'Eurozona.

Tabella C

Trasferimenti da Governo federale a Stati
(Valori aggregati in % PIL)

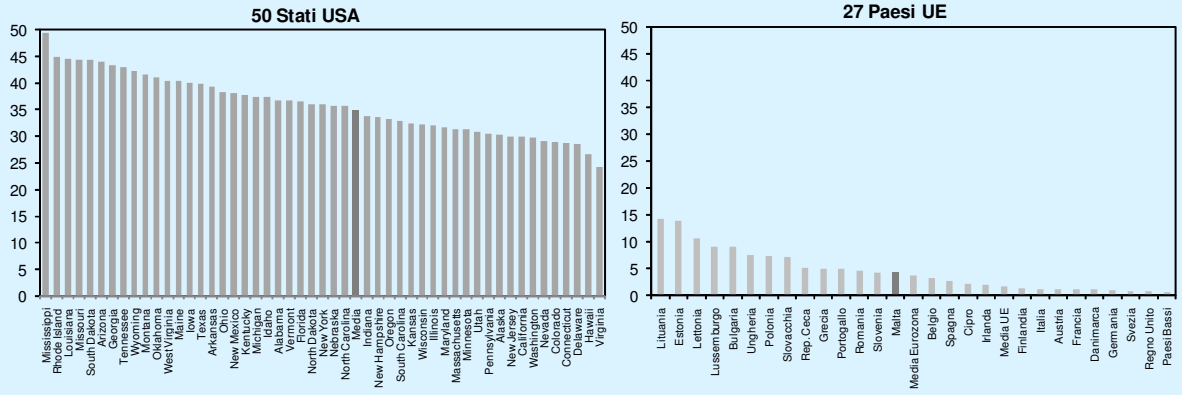
	2006*	2007	2008	2009	2010
USA	3,0	2,9	3,0	3,4	3,8
UE	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9

* Il dato UE si riferisce ai 25 paesi membri quell'anno.

Fonte: elaborazioni CSC su dati US Census Bureau, OCSE e Commissione europea.

Grafico A

Straordinaria la funzione anticiclica svolta dal Governo federale americano
(Trasferimenti dal Governo federale in % della spesa pubblica degli Stati, 2010)



Fonte: elaborazioni CSC su dati US Census Bureau e OCSE.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Commissione europea.

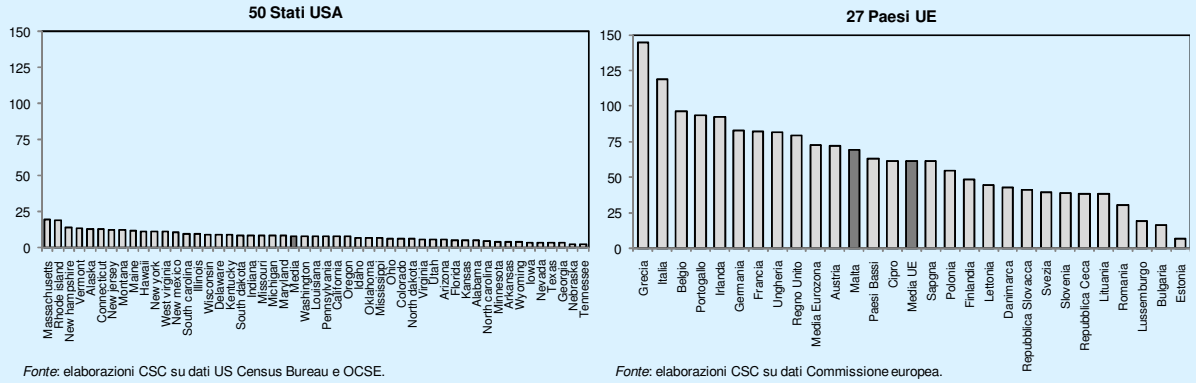
Un effetto importante dell'assetto istituzionale americano è che gran parte del debito pubblico è a livello federale e solo in minima parte riguarda gli Stati e i governi locali. In media il debito degli Stati americani, nel 2010 è stato pari all'8,2% del PIL statale. Il debito più alto è quello del Massachusetts, pari al 19,5% del PIL, il più basso quello del Tennessee (2,3%; Grafico B). Un debito pubblico principalmente federale consente migliori condizioni di finanziamento, poiché la maggior parte di esso è garantita dalla ricchezza di tutti gli Stati americani congiuntamente. Ma soprattutto riduce i rischi di contagio in caso di insolvenza dei singoli Stati e Governi locali viste le modeste dimensioni dei debiti statali e locali. È proprio per questa ragione che negli USA non c'è bisogno di un meccanismo di salvataggio per gli enti subnazionali e non c'è l'aspettativa che il Governo federale intervenga a supporto di Governi locali in difficoltà. Aspettativa confermata dalla storia recente americana, costellata di fallimenti di Stati e Governi locali: ultimo, in ordine di tempo, quello della contea di Jefferson in Alabama, nel novembre 2011. Completamente diversa la situazione in Europa dove il debito pubblico è solo nazionale. Con la crisi i debiti pubblici dei paesi più in difficoltà hanno raggiunto livelli molto elevati alimentando dubbi circa la loro sostenibilità. Ciò comporta elevati costi di finanziamento che rendono più complesso l'aggiustamento e alimentano i dubbi sulla sostenibilità. La dimensione elevata dei debiti accresce i

rischi di contagio e per tale ragione l'Europa è stata costretta a predisporre un meccanismo di salvataggio, incentrato sul Fondo salva-stati, la cui azione è stretta tra la necessità di evitare gli *spillover* negativi di un default e il rischio di azzardo morale dei paesi da salvare. Da qui le ambiguità nella gestione della crisi e gli equilibrismi della politica europea.

Infine, contrariamente a quanto accade negli Stati Uniti, i debiti pubblici dei paesi euro vanno considerati come fossero in valuta estera poiché gli Stati hanno rinunciato alla sovranità sulla politica monetaria e alla manovra del tasso di cambio. Ciò ha come effetto un aumento del rischio di insolvenza che non può essere attenuato da trasferimenti monetari tra paesi, politicamente irrealizzabili in assenza di un organo rappresentativo eletto da tutti i cittadini europei cui la Banca centrale europea debba rendere conto; perciò la stessa BCE può intervenire solo in modo limitato per abbassare i rendimenti sui titoli pubblici di singoli Stati europei. D'altronde, nemmeno la FED compera titoli statali, ma quelli federali.

Grafico B

Paesi europei molto più indebitati degli Stati americani
(Debito pubblico in % del PIL degli Stati, 2010)



Fonte: elaborazioni CSC su dati US Census Bureau e OCSE.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Commissione europea.

Il cambio di rotta nella politica europea

In questi ultimi anni molti passi avanti sono stati compiuti per rafforzare la *governance* europea: dal semestre europeo al *six-pack*, dal fiscal compact all'EFSF-EMS via via migliorato e potenziato alla creazione di una Presidenza stabile del Consiglio europeo. Ciò che mancava, in tutte queste decisioni, era la sensazione di un disegno condiviso e di un'armonia tra i governi. Ogni vertice che assumeva decisioni era poi subito seguito da polemiche, interpretazioni discordanti, prese di distanza. Negli ultimi mesi, invece, e soprattutto a partire dal summit del 28-29 giugno, che pure ha adottato ulteriori misure (vedi oltre) è cambiato l'atteggiamento dei leader, che ora dialogano maggiormente e sottolineano i punti di convergenza, con l'obiettivo comune di preservare e rafforzare l'Unione monetaria. Ciò anche in relazione al ruolo e all'autonomia decisionale della BCE, che continua a essere oggetto di critiche da parte di rappresentanti politici ed economisti, anche importanti e influenti, ma attorno alla quale è stato creato una sorta di cintura protettiva. BCE che ha gettato tutto il proprio peso di autorevolezza e prestigio nell'impegnarsi a "fare tutto ciò che è necessario" per realizzare il principio dell'irreversibilità dell'euro (si veda il riquadro *Sull'integrazione in Europa molto da imparare dagli USA*).

