

Tempi duri

Nel 2012 il ciclo dell'economia mondiale proseguirà nella fase di ripresa, ma con andamenti diseguali nelle diverse aree. Soprattutto, è ancora critica l'evoluzione della periferia europea.

I paesi in difficoltà non potranno però contare su un quadro internazionale dinamico: segnali di decelerazione caratterizzano difatti anche l'evoluzione delle economie asiatiche, mentre la crescita Usa resta sottotono.

L'economia internazionale

Nel 2012 l'economia internazionale manterrà una crescita a ritmi contenuti. Decelera l'Asia mentre la crescita Usa resta intorno al 2 per cento. La politica della Fed resta espansiva, ma la crisi dell'area euro e la decelerazione dei paesi asiatici comportano un leggero rafforzamento del dollaro. I prezzi delle materie prime stanno iniziando a flettere, ma le tensioni politiche in Medio Oriente mantengono il mercato petrolifero sotto pressione.

L'area euro

L'area euro nel 2012 registrerà una riduzione del Pil. Tale risultato riflette comunque andamenti divaricati nei diversi paesi. La variazione del prodotto sarà di segno negativo in Grecia, Portogallo, Spagna e Italia, mentre gli altri paesi potrebbero mantenere variazioni del Pil leggermente positive.

L'economia italiana

In Italia il rafforzamento della restrizione fiscale dopo la manovra Monti, e i diffusi segnali di stretta del credito, sono le premesse ad un 2012 di recessione. L'entità della crisi rifletterà l'evoluzione delle tensioni sui mercati finanziari. Nel 2012 cade la domanda interna e, grazie anche alla tenuta delle esportazioni, migliora il saldo commerciale. Il tasso di disoccupazione riprende ad aumentare.

Congiuntura ref.
ricerche

Periodico di analisi e previsioni

Direttore Responsabile:

Fedele De Novellis

Redazione:

Giovanna Barbera
Valentina Ferraris

Segreteria e Abbonamenti:

Dalia Imperatori
Telefono: 02.43441022
Fax: 02.43441027
e-mail: dalia@ref-online.it

Editore:

REF RICERCHE SRL
Via Gioberti 5
20123 Milano
www.ref-online.it

Condizioni di abbonamento:

18 rapporti di analisi e
4 rapporti di previsione
Euro 625,00 + IVA 21%

Modalità di pagamento:

Accredito su c/c Bancario n. 2390
Abi 05048 Cab 01625 Cin B
IBAN: IT34B050480162500000002390
Banca Popolare Commercio e Industria
ag. 69 Milano, Corso Magenta, 87

Registrazione:

Tribunale di Milano
con autorizzazione n. 485
del 30/10/1993

ISSN 1722-7275

E' vietato diffondere riproduzioni della
presente pubblicazione

- **Guida alla lettura** pag. 3
- **L'economia internazionale** pag. 4
- **Riquadro - Mercati immobiliari** pag. 13
- **L'area euro** pag. 15
- **Riquadro - Crisi dell'euro** pag. 19
- **Le previsioni per l'Italia** pag. 23
- **Riquadro - Italia: indicatori reali** pag. 34
- **Riquadro - La revisione dei conti** pag. 41

Il presente rapporto, elaborato con le informazioni disponibili al 18 Gennaio 2012 è stato curato da: Marina Barbini, Fedele De Novellis, Valentina Ferraris, Sara Signorini.

Ultimi lavori e pubblicazioni ref.

- Il mercato del lavoro degli immigrati. Rapporto annuale sulla base dei risultati dell'indagine Excelsior
- Geo.pa Dinamiche del lavoro nella Pubblica amministrazione, Unioncamere ref. ricerche
- Tendenze dei prezzi - Bollettino n. 113, dicembre 2011 (a cura di di ref. per Indis Unioncamere)
- Rapporto sulla spesa delle imprese per il servizio di smaltimento dei rifiuti solidi urbani in Umbria, anno 2011
- Rapporto sulla spesa delle imprese per il servizio di smaltimento dei rifiuti solidi urbani in Toscana, anno 2011
- Tobacco Observatory, Newsletter ref., n. 20, ottobre 2011
- Rapporto Coop 2011 "Consumi e distribuzione", settembre 2011 (a cura di ref. e Ancc-Coop)
- Rapporto sulle tariffe dei servizi pubblici locali 2010 (a cura di di ref. per Unione Nazionale delle Camere di Commercio)
- Il quadro finanziario dei Comuni - Rapporto Ifel, luglio 2011
- Rapporto sul Mercato del Lavoro 2010-2011, luglio 2011 (a cura di ref. per Cnel)
- Autonomia delle amministrazioni territoriali - Federalismo e confronto internazionale in "Finanza Locale Monitor", giugno 2011 (a cura di di ref. per Servizio Studi e Ricerche Intesa San Paolo)

La presente pubblicazione è riservata ai soli abbonati per uso personale e non commerciale. Non è, pertanto, consentito modificare, duplicare, distribuire, divulgare, vendere, trasmettere, riprodurre, pubblicare su qualsiasi mezzo, sotto qualsiasi forma o per qualsivoglia ragione, in tutto o in parte, i contenuti della pubblicazione senza l'autorizzazione scritta di ref. Ricerche. Agli abbonati è consentita la stampa di una copia della pubblicazione per uso esclusivamente personale e non commerciale senza, tuttavia, apportarne alcuna modifica. Ogni violazione verrà perseguita a norma di legge ed autorizzerà ref. Ricerche a sospendere l'invio della pubblicazione senza alcun avviso.

Il passaggio più difficile

Nel 2012 il ciclo dell'economia mondiale dovrebbe descrivere il terzo anno consecutivo di ripresa dopo la recessione del 2009. L'andamento aggregato sintetizzerà però andamenti ciclici sfasati nelle diverse aree. In particolare, rispetto ad un generalizzato rallentamento della congiuntura internazionale, appare realistica l'eventualità di una recessione dell'area dell'euro (pag. 15).

Il premio al rischio pagato dai titoli del debito sovrano delle economie periferiche europee è rimasto difatti su livelli elevati nel corso degli ultimi mesi. Le tensioni hanno determinato un peggioramento delle prospettive economiche per questi paesi, sia perché le pressioni dei mercati hanno indotto i Governi delle economie in crisi ad accelerare la fase di consolidamento dei conti pubblici, sia perché l'aumento degli spread si è tradotto in un peggioramento delle condizioni di accesso al credito.

Nell'area euro ci si avvia quindi verso un anno di recessione, ma con risultati molto diseguali fra i diversi paesi (pag. 20). La variazione del Pil è negativa in Grecia, Portogallo, Spagna e Italia. Leggermente positiva nelle altre economie. Si ampliano quindi ulteriormente le divergenze interne. La ricerca di una soluzione alle tensioni rappresenta un compito difficile e richiederebbe un grado maggiore di cooperazione. Il contagio della crisi fra i paesi dell'area euro passa attraverso il canale bancario, visto che le istituzioni finanziarie delle economie del centro posseggono titoli di Stato dei paesi della periferia. Resta però vero che i costi dei ritardi nelle politiche europee, diversamente da quanto diversi commentatori sostengono, sono molto asimmetrici, per lo più a carico dei paesi periferici; inutile contare molto su un presunto interesse tedesco al sostegno dei paesi in crisi.

Il vero quesito è se questo ci condurrà ad una disgregazione dell'euro, evento cui sino a poco tempo fa si associava una probabilità praticamente nulla, e che adesso inizia a rappresentare una eventualità fra le opzioni a disposizione. Certo, i rischi associati ad un collasso della moneta unica sono elevatissimi, ma non inferiori a quelli che deriverebbero da una sequenza di default da parte dei paesi in difficoltà.

L'Italia sta cercando di affrontare la crisi con gli strumenti di cui dispone. Innanzitutto con

politiche fiscali restrittive al fine di conseguire una "blindatura" del bilancio utile per guadagnare credibilità sulla sostenibilità dei conti (pag. 23). L'entità dell'aggiustamento è significativa se si considera che la manovra di dicembre si somma agli interventi già varati dal Governo precedente. La correzione fiscale non è però sufficiente se non è accompagnata da un credibile aumento del potenziale di crescita, e a questo obiettivo sono ispirate le scelte del Governo che ha avviato la "fase 2" con un primo elenco di provvedimenti di liberalizzazione di settori protetti dalla concorrenza. I tempi ristretti dell'azione di Governo hanno concentrato per ora le scelte prevalentemente, anche se non esclusivamente, su un insieme di settori di dimensione piccola, e questo naturalmente consente di anticipare esiti limitati sulla crescita potenziale dell'economia, soprattutto nel breve. Il percorso delle riforme necessarie per alzare la crescita del sistema è ancora tutto da compiere, e richiede sforzi che vanno però oltre le possibilità e l'orizzonte temporale del Governo tecnico in carica. Perché i risultati siano di rilievo occorre che i partiti che stanno sostenendo l'attuale Governo si appropriino pienamente dell'impostazione di policy adottata, anticipando programmi coerenti con essa per dopo le elezioni.

Per ora restano le difficoltà di un paese che è già entrato in recessione nella seconda metà del 2011 e che probabilmente vedrà il livello del Pil ancora in contrazione durante tutta la prima metà del 2012 (pag. 28).

Lo scenario di crisi è guidato dalla caduta di tutte le componenti della domanda interna, e l'entità della contrazione del Pil è mitigata soltanto dalla tenuta delle esportazioni e dal fatto che parte della flessione della domanda interna si scarica sulle importazioni. Il contributo del net export alla crescita resta ampiamente positivo nel 2012, così come già lo scorso anno e il deficit commerciale registra una decisa contrazione (pag. 33). L'occupazione si riduce quest'anno e il prossimo e il tasso di disoccupazione torna ad aumentare (pag. 40). La riduzione del deficit pubblico è piuttosto marcata, sebbene la recessione e l'aumento della spesa per interessi ostacolino il percorso di consolidamento dei conti.

L'economia internazionale

Tendenze recenti

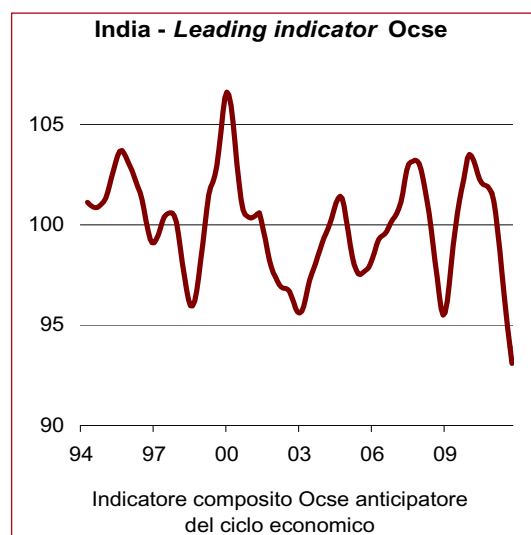
Il quadro globale

La seconda parte del 2011 è stata caratterizzata da una fase di decelerazione dell'economia mondiale. Sebbene le tensioni sui mercati finanziari abbiano concentrato l'attenzione sulle tendenze dell'area dell'euro, in realtà l'aspetto più interessante è che il peggioramento del quadro congiunturale ha interessato tutte le maggiori aree dell'economia mondiale indistintamente, anche se con intensità diversa. L'economia con la *performance* peggiore è stata quella giapponese, che ha risentito delle accidentalità sul profilo della produzione derivanti dal terremoto che ha colpito il paese e causato le interruzioni al ciclo produttivo legate alla disponibilità di energia elettrica. Il recupero dei livelli produttivi da parte del Giappone è stato comunque completato, anche se l'attività economica è rimasta comunque relativamente fragile nel corso degli ultimi mesi.

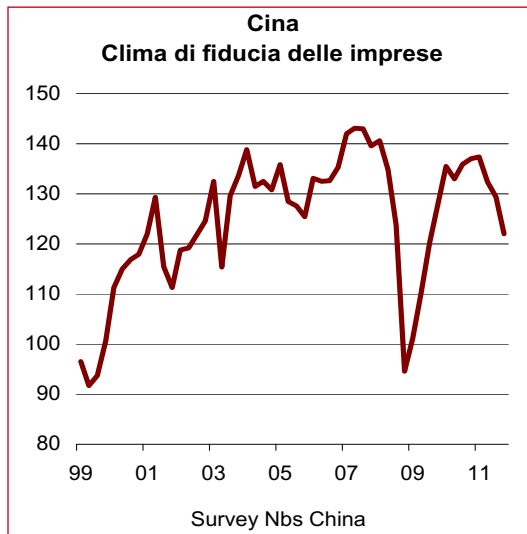
Gli indicatori anticipatori del ciclo globale hanno iniziato ad invertire la tendenza sin dalla scorsa primavera, continuando a decelerare ancora nella seconda parte del 2011. Nella parte finale dell'anno si sono anche moltiplicati i segnali di decelerazione da parte di diversi paesi emergenti. Anche le maggiori economie asiatiche hanno registrato un peggioramento degli indicatori di ciclo. Secondo le elaborazioni dell'Ocse, il rallentamento di questi paesi è destinato a protrarsi nella prima parte del 2012. I paesi in cui la decelerazione è più marcata sono Brasile e India.

La relativa consonanza evidenziata dagli indicatori di attività economica di diverse aree, e soprattutto il rallentamento dei paesi asiatici, rappresenta uno degli aspetti della fase attuale più difficili da decifrare. Difatti, le tensioni sui mercati finanziari sono rimaste circoscritte alle economie periferiche dell'area dell'euro, anche nelle evoluzioni più recenti.

Naturalmente i fattori di carattere finanziario, soprattutto rappresentati dall'aumento generalizzato del premio al rischio che ha contagiato diversi mercati, sono una parte della spiegazione. Vi sono anche altri elementi che



hanno concorso al rallentamento dei paesi asiatici. Innanzitutto, la crescita della domanda nei paesi occidentali ha rallentato, frenando le prospettive di espansione delle esportazioni. Inoltre, i prezzi delle materie prime sono rimasti su livelli elevati, e questo ha penalizzato gli sviluppi della domanda interna. Data la sostanziale dipendenza di diversi paesi asiatici dal ciclo delle esportazioni, e dato l'elevato contenuto di *commodities* dei consumi interni, le imprese si sono ritrovate rapidamente a fronteggiare un deterioramento delle condizioni di domanda sia estera che interna. Fra l'altro, nel corso del 2011 hanno iniziato ad emergere le

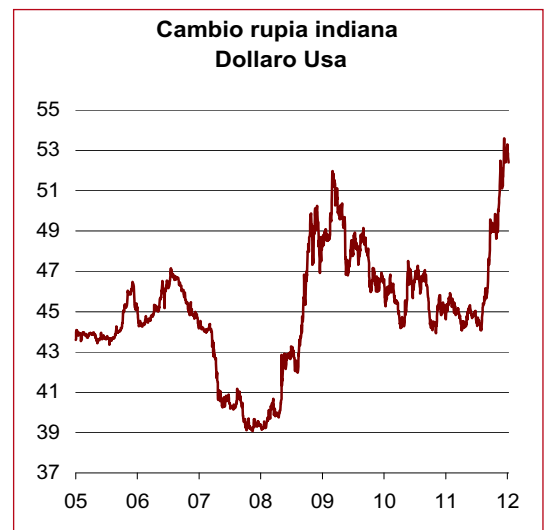
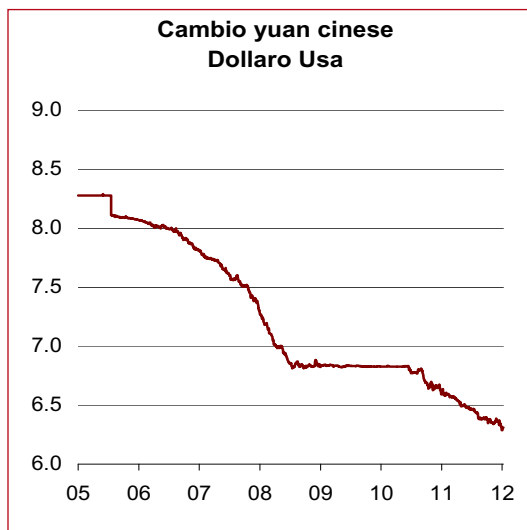


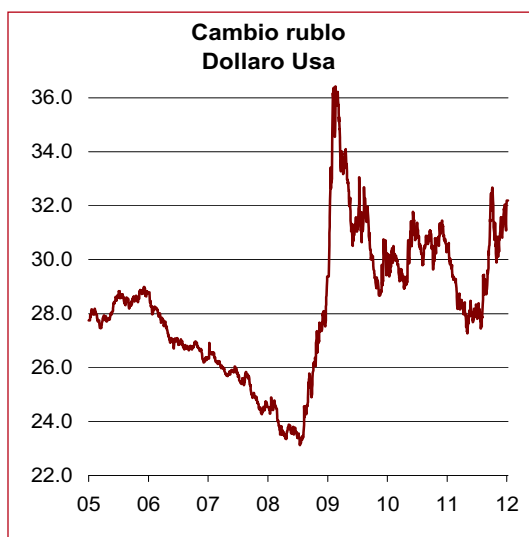
conseguenze del rallentamento del credito legato alle politiche adottate sin dal 2010 da vari paesi al fine di frenare le spinte inflazionistiche che all'epoca stavano iniziando a materializzarsi. I segnali di rallentamento della congiuntura dei paesi asiatici in un contesto di domanda dei paesi occidentali relativamente fragile aprono ulteriori elementi di incertezza sulle prospettive dell'economia globale.

Fra i diversi elementi dello scenario si deve rammentare il rischio di una crisi del mercato immobiliare in Cina, dove alla minore disponibilità di credito per il finanziamento della domanda si sovrappone quella del credito agli immobiliari, e questo dovrebbe preludere ad una rapida contrazione degli investimenti nel comparto residenziale del paese.

Il rallentamento dell'economia cinese peraltro

si accosta ad una stabilizzazione del saldo commerciale, la cui fase di ampliamento si è completata oramai da oltre tre anni. E' del resto abbastanza scontato che l'economia cinese è entrata in una fase in cui dovrebbe modificare il proprio modello di sviluppo, passando ad una crescita meno dipendente dalle esportazioni, e sostenuta in misura maggiore dalla crescita dei consumi. Ciò dovrebbe tradursi in una maggiore dinamica delle importazioni, e implicare un graduale riassorbimento del surplus commerciale. In questo contesto, il graduale apprezzamento dello yuan cinese nei confronti del dollaro appare un esito naturale, e per molti versi favorevole. Il timore è che le autorità cinesi, dinanzi ad un rallentamento dell'economia, possano decidere di arrestare la tendenza al rafforzamento della valuta. Tale



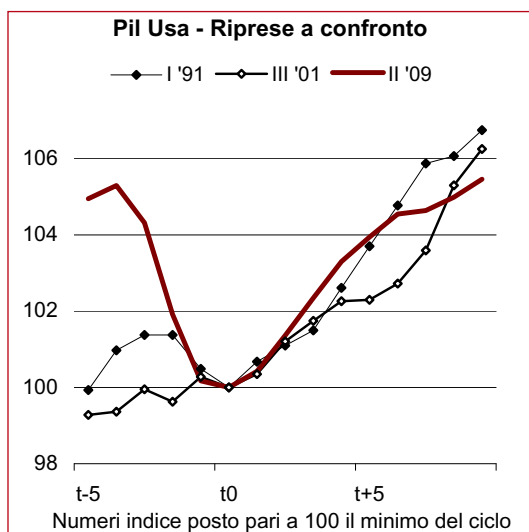


timore è tanto più giustificato se si considera che, proprio a seguito del rallentamento del ciclo, e anche per effetto del *flight to quality* di cui stanno beneficiando i titoli del Tesoro

Stati Uniti: tutto sommato meglio di altri

L'economia Usa ha continuato a crescere nel corso del 2011 a ritmi moderati. L'intensità della ripresa, a due anni dal suo inizio, appare analoga a quella osservata nel corso delle ultime fasi di recupero, successive alle recessioni del 2001 e del 1991, anche se questa volta la profondità della caduta precedente è stata ben maggiore, tant'è che solo recentemente sono stati nuovamente approssimati i livelli produttivi pre-crisi.

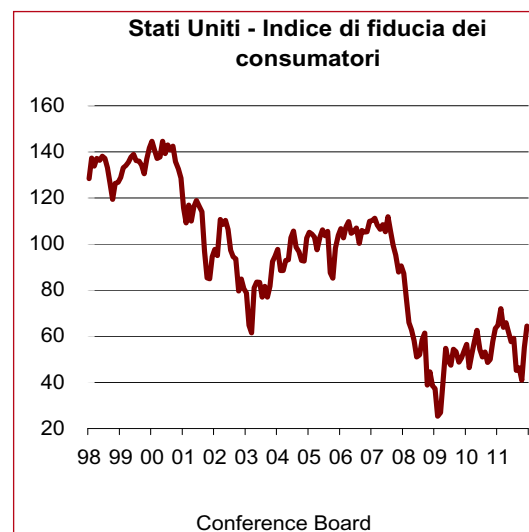
Anche negli Stati Uniti gli indicatori congiunturali nella seconda parte del 2011 hanno evidenziato un deterioramento, anticipando



americano, le valute di diverse paesi emergenti, soprattutto la rupia indiana, da qualche settimana hanno iniziato nuovamente a indebolirsi rispetto al dollaro.

una crescita moderata nel quarto trimestre e nel primo 2012, in linea con quanto osservato nel corso del 2011. In ogni caso, considerando il quadro generale di rallentamento dell'economia globale, la *performance* americana appare nel complesso soddisfacente. Inoltre, i risultati delle *survey* di fine 2011 paiono evidenziare una interruzione della fase di rallentamento.