Questo cambio di rotta trova una riscontro significativo anche nell'atteggiamento molto più conciliante e possibilista nei confronti della stessa Grecia. L'impressione è che si sia creato un clima di maggior fiducia reciproca.

Ancora non è stato ufficialmente preso in considerazione un mutamento di orientamento che consenta di far slittare in avanti il raggiungimento degli obiettivi di bilancio, così da evitare di introdurre nuove manovre restrittive e accettare gli sforamenti giustificati e giustificabili con il peggioramento del quadro congiunturale. La richiesta esplicita di uno slittamento di due anni (al 2016 dal 2014) nei target del piano di salvataggio è stata avanzata dalla Grecia e sarà esaminata dopo il rapporto della troika di settembre. Per il momento non sembra che lo slittamento possa riguardare anche altri paesi. Ma si lavora sotto traccia anche a questo, perché nei fatti molti paesi non riusciranno a raggiungere i saldi programmati. Nel frattempo si chiede a tutti di mantenere gli impegni. Per rispondere a tono con la ritrovata concordia, il Governo greco, insieme alla troika, sta elaborando una manovra correttiva che prevede tagli di spesa per 11,5 miliardi a pensioni, salari pubblici, sanità e *welfare*. Tagli che potrebbero salire a 13,5 nel caso di andamento negativo delle entrate fiscali.

Sul piano della maggiore integrazione e dell'ulteriore cessione di sovranità, al vertice di giugno è stato dato mandato alla Commissione europea di elaborare una proposta su come realizzare un meccanismo unico di vigilanza bancaria per l'area euro affidato alla BCE, da approvare entro la fine dell'anno (si veda il riquadro *La corsa a ostacoli verso l'Unione Bancaria in Eurolandia*) ed è stato dato l'incarico ai quattro presidenti (José Manuel Barroso, Jean-Claude Junker, Mario Draghi, Herman Van Rompuy) di lavorare a un'ipotesi di unione di bilancio e politica. Infine, è stato dato il via libera alla creazione dello scudo anti-spread.

Riguardo proprio alla predisposizione del cosiddetto scudo anti-spread, dal punto di vista politico, la sua azione premierebbe i paesi che hanno adottato provvedimenti adeguati, senza che ciò sia stato riconosciuto dai mercati finanziari, perché questi ultimi prezzano un rischio dissolvimento della moneta unica. In questo modo dovrebbe garantire, ai paesi che hanno avviato un percorso di rientro del debito pubblico, tassi di rendimento dei titoli di Stato che agevolino e siano compatibili con il rientro stesso. Più precisamente si prevede che quei paesi i cui titoli di Stato abbiano rendimenti elevati possano chiedere l'intervento del Fondo europeo di stabilità finanziaria (oggi l'EFSF e poi l'ESM) per calmierarli attraverso l'acquisto di titoli di Stato sia sul mercato primario sia su quello secondario. Affinché tale meccanismo venga avviato è necessario che un paese: rispetti le raccomandazioni specifiche della Commissione, il Patto di stabilità e le procedure sugli squilibri macro; abbia avanzato una richiesta esplicita; abbia firmato un *memorandum* d'intesa con l'ESM.

Lo scudo non è ancora definito nelle sue linee operative, ma potrebbe rivelarsi uno strumento molto efficace per paesi come Italia e Spagna che hanno intrapreso la strada del risanamento dei conti e delle riforme strutturali ma, a causa dei conseguenti effetti recessivi, non godono ancora della fiducia dei mercati.

Il meccanismo era già previsto al momento dell'istituzione dell'ESM. La vera novità uscita dal vertice di giugno sta nell'aver deciso che le condizioni per accedervi sono diverse da quelle richieste nei casi dei salvataggi di Grecia, Irlanda e Portogallo, e riguarderanno principalmente il rispetto degli impegni già assunti in ambito europeo. Nel *memorandum* questi ultimi saranno

indicati in modo più preciso, con una lista delle priorità da seguire e uno scadenzario. Il perseguimento degli obiettivi programmati sarà sottoposto a quella che i Trattati chiamano sorveglianza rafforzata, cioè un monitoraggio più attento con periodiche verifiche. Riguardo alle risorse su cui potrà contare il Fondo di stabilità si è sostenuto che per avere la massima efficacia sarebbe stato necessario consentire il finanziamento dello stesso presso la BCE (come una qualsiasi altra banca) poiché l'acquisto di titoli di Stato può essere un'operazione molto onerosa (la BCE ha acquistato titoli di Stato per oltre 200 miliardi in due anni) e perché solo la disponibilità di risorse potenzialmente illimitate può arginare la speculazione. Ma per ora questa possibilità è stata esplicitamente scartata in quanto contraria all'interpretazione dei Trattati.

La dotazione del Fondo di stabilità resta perciò limitata alle garanzie fornite dai paesi euro. Dei 440 miliardi di euro a disposizione dell'EFSF 192 sono già stati impegnati nei programmi di salvataggio di Grecia, Irlanda e Portogallo e altri 100 serviranno per la ricapitalizzazione del sistema bancario spagnolo. I 148 miliardi residuali si andranno a sommare ai 64 miliardi che verranno versati all'ESM nel periodo ottobre 2012-luglio 2013, per cui quest'ultimo potrà contare complessivamente su 212 miliardi.

La stessa BCE, però, interverrà per contenere gli spread, con l'obiettivo di restituire piena funzionalità ai meccanismi di trasmissione della politica monetaria. Il suo tasso di riferimento è oggi infatti totalmente efficace solo per un numero esiguo di paesi (su questo aspetto si veda più avanti). Lavorando in tandem ESM e BCE, la concessione della licenza bancaria allo stesso ESM potrebbe non essere nemmeno necessaria, visto che la BCE può operare con risorse illimitate sul mercato secondario. Resta da vedere quanto tempo passerà prima che gli interventi dell'ESM e della BCE vengano effettivamente attuati. Il cantiere delle riforme europee è tutt'altro che chiuso.

La BCE va avanti con il taglio dei tassi

Il CSC ritiene che il persistere di elevati rischi legati alla crisi dei debiti sovrani e delle banche e il netto indebolimento dell'economia, a fronte di assenza di pericoli inflazionistici, indurranno la BCE a tagliare ancora il tasso di riferimento, portandolo in due mosse allo 0,25% entro la fine del 2012. Ciò conferma lo scenario elaborato a giugno, rispetto al quale si ritiene che la tempistica dei tagli sarà spostata in avanti di un mese, per varare prima nuovi interventi non standard. Tali riduzioni del tasso BCE faranno seguito a quella di luglio dall'1,00% allo 0,75%.

Tagliare ancora i tassi è pienamente giustificato e la mossa appare perfino tardiva: la recessione si è estesa all'intera Eurolandia ed è profonda nei PIIGS, anche a causa delle più strette condizioni del credito, con alti tassi di interesse, figli degli elevati rendimenti dei titoli pubblici in quei paesi. Le pressioni inflazionistiche interne sono molto ridotte (l'inflazione *core*, che esclude energia e alimentari, è al +1,7% annuo in luglio), i consumi sono deboli o in calo e la disoccupazione alta.