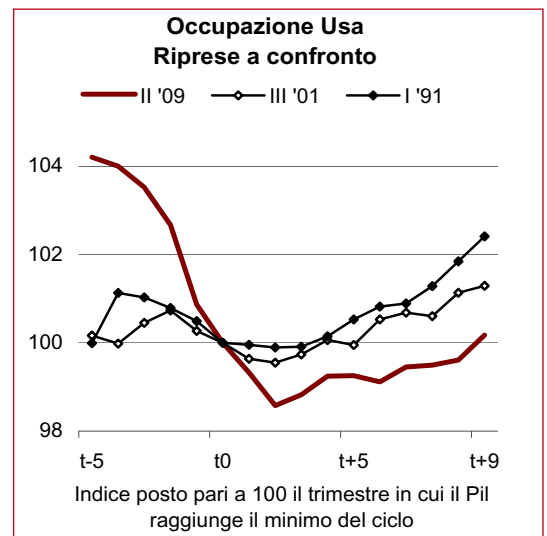
Ad un andamento non particolarmente sfavorevole degli indicatori di attività economica si associa una situazione ancora difficile per le famiglie, di cui vi è riscontro nell'andamento relativamente depresso dei rispettivi indici di



fiducia, che oscillano ancora intorno ai minimi post 2008.

Si nota una chiara divaricazione fra le condizioni dei bilanci delle imprese, che sono migliorati significativamente nel corso degli ultimi due anni anche grazie ad una intensa fase di ristrutturazione, e quelle dei bilanci delle famiglie, che hanno subito le conseguenze dei tagli nei costi aziendali, con le conseguenti riduzioni nei posti di lavoro. Pertanto, la ripresa non è riuscita a sostenere la domanda di lavoro in misura significativa, e questo comporta che le famiglie non hanno sinora beneficiato dei vantaggi dell'avvio del recupero del ciclo economico. Se il Pil americano è ritornato sui livelli pre-crisi, mancano ancora sei milioni di occupati per ritornare sui livelli del 2007. Dal confronto del comportamento dell'occupazione nel corso dell'ultimo ciclo con le riprese del 1991 e del 2001 (nel grafico è posto pari a 100 il trimestre di minimo del Pil) si nota subito come a questo punto del ciclo l'economia in altre occasioni aveva già completamente recuperato le perdite occupazionali determinate dalla crisi. Le tendenze del mercato del lavoro Usa mostrano come ai ritmi di crescita attuali l'economia non riesca a creare posti di lavoro ad un ritmo sufficiente per riassorbire la caduta occupazionale avvenuta durante la recessione del 2009.

La modestia del recupero dell'occupazione e le forti perdite registrate nel corso della recessione spiegano la persistenza del tasso di disoccupazione Usa su valori elevati, tanto più che durante la crisi è anche diminuita la partecipazione, evidenziando la presenza di effetti di "scoraggiamento" fra gli inoccupati. Nel corso dell'ultimo anno la crescita in termini reali del reddito disponibile delle famiglie ha continuamente decelerato, sino ad azzerarsi. La modesta crescita dei consumi delle famiglie è stata conseguita anche a seguito di una nuova fase di discesa della propensione al risparmio. Questa evidentemente non è una buona notizia considerando che le famiglie americane sono ancora gravate da un elevato stock di debito. Inoltre, resta ancora molto incerta l'evoluzione dei prezzi degli immobili,



che sovente rappresentano la controparte di tale stock di debito: le famiglie condizionate da un più elevato onere del debito sono anche quelle che stanno subendo le maggiori perdite rispetto al valore di acquisto degli immobili (sono cioè quelle che hanno comprato casa ai prezzi alti degli anni duemila).

Parte della decelerazione del potere d'acquisto delle famiglie è stata determinata dall'aumento dell'inflazione osservato durante la prima metà del 2011 a causa delle tensioni sui mercati delle materie prime. Il rientro di tali spinte sui prezzi si è tradotto in un avvio della fase di discesa dell'inflazione dal massimo vicino al 4 per cento di settembre; l'inflazione *core* è però contestualmente leggermente aumentata, sino a portarsi intorno al 2 per cento.

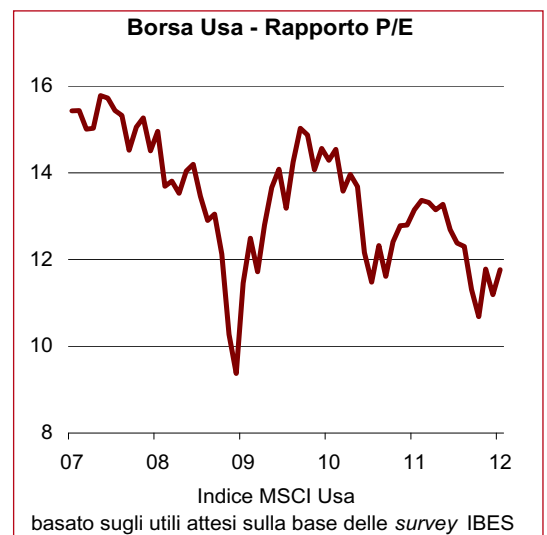
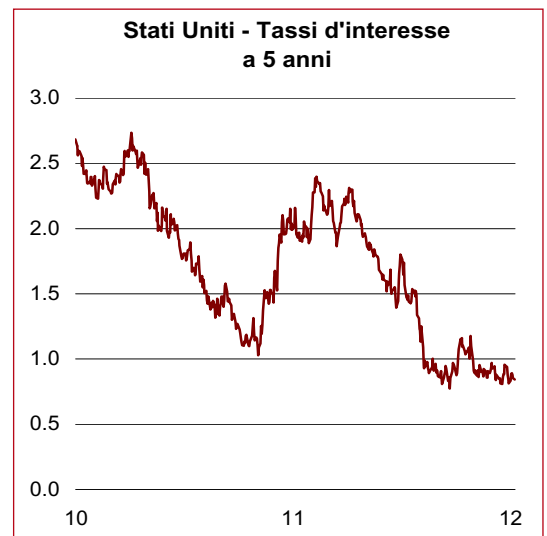
Nonostante la relativa tenuta del quadro congiunturale, e la situazione decisamente più serena rispetto ai paesi dell'area dell'euro, i tassi d'interesse americani si sono mantenuti su livelli bassissimi. Non solo i tassi di *policy* sono stati azzerati, ma anche le aspettative prevalenti sui mercati indicano che gli spazi di aumento nei prossimi anni sono modesti. Tale andamento riflette la politica espansiva della Fed, ma anche l'elevata avversione al rischio prevalente sui mercati, che determina acquisti di bond anche a prezzi elevati. L'aumento del premio al rischio condiziona anche l'andamento delle quotazioni in borsa, visto che i profitti delle imprese hanno registrato nel corso degli ultimi trimestri un andamento complessivamente soddisfacente, che avrebbe potuto giustificare un recupero più sostenuto delle quotazioni.

Vi è quindi una sorta di scollamento fra le tendenze dell'economia reale e i segnali provenienti dai mercati finanziari, che apparentemente non sembrano incorporare pienamente un quadro macro più favorevole. Questo potrebbe essere dovuto sia alla situazione internazionale complessiva, per cui le tensioni prevalenti sul mercato del debito pubblico e i problemi delle banche europee condizionano l'andamento anche di altri paesi, sia al fatto che situazioni di squilibrio specifico all'interno degli Stati Uniti continuano a mantenere elevata l'incertezza sulle prospettive economiche. Tali fattori sono riconducibili all'elevato grado di indebitamento delle famiglie e al costante aumento del debito pubblico. Entrambe le evidenze suggeriscono di guardare con cautela alle prospettive della domanda interna

Si interrompe la crescita dei prezzi delle materie prime

Il deterioramento del quadro congiunturale della seconda parte del 2011 non è stato associato ad un andamento nella stessa direzione dei prezzi delle materie prime. In particolare, nel corso degli ultimi mesi si è osservata una stabilizzazione del prezzo del petrolio e delle materie prime alimentari, mentre le *commodities* agricole e i metalli sono state interessate da flessioni più accentuate.

La relativa tenuta dei prezzi delle materie prime



americana. La lentezza del recupero del mercato del lavoro e la perdurante fase di difficoltà del mercato immobiliare implicano che il consolidamento della domanda interna americana resta esposto a rischi significativi.

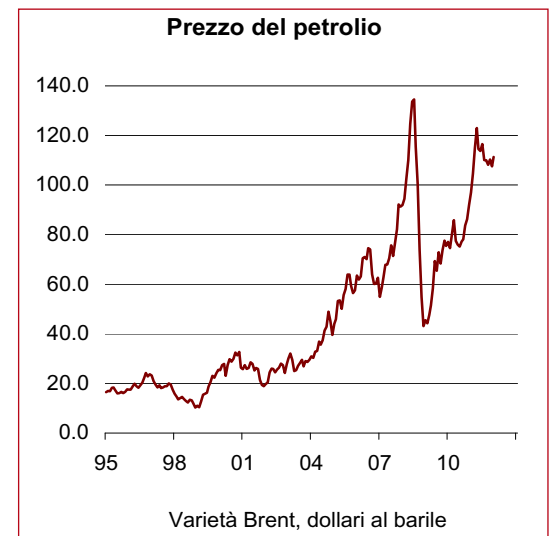
a fronte di un'evoluzione meno favorevole dell'attività industriale globale è in parziale controtendenza rispetto agli andamenti degli ultimi anni, quando di fatto i prezzi delle materie prime hanno esibito una forte correlazione con il ciclo della domanda, e assorbito buona parte dell'instabilità ciclica globale, assumendo quasi un ruolo di stabilizzatore automatico del ciclo economico. La tenuta delle quotazioni ha interessato prevalentemente il comparto

energetico, e questa non è una novità, nella misura in cui le quotazioni del petrolio sono state tradizionalmente decorrelate dall'attività economica, almeno sino ai primi anni duemila. Una possibile spiegazione del comportamento recente del mercato petrolifero sottolinea il peso dei fattori di offerta legati anche alle tensioni politiche nel mondo arabo, esacerbate dal peggioramento della situazione in Siria, e alla perdurante assenza del greggio libico dal mercato. Più di recente è intervenuta la crisi legata alla prosecuzione del programma nucleare iraniano e la possibilità di un embargo degli acquisti di greggio dall'Iran, che rischia di acuire le tensioni sollecitando aumenti delle quotazioni nel corso della prima parte dell'anno. Infine, vanno rammentati i timori di interruzioni produttive in Nigeria causate da fattori di politica interna. La crisi politica mediorientale influenza le condizioni del mercato petrolifero anche perché diversi paesi produttori, come l'Arabia Saudita, al fine di smorzare le tensioni sociali, hanno innalzato i livelli della spesa pubblica in misura significativa. Questo naturalmente comporta l'esigenza di maggiori risorse finanziarie, da cui il tentativo di sostenere i livelli delle quotazioni del petrolio anche da parte dei produttori tradizionalmente meno distanti politicamente dai paesi occidentali. Altre materie prime hanno invece risposto più rapidamente al peggioramento del quadro economico. Fra queste i metalli, le cui quotazioni potrebbero ancora flettere

Le prospettive

Frenata globale nel 2012

Il quadro dell'economia globale del prossimo biennio mette in evidenza situazioni differenziate fra le diverse aree anche se resta tuttora difficile stabilire in che misura le *performance* più deboli di alcune, in particolare dell'area euro, condizioneranno le tendenze delle altre economie, provocando un rallentamento generalizzato. A rigore di logica siamo entrati in una fase in cui la crisi è confinata all'area dell'euro anche se, come vedremo meglio nel capitolo successivo, le divaricazioni all'interno della stessa area della moneta unica restano



nei prossimi mesi se le condizioni del ciclo economico internazionale confermeranno la fase di rallentamento.

particolarmente ampie. L'ipotesi di partenza è che lo scenario internazionale si caratterizzerà per un rallentamento europeo marcato. La crisi dei debiti sovrani ha conseguenze sui sistemi creditizi dell'intera area, e questo genererà un peggioramento delle condizioni di accesso al credito e una flessione della domanda interna europea sfasata dal ciclo internazionale. A ciò va aggiunto che anche dal punto di vista delle politiche fiscali il 2012 è certamente un anno di divaricazione fra le varie aree. A fronte di una robusta stretta fiscale in corso in diverse

economie dell'area dell'euro, negli Stati Uniti il deficit pubblico è atteso su livelli ancora elevati, fra il 7 e l'8 per cento del Pil e questo, dato il quadro di crescita relativamente moderata, porterebbe ad un incremento ulteriore del rapporto debito/Pil americano, che supererà il 100 per cento del Pil. Il ciclo dell'area euro sarà quindi almeno parzialmente sfasato dal resto del mondo: negli Stati Uniti la crescita dovrebbe continuare, anche se a ritmi non superiori al 2 per cento, in Giappone si viaggia intorno all'1 per cento, ma più per effetto del recupero della contrazione del 2011 che per reale consistenza del ciclo. Decelerano anche i paesi emergenti, e il commercio mondiale registra una brusca frenata, con una variazione quasi nulla nel 2012. La maggiore debolezza dell'area euro dovrebbe giustificare una caduta dell'euro nei confronti delle principali valute. Tale ipotesi è però attenuata dal fatto che la decelerazione dell'area asiatica, che potrebbe verificarsi nei prossimi mesi, renderebbe meno giustificato un apprezzamento dei cambi di queste economie; anzi, in alcuni casi, come per la rupia indiana, si osserva piuttosto da qualche tempo un andamento di segno contrario. Se a questo si aggiunge che un euro più debole potrebbe rivitalizzare la congiuntura dell'industria in Germania, favorendo un rafforzamento delle quote di mercato dei paesi dell'area tedesca, si trae spiegazione dell'indebolimento relativamente contenuto della valuta europea. L'eventualità di una marcata caduta dell'euro potrebbe comunque materializzarsi nel caso di un ulteriore aggravamento della crisi finanziaria europea. Il rallentamento del ciclo internazionale giustifica anche l'arresto della fase rialzista dei prezzi delle materie prime osservata sino a inizio 2011, aprendo alla possibilità di un indebolimento delle quotazioni che potrebbe interessare a questo punto anche il petrolio, se le tensioni nell'area mediorientale rientreranno nei prossimi mesi. La contrazione dei prezzi delle materie prime risulterebbe più marcata nel caso di un rafforzamento del dollaro più ampio di quello indicato nelle nostre previsioni. Se la stabilizzazione dei mercati delle materie prime si materializzerà, anche lo scenario per l'inflazione potrebbe venire orientato

MATERIE PRIME					
	Previsioni				
	2009	2010	2011	2012	2013
Prezzo del petrolio *					
- In \$	62.4	80.3	110.9	105.4	100.8
- In €	44.8	60.5	79.5	81.7	76.1
Variazioni % medie annue					
Materie prime in \$					
- Petrolio *	-36.5	28.6	38.1	-5.0	-4.4
- No energy **	-24.4	26.6	25.0	-14.0	0.5
Materie prime in €					
- Petrolio	-32.6	36.0	31.3	2.7	-6.8
- No energy	-20.0	33.2	18.9	-6.9	-2.1

* Brent; ** Indice Economist

PIL E COMMERCIO MONDIALE					
	Previsioni				
	2009	2010	2011	2012	2013
Variazioni % medie annue					
Stati Uniti	-3.5	3.0	1.7	1.6	2.1
Giappone	-5.5	4.5	-0.8	1.3	1.1
Regno Unito	-4.4	2.1	0.8	-0.3	0.9
Area euro	-4.2	1.8	1.6	-0.3	1.1
Germania	-5.1	3.6	2.9	0.3	2.0
Francia	-2.6	1.4	1.6	0.0	1.4
Italia	-5.1	1.4	0.4	-1.5	-0.3
Spagna	-3.7	-0.1	0.6	-1.3	-0.1
Paesi industrializzati	-4.2	2.6	1.2	0.6	1.4
Economie emergenti	2.7	7.3	5.9	4.4	6.0
Econ emerg asiatiche	7.2	9.5	7.5	5.8	7.4
Pil mondiale	-0.6	5.1	3.6	2.7	3.8
Commercio mondiale	-10.7	12.4	6.1	2.0	5.2

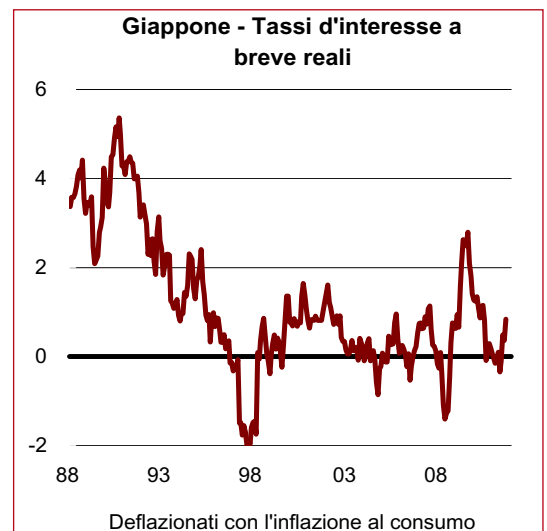
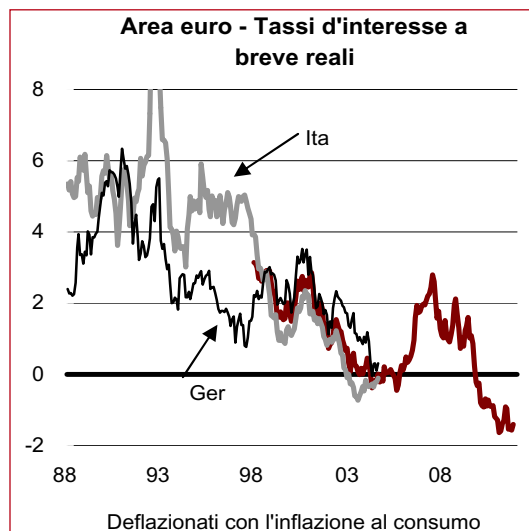
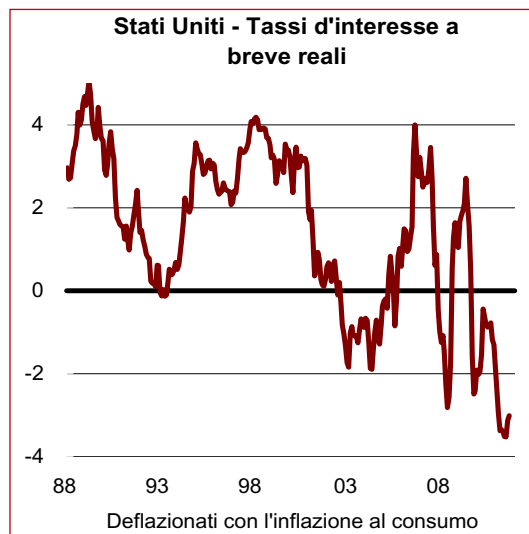
PREZZI INTERNAZIONALI					
	Previsioni				
	2009	2010	2011	2012	2013
Variazioni % medie annue					
Manufatti in \$	-6.5	2.4	10.8	-1.1	2.0
Manufatti in €	-1.4	7.5	5.4	6.9	-0.6
Prezzi al consumo					
Stati Uniti	-0.3	1.6	3.2	1.9	1.7
Area euro	0.3	1.6	2.8	2.1	1.7
Giappone	-1.4	-0.8	-0.2	-0.2	0.0

TASSI E CAMBI					
	Previsioni				
	2009	2010	2011	2012	2013
Livello medio annuo					
Cambio dollaro-euro	1.39	1.33	1.39	1.29	1.32
Cambio yen-dollaro	93.6	87.8	80.1	78.9	80.1
Cambio yen-euro	130.4	116.5	111.6	101.8	106.1
Tassi ufficiali					
Stati Uniti	0.3	0.3	0.3	0.4	0.9
Area euro	1.4	1.0	1.3	1.0	1.0
Giappone	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0

al ribasso, anche se con alcune differenze a seconda dei paesi legate all'andamento dei rispettivi tassi di cambio o a cambiamenti

nella fiscalità. In ogni caso la dinamica dei prezzi dovrebbe avere già superato il punto di massimo nella maggior parte delle economie: negli Stati Uniti il picco è stato probabilmente toccato a settembre con un'inflazione vicina al 4 per cento, ma già la prossima primavera il tendenziale dovrebbe essere sceso su tassi intorno al 2 per cento. Nell'area euro ci si mantiene vicino al 3 per cento sino a febbraio, per poi scendere rapidamente verso il 2 per cento. In media d'anno tanto l'inflazione Usa quanto quella dell'area euro dovrebbero riportarsi verso il 2 per cento da quest'anno, mentre il Giappone dovrebbe mantenere un'inflazione di segno negativo. Le politiche monetarie delle economie avanzate resteranno di segno decisamente espansivo anche perché in molti casi l'efficacia della politica monetaria è soltanto

parziale, se non nulla. Il canale di trasmissione all'economia reale è interrotto dalla crisi dei settori bancari in diversi paesi; in generale le condizioni di accesso al credito sono molto restrittive. Negli Stati Uniti, dove in realtà le condizioni di finanziamento delle imprese sono molto migliorate (meno quelle delle famiglie), la Fed ha comunque ribadito di vedere rischi di deterioramento delle prospettive, segnalando in tal modo l'intenzione di mantenere i tassi d'interesse su livelli molto bassi ancora a lungo. Nella maggior parte dei paesi il livello dei tassi a breve è sostanzialmente nullo anche se il livello dei tassi reali delle diverse economie è abbastanza diverso riflettendo i divari d'inflazione. Tale aspetto è rilevante soprattutto in alcuni casi dove l'inflazione è più elevata, come il Regno Unito.

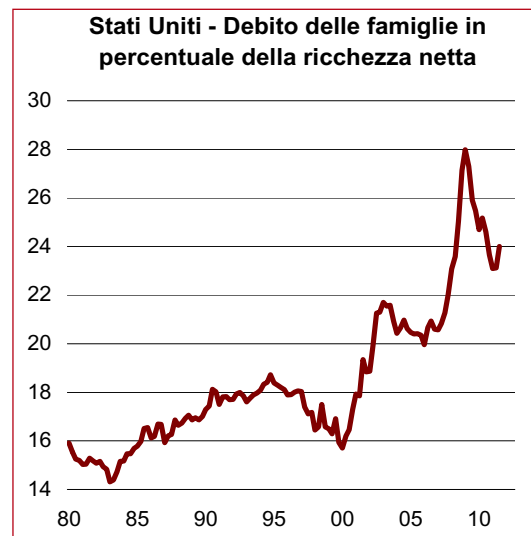


Irischi

Non solo Europa

Le tensioni sui mercati finanziari hanno concentrato l'attenzione nel corso degli ultimi mesi sui problemi dell'area dell'euro. Questo è dipeso non solo dai problemi di fondo che stanno alla base della crisi finanziaria, ma anche dalle esitazioni della politica economica europea, che hanno contribuito a fare degenerare una situazione che probabilmente sarebbe stato meglio risolvere sul nascere attraverso un sostegno più deciso alla Grecia. Il fatto che in altre economie i problemi della finanza pubblica non abbiano dato luogo a tensioni è anche spiegato dalla capacità delle autorità monetarie di garantire condizioni distese ai mercati. Gli squilibri delle finanze pubbliche che si stanno gradualmente cumulando in diversi paesi non sono però da sottovalutare. Fra l'altro, le finanze pubbliche di alcuni paesi, come gli Stati Uniti o il Regno Unito, beneficiano di condizioni di finanziamento del debito estremamente favorevoli, per cui all'esplosione del livello del debito pubblico non è sino ad ora corrisposta una crescita marcata della spesa per il pagamento degli interessi sul debito. Secondo le stime più recenti dell'Ocse, nel 2013 il rapporto debito/Pil degli Stati Uniti raggiungerà il 108.5 per cento

del Pil, quello del Regno Unito arriverà al 102. A fronte di ciò, la spesa per interessi sul debito pubblico sarà inferiore al 3 per cento del Pil. Una combinazione in cui i tassi reali sono negativi mentre la crescita attesa nel medio termine è almeno pari al 2 per cento costituisce quindi una combinazione vantaggiosa, ma non necessariamente destinata a protrarsi nel medio periodo. Lo stesso si può affermare con riferimento al debito delle famiglie. La fase di *deleveraging* è avviata ormai da alcuni anni, ma lo stock di debito resta molto elevato, a fronte di un'evoluzione tuttora incerta del valore delle attività che stanno a fronte di tale debito. In particolare, nonostante le correzioni osservate in molti paesi, i prezzi degli immobili non evidenziano segnali di ripresa. A partire da tale quadro, si osserva come le condizioni di fondo sui cui poggia la ripresa internazionale siano ancora fragili, ed esposte al rischio di un mutamento delle condizioni finanziarie che potrebbe forzare la riduzione del debito, pubblico e privato, e che avrebbe conseguenze sfavorevoli sull'evoluzione della domanda globale nei prossimi anni.



Il collasso dei mercati immobiliari

Il boom dei mercati immobiliari, avviatosi verso la fine degli anni novanta e protrattosi sino al 2006-2007 nella maggior parte delle economie avanzate, è stato miseramente archiviato con un collasso della domanda e un tracollo delle quotazioni degli immobili nei paesi dove la crescita era stata più ampia.

E' da almeno tre anni che è iniziata l'inversione del ciclo del settore.

Peraltro, dopo un triennio difficile, l'edilizia è uno dei settori adesso più esposti alle conseguenze potenziali di un deterioramento delle condizioni di accesso al credito sia perché la domanda a valle è molto sensibile alle erogazioni dei mutui per l'acquisto di case, sia perché il finanziamento delle stesse imprese può divenire problematico se i prezzi iniziano a contrarsi, riducendo il valore reale delle aree e dei cantieri che fanno da *collateral* ai prestiti ricevuti. Si può dare il caso in cui il *collateral* sia incapiente rispetto al prestito ricevuto dall'impresa determinando una situazione che, se sostenibile con tassi d'interesse molto bassi, potrebbe divenire insostenibile nei paesi che stanno sperimentando un aumento del costo del credito.

La crisi dell'immobiliare appare comunque un fenomeno condiviso a livello internazionale, avendo già coinvolto negli ultimi anni un numero elevato di paesi, così come era accaduto anche nella fase di crescita del mercato immobiliare.

Innanzitutto, la contrazione del livello degli investimenti residenziali rispetto ai massimi è risultata

di dimensioni eccezionali.

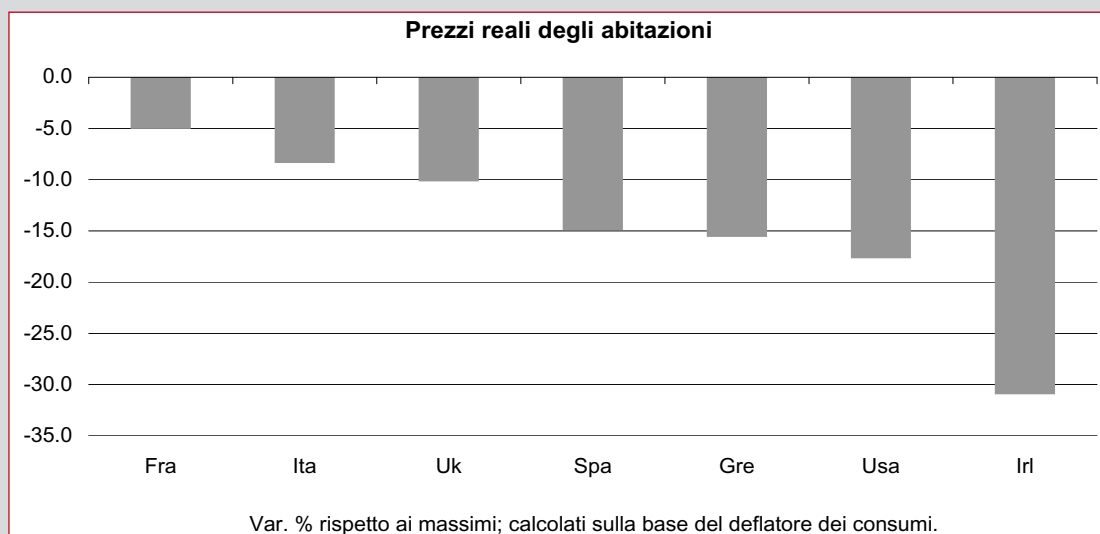
Negli Stati Uniti la caduta degli investimenti residenziali dai massimi del 2005 è stata del 60 per cento, nel Regno Unito quasi del 40 per cento.

Per l'area euro nel complesso la contrazione è stata più limitata, ma comunque cospicua, quasi del 20 per cento.

Tale risultato riflette però andamenti divaricati fra i diversi paesi, con un livello degli investimenti stabile in Germania, dove però non si era verificata la crescita degli anni duemila; la flessione del residenziale è stata sinora più contenuta (in termini relativi) in Francia e Italia, a fronte di cadute molto marcate negli altri paesi della periferia: in Spagna gli investimenti residenziali si sono contratti del 40 per cento, in Grecia si registra una caduta di quasi il 70 per cento, in Irlanda si arriva ad una perdita di quasi il 75 per cento.

A fronte del menzionato andamento dell'attività del settore, l'elasticità dei prezzi delle case rispetto all'andamento della domanda è risultata molto diversa a seconda dei paesi, riflettendo anche le caratteristiche strutturali dei diversi mercati immobiliari.

Flessioni dei prezzi in termini reali sono state osservate negli Stati Uniti e in parte nel Regno Unito. Nell'area euro le contrazioni più marcate delle quotazioni si osservano in Spagna, Irlanda e Grecia. Le stime Ocse mostrano comunque in molti paesi livelli del rapporto fra i prezzi e gli affitti degli immobili al di sopra delle medie di lungo



periodo, evidenziando in diversi casi prezzi ancora relativamente elevati, e la possibilità di ulteriori correzioni, specie dove prevalgono andamenti ciclici sfavorevoli insieme a condizioni di accesso al credito restrittive per le famiglie.

Gli effetti sul quadro macroeconomico della caduta dei mercati immobiliari dipendono da diversi fattori. Il primo effetto, scontato, è quello relativo alla contrazione dell'attività da parte del settore dell'edilizia e del suo indotto.

L'impatto è amplificato dal fatto che si tratta di una filiera ad elevato contenuto occupazionale, e questo favorisce la diffusione della crisi ad altri comparti dell'economia, e ne acuisce le conseguenze di carattere sociale.

Vi sono poi conseguenze sui livelli dei consumi che dipendono dall'operare dei cosiddetti "effetti ricchezza".

Si tratta di un canale più rilevante nel mondo anglosassone dove il grado di indebitamento delle famiglie è relativamente elevato, e sensibile all'andamento del valore degli *asset* che fungono da *collateral* al credito erogato ai consumatori.

Infine, dalla contrazione delle quotazioni degli immobili discende che in diversi contesti il debito di famiglie e imprese non è più sostenuto da *collateral* capienti, e questo può con probabilità maggiore determinare situazioni di insolvenza e problemi per le banche creditrici.

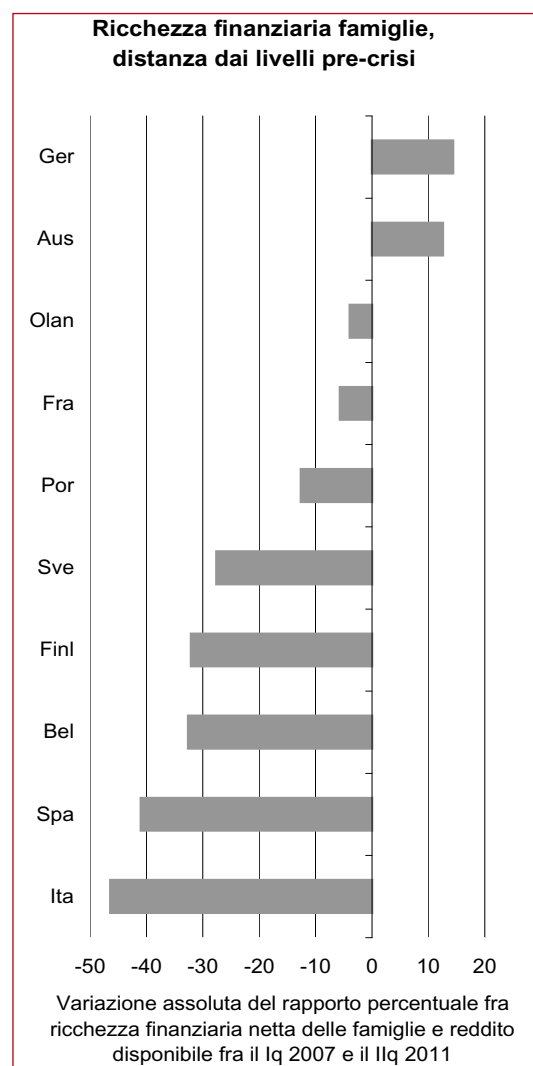
L'area euro

Tendenze recenti

Uno scenario che sta ancora peggiorando

La chiusura del 2011 per le economie dell'eurozona è stata pessima. Le tensioni sui mercati del debito dei paesi della periferia non hanno accennato a ridimensionarsi e gli indicatori congiunturali hanno evidenziato un deterioramento delle prospettive per il 2012. La congiuntura finanziaria è segnata dal fatto che vi sono almeno tre paesi piccoli - Grecia, Portogallo e Irlanda - il cui debito pubblico remunera un premio al rischio elevato, e certamente insostenibile nel medio termine. Solo l'Irlanda ha evidenziato recentemente segnali di miglioramento, mentre negli ultimi trimestri anche gli *spread* di Spagna e Italia si sono mantenuti su valori non sostenibili a lungo. Al fine di contrastare tali tendenze, la maggior parte delle economie europee ha adottato misure di aggiustamento fiscale finalizzate alla riduzione dei deficit. A seguito di tali politiche, il deficit pubblico medio dei paesi dell'area scenderà sotto il 3 per cento del Pil quest'anno, e sotto il 2 il prossimo. Tali esiti sono in controtendenza rispetto alle altre maggiori economie: i deficit di Regno Unito, Stati Uniti e Giappone sono ad esempio attesi collocarsi fra il 7 e il 10 per cento del Pil. In termini strutturali, sulla base delle stime dell'Ocse, l'area euro realizzerà in quattro anni - fra il 2010 e il 2013 - una correzione fiscale nell'ordine di cinque punti di Pil. La riduzione effettiva del deficit sarà inferiore perché parte della correzione sarà assorbita dal peggioramento dell'attività economica e, in alcuni paesi, dagli effetti dell'aumento dell'onere per il servizio del debito pubblico; quest'ultimo effetto è però asimmetrico, perché a fronte di paesi (quelli messi peggio) che hanno registrato tassi in aumento, ve ne sono altri dove i tassi sono addirittura scesi. In ogni caso, stiamo attraversando una fase di politiche fiscali contemporaneamente restrittive in tutte le maggiori economie europee e questo concorre ad aggravare il quadro delle economie più colpite, che non possono contare su un

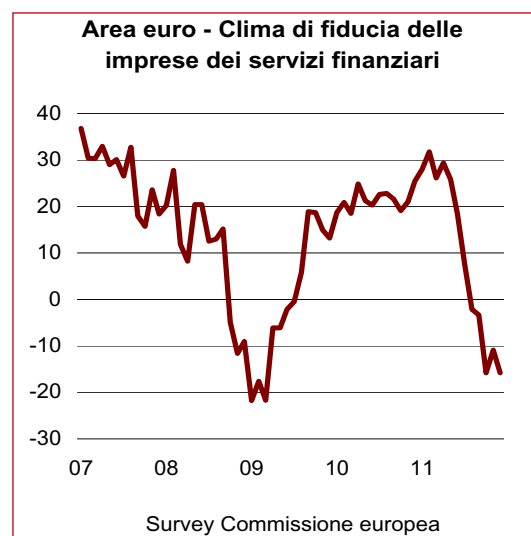
andamento dinamico della domanda nelle altre economie dell'area. All'impatto sulla domanda interna derivante dalle politiche fiscali si aggiunge quello legato al deterioramento delle condizioni creditizie. L'aumento del premio al rischio sui titoli di Stato si riflette difatti anche su quello pagato dalle obbligazioni delle banche dei paesi in crisi a seguito della loro esposizione verso il debito pubblico di ciascun paese. La caduta dei prezzi dei titoli di Stato riduce il valore delle attività dei sistemi bancari, non solo dei paesi in crisi, ma anche di quei sistemi le cui banche sono esposte in misura significativa verso i mercati del debito pubblico delle altre economie.



A questo si deve aggiungere che lo stesso deterioramento del ciclo influenza l'andamento atteso delle sofferenze bancarie, spingendo le banche a politiche orientate a maggiore prudenza. Vi è poi un aspetto decisivo, che colpisce le economie della periferia, legato al fatto che l'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato si trasla sull'andamento del costo della raccolta bancaria e questo, evidentemente, comporta anche un aumento dei tassi sugli impieghi bancari. Si sta quindi materializzando nell'area dell'euro una situazione di scarsità di credito, sia pure differenziata a seconda dei paesi. La divergenza nell'andamento delle principali variabili finanziarie nelle diverse economie ha effetti di rilievo non solo sul valore del patrimonio delle banche. Le conseguenze sono significative anche rispetto all'andamento della ricchezza delle famiglie, la cui *asset allocation* è generalmente caratterizzata da un certo grado di *home bias*, vale a dire la tendenza a detenere in quota rilevante azioni e titoli del proprio paese. I dati sino al secondo trimestre del 2011, ovvero precedenti l'aggravamento del quadro finanziario europeo, mostravano difatti

Peggioramento della congiuntura

Le tensioni sui mercati, l'orientamento restrittivo delle politiche di bilancio e la ritirata del credito stanno influenzando negativamente il quadro congiunturale. La chiusura del 2011 si è difatti caratterizzata per un peggioramento marcato degli indicatori. In questa fase vanno peggio in termini relativi gli indicatori delle aspettative delle famiglie rispetto a quelli riferiti alle imprese, e questo è evidentemente un riflesso delle politiche di bilancio, che stanno erodendo il potere d'acquisto dei consumatori. Le *survey* presso le imprese riflettono anch'esse le condizioni divaricate delle diverse componenti della domanda: vanno peggio gli indicatori della fiducia delle imprese del commercio, mentre il deterioramento è tutto sommato di entità più contenuta per le imprese industriali, nella misura in cui per queste la domanda finale è almeno stabilizzata dalla tenuta della domanda estera. In ogni caso, le prospettive per gli investimenti appaiono molto fragili, sia perché l'incertezza

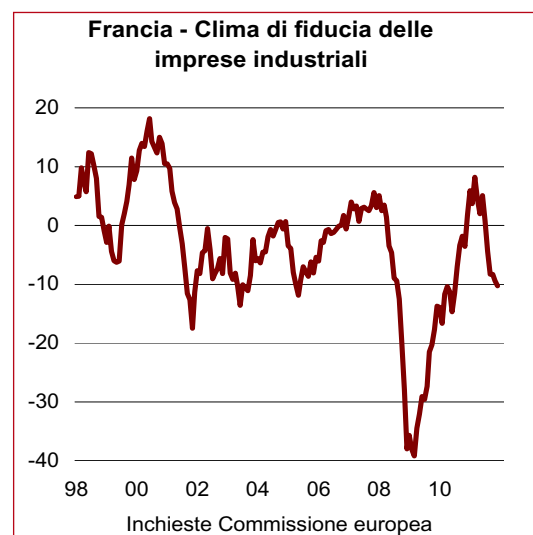
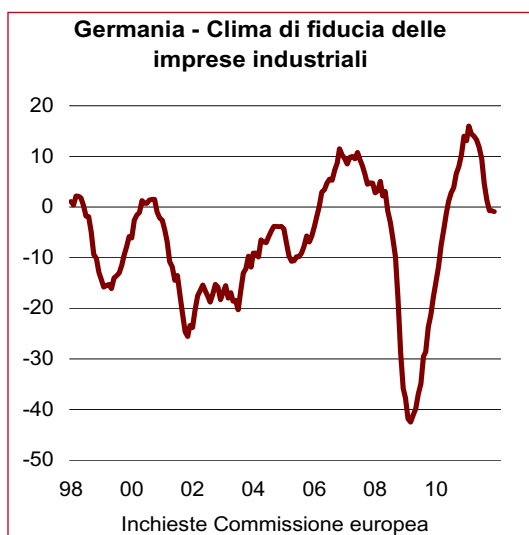


un andamento divaricato della ricchezza delle famiglie delle varie economie europee. Le famiglie italiane e spagnole hanno subito perdite rilevanti, mentre quelle tedesche hanno addirittura incrementato il valore della loro ricchezza finanziaria, anche perché la borsa tedesca è andata meglio rispetto alle borse dei paesi periferici e perché i tassi a lunga tedeschi sono crollati negli ultimi mesi.

condiziona le decisioni che comportano impegni su un orizzonte temporale lungo, sia perché le condizioni di finanziamento degli investimenti sono divenute restrittive. Il quadro sintetizzato per l'aggregato dell'area euro è comunque l'esito di andamenti fortemente divaricati fra le diverse economie dell'area. Tanto i problemi della finanza, quanto quelli derivanti dalle politiche di bilancio, incidono difatti con diversa intensità sulle diverse economie, giustificando una diversa evoluzione della rispettiva domanda interna. Il divario è poi amplificato dal fatto che anche dal lato degli indicatori di domanda estera la Germania evidenzia migliori capacità di tenuta rispetto alle altre economie europee. L'intonazione migliore del ciclo dell'industria tedesca influenza anche le attese delle imprese sui livelli della domanda di lavoro. In generale, quindi, si può affermare che il deterioramento della congiuntura europea, pur accomunando a livello qualitativo tutti i paesi membri

dell'area euro, risulta differente dal punto di vista quantitativo. A fronte di tali divergenze, non va comunque esclusa, almeno nel breve periodo, una fase di recessione a cavallo fra la fine del 2011 e l'inizio del 2012 condivisa dai diversi paesi dell'area euro. Anche nei

paesi con fondamentali più solidi potrebbero prevalere comportamenti prudentziali da parte delle imprese, tali da giustificare contrazioni dei livelli produttivi legate ad una gestione prudente dei magazzini e al rinvio di investimenti meno urgenti.