L'Euribor a tre mesi ha continuato a scendere, giungendo allo 0,26% in settembre (dall'1,43% in dicembre). Si trova ora di 0,49 punti percentuali sotto il tasso BCE. Il calo dell'Euribor, in tempi normali, allenta le condizioni finanziarie; tanto più che in termini reali (tolta l'inflazione *core*) il tasso è sceso a -1,4% in settembre. Ma oggi il calo dell'Euribor va letto con cautela. Il mercato interbancario è frammentato, con scambi per lo più con controparti nazionali e tra istituti dei paesi *core*. Perciò l'Euribor è divenuto un tasso interbancario solo della parte più solida dell'area (Germania, Olanda, Finlandia e altri paesi *core*).

Nello scenario CSC l'Euribor scenderà ancora e si manterrà sotto il tasso BCE. In media d'anno si attesterà allo 0,65% nel 2012 e calerà allo 0,15% nel 2013. Le indicazioni che vengono dai *future* pongono l'Euribor stabile allo 0,20% fino a settembre 2013. In termini reali, al netto dell'inflazione *core*, il tasso di mercato sarà pari a -1,0% nel 2012 e a -1,5% nel 2013.

Prestiti BCE alle banche su valori record

La BCE ha messo progressivamente in campo operazioni non standard per un ammontare senza precedenti, se si sommano prestiti alle banche, acquisti di titoli e altre misure espansive. Le persistenti difficoltà delle banche, specie nei paesi periferici, e il malfunzionamento del meccanismo di trasmissione dei tagli dei tassi all'economia reale hanno convinto la Banca centrale a estendere ulteriormente il suo intervento.

La BCE continua a effettuare aste di importo illimitato e a tasso fisso per fornire prestiti alle banche. Nei prossimi mesi potrebbe varare nuove operazioni straordinarie a medio termine, dopo le due a 36 mesi di dicembre 2011 e febbraio 2012. Le aste a medio termine erogano nel complesso la gran parte dei fondi (1.078 miliardi a fine agosto), molto più di quelle che ancora sono definite operazioni "principali" (131 miliardi). I prestiti dalla BCE al sistema bancario arrivano a 1.210 miliardi.

Il progressivo allentamento dei criteri per il collaterale nelle operazioni di rifinanziamento, deciso a dicembre 2011, giugno e settembre 2012 (riduzione del *rating* minimo, addirittura sospeso per i titoli sovrani, e ammissibilità di altre tipologie di titoli), ha consentito di prestare fondi anche alle banche più in difficoltà, che avevano esaurito gli *asset* di migliore qualità da dare in garanzia. Senza tale allentamento questi istituti sarebbero rimasti senza finanziamenti BCE.

Ai prestiti si è sommato da fine 2011 il taglio del coefficiente di riserva obbligatoria per le banche (1%, da 2%), che ha liberato risorse significative delle banche. Il *current account* detenuto dagli istituti presso la BCE è infatti sceso a inizio 2012 a 108 miliardi da 212 nel dicembre 2011. Questi numeri mostrano un calo molto marcato, sebbene in tale *facility* le banche possano detenere anche riserve libere in eccesso, come stanno facendo da luglio (si veda più avanti); non si può escludere che ne avessero prima del taglio della parte obbligatoria e che, quindi, il calo di 104 miliardi sia in parte dovuto alla riduzione di riserve volontarie.

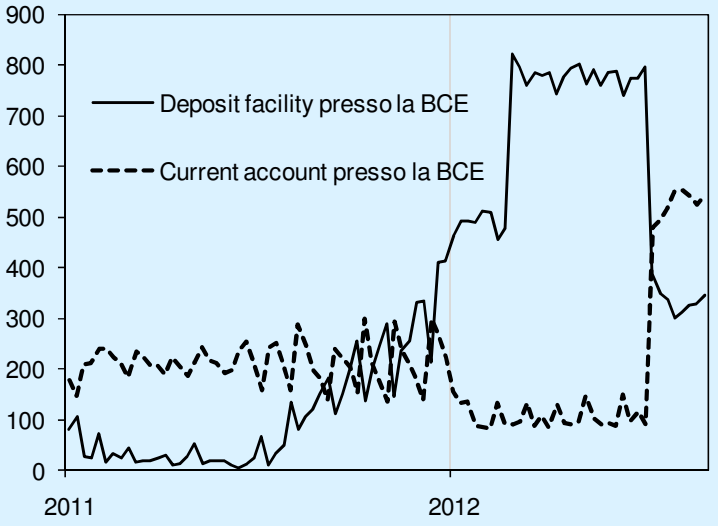
I prestiti netti della BCE alle banche di Eurolandia (tolti i depositi degli istituti presso la Banca centrale) sono risaliti negli ultimi mesi (652 miliardi in agosto, da 235 a giugno), su valori molto vicini al picco del dicembre 2008 (678 miliardi). Questo tradizionale indicatore utilizzato dalla BCE è diventato però fuorviante. La sua brusca risalita si spiega con lo spostamento da una *facility* all'altra, a luglio, dei fondi depositati da varie banche di paesi *core*, sempre lasciandoli nel bilancio BCE. Con il taglio a zero (da 0,25%) del tasso sui depositi, le banche hanno immediatamente mosso buona parte di tali risorse nel *current account*, dove pure la remunerazione è nulla. In agosto gli istituti detengono 346 miliardi nella *deposit facility* (795 a giugno) e 541 miliardi nel *current account*. Quest'ultimo non rientra tra i depositi che la BCE considera per calcolare la sua misura statistica di prestiti netti; perciò i prestiti netti sono saliti al calare della *deposit facility*. Non cambia però la sostanza: gli istituti che hanno eccedenza di liquidità, piuttosto che prestarla ad altre banche nel mercato interbancario, preferiscono parcheggiarla nella BCE, nonostante la bassa o nulla remunerazione (Grafico 1.39).

Resta immutata da tempo, anzi forse è cresciuta, la sfiducia tra istituti. Le banche dei paesi PIIGS hanno in bilancio grandi quantità di titoli pubblici emessi dai paesi di appartenenza. C'è enorme incertezza sulle svalutazioni che gli attivi bancari hanno subito per la caduta dei prezzi di tali titoli e, ancor più, potrebbero subire in caso di ristrutturazione dei debiti sovrani (evento che il CSC esclude). Inoltre, le banche dei PIIGS patiscono perdite sui prestiti erogati ai privati in passato, a causa della recessione, vedono ridursi i depositi da parte di investitori istituzionali, famiglie e imprese, fanno ancora fatica a finanziarsi sui mercati, ad esempio tramite obbligazioni. La raccolta resta dunque difficile e costosa e questo riduce progressivamente la capacità di finanziare l'economia reale: l'andamento dei prestiti nei 17 paesi di Eurolandia mostra incrementi nei paesi *core* e forti cali in quelli periferici (si veda il riquadro *La corsa a ostacoli verso l'Unione bancaria in Eurolandia).*

La distribuzione dei prestiti BCE resta sbilanciata verso le banche dei paesi PIIGS, che hanno una dipendenza altissima da tali fondi. Viceversa gli istituti dei paesi *core* utilizzano poco o per nulla i prestiti della Banca centrale. Ampio il ricorso a tali fondi da parte delle banche portoghesi, spagnole e italiane. Per queste ultime, 281 miliardi in giugno, pari al 6,7% del loro passivo (1,1% nel giugno 2011). Nei mesi scorsi una buona fetta di tali fondi andava alle banche greche (130 miliardi a luglio, 30% del loro passivo). Dopo la sospensione, decisa dalla BCE a fine luglio, dei titoli sovrani greci come collaterale eleggibile presso la stessa BCE, gli istituti del paese si stanno finanziando direttamente presso la Banca centrale greca, attraverso la *Emergency Liquidity Assistance* (ELA), liquidità di emergenza erogata dalle banche centrali nazionali (BCN) a singoli istituti del proprio paese in provata difficoltà e che per vari motivi non possano accedere alle normali aste BCE. Anche per le banche irlandesi tale *facility* è rilevante, mentre resta marginale negli altri paesi, anche periferici.