*Politiche economiche
inefficaci*

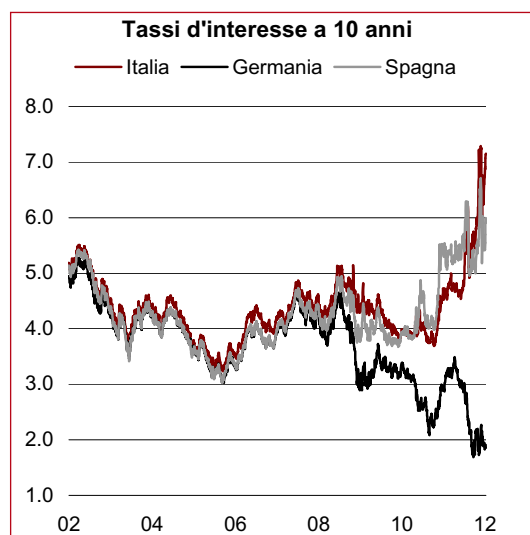
In una situazione difficile come quella attuale, da parte di molti si sono ravvitate delle oggettive deficienze nella capacità delle politiche economiche europee di affrontare la crisi. A riprova di ciò, si consideri ad esempio il fatto che la situazione finanziaria degli Stati Uniti, guardando agli squilibri sia del settore privato che del settore pubblico, è decisamente peggiore di quella europea. La Fed è però sinora riuscita, mostrando un eccezionale grado di attivismo, a imbastire un set di politiche monetarie “non convenzionali” che le hanno consentito di gestire una situazione complessa con esiti sinora migliori rispetto a quanto non stia riuscendo alle autorità europee. Da parte di molti commentatori si è quindi posta l'enfasi sulle lacune nel sistema della *governance* europea, e in particolare sulla mancanza di un prestatore di ultima istanza, tale da stabilizzare le aspettative dei mercati. Situazioni di crisi, soprattutto quella della Grecia, sono state lasciate degenerare, imponendo al paese una serie di misure restrittive di fatto insostenibili. L'inefficacia delle misure di correzione, rispetto all'obiettivo di portare la Grecia fuori dalla crisi, è palese. Essa appare più che altro corrispondere ad una logica “punitiva” il cui obiettivo è quello di aumentare la credibilità delle clausole di “non salvataggio”, al fine di evitare in futuro altre situazioni di crisi da parte di paesi che potrebbero adottare politiche poco prudenti confidando nel successivo sostegno finanziario da parte di altri paesi aderenti alla moneta unica.

Certo è che negli ultimi mesi è emersa con chiarezza ancora maggiore l'incoerenza fra la condivisione della medesima valuta da parte di economie che mantengono strutture produttive diverse e, insieme ad esse, la sovranità completa delle rispettive politiche economiche, fra cui quelle di bilancio.

L'unico ambito condiviso della politica economica europea è quello della politica monetaria. La Bce ha però dovuto operare sinora con estrema cautela, dati i vincoli che ne condizionano l'azione. In ogni caso, da quest'estate ci si è mossi in una direzione più attiva, avviando acquisiti di titoli di Stato dei paesi in crisi. A fine dicembre la Bce ha

poi effettuato la prima di due operazioni di rifinanziamento a lungo termine, di durata triennale. Questa politica consente alle banche europee di finanziarsi presso la Bce guadagnando sul differenziale fra il costo del prestito, all'1 per cento, e il rendimento dei titoli forniti in garanzia alla banca centrale, superiore al 5 per cento. Si tratta di un'operazione che avrebbe quindi dovuto sollecitare la domanda di titoli di Stato dei paesi che pagano un premio al rischio più elevato, e che si sovrappone alle varie misure di aggiustamento dei conti pubblici messe in campo in diversi paesi.

Questo tipo di manovre ha evidentemente un effetto positivo sui bilanci bancari, e dovrebbe tradursi in un allentamento del razionamento del credito, dato che riduce il costo della raccolta bancaria. Finanziando la domanda di titoli di Stato da parte delle banche dovrebbe anche aiutare la discesa dei tassi a lunga. Poiché però la misura del successo delle politiche attuate è fornita dall'andamento del premio al rischio richiesto dal mercato per la detenzione dei titoli del debito dei paesi in crisi, appare evidente che sinora le politiche messe in campo non hanno sortito gli esiti sperati. In particolare, appare contraddittorio l'obiettivo di finanziare gli acquisti di titoli di Stato da parte delle banche se poi contemporaneamente le banche che detengono titoli dei paesi in crisi vengono penalizzate dalle richieste da parte dell'Eba (la European Banking Authority) di valutare i titoli



Rischio di *default* o rischio di cambio?

Una spiegazione dell'insufficienza delle misure di restrizione fiscale messe in campo dai Governi europei è che in realtà i problemi da affrontare sono solo in misura parziale legati alla conduzione delle politiche di bilancio. E' possibile in effetti che il deterioramento dei conti pubblici sia l'effetto di altri fattori, per cui le politiche di restrizione fiscale non farebbero altro che concentrarsi sui sintomi della crisi, senza essere in grado di porre rimedio alle cause della crisi stessa.

Naturalmente, ciascuna delle economie periferiche europee ha seguito una storia diversa, ed è quindi difficile ricondurre ad una radice comune la crisi in cui essi versano. Per la sola Grecia si può parlare di un problema specifico nella gestione dei conti pubblici; per Irlanda e Spagna la crisi riflette essenzialmente squilibri interni ai sistemi bancari e una dimensione particolarmente accentuata della bolla immobiliare; problemi relativi alla caduta della crescita potenziale invece sono alla radice della crisi di Italia e Portogallo¹. E' però presumibile che problemi pregressi, specifici di ciascuna economia, siano stati esacerbati dalla crisi internazionale del 2008-2009 e dalle sue conseguenze sui bilanci pubblici, determinando quindi un avvitamento della situazione.

Quale che fosse la causa della rispettiva crisi, e ancorché per diverse ragioni questa potesse essere ricondotta ad errori delle politiche domestiche, fatto sta che queste economie si sono ritrovate a fronteggiare una situazione difficile senza disporre degli strumenti della politica monetaria ed essendosi private della flessibilità del tasso di cambio.

Le politiche perseguite dai paesi europei non sono quindi riuscite ad affrontare la crisi, e questo ha concorso a deteriorare i bilanci pubblici sino al punto da richiedere manovre di correzione fiscale di entità eccezionale, che hanno a loro volta aggravato le conseguenze reali della crisi. Il rigore sui conti non ha quindi migliorato molto le cose, soprattutto perché i problemi di fondo, alla base della crisi, sono ancora in molti casi presenti: si tratta di questioni in buona misura strutturali, e che richiedono tempo

¹ Per una rassegna del percorso che ha condotto le economie periferiche dell'area euro a cumulare gli squilibri attuali si rimanda a **Congiuntura ref.** di gennaio 2011.

per essere riassorbite. Ci ritroviamo così in uno scenario in cui i tassi d'interesse incorporano perdite importanti a carico dei sottoscrittori dei titoli di Stato delle economie in crisi anche quando le politiche di bilancio adottano misure estremamente rigorose per riequilibrare i conti.

Le perdite a carico dei sottoscrittori di tali titoli riflettono l'eventualità di una ipotesi di ristrutturazione del debito, ma a ben vedere potrebbe anche segnalare una particolare versione della ristrutturazione, ovvero la denominazione del debito dei paesi in crisi in una nuova valuta, destinata ad indebolirsi verso l'euro.

Tale circostanza, sino a qualche tempo fa esclusa dal novero delle opzioni plausibili, ha gradualmente iniziato a guadagnare qualche margine di probabilità. L'opzione di una rottura della moneta unica rappresenterebbe del resto un passaggio drammatico per l'Europa, ma non è lo scenario peggiore se l'alternativa è costituita da un euro con cinque paesi in default. Anche un riequilibrio attraverso un ripristino dello strumento del cambio sarebbe naturalmente insufficiente per risolvere i problemi dei paesi in crisi, ma almeno consentirebbe di affrontare le necessarie riforme strutturali in un contesto di crescita, piuttosto che in una fase di lunga deflazione imposta da politiche fiscali che a questo punto iniziano a minare non solo le basi della crescita, ma anche quelle della coesione sociale.



in portafoglio al valore di mercato, generando l'esigenza di una serie di aumenti di capitale da parte di molti istituti di credito europei. Gli scarsi esiti sinora conseguiti paiono suggerire che un programma di massicci acquisti diretti di titoli di Stato da parte della Bce potrebbe risultare più efficace, rispetto al finanziamento indiretto che passa attraverso il canale bancario.

Le prospettive

Divergenze nella crisi

La definizione del quadro macro per il biennio 2012-2013 riflette evidentemente le possibili evoluzioni della crisi finanziaria. Se ci si basa sull'andamento recente dei mercati, le prospettive non sono rassicuranti soprattutto perché sinora gli sforzi delle politiche hanno sortito esiti comunque modesti. Inoltre è ormai da diversi mesi che le turbolenze finanziarie non accennano a moderarsi, contagiando l'intero quadro economico nazionale. Si può quindi affermare che stiamo andando incontro ad uno scenario di tipo recessivo, pur con differenze fra le diverse economie dell'area euro.

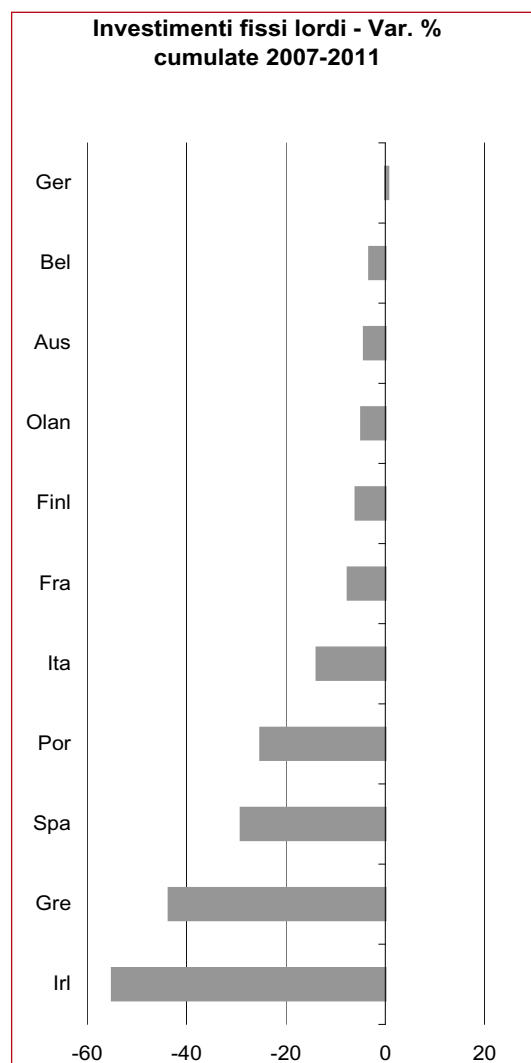
La componente della domanda interna che potrebbe risentire in misura maggiore del peggioramento dello scenario è quella degli investimenti. Oltre alla scontata debolezza del residenziale, legata ai problemi di accesso al credito per le famiglie, è anche probabile che nel corso della prima parte del 2012 si osservi una contrazione degli investimenti delle imprese. Anche nelle economie più dinamiche dell'area euro l'incertezza condiziona le scelte delle imprese, mentre nei paesi periferici la contrazione sarà più marcata.

Va d'altronde considerato che in molti paesi durante gli anni scorsi si era già osservata una consistente riduzione degli investimenti (nei casi più eclatanti di Grecia e Irlanda la caduta rispetto al 2007 è di circa il 50 per cento) per cui è possibile che ai valori attuali si siano raggiunte condizioni in cui lo stock di capitale esistente tende a ridursi, con conseguenze sul livello del prodotto potenziale. Anche in Italia la contrazione è stata molto ampia.

In generale, quindi, la crisi del 2012 avrà effetti

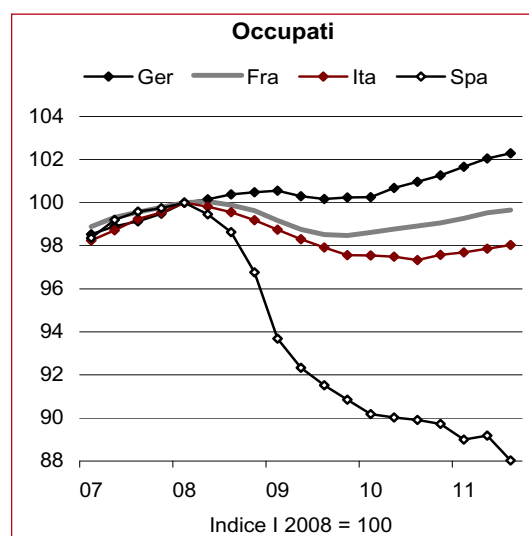
Pertanto, le condizioni di accesso al credito si presentano fortemente divaricate, dato che il differenziale nei rendimenti dei titoli pubblici si trasla sul costo della raccolta e quindi sui tassi sui prestiti bancari. Si sta quindi materializzando un divario importante nel costo del credito per le imprese dell'area tedesca e quelle dei paesi periferici.

differenziati anche perché le performance che verranno realizzate nel corso dell'anno si andranno a sovrapporre ad andamenti già estremamente differenziati negli scorsi anni. Anche per i consumatori il quadro è peggiorato, con dinamiche differenti nelle diverse economie



dell'area euro. Le divergenze riflettono sia l'impatto delle scelte della politica di bilancio, sia le passate conseguenze occupazionali della crisi. Anche la domanda di lavoro manterrà un andamento differenziato nei diversi paesi, e questo si rifletterà sui differenziali nei tassi di disoccupazione dei paesi europei.

Il quadro di decelerazione della domanda di lavoro influenzerà anche la dinamica salariale, che smorzerà il recupero avviatosi nel 2011. Nei paesi dove la crisi è più profonda non va esclusa una fase di prolungata deflazione salariale, assecondata anche dalle politiche di bilancio, che peseranno sugli aumenti salariali nel pubblico impiego. Il quadro che si sta affermando in molti paesi è quindi di tipo deflazionistico, anche perché lo scenario delle materie prime dovrebbe contribuire alla decelerazione dei prezzi; elementi di rischio potrebbero però materializzarsi nell'ipotesi che il prezzo del petrolio risenta ancora delle tensioni nel quadro geopolitico internazionale, e che l'euro continui ad indebolirsi sul dollaro. L'unica componente che sta sostenendo l'andamento dell'inflazione è quella fiscale, visto che in diverse economie



vengono adottate misure che influenzano la crescita dei prezzi. E' difatti anche attraverso una maggiore inflazione che la politica di bilancio impatta sul potere d'acquisto dei redditi delle famiglie.

In un contesto di domanda interna molto debole le imprese cercheranno di contenere i costi di produzione, avendo peraltro pochi spazi per aumentare i prezzi, dati anche gli obiettivi di salvaguardia delle quote di mercato. Le

QUADRO MACROECONOMICO (Variazioni % annue)

	Pil	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Export	Import
Germania						
2008	0.8	0.5	3.1	1.0	2.1	3.0
2009	-5.1	0.0	3.3	-11.4	-13.6	-9.2
2010	3.6	0.6	1.7	5.2	13.4	11.5
2011	2.9	1.4	1.2	6.8	8.6	7.7
2012	0.3	0.0	0.4	-0.9	5.4	4.6
2013	2.0	0.7	0.8	1.6	8.3	7.7
Francia						
2008	-0.2	0.2	1.1	0.1	-0.6	0.6
2009	-2.6	0.1	2.4	-8.8	-12.2	-10.6
2010	1.4	1.3	1.2	-1.4	9.3	8.3
2011	1.6	0.3	0.9	2.6	4.2	5.3
2012	0.0	-0.2	0.8	-2.0	1.5	-0.5
2013	1.4	0.4	0.8	-1.3	5.3	1.8
Area euro						
2008	0.2	0.3	2.2	-1.3	0.8	0.7
2009	-4.2	-1.1	2.5	-11.8	-12.7	-11.4
2010	1.8	0.8	0.6	-0.8	11.2	9.3
2011	1.6	0.1	0.2	1.7	6.7	4.4
2012	-0.3	-0.5	-0.3	-3.1	3.3	1.0
2013	1.1	0.4	-0.2	-0.6	5.8	4.5

Dati corretti per il diverso numero di giorni lavorativi

esportazioni fuori dall'area euro saranno per molti l'unico elemento di sostegno ai livelli produttivi, grazie anche all'indebolimento del cambio dell'euro.

Il dato di crescita aggregato dovrebbe quindi nascondere situazioni differenziate. Nel 2012

quattro dei cinque paesi periferici (potrebbe salvarsi l'Irlanda) andranno con buona probabilità in recessione, mentre gli altri, pur decelerando, dovrebbero riuscire a mantenere variazioni del Pil di segno marginalmente positivo.

I rischi

Un avvitamento dell'area euro

I rischi della situazione che si è materializzata nel corso degli ultimi mesi sono impliciti nella stessa evoluzione dello scenario. Il fatto che i paesi in crisi, ad eccezione dell'Irlanda, non abbiano tratto chiari benefici dalle misure di restrizione fiscale adottate dai Governi, apre all'eventualità di una sorta di deriva, in cui la situazione non è più nel controllo delle autorità di politica economica e diversi paesi scivolano in un avvitamento simile a quello della Grecia. Il timore è che si verifichi un default da parte di alcuni paesi dell'area euro, tale da innescare una serie di reazioni a catena. E' possibile anche che la situazione degeneri per il crollo di istituzioni creditizie che potrebbero a loro volta rendere

necessario l'intervento pubblico.

In queste condizioni, il rischio è quello di un'altra recessione profonda, dopo quella del 2009, che coinvolgerebbe tutte le economie dell'area euro. La dimensione dei rischi è allarmante, e giustificherebbe un aumento del grado di cooperazione fra i paesi europei ed un ruolo più attivo della Bce, tale da ridurre in tempi brevi i rischi di default per tutte le economie sotto la pressione dei mercati. Contano molto anche i tempi di uscita dalla crisi. Dall'esplosione delle tensioni, lo scorso mese di luglio, sono oramai trascorsi sette mesi. Difficile pensare che l'area della moneta unica possa durare ancora molto in queste condizioni.

L'economia italiana

Un cambio di passo, un percorso lungo

L'insuccesso delle manovre estive rispetto agli obiettivi di riduzione del premio al rischio sui titoli del nostro debito sovrano ha portato a fine 2011 ad un cambio di Governo e a un mutamento dell'impostazione della politica economica italiana. Il cambio di Governo ha prodotto in tempi brevi una nuova correzione fiscale che, sovrapponendosi alla manovra estiva già varata dal precedente Governo, consentirà di realizzare nel prossimo biennio una riduzione significativa del deficit pubblico. È possibile che anche la sommatoria delle manovre Tremonti e Monti non sia sufficiente per un rispetto puntuale del target del pareggio di bilancio, ma probabilmente la dimensione dello scostamento fra obiettivi e risultati sarà modesta.

Vi è però un margine di incertezza. In particolare, la distanza fra obiettivi e risultati dipenderà da due elementi: il primo è costituito dalla profondità della recessione del biennio 2012-2013, e quindi dalla minore crescita rispetto allo scenario che fa da sfondo alle previsioni del Governo; il secondo da quanto a lungo i tassi d'interesse italiani resteranno sui valori elevati degli ultimi mesi, determinando un aumento dell'onere per il servizio del debito pubblico.

Entrambe le variabili, crescita e tassi d'interesse, si condizionano a vicenda. Uno scenario ottimista potrebbe essere costruito a partire dall'assunzione che la pervicacia dell'azione del nuovo Governo sia tale da convincere nei prossimi mesi i mercati dell'affidabilità dei conti pubblici italiani, determinando in tal modo una caduta dei tassi d'interesse. I tassi più bassi corrisponderebbero ad una caduta del premio al rischio-paese e porterebbero ad un *rally* del nostro mercato azionario, con benefici soprattutto per i titoli del comparto bancario. Il recupero dei mercati darebbe il segnale che la crisi è in via di risoluzione, e influenzerebbe il clima di fiducia complessivo degli operatori con un impatto positivo sui livelli della domanda interna. In altri termini, questo scenario produrrebbe contemporaneamente una discesa dei tassi d'interesse e un aumento della

crescita, con effetti ulteriormente favorevoli sull'andamento atteso dei conti pubblici. Nell'ipotesi contraria, in cui i mercati finanziari internazionali restano in tensione, le aspettative degli operatori continuano a puntare contro il debito dell'Italia, mantenendo gli *spread* in prossimità dei valori elevati degli ultimi mesi, la stretta creditizia si acuisce provocando una marcata caduta della domanda aggregata; l'effetto sulla spesa viene poi acuito dalla caduta delle aspettative, ed eventualmente anche dalla necessità di nuovi interventi di correzione del deficit nel corso dell'anno; lo scenario macro diviene quindi estremamente rischioso, con una combinazione di tassi d'interesse e crescita sfavorevoli, che manterrebbe il saldo lontano dall'obiettivo del pareggio.

Cosa occorre allora per modificare le attese dei mercati a nostro favore? Due sono gli eventi, entrambi non molto probabili, che possono determinare una svolta definitiva nelle aspettative.

Il primo è rappresentato da un cambiamento nella politica tedesca, e in particolare rispetto ad un ruolo più attivo della Bce nel finanziamento del debito degli Stati in crisi, insieme ad altre iniziative, come un programma di emissione di eurobond e l'aumento della dotazione finanziaria del Efsf. È un fronte sul quale i progressi sinora sono stati scarsi. Anche le recenti operazioni di rifinanziamento a lungo termine delle banche da parte della Bce non hanno prodotto cambiamenti clamorosi.