Grafico 1.39

Depositi in BCE: le banche li hanno solo spostati
(Area euro, miliardi di euro, dati settimanali)



Fonte: elaborazioni CSC su dati BCE.

Acquisti di titoli: vecchi programmi al palo…

Gli acquisti BCE di titoli pubblici e privati sul mercato secondario sotto i vecchi programmi si sono fermati nel 2012. Lo stock accumulato è sceso a 279 miliardi a fine agosto, per il normale giungere a scadenza di alcuni bond. Sotto il *Securities Market Program* (SMP), cessato con le decisioni di settembre, la BCE detiene 209 miliardi, gran parte dei quali riguarda titoli sovrani dei paesi periferici. Prosegue lentamente il secondo programma di acquisto di *covered bond*: 15 miliardi in agosto, sui 40 da raggiungere entro ottobre secondo il progetto

iniziale. La BCE ha in bilancio, inoltre, obbligazioni per 55 miliardi del primo programma di acquisto di *covered bond*.

Sommando ai prestiti netti BCE lo stock di titoli in portafoglio si arriva a cifre record per questo aggregato (931 miliardi a fine agosto, picco a 976 miliardi a inizio mese). La liquidità immessa con gli acquisti di titoli SMP è stata però sterilizzata, cioè ritirata con operazioni di segno opposto.

…ma al varo quelli anti-spread

La BCE ha finalmente imboccato, sebbene mettendo importanti paletti, la strada suggerita da vari analisti e più volte anche in Scenari economici del CSC: l'acquisto di titoli pubblici, in larga misura detenuti dalle banche, con un programma ampio e trasparente, senza vincoli sull'ammontare[7]. Da tempo è chiaro che questa è la soluzione per ripristinare la fiducia tra istituti creditizi e abbassare gli spread tra i titoli sovrani, sbloccando così la trasmissione degli impulsi di politica monetaria. L'opzione scelta in Eurolandia è quella di un'azione in tandem tra BCE e fondo EFSF-ESM. Sul mercato secondario, dove è autonoma, la BCE farà acquisti illimitati di titoli sovrani, a scadenze brevi e medie (da 1 a 3 anni), accettando lo status di creditore ordinario (*pari passu*), sterilizzando la liquidità immessa con aste di segno contrario. Sul mercato primario la BCE opererà da agente dell'EFSF. Ma tutto ciò avverrà solo dopo una richiesta formale del governo interessato, che deve impegnarsi a rispettare condizioni macro-economiche per non vedere interrotti gli interventi. Su un piano strettamente tecnico, l'obiettivo dichiarato della BCE è di riparare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria, interrotto dalle turbolenze sui mercati finanziari, specie quelli dei titoli sovrani. Su un piano più vasto, come ha dichiarato il Presidente, Mario Draghi, la BCE si è impegnata a fare tutto ciò che occorre per difendere l'irreversibilità dell'euro. Nell'attuale contesto recessivo tale piano non alimenta timori di inflazione. Restano opposizioni politiche, soprattutto tedesche. Ammorbidite, dalla BCE, con condizionalità, focus sui titoli a breve e opposizione a concedere all'ESM la licenza bancaria.

I tentativi precedenti della BCE di agire come prestatore di ultima istanza per gli stati sovrani hanno funzionato solo in parte. Il primo era stato quello del programma SMP, troppo limitato e poco trasparente. Il secondo quello delle aste a tre anni per le banche, seguito dall'acquisto di titoli pubblici da parte di queste. Il ruolo di prestatore di ultima istanza è pienamente svolto, invece, dalla FED, che ha accumulato *Treasury* americani per oltre 1.600 miliardi di dollari; ma gli USA hanno un Governo e un parlamento federali a cui la FED risponde.

Tassi verso zero negli USA

La FED mantiene il tasso ufficiale allo 0,25% da oltre quattro anni, il più lungo periodo di politica monetaria iper-espansiva negli USA. Ciò a fronte di una ripresa economica che prosegue ma resta fragile. La disoccupazione cala troppo lentamente e non è ancora tornata ai livelli pre-crisi. La stabilità dei prezzi non desta preoccupazioni: l'inflazione totale è calata all'1,4% a luglio, la *core* è stabile al 2,1%. Perciò la FED ha ribadito che i tassi resteranno ai minimi storici almeno fino al 2014. Il CSC mantiene la previsione che la FED entro fine 2012 tagli a zero il tasso di riferimento, sfruttando anche il residuo margine rimasto. Il tasso ufficiale rimarrà così inferiore a quello BCE. Il differenziale tra i due sarà però minore: 0,70 punti percentuali in media nel 2012 e 0,25 punti

[7] Si veda *Spread: l'Italia paga oltre 300 punti più del dovuto. Unico rimedio: uno scudo impugnato dalla BCE,* Nota dal CSC, n. 5-2012.

nel 2013 (da 1,01 punti nel 2011). I tassi a breve forniscono quindi un sostegno decrescente all'euro.

Negli USA sta lentamente riducendosi il tasso interbancario: 0,42% a settembre, da 0,58% a gennaio, grazie all'espansione monetaria della FED. Questo aiuta a sostenere la fragile crescita americana. Nello scenario CSC l'ampia liquidità degli USA abbasserà il tasso interbancario ai minimi storici, seguendo il taglio del tasso FED: 0,37% in media nel 2012 e 0,05% nel 2013.

FED pronta a una nuova espansione non standard

L'ammontare di *Treasury* nel portafoglio FED è rimasto stabile negli ultimi mesi: 1.639 miliardi di dollari in agosto, pari al 58% dell'attivo. Nel complesso la Banca ha in mano obbligazioni per 2.570 miliardi (844 di *mortgage backed securities*, MBS). Il bilancio totale arriva a 2.815 miliardi (-43 miliardi in un anno). La Banca reinveste in *Treasury* le somme incassate dal rimborso dei titoli giunti a scadenza, per tenere stabile la dimensione del portafoglio titoli. Il programma *Twist*, varato a settembre 2011 e rafforzato in aprile, per abbassare i tassi a lunga, movimentando in totale 667 miliardi di dollari di titoli, ha accresciuto nel bilancio della Banca centrale la quota di titoli federali a scadenze più lontane: in agosto i titoli con scadenze inferiori a 1 anno sono quasi azzerati (0,6%), quelli tra 1 e 5 anni sono scesi al 29,9% del totale, viceversa sono saliti al 47,5% quelli tra 5 e 10 anni e al 22,1% quelli oltre 10 anni (Tabella 1.6).