Il secondo è costituito invece da un aumento delle aspettative sulla crescita potenziale dell'economia italiana. È il tema della "fase 2" della politica economica. Purtroppo, anche su questo versante le probabilità di un esito favorevole a breve sono limitate. In effetti, l'azione del Governo si è sinora concentrata necessariamente sul tema delle liberalizzazioni realizzabili in tempi rapidi. Quello delle liberalizzazioni è certamente un ambito in cui le politiche possono fare molto per aumentare la crescita potenziale del paese, ma i guadagni attesi in termini di sviluppo sono rilevanti

solo se si realizza un'apertura dei mercati tale da coinvolgere un vasto numero di settori di ampie dimensioni. Si tratta di settori per i quali – si pensi ai servizi a rete, come energia, gas, telecomunicazione, trasporto ferroviario, autostrade o a settori oligopolistici come banche, assicurazioni, commercio – le politiche per il mercato non si esauriscono semplicemente in un unico momento decisionale, ma richiedono un forte *commitment* con un'azione che si protrae per diversi anni. Il rischio, in caso contrario, è quello di una liberalizzazione incompiuta, che non riesce a produrre gli esiti desiderati sul livello del prodotto potenziale dell'economia. È in questa fattispecie che ricadono del resto molte delle liberalizzazioni realizzate in Italia durante gli anni passati.

Naturalmente, nei tempi ristretti delle scorse settimane il Governo ha iniziato ad affrontare il tema solo per quei settori per i quali l'apertura al mercato può essere realizzata attraverso un semplice atto legislativo: i taxi, i distributori di carburante, le farmacie e gli altri ordini professionali. La dimensione di questi settori è però limitata, e ovviamente gli effetti a livello macro che possono derivarne per l'economia sono piccoli. Più complesso, ma rilevante, il percorso avviato con riguardo al settore della distribuzione del gas.

Il punto è che, così come per le liberalizzazioni dei settori “grandi”, anche tutte le importanti riforme strutturali di cui avremmo bisogno per innalzare la crescita del paese necessitano di tempi lunghi sia per essere portate a termine che per dispiegare i propri effetti sul reddito: si pensi, per citare gli aspetti più importanti, all'innalzamento dei livelli d'istruzione della popolazione in età lavorativa, al miglioramento della dotazione infrastrutturale del paese (altro tema su cui si sta concentrando l'attività del Governo), all'innalzamento dell'efficienza della Pa, all'accelerazione dei tempi della giustizia civile; essenziale anche una politica industriale, che sostenga i processi di internazionalizzazione delle imprese, incentivi l'attività di ricerca, l'innovazione e lo sviluppo nei settori più avanzati; infine, un diverso sistema fiscale deve poggiare le proprie basi su un netto

ridimensionamento dei livelli dell'evasione. Essendo questi gli ambiti da cui potrebbero conseguire effetti di rilievo sul livello del prodotto potenziale della nostra economia, è anche chiaro che non è da una decisione formale che può dipendere un cambiamento di carattere strutturale, essendo piuttosto necessaria un'azione di governo condotta sistematicamente per molti anni. Conta cioè non tanto l'azione del governo attuale, ma soprattutto il fatto che si abbia la percezione di un mutamento culturale della politica, ovvero che i partiti si appropriino delle riforme avviate facendone la premessa per la politica economica dei prossimi anni. Purtroppo l'esperienza italiana non depone a nostro favore. Già negli anni novanta, sull'onda di un'altra grave crisi finanziaria, fummo capaci di un eccezionale sforzo di riequilibrio dei conti, ma quando arrivò il momento delle politiche per la crescita la classe dirigente del paese virò drasticamente, portandoci nel pantano in cui ristagniamo da diversi anni. Il punto sta anche nel fatto che le fasi di correzione fiscale comportano regimi di austerità faticosi dal punto di vista sociale, e che quindi rendono facilmente l'elettorato preda di lusinghe. L'illusione che esista una scorciatoia rispetto ad una vasta azione di riforme ad ampio spettro potrebbe modificare gli assetti sui quali oggi si regge l'adesione dell'opinione pubblica al Governo Monti, specie considerando che quando ci si avvicinerà alle elezioni entreranno a regime tutti gli interventi di cui si è discusso negli ultimi mesi. In particolare, è da settembre prossimo che arriverà il “colpo di grazia”, l'innalzamento cioè di due punti dell'Iva (se nel frattempo non si sarà provveduto diversamente attraverso una riforma fiscale in grado di garantire lo stesso gettito). Quale sarà allora il grado di adesione dell'opinione pubblica ad un programma di riforme che prometterà sviluppo in condizioni di recessione? E quale sarà allora il grado di adesione dei partiti ad un programma di politica economica la cui spendibilità elettorale si sarà esaurita?

Sono questi i quesiti che manterranno elevata l'incertezza sulle sorti della nostra economia ancora per tutto il prossimo anno. Instabilità

QUADRO DI SINTESI

Variazioni percentuali salvo diversa indicazione

	Previsioni			
	2010	2011	2012	2013
Prodotto interno lordo	1.5	0.4	-1.5	-0.3
Importazioni	12.7	0.8	-3.2	-0.7
Domanda finale nazionale	1.0	0.1	-2.5	-1.3
Consumi finali nazionali	0.6	0.3	-1.5	-1.2
- spesa delle famiglie residenti	1.0	0.4	-1.4	-0.6
- spesa della PA e ISP	-0.5	-0.2	-1.8	-2.9
Investimenti fissi lordi	2.4	-0.7	-6.7	-1.7
- macchine, mezzi trasporto	10.2	0.6	-8.9	-2.9
- costruzioni	-4.0	-2.1	-4.5	-0.5
Scorte (contributo)	0.7	-0.8	-0.1	0.3
Domanda nazionale totale	1.7	-0.7	-2.6	-1.0
Esportazioni	12.2	5.0	0.7	1.7
Saldo bilancia commerciale (doganale in miliardi di euro)	-29.3	-29.1	-11.9	4.4
Saldo partite correnti (miliardi di euro)	-53.5	-54.7	-44.1	-32.5
Prezzi al consumo ⁽¹⁾	1.5	2.8	2.3	3.4
Prezzi alla produzione beni finali di consumo	0.6	3.2	2.2	2.6
Tasso di disoccupazione	8.4	8.3	8.7	9.0
Unità di lavoro totali	-0.7	-0.2	-0.8	-0.7
Unità di lavoro industria in senso stretto	-3.4	-0.6	-1.2	-1.2
V.A industria in senso stretto	5.2	-0.2	-1.5	-0.7
Dati in % del Pil				
Saldo partite correnti	-3.4	-3.5	-2.8	-2.0
Indebitamento netto	-4.6	-3.9	-2.2	-1.0
Avanzo primario	-0.1	1.4	3.7	5.2
Debito P.A.	118.5	120.6	121.4	118.9

⁽¹⁾ Indice intera collettività nazionale

IL MERCATO DEL LAVORO

Variazioni percentuali salvo diversa indicazione

	Previsioni			
	2010	2011	2012	2013
Forze di lavoro	0.0	0.1	-0.1	-0.1
Unità di lavoro	-0.7	-0.2	-0.8	-0.7
- industria s.s	-3.4	-0.6	-1.2	-1.2
- costruzioni	-1.1	-5.3	-3.0	-1.9
- servizi	-0.1	0.5	-0.5	-0.5
Unità di lavoro dipendenti	-1.1	0.0	-0.5	-0.5
Occupati	-0.7	0.2	-0.5	-0.4
Tasso di attività ⁽¹⁾	62.3	62.1	61.9	61.7
Tasso di occupazione ⁽¹⁾	57.0	56.9	56.5	56.1
Tasso di disoccupazione ⁽¹⁾	8.4	8.3	8.7	9.0

⁽¹⁾ Livello percentuale

REDDITO DISPONIBILE DELLE FAMIGLIE

Variazioni percentuali

	Previsioni			
	2010	2011	2012	2013
Reddito da lavoro dipendente	1.0	1.5	1.1	1.3
Risultato lordo di gestione e redd. misto	2.7	3.0	2.0	3.0
Reddito primario netto	0.6	2.4	1.7	2.1
Imposte correnti versate	2.5	3.6	3.1	2.3
Contributi sociali versati	0.2	3.7	1.7	1.6
Prestazioni sociali ricevute	2.4	3.3	1.9	2.4
Reddito netto disponibile ⁽¹⁾	0.9	2.4	1.6	2.5
Reddito reale disponibile	-0.7	-0.4	-1.0	-0.8
Consumi nazionali a prezzi costanti	1.0	0.4	-1.4	-0.6
Propensione al consumo ^(*)	90.5	91.1	90.6	90.7

⁽¹⁾ Al netto degli ammortamenti

^(*) Rapporto percentuale tra consumi e reddito lordo disponibile

BILANCIA DELLE PARTITE CORRENTI

Saldi in miliardi di euro

	Previsioni			
	2010	2011	2012	2013
Merci fob-fob	-20.4	-20.9	-4.8	10.0
Turismo	8.8	10.0	10.6	11.0
Redditi di capitale	-10.3	-12.5	-18.1	-19.2
Altre voci	-31.7	-31.3	-31.8	-34.3
Partite correnti	-53.5	-54.7	-44.1	-32.5

PREZZI E COSTI NELL'INDUSTRIA IN SENSO STRETTO

Variazioni percentuali

	Previsioni			
	2010	2011	2012	2013
Retribuzioni per dipendente	3.6	3.1	2.0	2.4
Costo del lavoro per dipendente	3.3	3.1	1.8	2.2
Produttività per occupato	8.9	0.3	-0.3	0.5
Clup	-5.2	2.7	2.3	1.8
Prezzi materie prime "non oil" in euro	33.2	18.9	-6.9	-2.1
Petrolio Brent in euro	36.0	31.3	2.7	-6.8
Prezzi alla produzione beni finali di consumo	0.6	3.2	2.2	2.6

PREZZI AL CONSUMO ^(*)

Variazioni percentuali

	Previsioni			
	2010	2011	2012	2013
Alimentari	0.2	2.5	1.9	3.4
Non alimentari	1.1	1.4	1.8	2.5
Energetici	4.2	11.2	4.3	4.1
Servizi privati	1.7	2.4	2.1	3.8
Tariffe pubbliche e prezzi amministrati ^(**)	1.4	2.2	2.9	2.6
Affitti	2.7	1.6	1.9	2.2
Totale	1.5	2.8	2.3	3.4

^(*) Indice per l'intera collettività nazionale (Nic)

^(**) Al netto prodotti energetici

LA FINANZA PUBBLICA				
Pubblica amministrazione				
	Previsioni			
	2010	2011	2012	2013
<i>Valori assoluti in miliardi di euro</i>				
Imposte dirette e entrate in conto capitale	233.2	240.1	249.0	256.7
Imposte indirette	216.5	230.1	260.5	276.5
Contributi sociali	212.9	220.8	224.6	228.2
Altre entrate	58.9	61.7	63.2	65.1
Totale entrate	721.5	752.8	797.3	826.5
Retribuzioni	172.3	173.1	174.9	176.5
Consumi intermedi	155.3	156.8	154.8	148.9
Prestazioni sociali	298.2	307.9	313.6	321.3
Altre uscite correnti	43.4	41.0	44.6	45.6
Interessi	70.2	83.1	94.7	100.6
Totale uscite correnti	739.4	761.8	782.7	792.7
Spese in conto capitale	54.1	52.2	50.0	49.6
Totale uscite	793.5	814.1	832.6	842.3
Totale uscite al netto interessi	723.3	731.0	737.9	741.8
<i>Variazioni percentuali</i>				
Imposte dirette e entrate in conto capitale	-2.2	3.0	3.7	3.1
Imposte indirette	5.1	6.3	13.2	6.2
Contributi sociali	0.1	3.7	1.7	1.6
Altre entrate	1.5	4.8	2.4	3.0
Totale entrate	0.9	4.3	5.9	3.7
Retribuzioni	0.8	0.4	1.1	0.9
Consumi intermedi	0.9	0.9	-1.3	-3.8
Prestazioni sociali	2.3	3.3	1.9	2.4
Altre uscite correnti	-2.7	-5.5	8.9	2.1
Interessi	-0.3	18.4	14.0	6.2
Totale uscite correnti	1.1	3.0	2.7	1.3
Spese in conto capitale	-18.8	-3.4	-4.4	-0.7
Totale uscite	-0.6	2.6	2.3	1.2
Totale uscite al netto interessi	-0.6	1.1	1.0	0.5
<i>Saldi</i>				
Indebitamento netto	-72.0	-61.3	-35.3	-15.9
Avanzo primario	-1.8	21.8	59.4	84.7
<i>Dati in % del Pil</i>				
Pressione fiscale	42.3	43.3	45.6	46.1
Totale entrate	46.4	47.6	50.0	50.5
Totale uscite	51.0	51.4	52.2	51.5
Interessi	4.5	5.3	5.9	6.1
Totale uscite netto interessi	46.5	46.2	46.2	45.3
Indebitamento netto	-4.6	-3.9	-2.2	-1.0
Avanzo primario	-0.1	1.4	3.7	5.2
Debito P.A. definizione Ue	118.5	120.6	121.4	118.9

PRINCIPALI PAESI INDUSTRIALIZZATI - 2012-13:**PREVISIONI DI CONSENSO ^(*)**

Variazioni percentuali salvo diversa indicazione

	Italia	Germania	Francia	Regno Unito	Stati Uniti	Giappone
Prodotto interno lordo						
2009	-5.1	-5.1	-2.6	-4.4	-3.5	-5.5
2010	1.4	3.7	1.4	2.1	3.0	4.5
2011	0.4	3.0	1.6	0.9	1.8	-0.8
2012	-1.3	0.5	0.0	0.5	2.2	1.9
2013	0.1	1.5	1.0	1.8	2.5	1.4
Consumi privati						
2009	-1.6	-0.1	0.1	-3.5	-1.9	-0.7
2010	1.1	0.6	1.3	1.2	2.0	2.6
2011	0.5	1.5	0.6	-0.8	2.2	-0.2
2012	-1.1	1.0	0.3	0.3	2.1	1.1
2013	-0.3	1.1	1.1	1.6	2.2	1.0
Investimenti ⁽¹⁾						
2009	-11.7	-22.8	-11.9	-13.4	-17.9	-14.2
2010	2.3	10.5	2.0	3.1	4.4	0.8
2011	-0.3	8.3	3.4	-2.2	8.8	-0.3
2012	-3.4	1.5	-0.5	1.8	7.4	2.8
2013	0.1	3.9	2.2	4.4	6.6	3.6
Inflazione						
2009	0.8	0.4	0.1	2.2	-0.3	-1.3
2010	1.5	1.1	1.5	3.3	1.6	-0.7
2011	2.7	2.3	2.1	4.4	3.2	-0.3
2012	2.3	1.8	1.7	2.7	1.9	-0.3
2013	1.7	1.8	1.6	2.0	1.9	0.0
Tasso di disoccupazione (in % delle forze di lavoro)						
2009	7.8	8.2	9.1	4.7	9.3	5.1
2010	8.4	7.7	9.4	4.7	9.6	5.0
2011	8.2	7.1	9.3	4.8	9.0	4.6
2012	8.8	6.9	9.7	5.4	8.6	4.4
2013	8.9	6.8	9.6	5.4	8.3	4.2

⁽¹⁾ Investimenti fissi lordi per Italia e Regno Unito
 Investimenti privati per Francia, Stati Uniti e Giappone
 Investimenti in macchine e attrezzature per Germania

^(*) Gennaio 2012

finanziaria, politica e dell'economia reale faranno da sfondo ad un anno in cui ciò che conta non saranno tanto le politiche del Governo in carica, ma gli annunci sulle politiche future da

parte dei partiti che lo hanno sinora sostenuto. Il Governo Monti ha svolto, ma la strada da percorrere è molto lunga, e tutta in salita.

La politica di bilancio

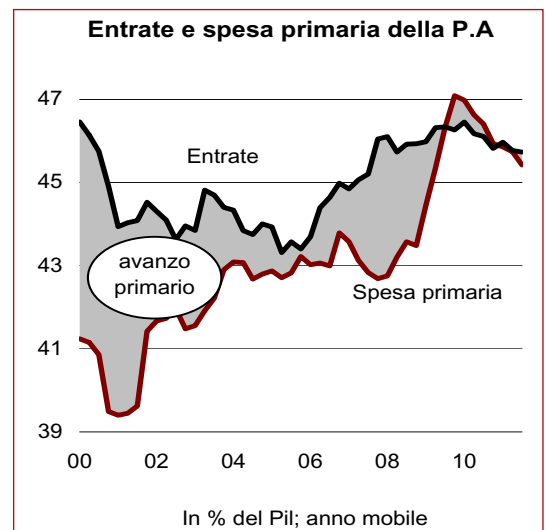
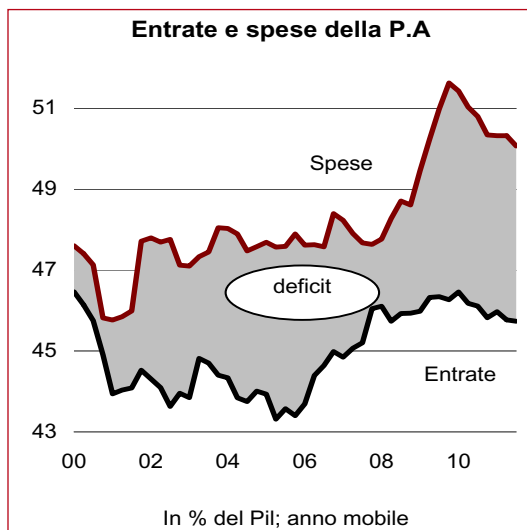
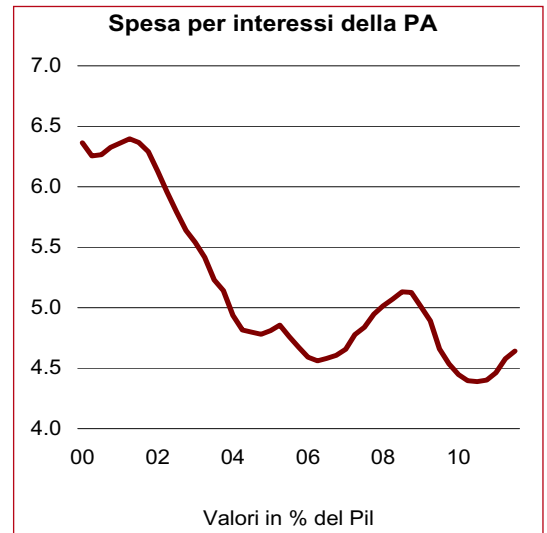
Le tendenze recenti

Nei primi nove mesi del 2011 l'indebitamento netto della PA secondo i conti economici trimestrali è migliorato rispetto allo stesso periodo del 2010. Il deficit più contenuto è dovuto sia ad un aumento delle entrate che a una contrazione delle spese, nonostante il marcato incremento della spesa per interessi. Sensibile è stato il miglioramento del primario, che per due trimestri consecutivi (gli ultimi due) è tornato in territorio positivo, per cui il dato cumulato dei primi nove mesi del 2011 ha fatto registrare un avanzo primario, che non si vedeva da due anni.

In termini di Pil, il contributo derivante dal contenimento delle spese è stato più significativo. Si è infatti registrata una riduzione di circa tre decimi di prodotto nelle spese complessive, ripartita su quasi tutte le voci di spesa. Tra le spese correnti, le sole ad essere aumentate più del Pil sono le prestazioni sociali (+2.4 per cento, ovvero un decimo di Pil in più rispetto al terzo trimestre 2010), mentre la spesa per redditi e quella per consumi si sono ridotte. In particolare la massa retributiva del settore pubblico si è ridotta di quasi l'1 per cento in valore assoluto, determinando una caduta di tre

decimi in quota al prodotto, e controbilanciando così l'aumento della spesa per interessi, anch'esso pari a tre decimi di Pil (quasi +10 per cento rispetto all'anno prima). Anche gli investimenti hanno subito una contrazione nei primi nove mesi dell'anno rispetto al precedente, riducendosi di quasi il 9 per cento, con una diminuzione di circa due decimi in rapporto al Pil.

La dinamica delle entrate è stata leggermente positiva nel terzo trimestre 2011, ma la



crescita è stata inferiore a quella del prodotto, comportando una complessiva diminuzione di circa un decimo di Pil.

Tra le entrate correnti, le imposte dirette sono rimaste praticamente ferme, così come il lieve incremento dei contributi sociali ne ha lasciato praticamente invariato il valore in rapporto al prodotto. Sono state le imposte indirette a trainare la dinamica delle entrate, con un incremento di circa il 2.7 per cento, pari un decimo di Pil in più.

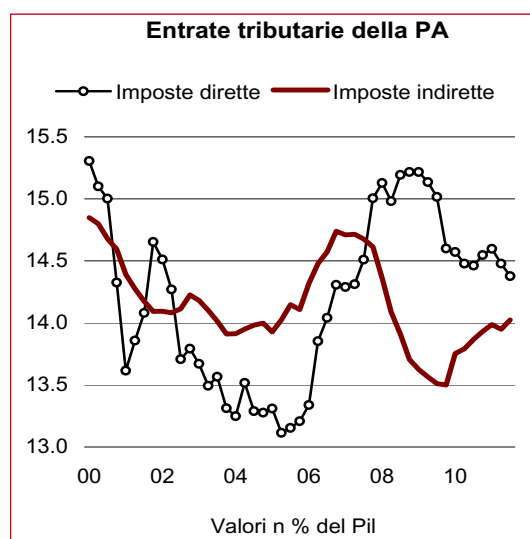
Dal dettaglio delle entrate tributarie su base mensile emergono sostanzialmente le stesse dinamiche viste nei dati trimestrali di contabilità, ovvero un andamento più favorevole delle indirette che sostiene il gettito complessivo per le casse dello Stato.