Il Presidente della FED, Ben Bernanke, ha di recente ribadito che la Banca è pronta, se necessario, ad accrescere ulteriormente le misure non standard, soprattutto alla luce della debolezza del mercato del lavoro. Nei prossimi mesi potrebbe quindi partire un nuovo programma di acquisto di titoli, per incrementare la dimensione del portafoglio dopo aver agito sulla composizione. Il piano rappresenterebbe la terza fase di *quantitative easing* (QE3), inaugurato dalla FED dall'inizio della crisi. Bernanke ha sottolineato come, nonostante l'incertezza nella misurazione dei suoi effetti, è certo che tali acquisti sostengano la crescita economica: grazie al QE la recessione del 2009 è risultata meno profonda e l'attuale ripresa più sostenuta. Viceversa, non si sono materializzati i temuti rischi di inflazione e di formazione di bolle sui mercati.

Tabella 1.6

FED: più *Treasury* a medio-lungo termine
(Stock al 29 Agosto 2012; bilancio consolidato di tutte le banche del *Federal Reserve System*)

	Miliardi di dollari	Quote %
Oro e SDR	16	0,6
Monete	2	0,1
Titoli	2570	91,3
Titoli di Stato	1639	58,2
Fino a 1 anno	9	0,3
Tra 1 e 5 anni	490	17,4
Tra 5 e 10 anni	778	27,6
Oltre 10 anni	362	12,9
Titoli agenzie federali	87	3,1
MBS	844	30,0
Prestiti	2	0,1
Altre attività	224	7,9
Totale Attivo	2815	100,0

Fonte: elaborazioni CSC su dati FED.

Su i tassi a lunga USA e le Borse

Gli acquisti FED di titoli hanno contribuito al calo dei rendimenti sui bond USA, sommandosi alla fuga verso la qualità degli investitori di fronte alla crisi dei debiti in Eurolandia. Tuttavia, attenuatasi quest'ultima, si sono allontanati dai minimi. Sul *Treasury* decennale il

rendimento è stato dell'1,6% in agosto (dall'1,4% a fine luglio e dal 3,4% a inizio 2011). I tassi reali (misurati sui titoli decennali indicizzati all'inflazione) stanno scendendo sempre più in territorio negativo (-0,6% in agosto), grazie alla stabilità, intorno al 2,3%, dell'inflazione attesa implicita in tali titoli. Il tasso nominale a più lungo termine, *Treasury* trentennale, è al 2,8% (dal 4,5% a inizio 2011). In parallelo, quello sulle obbligazioni tripla A di imprese USA, di pari durata, è al 3,4% (da 5,0%). Ciò agisce da stimolo agli investimenti.

Le quotazioni azionarie USA hanno registrato una buona risalita negli ultimi due mesi: +6,0% in agosto rispetto a giugno (indice *Standard&Poor's* 500), dopo i cali del secondo trimestre (-4,7% in giugno da marzo). Wall Street è ormai quasi tornata sui livelli pre-crisi (-1,4% rispetto a gennaio 2007). La fase di recupero dei mercati azionari a luglio e agosto è stata anche più favorevole in Europa (+9,7% in Germania, +10,5% in Italia). I livelli delle quotazioni nel Vecchio Continente divergono però fortemente: in Germania sono del 15,5% sopra i valori pre-crisi, in Italia del 63,2% sotto.

Euro in rafforzamento

Gli sforzi fatti dai leader europei dei paesi periferici e dalla BCE per cercare di risolvere la intricata situazione europea e soprattutto di ridare fiducia nella moneta unica hanno iniziato a dare frutti, almeno in termini di minori tensioni sui mercati finanziari. Ciò si è riflesso anche sul cambio dell'euro che, contro dollaro, nell'ultimo mese si è stabilizzato intorno a 1,28, dall'1,21 toccato il 24 luglio. A metà settembre in termini effettivi nominali la moneta unica risultava apprezzata del 2,1% rispetto alla metà di luglio e nei confronti di alcune importanti valute ha guadagnato anche di più: +4,2% verso il dollaro, +3,0% rispetto sia allo yen sia allo yuan.

Le tendenze valutarie in questa fase sono ancora più difficili da decifrare. Da un lato la recessione dell'Eurozona e le misure più espansive che la BCE è in procinto di varare spingono all'ingiù il cambio dell'euro. Dall'altro, però, l'attenuarsi del rischio di dissoluzione della moneta unica gioca in senso opposto e oggi è quest'ultima forza a prevalere, come hanno confermato le reazioni alle decisioni annunciate dalla BCE il 6 settembre.

Lo scenario CSC incorpora, come ipotesi di lavoro più che come previsione, un tasso di cambio dollaro/euro sui valori correnti negli ultimi quattro mesi 2012. Nella media del 2012 il cambio dollaro/euro si attesta così a 1,28 dollari. Questi valori sono coerenti con la permanenza della Grecia nell'Area euro, ma anche con la mancanza di una chiara e definitiva soluzione politica della crisi del debito. Nel 2013 la lenta ripresa nell'Eurozona giustifica un leggero rafforzamento dell'euro a 1,30 dollari.

LA CORSA A OSTACOLI VERSO L'UNIONE BANCARIA IN EUROLANDIA

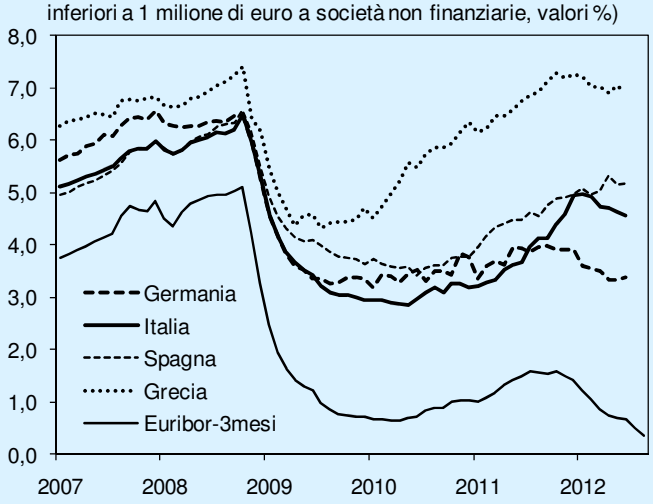
La soluzione dell'eurocrisi è un puzzle complesso nel quale l'unione bancaria è un tassello cruciale. Sia per ricostituire un vero sistema monetario unico, che oggi è frammentato in tanti sistemi nazionali non comunicanti, e quindi rendere pienamente efficace la politica monetaria. Sia per muovere verso una maggiore integrazione e dunque colmare le carenze originarie dell'Eurozona. Il vertice del Consiglio europeo del 28-29 giugno ha deciso di creare l'unione bancaria, prendendo atto che il sistema bancario di Eurolandia presenta crepe che rischiano di

ampliarsi, avvitandosi sempre più con la crisi dei debiti sovrani. La frammentazione fa sì che le economie periferiche siano penalizzate da tassi più alti e credito più scarso, mentre quelle *core* godono di finanziamenti copiosi a costi minimi. Ciò rende ancor più difficile la convergenza, anzi opera da forza centrifuga. Dunque, è urgente realizzare l'unione bancaria, rendendo operativa in tempi rapidi la vigilanza BCE nonostante i prevedibili ostacoli politici alla sua approvazione definitiva, costituendo l'assicurazione comune dei depositi e creando il meccanismo unico di gestione delle crisi bancarie. La ricapitalizzazione diretta degli istituti da parte del fondo EFSF (e poi ESM) è molto importante, ma partirà solo dopo l'avvenuto passaggio alla BCE della vigilanza (il caso spagnolo è diverso perché la ricapitalizzazione attraverso l'EFSF è indiretta). Per inciso, anche l'acquisto di titoli di Stato da parte della BCE è indispensabile per rendere più uniformi le condizioni monetarie e creditizie dell'Area euro, ripristinando i normali canali di trasmissione.