Nel periodo tra gennaio e novembre 2011 infatti le imposte dirette si sono ridotte rispetto all'anno precedente, soprattutto per un calo pronunciato dell'Ires e per il venir meno di alcune imposte sostitutive che nei due anni passati avevano sostenuto il gettito complessivo.

Viceversa, l'imposizione indiretta ha fatto registrare tassi di variazione positivi, in conseguenza non solo dell'aumento dell'Iva, ma anche dell'incremento dei proventi derivanti dal gioco del lotto (+32 per cento), e dell'entrata straordinaria registrata nel mese di aprile derivante dall'imposta sostitutiva delle imposte ipotecarie e catastali relative ai contratti di locazione finanziaria su immobili introdotta con la Legge di Stabilità.

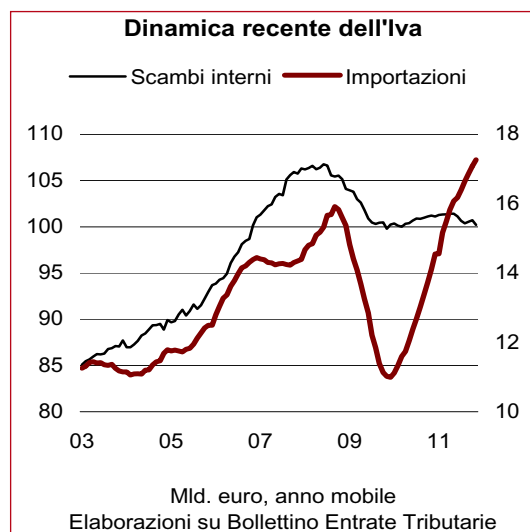
Per quanto riguarda la dinamica dell'Iva, si osserva che l'andamento positivo del gettito è dipeso soprattutto dall'imposizione relativa alle importazioni, mentre l'Iva sugli scambi interni ha fatto in realtà registrare un segno meno da gennaio a novembre.

L'incremento del gettito sulle transazioni internazionali è dipeso soprattutto dall'aumento del prezzo del petrolio. L'andamento cedente del gettito dell'Iva sugli scambi interni (nel 2011 ancora al di sotto dei livelli del 2008) segnala invece le difficoltà in cui versa l'economia italiana dato che, nonostante l'aumento a partire dal mese di settembre di un punto percentuale dell'aliquota massima, dal 20 al 21 per cento, il



gettito complessivo dell'anno scorso si è rivelato inferiore rispetto ai tre anni precedenti, quando già mordeva la crisi.

Anche il fabbisogno cumulato nei primi undici mesi dell'anno è migliorato nel 2011 rispetto all'anno precedente, passando da 77 a 72 miliardi circa. Siamo ancora però lontani dai valori pre-crisi in cui il fabbisogno cumulato della PA a novembre 2007 era pari a circa 40 miliardi. Lo stesso si osserva per il fabbisogno del settore statale dell'anno 2011. A dicembre il MEF ha registrato un fabbisogno per il 2011 di circa 61.5 miliardi, migliore rispetto alle stime del Def e in miglioramento rispetto al biennio precedente, ma ancora superiore al fabbisogno del 2007 pari a circa 35 miliardi di euro.



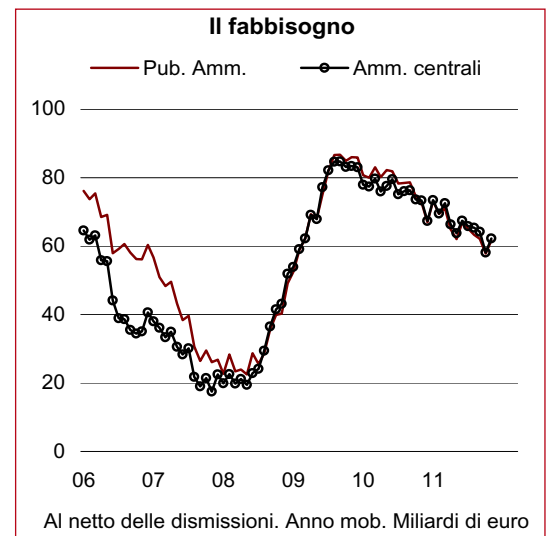
Le attese per la chiusura del 2011 puntano quindi a un miglioramento sensibile del deficit della PA che dovrebbe ridursi di circa 8 decimi di Pil passando dal 4.6 per cento del 2010 al 3.8 per cento. Ci si aspetta una ripresa delle entrate, più pronunciata sul fronte delle imposte indirette rispetto alle dirette, che dovrebbe garantire più di un punto di Pil aggiuntivo di gettito rispetto al 2010. Dal lato della spesa il 2011 dovrebbe chiudersi con valori solo leggermente superiori all'anno precedente, determinando un incremento modesto in rapporto al prodotto, di circa mezzo punto. In effetti, praticamente l'unica componente di spesa a seguire una traiettoria crescente anche in rapporto al Pil è la spesa per interessi passivi, per la quale ci si attende un aumento di poco inferiore al punto di Pil. Viceversa, la spesa primaria dovrebbe ridursi in quota di Pil, in particolare nei consumi

Stretta sul bilancio

Sulla previsione per il biennio 2012-2013 incidono in particolare due fattori. In primo luogo, negli ultimi mesi le stime sulla crescita del prossimo anno sono state riviste fortemente al ribasso. Già la nostra precedente previsione aveva incorporato il peggioramento del quadro congiunturale puntando ad una nuova recessione per il 2012, mentre nelle stime di Governo ancora si attendevano tassi di crescita positivi. A dicembre sono state invece riviste anche le stime ufficiali, e contestualmente all'approvazione dell'ultima (per il momento) manovra restrittiva gravante sul prossimo triennio¹ i numeri del Documento di Economia e Finanza sono stati ulteriormente aggiornati rispetto a settembre. Le attese per il 2012 sono passate da una blanda crescita ad una nuova recessione, peggiorando così l'indebitamento netto tendenziale.

L'evoluzione della situazione sui mercati finanziari ha finora visto i rendimenti dei titoli italiani mantenersi su valori molto elevati, comportando un peggioramento delle stime per la spesa per il servizio del debito che già dall'anno appena chiuso rappresenta l'unica

¹ Una analisi del dl 201/2011, che si aggiunge ai due decreti di luglio (dl 98) e settembre (138), è stata presentata nel n. 22 di dicembre 2011 dell'Aggiornamento a **Congiuntura ref.**



collettivi, con la spesa per il personale pubblico ancora stagnante in valore assoluto, e negli investimenti, che dovrebbero far segnare un meno per il secondo anno consecutivo.

componente di spesa in crescita rispetto al prodotto. La spesa per interessi è infatti attesa superare i 6 punti di Pil nell'arco di un biennio, il che comporta un ulteriore peggioramento delle stime tendenziali per i conti pubblici. Naturalmente, l'incertezza sul quadro dei mercati rende le stime sulla spesa per interessi soggette ad un'alea elevata.

Lo scenario **ref.** incorpora una caduta del Pil nel 2012 molto più pronunciata rispetto alle ultime stime di Governo. Ciò dipende anche in parte dal fatto che la crescita stimata nell'aggiornamento delle previsioni ufficiali di dicembre non tiene conto degli effetti recessivi della manovra aggiuntiva del Governo Monti (è fatta, cioè, "a legislazione vigente"). È questa la ragione fondamentale per cui non ci si attende il raggiungimento del pareggio di bilancio già nel 2013, sebbene comunque la previsione punti ad un ampio margine di miglioramento del deficit, che dovrebbe attestarsi nel 2012 intorno al 2 per cento del Pil, per poi ridursi ancora di circa un punto nell'anno successivo. Di fatto si tratta di un saldo che in altri frangenti sarebbe considerato virtuoso.

Il contenimento si concentrerà soprattutto sul fronte delle entrate, che sono attese aumentare nonostante la fase congiunturale ancora avversa,

L'AGGIORNAMENTO DELLE STIME UFFICIALI						
Documento di Economia e finanza vs. Relazione al Parlamento per il dl 201/2011						
	<i>Def.set. 2011</i>			<i>Relazione dic. 2011</i>		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Spese finali	50.5	49.7	49.0	50.4	50.6	51.2
Entrate finali	46.6	47.9	48.0	46.5	48.1	49.0
Pressione fiscale	42.7	44.1	44.8	42.5	43.8	43.8
Indebitamento netto tendenziale	-3.9	-1.8	-1.1	-3.8	-2.5	-2.2
<i>Manovra</i>	<i>0.0</i>	<i>0.2</i>	<i>1.0</i>	<i>0.0</i>	<i>1.3</i>	<i>2.2</i>
Indebitamento netto programmatico	-3.9	-1.6	-0.1	-3.8	-1.2	0.0
Interessi	4.8	5.3	5.5	4.9	5.8	6.1
Saldo primario	0.9	3.7	5.4	1.0	4.6	6.1
Crescita Pil (senza manovra Monti)	0.7	0.6	0.9	0.6	-0.4	0.3

in conseguenza delle tre manovre varate gli anni scorsi. In particolare, si è scelto nel nostro quadro di considerare appieno la clausola di salvaguardia della riforma fiscale-assistenziale così come modificata dal Dl 201, ovvero si incorpora completamente un ulteriore aumento delle aliquote Iva nel 2012-2013 di due punti, da 10 a 12 per cento e da 21 a 23 per cento, da cui lo slancio delle indirette anche nel 2012.

Questo scenario, pur basandosi su ipotesi di crescita ben più pessimiste rispetto al quadro di Governo, non costituisce comunque un *lower bound* per le finanze pubbliche italiane. L'altra ipotesi fondamentale su cui si basa la previsione è difatti che la situazione sui mercati finanziari non peggiori, ma anzi vada stabilizzandosi pur

molto gradualmente, e ciò dipende in modo cruciale anche dall'evoluzione delle tensioni sui mercati e dalla possibilità di tornare a finanziare il debito a tassi inferiori. In questo caso si potrebbe quindi escludere la possibilità che si renda necessaria una nuova correzione dei conti in tempi brevi.

Vi è però uno scenario ancora peggiore di quello qui considerato, ed è il caso in cui vi sia un effetto avvitamento per cui le incertezze sulla crescita sono tali da impedire di riguadagnare la fiducia dei mercati. Se questo fosse il quadro, il mix di contrazione delle entrate fiscali e ulteriore aumento della spesa per interessi porterebbe a risultati peggiori di quelli da noi prospettati.

Produzione e domanda

Crollo dei consumi, aumento dell'incertezza

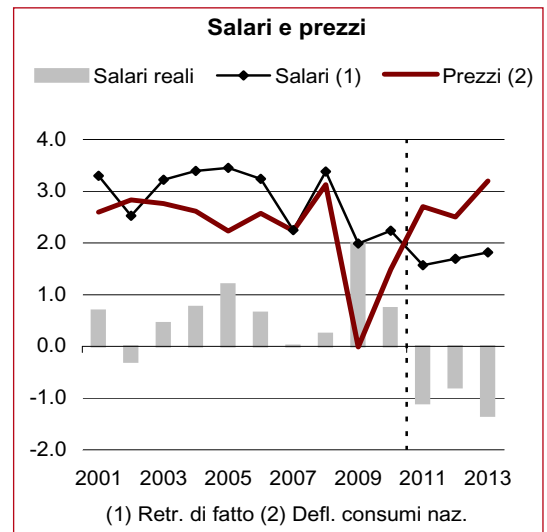
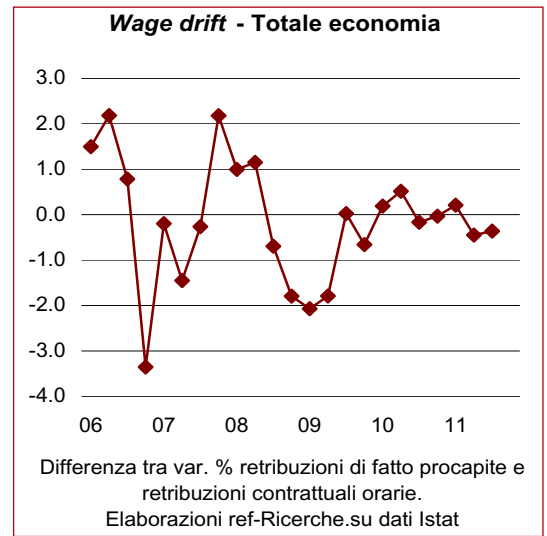
Nel 2011 le famiglie italiane hanno cominciato a sperimentare gli effetti negativi delle grosse difficoltà della nostra economia. Passato poco più di un anno da una pesante recessione, che aveva già colpito profondamente i bilanci delle famiglie, un'altra fase difficile si sta profilando. Le famiglie italiane, il cui reddito disponibile si è complessivamente già ridotto, in termini reali, di oltre 5 punti percentuali in un triennio, si trovano ora pericolosamente esposte alle turbolenze in atto.

Già a partire dal secondo trimestre 2011 si è evidenziato un deterioramento del potere d'acquisto delle famiglie, per effetto del manifestarsi di alcuni fattori decisamente

negativi. Innanzi tutto, una decelerazione della dinamica salariale: da una parte le condizioni meno favorevoli del mercato del lavoro degli ultimi anni si stanno cominciando a riflettere sui rinnovi contrattuali, con una compressione della dinamica delle retribuzioni contrattuali (cresciute per il totale dell'economia dell'1.7 in media d'anno nel 2011, dopo aver tenuto mediamente tassi di incremento nominale annuo prossimi al 3 per cento per il triennio precedente, di recessione). Dall'altra lo slittamento salariale (*wage drift*), che di norma tende ad essere positivo, sta diventando negativo: in altre parole, le retribuzioni di fatto crescono meno di quelle contrattuali. La principale differenza tra queste

due misure del salario è che le retribuzioni di fatto includono anche tutte quelle componenti retributive determinate dalla contrattazione di secondo livello, tra le quali vi sono voci legate al ciclo e alla produttività (come straordinari, premi di produzione, gratifiche), e riflettono, essendo calcolate come rapporto tra il monte retributivo e le unità equivalenti, anche gli effetti di mutamenti nella composizione qualitativa dell'occupazione. Una crescita molto contenuta delle retribuzioni di fatto (che può arrivare a riflettersi in un *wage drift* negativo) significa che le componenti aggiuntive sono cresciute molto poco o si sono addirittura contratte, per effetto della deterioramento del ciclo. E comunque la composizione dell'occupazione sta mutando, a favore delle figure a reddito medio più basso. Alla frenata della dinamica salariale, inoltre, si è aggiunto l'effetto negativo dell'accelerazione dell'inflazione, che riflette sia le tensioni osservate sulle materie prime importate che gli effetti degli interventi su Iva (che si sono traslati perlomeno in parte sui consumatori) e accise sui carburanti. L'effetto combinato di questi due fattori è stato la contrazione dei salari reali, fenomeno che non si osservava dall'inizio degli anni duemila. Tale andamento, peraltro, è previsto mantenersi anche nel biennio di previsione; non vi sono difatti spunti di ripresa della dinamica salariale, dato il contesto di deterioramento del mercato del lavoro, le pressioni sulla contrattazione, il venire meno di quelle componenti già indebolitesi per effetto del ciclo negativo e, infine, gli effetti degli interventi di bilancio, che hanno bloccato la dinamica salariale nel pubblico. La modesta crescita delle retribuzioni nominali nel biennio di previsione verrebbe inoltre totalmente erosa dalla dinamica dei prezzi, che si manterrebbe elevata anche per effetto degli ulteriori aumenti dell'Iva programmati per fine 2012.

Gli interventi di politica fiscale hanno rappresentato infine un altro fattore che ha influito negativamente sul reddito disponibile delle famiglie italiane già nel 2011. Le misure introdotte nelle varie manovre presentate nel corso dell'anno hanno difatti interessato in buona parte, direttamente o indirettamente,



anche i consumatori. E le misure aggiuntive presentate a fine anno implicano ulteriori correzioni del reddito delle famiglie, conseguenti agli interventi sulle entrate (ad esempio l'aumento delle addizionali e l'introduzione dell'Imu, o l'incremento delle accise) e a misure sulle spese (tra le quali l'indicizzazione dei trattamenti pensionistici)².

Sulle prospettive del reddito delle famiglie, e di conseguenza della spesa per consumi, nel biennio di previsione pesano naturalmente anche gli andamenti del mercato del lavoro. Dato lo scenario di recessione, è inevitabile prevedere un'ulteriore correzione della domanda di lavoro e un nuovo incremento della disoccupazione.

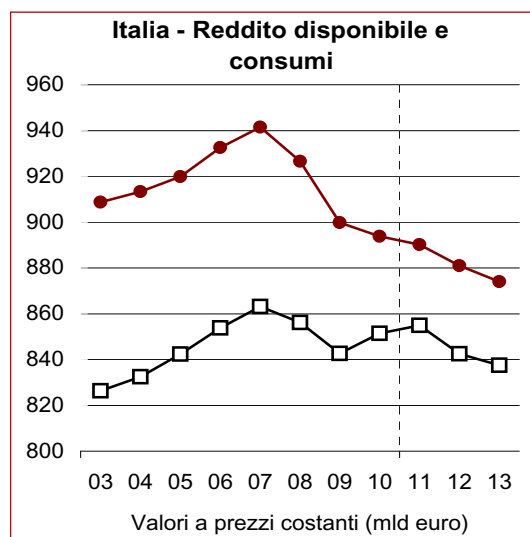
² Per un approfondimento sugli effetti della manovra sulle famiglie si rimanda all'Aggiornamento di Congiuntura ref. n.22 di dicembre 2011.

Questo tanto più se si considera che le imprese hanno ancora un eccesso di organici per effetto del *labour hoarding* osservato nel biennio 2008-2009 che rende poco probabile un comportamento di questo tipo anche in prospettiva.

A seguito dell'operare di tutti questi fattori negativi, il reddito disponibile delle famiglie italiane è previsto contrarsi ancora; la riduzione, complessivamente pari a circa 2 punti percentuali nell'intero biennio di previsione, e a cui segue un quadriennio in cui il reddito è risultato in caduta, riporta il reddito, in termini reali, sui livelli di inizio anni duemila. Per le famiglie italiane si tratta pertanto di quasi un quindicennio perduto.

Se negli ultimi anni la caduta del reddito disponibile aveva avuto effetti smorzati sulla spesa per consumi a causa della compressione del tasso di risparmio da parte delle famiglie, questa tendenza potrebbe interrompersi in prospettiva. La riduzione del tasso di risparmio è stata dettata dalla necessità delle famiglie di difendere, per quanto possibile, gli standard di consumo; non è però un andamento che potrebbe protrarsi ancora a lungo, anche considerando che i decili più poveri e intermedi della distribuzione dei redditi, caratterizzati da tassi di risparmio nulli se non addirittura negativi, non potranno ridurre i risparmi ulteriormente dato anche il venire meno del sostegno del credito al consumo, che aveva permesso di aumentare la propensione al consumo anche a chi l'aveva già prossima al 100 per cento (ovvero, tipicamente, chi ha un reddito modesto e lo consuma interamente). L'incremento del costo di raccolta bancaria si sta traducendo in una restrizione delle condizioni di offerta di credito da parte delle banche, che può significare di fatto una contrazione dell'offerta almeno per i consumatori con maggior rischio di credito e un incremento dei costi.

Il tasso di risparmio, pertanto, è previsto arrestare la propria discesa; oltre alla difficoltà di compressione ulteriore, e al venir meno del



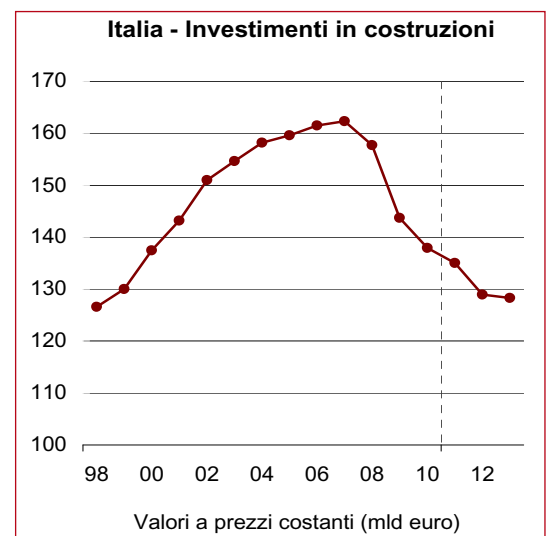
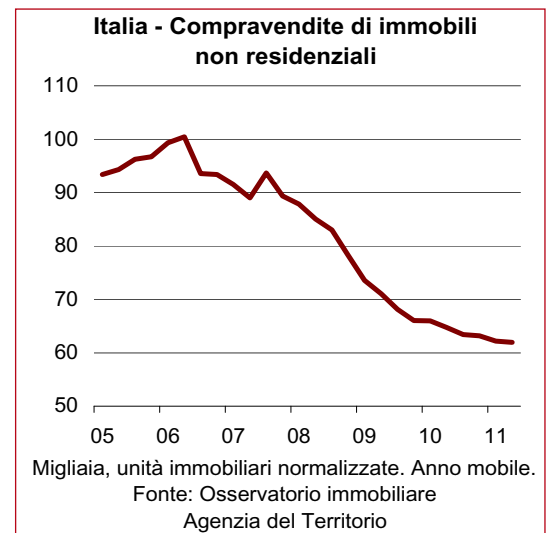
sostegno del credito, potrebbero evidenziarsi delle revisioni nelle attese. Le famiglie italiane stanno probabilmente cominciando a modificare le proprie aspettative, scontando un minor benessere futuro per effetto della crescita modesta dell'economia e delle necessità di austerità della finanza pubblica. E' quindi plausibile che rivedano al ribasso i propri consumi e ricomincino a risparmiare a fini cautelativi. Già nelle indagini più recenti presso i consumatori è aumentato il numero di coloro che ritengono che sia opportuno e conveniente risparmiare. In tale contesto, la riduzione del reddito disponibile si riflette in un calo più che proporzionale della spesa per consumi.