La creazione dell'unione bancaria in Eurolandia serve per rafforzare la stabilità finanziaria e contribuire a ridurre gli ampi divari nei tassi di interesse pagati da famiglie e imprese nei diversi paesi. Una piccola impresa tedesca sostiene un costo del denaro del 3,4% per un prestito bancario, un'italiana del 4,6%, una spagnola del 5,2% (Grafico A), con evidenti impatti differenziati sulle rispettive decisioni di investimento.

Grafico A

Politica monetaria non più comune: tassi "nazionali" per le imprese
(Eurolandia, tassi di interesse sui prestiti bancari inferiori a 1 milione di euro a società non finanziarie, valori %)



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

La causa di tali divari è la forbice tra i costi della raccolta bancaria nei vari paesi, costi che dipendono dai diversi livelli dei rendimenti dei titoli sovrani. Nonostante la politica monetaria sia unica e uno solo il tasso ufficiale praticato dalla BCE, nei singoli paesi esistono condizioni monetarie molto diverse, tanto che in alcuni al taglio dei tassi BCE è seguito un aumento del costo del denaro. Ciò significa che il meccanismo di trasmissione delle decisioni BCE non funziona in modo uniforme. Nelle scelte di portafoglio ha un peso anomalo la ricerca della sicurezza, rispetto al maggior rendimento, e perciò i flussi di capitale tendono a concentrarsi verso i paesi *core* e non svolgono più la funzione di livellare i tassi, a parità di classe di rischiosità, all'interno dell'unione monetaria.

Il vertice UE del 28-29 giugno ha compiuto importanti passi avanti verso l'unione bancaria europea, che tuttavia non sono ancora stati tradotti in misure operative e rimangono incompleti.

La vigilanza comune sugli istituti di credito dei 17 paesi di Eurolandia è stata assegnata alla BCE, sottraendola alle autorità nazionali competenti, e all'*European Banking Authority* (EBA) che da

inizio 2011 svolge un'attività di coordinamento di tali autorità, mirando alla convergenza normativa[1].

La vigilanza in capo alla BCE, però, diventerà operativa solo da inizio 2013, sempre che non ci siano intoppi. La Commissione UE presenterà a metà settembre una proposta specifica per attribuire i poteri di vigilanza alla BCE; è già stata preparata una prima bozza di tale proposta, che dovrà essere approvata dal Consiglio UE entro fine anno. Restano da prendere decisioni su vari aspetti non secondari, che potrebbero frenare il processo.

Anzitutto, occorre precisare i rapporti in tema di vigilanza tra BCE, EBA e le BCN[2] . La BCE ha al momento competenza di politica monetaria solo sui 17 paesi di Eurolandia e prenderà in carico la vigilanza per tali paesi. L'EBA attualmente esercita il coordinamento della vigilanza su tutti i 27 paesi UE. Secondo la prima bozza di proposta della Commissione, l'EBA dovrà cedere del tutto il coordinamento della vigilanza, anche per i 10 paesi non euro, ma resterebbe in campo con il compito di definire il quadro regolamentare per tutti i 27. La convivenza non sarà facile. Per gli otto paesi candidati ad entrare nella moneta unica la porta è lasciata aperta per passare sotto la vigilanza BCE, e implicitamente la Commissione si auspica che ciò avvenga. Solo Regno Unito e, forse, Danimarca dovrebbero restare fuori dalla vigilanza BCE, ma come gli altri sarebbero sottoposti al quadro di regole EBA. Un'anomalia che ha un impatto sulla concorrenza tra banche UE dato che alcune opereranno sotto la supervisione BCE e altre no e che potrebbe innescare resistenze politiche in fase di approvazione. L'obiettivo di un mercato unico bancario nella UE potrebbe essere non colto.

La bozza della Commissione indica che le BCN agiranno come esecutrici materiali delle decisioni BCE in tema di vigilanza, anche se lascia margini per un compromesso teso a preservare a livello nazionale qualche responsabilità di minore importanza. Da più parti si era auspicato che le BCN mantenessero, in una prima fase, parte della supervisione e questo invito è stato colto. La proposta è che il passaggio di consegne sia graduale: da gennaio 2013 la BCE vigilerà le banche che godono del sostegno del EFSF-ESM, da luglio 2013 anche le banche sistemiche (individuate dal *Financial Stability Board*), da gennaio 2014 tutte le banche. Tale gradualità nasce dal fatto che alla BCE servirà tempo per dotarsi delle necessarie competenze, che al momento risiedono nelle autorità nazionali. La Banca avrebbe perciò nel breve termine serie difficoltà di natura amministrativa se dovesse analizzare da subito i bilanci di 7203 istituzioni finanziarie monetarie, di cui 6119 istituzioni creditizie, distribuite nei 17 paesi membri (e forse quelli degli istituti di altri 8 paesi), con notevoli differenze nella dimensione e nella struttura degli attivi (Tabella A). Il massiccio trasferimento di capitale umano che sarà necessario effettuare dai singoli paesi alla BCE non porrà solo problemi di natura organizzativa, ma si accompagnerà anche a resistenze politiche nazionali che potrebbero rallentare la tabella di marcia per l'effettiva operatività della vigilanza centralizzata.

---

[1] Il progetto di Unione bancaria avrà ricadute più ampie sulla normativa nel continente. Per esempio, secondo molti analisti, ha bisogno anche di una armonizzazione in Europa delle legislazioni nazionali sui fallimenti e sul mercato del lavoro nella parte applicata alle banche. Alla BCE, secondo la bozza della Commissione, sarà attribuito il compito di rilasciare e ritirare la licenza bancaria.

[2] Da definire anche i rapporti con l'altro organismo europeo da poco costituito, l'*European Systemic Risk Board* (ESRB), responsabile della vigilanza macro-prudenziale nella UE.

Secondo la prima bozza, la Commissione a metà settembre proporrà di affidare la vigilanza alla BCE non solo sulle grandi banche sistemiche che effettuano transazioni internazionali, ma su tutti gli istituti di credito. Nel primo caso la vigilanza sulle banche locali in ogni paese sarebbe rimasta in capo alla rispettiva autorità nazionale. La questione è rilevante e l'approvazione politica di tale parte della proposta non è scontata: in Germania, ad esempio, le banche locali contano molto, raccogliendo gran parte dei depositi di famiglie e imprese (il 48% è nelle casse di risparmio e il 30% nelle banche cooperative, contro il 12% nei grandi istituti). Se si decidesse di non estendere la supervisione BCE a tutte le banche, si dovrebbe stabilire man mano quali istituti includere e quali escludere, in base ai mutamenti degli assetti economico-finanziari. Ciò creerebbe incertezza e influenzerebbe la concorrenza tra le banche sotto la vigilanza BCE e quelle che ne restassero fuori.

Tabella A

Come è fatto il sistema bancario di Eurolandia
(Miliardi di euro, dati al giugno 2012)

	Numero di IFM*	di cui: istituzioni creditizie	Attività delle IFM	di cui: prestiti a imprese	di cui: prestiti a famiglie	PIL nominale 2011	Attivo/ PIL
Germania	1.934	1.885	8.663	918	1.441	2.593	3,3
Francia	1.088	652	8.637	881	1.083	1.997	4,3
Italia	**748**	732	**4.211**	**895**	**615**	**1.580**	**2,7**
Spagna	398	326	3.734	834	847	1.073	3,5
Paesi Bassi	290	281	2.480	377	431	602	4,1
Irlanda	578	478	1.261	99	110	156	8,1
Belgio	120	107	1.191	114	114	370	3,2
Lussemburgo	440	140	1.040	52	35	43	24,3
Austria	775	759	1.008	167	144	301	3,4
Finlandia	328	315	656	68	113	189	3,5
Portogallo	161	154	576	112	138	171	3,4
Grecia	75	53	438	108	125	215	2,0
Cipro	140	139	134	27	24	18	7,5
Slovacchia	32	30	59	16	18	69	0,9
Malta	32	26	53	6	4	6	8,3
Slovenia	28	25	53	20	9	36	1,5
Estonia	35	16	19	6	7	16	1,2
Euro area	7.203	6.119	34.212	4.698	5.258	9.413	3,6

* Istituzioni finanziarie monetarie.
Dati ordinati in base al totale dell'attivo.
Fonte: elaborazioni CSC su dati BCE, Eurostat.

Alcuni analisti restano contrari all'idea di affidare alla BCE la supervisione micro prudenziale, cioè sulle singole banche, pur essendo favorevoli ad attribuirle la supervisione macro prudenziale, sull'intero sistema finanziario. Infatti, da un lato a vantaggio di tale affidamento c'è il minor rischio di "cattura del regolatore" da parte delle banche locali, cattura che si traduce nel fatto che il controllore tende ad avere una visione simile a quella dei controllati e a tutelarne gli interessi a scapito dei concorrenti di altre nazioni; dall'altro, c'è chi sostiene che verrebbe messa a repentaglio l'indipendenza della BCE e quindi la sua capacità di perseguire l'obiettivo della stabilità dei prezzi. La stessa Commissione, secondo le indiscrezioni, proporrà la costituzione in seno alla BCE di un Consiglio di Sorveglianza distinto dal Consiglio Direttivo, per salvaguardare l'indipendenza di quest'ultimo in tema di politica monetaria. Potrebbe anche proporre la nascita di un'agenzia separata della BCE, magari con sede a Bruxelles invece che a Francoforte.

Il secondo pilastro su cui si fonda l'unione bancaria è un meccanismo europeo di gestione e liquidazione ordinata delle banche in crisi. Nel vertice UE di fine giugno non sono stati sciolti tutti i nodi, ma si è trovata una soluzione parziale, per il medio termine.

Prima del vertice, a inizio giugno, la Commissione aveva presentato la proposta di una gestione comune delle crisi bancarie. In caso di insolvenza di un istituto, entrerebbe in gioco un Fondo nazionale, di cui dovrebbero dotarsi tutti i 17 paesi membri. Il Fondo nazionale potrebbe iniettare capitale nell'istituto, eventualmente anche assumerne la gestione, spostando gli *asset* tossici in una *bad bank*. Al termine della ristrutturazione, il Fondo rimetterebbe la banca sul mercato. Il Fondo nazionale dovrebbe essere finanziato dalle stesse banche (con l'1,0% dei depositi), quindi con

risorse private. Il totale dei depositi in Eurolandia è di 10.839 miliardi, di cui 3.982 in conto corrente e gli altri vincolati. Il valore dei 17 fondi nazionali potrebbe quindi arrivare nel complesso a 108 miliardi: 32 in Germania, 19 in Francia, 16 in Spagna e 14 in Italia (Tabella B).

Fin qui, si tratterebbe di una procedura condivisa, ma non comune, la cui attuazione non presenterebbe perciò eccessiva difficoltà. Il fondo spagnolo per la ristrutturazione bancaria (FROB), istituito nel 2009, può essere considerato un primo passo in questa direzione. Anche se è alimentato principalmente da risorse pubbliche: ha una dotazione di 15 miliardi di euro, in gran parte forniti dal Governo di Madrid e per il resto dal Fondo di assicurazione dei depositi del paese iberico, quindi dalle banche.

La parte più difficile da far accettare della proposta avanzata a inizio giugno dalla Commissione è quella che prevede lo spostamento di risorse da un Fondo all'altro in situazioni di emergenza, la cosiddetta "solidarietà sovranazionale". Se un paese è in difficoltà, perché le risorse del proprio

Tabella B

Assicurazione dei depositi e gestione crisi bancarie, in gioco ampie risorse
(Depositi bancari di residenti in Eurolandia*, miliardi di euro)

	Depositi					Fondi	
	Depositi in c/c	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Pronti contro termine	Totale depositi	Assicurazione dei depositi (1,5% dei depositi)	Gestione crisi bancarie (1,0% dei depositi)
Germania	1.234	1.201	620	99	3.153	47,3	31,5
Francia	543	718	586	65	1.912	28,7	19,1
Spagna	516	991	0	76	1.583	23,7	15,8
Italia	**716**	**304**	**288**	**131**	**1.438**	**21,6**	**14,4**
Paesi Bassi	286	264	318	14	882	13,2	8,8
Belgio	120	104	242	24	490	7,3	4,9
Austria	128	194	0	4	325	4,9	3,2
Lussemburgo	128	80	7	9	223	3,3	2,2
Portogallo	46	170	1	1	218	3,3	2,2
Irlanda	79	103	12	2	197	2,9	2,0
Grecia	64	90	3	0	156	2,3	1,6
Finlandia	75	37	16	3	131	2,0	1,3
Cipro	11	34	5	0	50	0,8	0,5
Slovacchia	18	20	1	0	39	0,6	0,4
Slovenia	9	13	0	0	22	0,3	0,2
Malta	5	5	0	1	11	0,2	0,1
Estonia	6	3	1	0	10	0,1	0,1
Area Euro	3.982	4.329	2.099	429	10.839	162,6	108,4

Dati ordinati in base al totale dei depositi.
* Escluse banche e amministrazioni centrali.
Fonte: elaborazioni CSC su dati BCE, Banca d'Italia.

fondo nazionale non sono sufficienti a gestire la crisi bancaria, gli altri paesi sono obbligati a prestargli fino al 50% delle risorse presenti nei propri fondi. Naturalmente le risorse possono essere sufficienti nel caso di crisi limitate a pochi paesi, non se queste si estendono a macchia d'olio in Europa.

Le difficoltà nel trovare un accordo sulla messa in comune delle risorse dei fondi nazionali esistenti o da creare sono state in parte bypassate dal vertice UE del 28-29 giugno, che ha affidato all'EFSF-ESM, quindi a un fondo UE già costituito, la ricapitalizzazione diretta delle banche in crisi nei vari paesi. Ovvero senza passare per un prestito ai governi nazionali e quindi senza alzare i debiti pubblici. In più, l'EFSF-ESM non sarà creditore privilegiato delle banche ricapitalizzate, una novità importante per evitare che il suo intervento metta in fuga gli investitori privati.

La ricapitalizzazione diretta evita che si ripresenti il problema sorto con l'intervento a favore della Spagna. Per salvare il sistema bancario del paese, il Governo di Madrid è stato costretto a

chiedere l'aiuto europeo, che ha preso corpo tra giugno e luglio per un ammontare fino a 100 miliardi. Tecnicamente, l'EFSF presta al FROB spagnolo, che è sotto il controllo del Governo. L'accordo prevede una serie di condizioni, al cui rispetto è subordinato l'esborso dell'aiuto. Tra le quali profonde riorganizzazioni sia di specifiche banche sia dell'intero sistema finanziario, la cui effettiva realizzazione sarà monitorata dalla troika UE-BCE-FMI. Una prima tranche del piano (30 miliardi) è stata già predisposta dall'EFSF e sarà erogata a richiesta del Governo spagnolo. Questo primo stanziamento è stato pensato come riserva per far fronte a eventuali necessità urgenti e inattese che si manifestino prima della definizione dell'ammontare totale del piano, in base a un'analisi dei fabbisogni banca per banca già in corso e che si concluderà entro settembre. Il prestito UE, però, non sembra essere sufficiente e non ha convinto i mercati. La principale debolezza di questo piano è appunto che, coinvolgendo il Governo spagnolo, comporta l'aumento del debito pubblico del paese e finisce per pesare sullo spread sovrano.