Le costruzioni continuano a flettere

Negli ultimi quattro anni gli investimenti in costruzioni hanno invertito la tendenza crescente seguita per buona parte del primo decennio degli anni duemila. Con la crisi economica e finanziaria, quando il mercato immobiliare ha interrotto la *performance* decisamente positiva che aveva sostenuto l'andamento degli investimenti, è iniziata la fase di flessione. La correzione piuttosto brusca osservata soprattutto nel biennio 2008-2009, e alla quale è seguita un'ulteriore contrazione nel periodo 2010-2011, ha abbassato rapidamente il livello degli investimenti. Di fatto, in media nel 2011 (nei primi tre trimestri) l'investimento in costruzioni è risultato inferiore a quanto osservato a inizio decennio. La caduta è stata particolarmente marcata per la componente non residenziale degli investimenti in costruzioni, che si è ridotta di oltre il 20 per cento rispetto al massimo toccato nel 2004 (la tendenza si era invertita prima per questa voce), mentre per gli investimenti residenziali, per i quali la svolta è stata più tardiva, la flessione per ora è del 15 per cento.

La contrazione è andata ampliandosi nel corso del 2011. Il mercato immobiliare è risultato del resto estremamente fiacco anche nei trimestri più recenti: il volume di compravendite residenziali, che era superiore alle 800mila unità prima del 2008, è risultato modesto, inferiore alle 600mila unità (normalizzate), in riduzione rispetto al 2010, che peraltro non è stato un anno particolarmente vivace; molto debole anche il mercato immobiliare non residenziale.

Le imprese del settore mostrano attese piuttosto pessimiste; l'indice di fiducia resta su livelli prossimi ai minimi, anche se a dicembre si è osservato un modesto rimbalzo. D'altra parte le prospettive per l'attività edilizia sono piuttosto fosche. Il mercato del residenziale risentirà della maggior incertezza e della riduzione del reddito disponibile delle famiglie, per effetto del deterioramento del quadro economico e della correzione fiscale. Inoltre, già nel corso dell'ultimo triennio si è osservata una decisa riduzione del tasso di investimento delle famiglie. A ciò si somma il fatto che le banche italiane hanno cominciato a praticare



condizioni più restrittive sul credito. I tassi bancari medi nominali sui mutui, seppur ancora su livelli contenuti in prospettiva storica, hanno

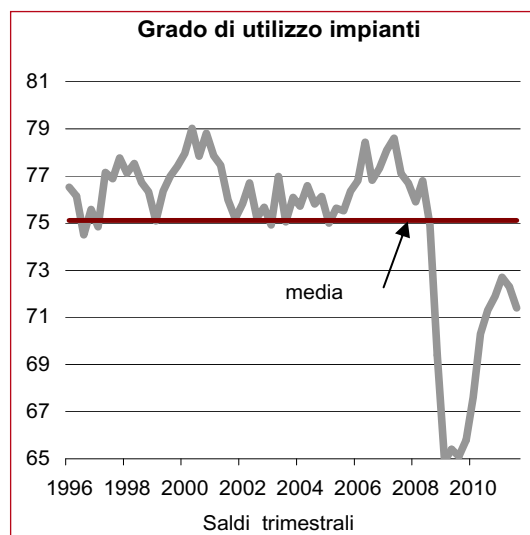
ricominciato a salire, raggiungendo a fine 2011 il 3.5 per cento quando nell'estate 2010, grazie al taglio dei tassi di riferimento e agli *spread* ancora contenuti, si richiedeva in media il 2.5 per cento. C'è però da sottolineare che in termini reali, invece, data l'inflazione in accelerazione, i tassi risultano in discesa. Sulle prospettive future pesa ovviamente l'incertezza legata alle possibili involuzioni della crisi: le tensioni sui bilanci bancari si riflettono sull'offerta di

Gli investimenti alla prova del credito

I dati di contabilità nazionale diffusi fino al terzo trimestre hanno evidenziato come nel corso del 2011 la spesa per investimenti si sia via via indebolita. La componente della spesa per mezzi di trasporto risulta infatti in caduta dalla fine del 2010 (con la sola eccezione del secondo trimestre), mentre quella in macchinari e attrezzature, seppure in tenuta, mostra un indebolimento. D'altra parte, le imprese italiane stanno cominciando a risentire delle difficoltà provenienti da un quadro economico in deterioramento. I volumi prodotti dall'industria sono risultati in flessione nel terzo trimestre e, sulla base dei dati più recenti, il trend si è mantenuto calante anche nei mesi finali del 2011. L'eccesso di capacità produttiva rispetto alle esigenze produttive non si è pertanto mai chiuso, al più lievemente ridotto: le ultime *survey*, però sottolineano come i margini di capacità produttiva inutilizzata si siano nuovamente ampliati. Ma ciò che pesa maggiormente sulle prospettive di investimento è l'incertezza sul credito. I fabbisogni finanziari delle imprese - nonostante le esigenze di investimento contenute - sono in aumento, secondo quanto segnalato dalla Banca d'Italia; l'incremento degli oneri finanziari netti ha comportato una riduzione del ricorso all'autofinanziamento da parte delle imprese. A fronte di una domanda ancora sostenuta si osserva invece una decelerazione nell'offerta di credito alle imprese. A fine 2011 la crescita anno su anno dei prestiti al settore privato non finanziario è stata mediamente del 5.6 per cento, ma se si corregge per le sofferenze e per i pronti contro termine la crescita dei prestiti risulta modesta e in frenata rispetto all'estate. In

credito, e questo limiterebbe ulteriormente la capacità di spesa delle famiglie. Il mercato immobiliare residenziale è previsto pertanto in ulteriore decelerazione nel prossimo biennio, con un impatto negativo sugli investimenti in costruzioni, che risentiranno peraltro anche dei tagli alla spesa pubblica. Nello scenario di previsione, pertanto, la spesa per investimenti in costruzioni continuerà a contrarsi, scendendo sui livelli di fine anni novanta.

particolare, la crescita si è azzerata per le piccole imprese. Cominciano così a emergere difficoltà nell'accesso al credito; le imprese stesse, interpellate nell'ambito dell'indagine condotta presso le imprese manifatturiere dall'Istat, segnalano il crescente peso dei vincoli finanziari tra gli ostacoli alla produzione. Aumenta la quota di imprese che segnalano un peggioramento delle condizioni di accesso al credito. D'altra parte le banche avevano indicato già nel terzo trimestre un irrigidimento dei criteri utilizzati per l'erogazione dei prestiti alle imprese; tale irrigidimento riguarda in particolar modo i prestiti a lungo termine, e si è tradotto soprattutto in un incremento dei margini della banca, in restrizioni sull'ammontare del credito, sulle scadenze e in particolari clausole. Le restrizioni sull'offerta di credito sono dovute, sempre secondo le banche intervistate nell'indagine *Bls (Bank lending survey)*, soprattutto ai vincoli derivanti dalla capacità della banca di finanziarsi sul mercato. Le banche, difatti, stanno

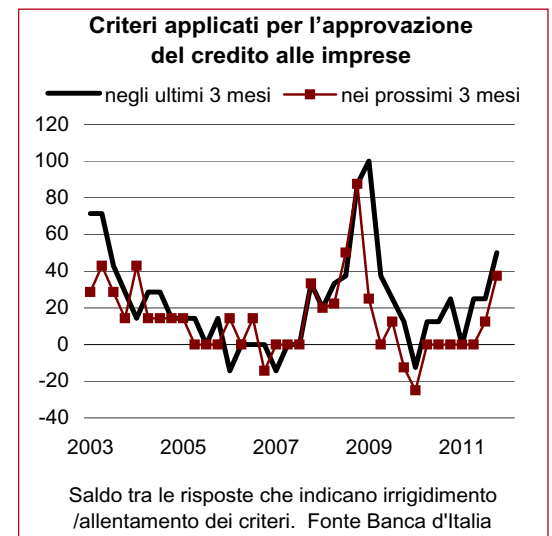


sperimentando da alcuni mesi delle tensioni notevoli sui propri bilanci, dovendo fronteggiare non solo un recupero delle sofferenze, destinate probabilmente ad aumentare in un contesto di deterioramento economico, ma anche un incremento notevole del costo della raccolta bancaria. La persistenza dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine su livelli elevati sta determinando un innalzamento del costo di finanziamento da parte delle banche; ne discendono effetti negativi, che in parte hanno già cominciato a manifestarsi, sull'offerta di credito. Le tensioni non risultano purtroppo definitivamente superate, e non si può escludere che continuino ad esercitare effetti negativi sull'offerta di credito. Al di là degli scenari peggiori, una fase di compressione del credito, con l'esclusione di fatto di interi segmenti del sistema produttivo dall'accesso al credito, e quindi dalla possibilità di finanziarsi, comporta conseguenze piuttosto gravi anche sotto l'aspetto della competitività. Un secondo biennio di contrazione marcata della spesa in investimenti, a distanza estremamente ravvicinata dalla caduta del biennio 2008-2009, si tradurrebbe difatti in un ritardo tecnologico grave, dato che nel lasso di un quinquennio le innovazioni tecnologiche introdotte possono essere numerose. Al termine delle turbolenze, superata la fase più critica e di recessione, le imprese italiane rischiano di trovarsi così con uno stock di capitale obsoleto, con effetti decisamente negativi sulle potenzialità competitive, dato che le difficoltà

Gli scambi con l'estero

Inversione di tendenza nel 2011

I dati sul commercio estero hanno mostrato come le esportazioni, seppur in decelerazione, abbiano continuato a crescere nel corso del 2011: alla debolezza osservata nel corso della primavera, quando si erano cominciati a manifestare i primi segnali di rallentamento del ciclo mondiale, è seguito poi un autunno lievemente più vivace. Complessivamente, in media d'anno la crescita dei valori esportati (calcolata fino a novembre) è stata di poco meno di 12 punti percentuali. Nello stesso periodo le importazioni sono invece cresciute



non sono omogenee all'interno dell'Europa, ma sono decisamente più gravi nei paesi, come l'Italia, dove le tensioni sono più intense.

in misura lievemente inferiore (10.6 per cento), ma con una frenata nettamente più brusca negli ultimi mesi rispetto ai ritmi tenuti a inizio anno. Tale scollamento negli andamenti delle due componenti degli scambi, con una sostanziale tenuta delle esportazioni e la frenata delle importazioni, si è tradotto in un miglioramento della bilancia commerciale. Benché il disavanzo commerciale resti ampio, si registra un'inversione rispetto a quanto osservato nell'ultimo anno, quando il saldo era caduto verso i minimi dell'ultimo ventennio.

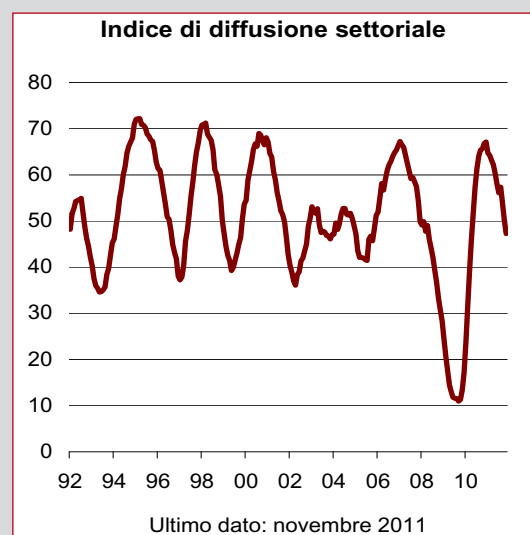
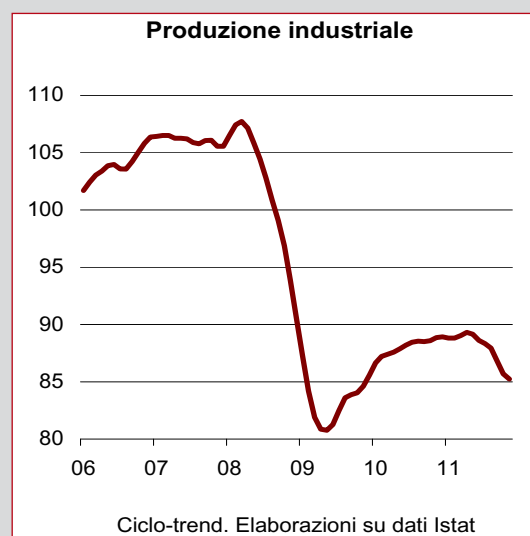
È recessione

La svolta del ciclo è avvenuta, e come spesso accade lo si riconosce solo dopo qualche tempo: già nella scorsa primavera avevano cominciato a manifestarsi dei segnali di rallentamento, in concomitanza con il deterioramento del quadro congiunturale anche a livello globale. Nel corso dell'estate il manifestarsi delle tensioni sui debiti sovrani, che hanno cominciato ad interessare con insistenza il nostro paese, ha portato ad un deterioramento delle aspettative e ad una crescente incertezza. Nel frattempo, i primi segnali di irrigidimento dei criteri di concessione sul credito hanno colpito, via tensioni sulla liquidità, l'attività produttiva.

La produzione industriale ha cominciato a seguire un trend calante già da aprile, che è proseguito poi nei mesi successivi; già nel terzo trimestre la variazione congiunturale della produzione è risultata negativa e sulla base dei risultati di ottobre e novembre si può immaginare che la flessione sia proseguita anche nell'ultimo trimestre.

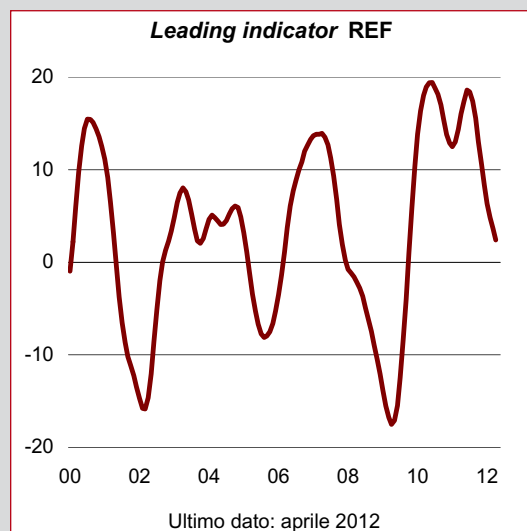
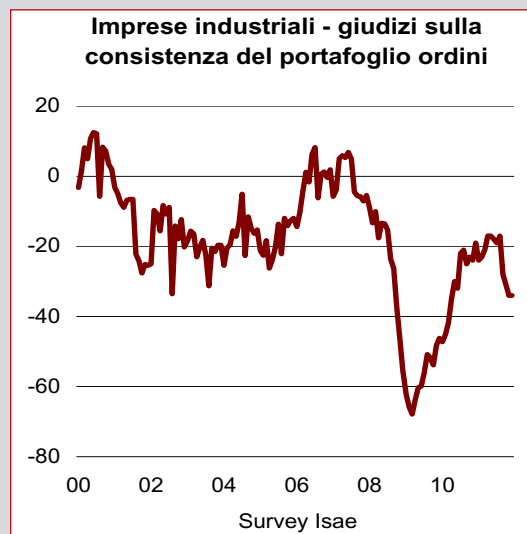
Il deterioramento del ciclo è risultato piuttosto diffuso tra i settori; sono pochi (e tipicamente quelli ad alta specializzazione, che però rappresentano solo una quota marginale della produzione italiana) i settori che stanno dando segnali di tenuta. L'indice di diffusione settoriale del ciclo indica come a novembre solo il 47 per cento (meno della metà) dei settori registrava una produzione perlomeno stabile sui livelli dell'anno precedente, quando a inizio 2011 erano oltre due terzi del totale.

Anche la *confidence* delle imprese industriali si è deteriorata rapidamente nel corso dell'anno: se ad inizio anno si erano recuperati i livelli dei primi anni duemila, nei mesi successivi la fiducia è peggiorata, per effetto della decelerazione del ciclo e delle turbolenze in atto. A fine 2011 l'indice risultava sceso su livelli minimi storici, se si esclude il buco di fiducia osservato alla fine del 2008, in concomitanza con la grande crisi. Sebbene la situazione per l'industria non appaia così drammatica come era tre anni fa, vi sono comunque elementi di preoccupazione per il futuro. Peggiorano i giudizi sugli ordini alle imprese manifatturiere, soprattutto a partire dall'autunno, ed è soprattutto la componente interna della domanda che si deteriora. Si inverte il ruolo delle scorte: se fino alla scorsa primavera le giacenze di prodotti finiti erano ritenute "basse"

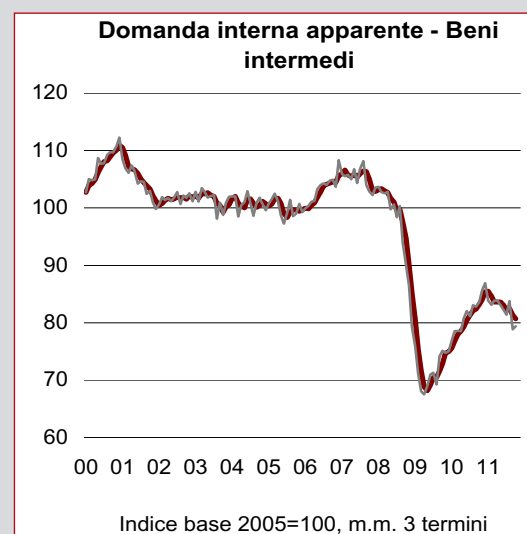


rispetto alla norma, nei mesi successivi hanno cominciato ad essere valutate "alte", anche se si è ancora ben lontani dai livelli osservati nei primi anni duemila. Del resto il ciclo delle scorte si è già invertito da tempo, con un decumulo dei magazzini, alimentato probabilmente anche dalle tensioni sulla liquidità. Le indicazioni sui primi mesi del 2012 non sono rosee: il *leading indicator ref.*, che anticipa il ciclo della produzione industriale, stima un ulteriore deterioramento anche nel primo trimestre del nuovo anno.

D'altra parte l'evoluzione della domanda non sembra particolarmente favorevole: l'indicatore di domanda interna apparente (calcolato a partire dai dati di produzione industriale e da quelli sui volumi di beni industriali scambiati con l'estero) segnala un crollo



della domanda interna negli ultimi mesi del 2011, e le aspettative sul breve periodo sono anch'esse in peggioramento. Il deterioramento è lievemente meno marcato per le attese espresse dalle imprese esportatrici circa l'export: le esportazioni sono attese andare peggio di quanto abbiano fatto recentemente, ma l'indice non si allontana troppo dai livelli raggiunti nel 2010. Che la recessione stia interessando soprattutto la componente della domanda interna è confermato da numerosi indicatori; tra questi le immatricolazioni di nuove auto, che a dicembre hanno toccato un nuovo minimo. Se nella prima metà degli anni duemila si immatricolavano oltre 2.3 milioni di autovetture nuove all'anno, in media, nel 2011 ne sono state immatricolate solo 1.7 milioni, con un calo di circa il 25 per cento.



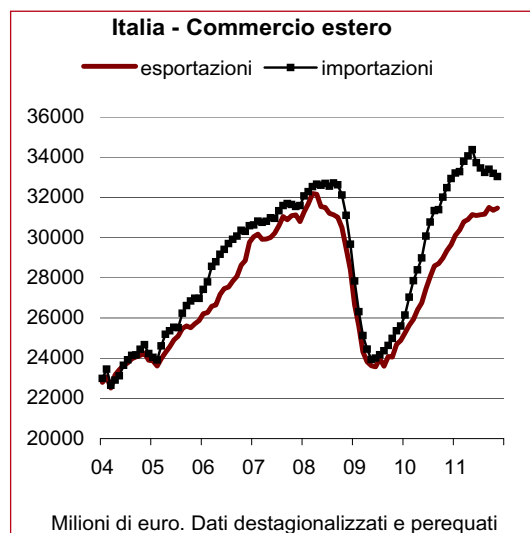


La debolezza della domanda interna si riflette anche sul settore terziario, tradizionalmente maggiormente orientato al mercato interno. Sebbene i giudizi sugli ordini non siano eccessivamente peggiorati, il quadro complessivo di elevata incertezza si rispecchia nel deterioramento marcato delle aspettative delle imprese di servizi circa gli ordini a breve e, conseguentemente, della fiducia di queste ultime. Gli indicatori pertanto sembrano suggerire non solo

che il 2011 si è concluso con un quarto trimestre in flessione, ma che la caduta possa proseguire anche nella prima parte del 2012, data la contrazione di importanti componenti della domanda interna. Tre trimestri consecutivi di caduta dell'attività produttiva (Q3 e Q4 2011 e Q1 2012) si traducono automaticamente in una recessione, a meno di un rimbalzo deciso per il quale però purtroppo non si vedono per ora i presupposti.