È sicuramente un progresso, dal punto di vista della cooperazione tra stati europei, il fatto che si sia varato un piano UE per le banche spagnole, mentre nelle prime fasi della crisi gli aiuti alle banche erano forniti su base nazionale. In Irlanda nel settembre 2010 il Governo ha salvato gli istituti nazionali, ma poi ha dovuto chiedere l'aiuto UE per finanziare il proprio debito. In Spagna ora è l'UE a salvare le banche, passando però ancora per il Governo spagnolo. Il passo decisivo sarà compiuto proprio quando il fondo EFSF (e poi l'ESM) salverà direttamente le banche di un paese.

È stato, però, deciso che i fondi EFSF-ESM potranno intervenire in modo diretto solo da quando la vigilanza sarà passata alla BCE. La vigilanza comune è stata posta come prerequisito per la ricapitalizzazione diretta, rimandando l'entrata in campo di quest'ultima almeno al 2013.

La concessione di una licenza bancaria al fondo EFSF-ESM è stata per ora accantonata. Il fondo avrebbe potuto finanziarsi presso la BCE, accrescendo la propria capacità di intervento. Il consenso su tale possibilità era in un primo tempo cresciuto, come mostrato dalle aperture del banchiere centrale austriaco, Ewald Nowotny, in precedenza fedele alla linea conservatrice. Ma sono poi riemerse forti resistenze politiche, ad esempio nel vertice italo-tedesco del 29 agosto.

L'accordo trovato sulla ricapitalizzazione diretta è una soluzione parziale perché non fa compiere progressi sulla parte che riguarda la liquidazione di un istituto in crisi. Non è prevista per l'EFSF-ESM la gestione operativa della banca finalizzata alla liquidazione. Né si è deciso qualcosa circa la proposta della Commissione di creare appositi Fondi nazionali che operino con modalità uniformate e scambio di risorse. Resta perciò un vuoto da colmare se si vuole avere un meccanismo comune o almeno armonizzato nella liquidazione di banche in crisi.

Sul terzo tassello indispensabile per l'unione bancaria europea, l'assicurazione comune dei depositi, nel vertice di fine giugno non si sono fatti progressi. L'obiettivo della garanzia sui depositi è evitare una corsa agli sportelli a seguito di notizie negative, e quindi il fallimento delle banche per mancanza di liquidità. Un'assicurazione comune porterebbe risparmi di costi amministrativi, più equità nel caso di banche con operazioni transfrontaliere, maggiore copertura nel caso di eventi in singoli paesi. Ma anche la semplice armonizzazione dei fondi nazionali esistenti sarebbe utile, per garantire tutti i risparmiatori allo stesso modo, riducendo i timori che fanno spostare i depositi da un paese all'altro.

Già da qualche anno si è fatto molto nell'uniformare le pratiche nazionali. La UE ha avviato dal 2009 un processo di armonizzazione tra i vari Fondi di garanzia nazionali, che è stato completato per alcune caratteristiche importanti. Primo, sono state eliminate le differenze nell'ammontare massimo assicurato per ogni risparmiatore, alzato a 100mila euro, dai 20mila pre-crisi. Secondo, in tutti i paesi i tempi per il rimborso sono stati accorciati a 20 giorni, dai tre mesi precedenti[3].

Questi successi, però, non bastano. I fondi di garanzia non sono del tutto uniformati e le residue difficoltà di armonizzazione sono molteplici. Ci sono differenze nella dimensione dei fondi: la Commissione ha proposto un minimo dell'1,5% dei depositi per i paesi di Eurolandia. Persistono differenze nelle modalità di finanziamento da parte delle banche: in alcuni paesi il contributo è pagato ex-ante, in altri come l'Italia è ex-post, cioè solo in caso di effettiva necessità di risorse.

I fondi di garanzia restano, soprattutto, separati. Le discussioni a livello tecnico vanno avanti da tempo, ma non riescono a sormontare alcuni ostacoli. Ad esempio, se far aderire a un fondo di garanzia europeo tutte le banche o solo quelle con attività transnazionali. Se non sarà possibile mettere in comune le risorse in un unico fondo europeo, la Commissione mira almeno a un eventuale scambio di risorse in caso di necessità. Ma anche questo obiettivo appare difficile da conseguire. Dato l'ammontare dei depositi in Eurolandia, con un contributo uniforme pari all'1,5%, il fondo della Germania arriverebbe a 47 miliardi, quello della Francia a 29, quello dell'Italia a 22. Il fondo europeo potrebbe assommare a 163 miliardi totali. Risorse ampie messe in campo soprattutto dai maggiori paesi, e ciò spiega l'opposizione da varie parti a metterle in comune.

Nonostante le ampie risorse, è anche evidente che il fondo europeo di garanzia per i depositi, o un sistema integrato di fondi nazionali, può servire solo a fronte di eventi confinati a pochi casi in pochi paesi, non nell'eventualità di crisi sistemica su vasta scala. Per eliminare completamente il rischio sui depositi servirebbero risorse enormi, ma non è questo il fine di un fondo di assicurazione.

Una ragione dei mancati progressi sia sull'assicurazione comune dei depositi sia sul meccanismo unico di gestione dei fallimenti bancari sta nel fatto che entrambi potrebbero aver bisogno di un sostegno pubblico. Perciò secondo molti analisti non possono essere varati senza decidere prima una qualche forma di unione fiscale.

Inoltre, molti ritengono che bisognerebbe anzitutto ripulire le banche di Eurolandia dagli *asset* a rischio, quindi da potenziali perdite. Altrimenti, si finirebbe per utilizzare le risorse (private e pubbliche) dei paesi con banche sane per salvare le banche fragili di altri paesi. Non si considera però che fallimenti bancari disordinati nei paesi periferici avrebbero impatti notevoli anche sui paesi *core* di Eurolandia. Oltre al fatto che le banche di questi ultimi non sono prive di titoli tossici.

[3] In Italia dal maggio 2011 il limite di copertura per depositante è stato portato da 103.291 euro a 100.000, per effetto del D.Lgs. 49/2011 di recepimento della Direttiva 2009/14/CE. Tutte le banche italiane sono obbligate ad aderire al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi (FITD). Sono garantiti: conti correnti, depositi anche vincolati, assegni circolari, certificati di deposito nominativi. Il rimborso del deposito è effettuato entro venti giorni dalla data del provvedimento di liquidazione coatta della banca, termine che può essere prorogato dalla Banca d'Italia, in circostanze eccezionali, per altri 10 giorni. Per una banca straniera che opera in Italia, se questa aderisce al FITD la garanzia offerta è la stessa di quella delle banche italiane; se la banca straniera non aderisce al FITD, la garanzia corrisponde a quella offerta dall'assicurazione dei depositi del suo paese di origine.

Editore SIPI S.p.a.
Servizio Italiano Pubblicazioni Internazionali
Viale Pasteur, 6 – 00144 Roma
Stampa: SARO Italia Srl - Roma

Finito di stampare nel settembre 2012