Il miglioramento della bilancia commerciale sembrerebbe così uno dei pochi elementi favorevoli dello scenario recente. Sono però necessarie alcune cautele nella lettura di tale risultato. Innanzitutto, sebbene sia vero che le esportazioni in valore hanno mostrato una sostanziale tenuta, è anche da considerare che l'incremento rispetto al 2010 proviene

in buona misura da un effetto trascinamento, dato dalla tendenza crescente osservata nella seconda parte del 2010, mentre nel corso del 2011 si è osservato un certo appiattimento del trend. Nonostante un modesto recupero delle quote di mercato da parte dell'export italiano, la decelerazione dell'economia mondiale durante il 2011 si è difatti riflessa sull'andamento delle



esportazioni. Scomponendo poi quest'ultimo nelle due componenti (volumi e prezzi), si osserva una flessione nelle quantità esportate a partire dall'estate, che la crescita dei valori medi unitari ha compensato, consentendo una tenuta dei valori delle esportazioni. I volumi scambiati sono risultati in decelerazione per quanto riguarda le esportazioni verso i paesi dell'area euro, dato il marcato deterioramento del quadro congiunturale dovuto alle tensioni finanziarie in atto. È però da sottolineare che rallenta anche l'export verso la Germania, il paese con maggior capacità di tenuta. In decelerazione anche l'export verso gli Stati Uniti, mentre continuano a mostrare trend in crescita le esportazioni verso i paesi emergenti, come il Brasile (pur con qualche stabilizzazione recente), la Russia e naturalmente la Cina.

Un altro elemento da rilevare è che il timido miglioramento della bilancia commerciale osservato nel 2011 sarebbe da attribuire non tanto alla tenuta (in valore) delle esportazioni quanto alla caduta marcata delle importazioni. La flessione delle quantità importate è stata

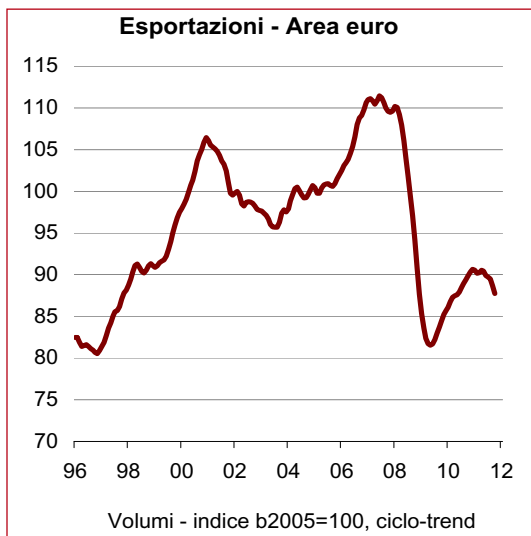
intensa per tutto il 2011 e tale da riportarle a fine anno sui livelli di inizio 2010; d'altra parte, la crescente penetrazione delle importazioni sulla domanda totale (dovuta ai mutamenti nella struttura dei consumi, a favore di beni prodotti all'estero, e al maggior contenuto di beni intermedi importati nei prodotti esportati, dato lo sviluppo negli ultimi anni del traffico di perfezionamento e della frammentazione delle catene del valore) si riflette in una maggior sensibilità delle importazioni all'andamento della domanda (ovvero, una maggior elasticità). Nel 2011 la domanda interna ha sperimentato una brusca flessione: alla frenata dei consumi e degli investimenti si è aggiunta anche una correzione marcata delle scorte; le imprese hanno reagito alla crescente incertezza e alle tensioni sulla liquidità smaltendo i magazzini, come già era avvenuto alla fine del 2008 e nella prima parte del 2009. In un simile contesto di frenata della domanda interna non stupisce che le importazioni abbiano registrato una flessione, andata intensificandosi coi mesi.



Miglioramento dei saldi in prospettiva

Le tendenze osservate nel 2011 dovrebbero esacerbarsi nel biennio di previsione: le importazioni continuerebbero a ridursi per effetto della contrazione della domanda interna, mentre le esportazioni potrebbero registrare una tenuta, ma con un indebolimento marcato dei ritmi di sviluppo per effetto della frenata globale.

La divergenza tra esportazioni ed importazioni, già evidenziatasi negli ultimi mesi, dovrebbe pertanto ulteriormente allargarsi, in particolare nel 2012. La frenata globale ma non uniforme tra le diverse aree dovrebbe consentire di osservare una tenuta delle esportazioni, peraltro favorite dal deprezzamento del tasso di

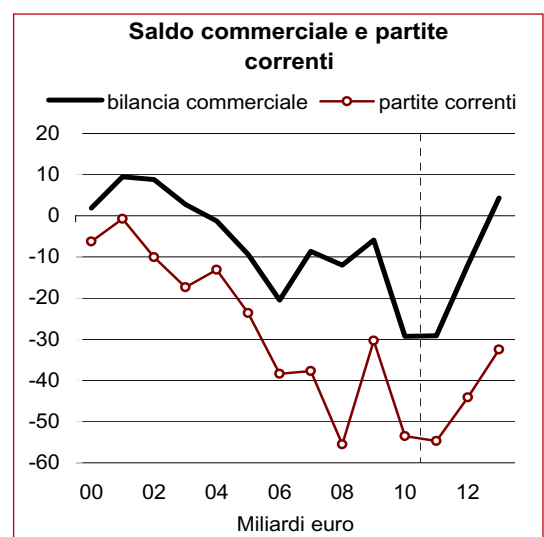
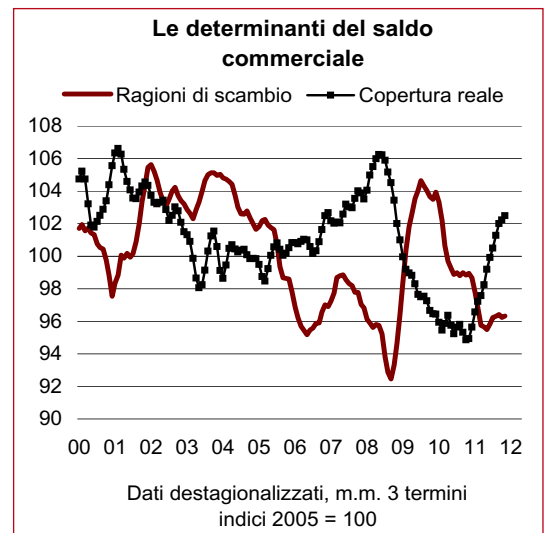
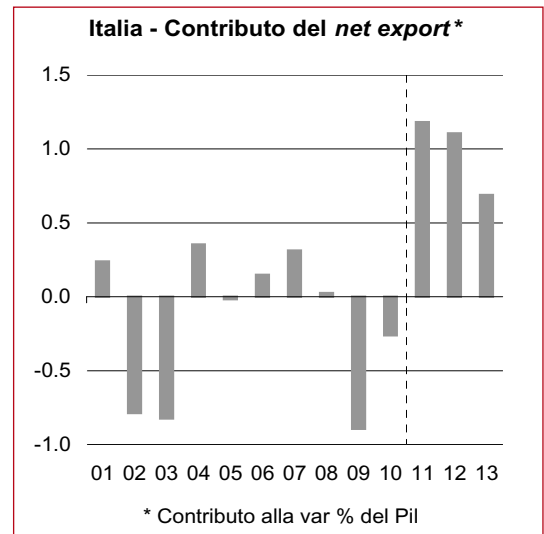


cambio; dall'altra parte, invece, le importazioni potrebbero registrare una caduta marcata. Ne discende che, come già osservato nel 2011, il *net export* dia un contributo positivo e non trascurabile alla crescita del prodotto, con la differenza però che se nel 2011 l'apporto dato dalle esportazioni nette (superiore al punto percentuale) aveva consentito di più che bilanciare il contributo negativo derivante dalla domanda interna, quest'ultimo viene meno nel 2012 quando la caduta della domanda interna da una parte si riflette in una riduzione delle importazioni (e quindi permette un miglior risultato del *net export*), ma dall'altra è di intensità tale da non potere essere compensata dall'andamento delle esportazioni.

Ad ogni modo, tali sviluppi si riflettono nell'evoluzione della cosiddetta "copertura reale", ovvero quella componente del saldo di bilancia commerciale data dall'andamento relativo dei volumi esportati rispetto quelli importati. Dopo un triennio di deterioramento, infatti, la copertura reale è tornata a recuperare nel corso del 2011, e tale miglioramento si riflesse sull'andamento del saldo. Nel quadro di previsione tale recupero dovrebbe proseguire anche nel biennio 2012-2013, seppur più per fattori negativi (la caduta della domanda interna) che per una tenuta delle esportazioni.

A ciò si dovrebbe sommare anche un'evoluzione più favorevole che nel passato biennio delle ragioni di scambio, ovvero dell'andamento relativo dei prezzi dell'interscambio con l'estero. Nel 2011 le ragioni di scambio hanno evidenziato un nuovo deterioramento, data la maggior crescita dei prezzi all'importazione, per effetto delle tensioni evidenziate sui mercati delle *commodities* (in particolare quelle energetiche), anche se i dati mensili segnalano che negli ultimi mesi c'è stata una stabilizzazione. In prospettiva l'andamento delle ragioni di scambio dovrebbe gradualmente invertirsi, per effetto dell'indebolimento nell'evoluzione dei prezzi all'import.

Ne discende un miglioramento consistente del saldo di bilancia commerciale che, sulla base delle previsioni, tornerebbe in territorio positivo nel 2013, dopo quasi un decennio in cui si



registravano dei disavanzi. Tale risultato deriva però sostanzialmente dalla caduta della domanda interna, e quindi è necessaria una certa cautela

prima di darvi una lettura troppo favorevole. Anche il saldo delle partite correnti, di cui la bilancia commerciale rappresenta una delle principali voci, sperimenterebbe un recupero; questo grazie al miglioramento del saldo commerciale ma anche al ritrovato sostegno del saldo turistico. Ancora una volta, però,

l'evoluzione apparentemente positiva è dovuta al deterioramento della domanda nazionale. Le famiglie italiane potrebbero ridurre le proprie spese per viaggi all'estero, come si è peraltro già cominciato ad osservare nel corso dei trimestri centrali del 2011.

Il mercato del lavoro

La ripresa della domanda di lavoro si è arrestata

Dopo la modesta ripresa dell'occupazione avviata a fine 2010, le condizioni del mercato del lavoro appaiono nuovamente in indebolimento. Nonostante i dati Istat riferiti al terzo trimestre 2011 registrino una variazione positiva dell'occupazione nel confronto con lo stesso trimestre dello scorso anno (+0.7 per cento, corrispondenti a un aumento di 159mila occupati), contestualmente, dato l'incremento seppur marginale dell'offerta, si osserva una ripresa della disoccupazione. Il numero di disoccupati ha infatti ricominciato a crescere registrando un incremento tendenziale dell'1.9 per cento dopo due trimestri in discesa, con un tasso di disoccupazione che si attesta al 7.6 per cento. La modesta crescita dell'occupazione ha riguardato esclusivamente l'occupazione dipendente e ha coinvolto in misura più accentuata l'agricoltura e il terziario. L'industria in senso stretto ha proseguito il moderato recupero che si era avviato all'inizio dello scorso anno, registrando un incremento tendenziale dello 0.8 per cento; mentre nel settore delle costruzioni è proseguito il calo, peraltro consistente, degli occupati (-5 per cento nel confronto anno su anno). L'occupazione dipendente è cresciuta, soprattutto grazie all'aumento del lavoro a termine (+7.6 per cento in un anno) che ha coinvolto per circa i due terzi giovani fino ai 34 anni; ma i dati evidenziano anche il ritrovato incremento, dopo diversi trimestri di contrazione, dei dipendenti cosiddetti "tipici" (ovvero quelli con contratto *full time* a tempo indeterminato). La sostenuta crescita del lavoro a termine sottolinea comunque la situazione di profonda incertezza in cui le imprese si trovano a operare, che le induce

a privilegiare il ricorso a rapporti di lavoro flessibili, salvo consolidarli successivamente di fronte ad un eventuale irrobustimento della struttura produttiva.

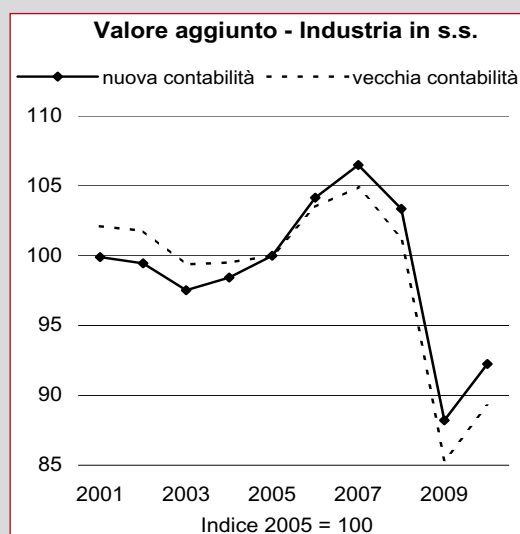
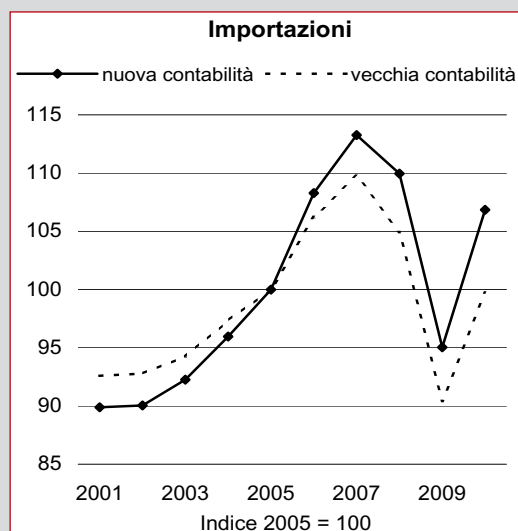
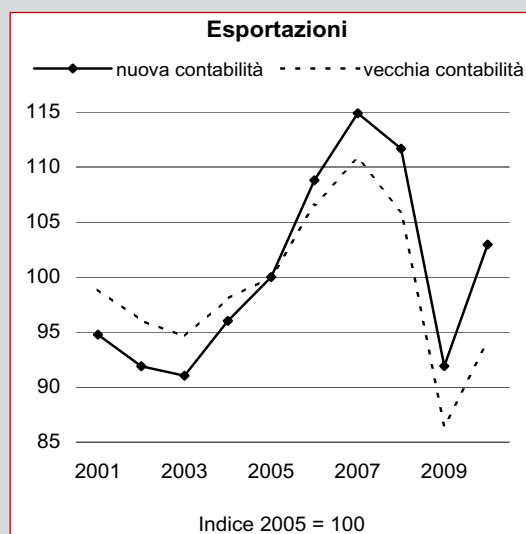
Ad ogni modo, il risultato complessivamente positivo dell'occupazione sconta il confronto con il livello particolarmente basso raggiunto un anno prima, e riflette in misura determinante sia l'incremento dell'occupazione straniera sia la permanenza nell'occupazione degli italiani con almeno 55 anni. Ancora una volta i dati Istat evidenziano difatti il significativo sviluppo dell'occupazione straniera (120mila occupati in più su base annua), fenomeno che però trova giustificazione (come più volte sottolineato) nel *gap* temporale con cui gli immigrati presenti regolarmente nel nostro Paese entrano definitivamente nei registri anagrafici venendo così rilevati dalle statistiche; nello stesso tempo tuttavia l'occupabilità degli stessi si è notevolmente ridotta: si consideri che il tasso di occupazione, proseguendo la tendenza avviata all'inizio del 2009, si è nuovamente ridotto su base annua scendendo dal 63.7 al 62.5 per cento nel terzo trimestre 2011, e mostrando un deciso calo per gli uomini ma anche un arretramento per le donne. Oltre a ciò, il tasso di disoccupazione degli stranieri è anch'esso salito, portandosi tra luglio e settembre al 10.4 per cento. A fronte dell'andamento dell'occupazione straniera, vi è da rilevare peraltro un elemento in controtendenza rispetto al recente passato, ovvero un aumento su base annua degli occupati italiani (+39mila persone rispetto al terzo trimestre 2010), probabilmente dovuto alla mancata uscita dei lavoratori più anziani (55 anni e più). Complici gli interventi

Revisione della contabilità e competitività dell'industria italiana

La revisione delle serie storiche di contabilità nazionale da parte dell'Istat ha modificato il profilo storico di alcune variabili. In particolare, alcune modifiche hanno interessato il profilo degli scambi con l'estero, e sono dovute essenzialmente ad un differente mix quantità-prezzi a parità di valori di entrambe le voci dell'interscambio: in generale, la stima dell'andamento delle quantità esportate e importate ha subito una revisione al rialzo, a fronte di una revisione verso il basso dell'andamento dei rispettivi deflatori.

Di una tale possibilità si discuteva in realtà da diversi anni, in particolare perché il tradizionale sistema di quantificazione dell'andamento dei prezzi, basato sull'evoluzione dei valori medi unitari delle esportazioni e delle importazioni, appariva inadeguato a rendere conto del cambiamento qualitativo nel mix di prodotti oggetto di scambio. Questo aspetto risultava tanto più rilevante in una fase in cui la struttura produttiva dell'economia italiana si è modificata profondamente. Le nuove serie storiche avvalorano quindi, a dire il vero con un notevole ritardo, una tesi che era già presente nel dibattito. Per qualificare la dimensione dei cambiamenti introdotti dall'Istat, va segnalato che essi riguardano soprattutto la seconda parte degli anni duemila, per cui concentreremo l'attenzione sul periodo 2005-2010.

Per le esportazioni in volume la vecchia contabilità segnalava una contrazione nel quinquennio ad un ritmo medio annuo del -1.2 per cento, mentre adesso la variazione assume segno leggermente positivo (+0.6 per cento in media). Anche le importazioni sono state però riviste al rialzo, con una variazione che passa dal -0.1 per cento medio all'1.3 per cento. Poiché la revisione interessa entrambe le componenti dell'interscambio, essa risulta praticamente neutrale rispetto alla quantificazione del contributo delle esportazioni nette alla crescita, che nella vecchia contabilità risultava pari a -0.3 per cento, mentre nella nuova è del -0.2 per cento in media nel quinquennio. In generale, il quadro per la crescita italiana nel periodo in esame non ne risulta modificato che in misura trascurabile, visto che nell'intero periodo si passa da una crescita del Pil in media d'anno del -0.4 per cento ad una variazione del -0.2 per cento. Una volta stabilito che il volume delle esportazioni



e delle importazioni dell'Italia è aumentato più di quanto si riteneva sino a qualche tempo fa, ci si può chiedere se questo modifichi in misura rilevante le chiavi di lettura del rallentamento dell'economia italiana basate sulle difficoltà incontrate dal nostro sistema industriale nell'affrontare la competizione su scala internazionale. In realtà sia l'entità, non eccezionale, della revisione, che il fatto che questa non abbia modificato le stime di crescita, paiono suggerire che non vi siano le condizioni per rivedere la sostanza dell'interpretazione delle tendenze dell'economia italiana.

D'altronde, gli andamenti degli ultimi anni hanno messo in luce fenomeni di delocalizzazione di parti della produzione, e la tendenza delle imprese a specializzarsi in produzioni di nicchia che sovente coprono solo un segmento limitato all'interno di catene del valore relativamente complesse. A ciò è corrisposto anche un incremento del cosiddetto "traffico di perfezionamento" ovvero l'importazione di semilavorati che, una volta sottoposti ad una fase della lavorazione, vengono riesportati all'estero. Questo tipo di comportamenti determina variazioni tanto del volume delle esportazioni che di quello

delle importazioni, anche se l'effetto rilevante per l'economia è poi solamente quello sul valore aggiunto prodotto internamente.

D'altronde, anche dopo la revisione delle stime risulta evidente che nell'industria in senso stretto l'andamento del valore aggiunto nel periodo in esame resta cedente, anche se l'entità della caduta appare meno marcata (-1.6 per cento all'anno nel periodo 2005-2010 rispetto al -2.2 per cento precedentemente stimato), e questo si traduce simmetricamente in un andamento leggermente migliore della produttività rispetto alla precedente versione dei conti nazionali (+0.8 per cento all'anno rispetto al +0.3 per cento stimato in precedenza).

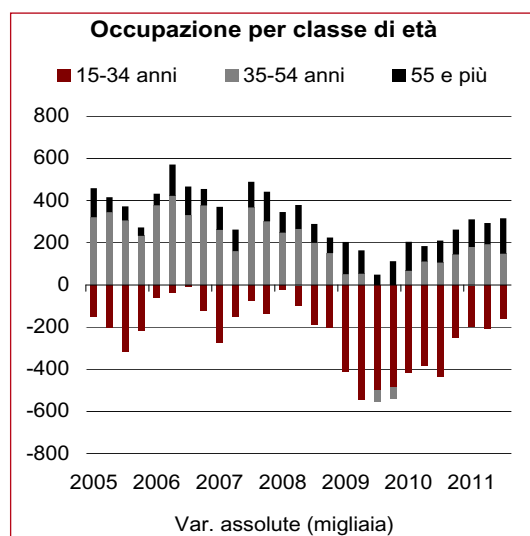
In ogni caso, anche dopo la revisione delle stime, il valore aggiunto industriale resta su livelli ampiamente inferiori rispetto ai valori pre-crisi, e la distanza cumulata rispetto alle economie dell'area tedesca si mantiene ampia.

A partire da queste osservazioni, si può affermare che la lettura delle tendenze dell'industria italiana non subisce di fatto cambiamenti sostanziali anche dopo il mutamento del set informativo legato alla revisione delle serie dell'Istat.

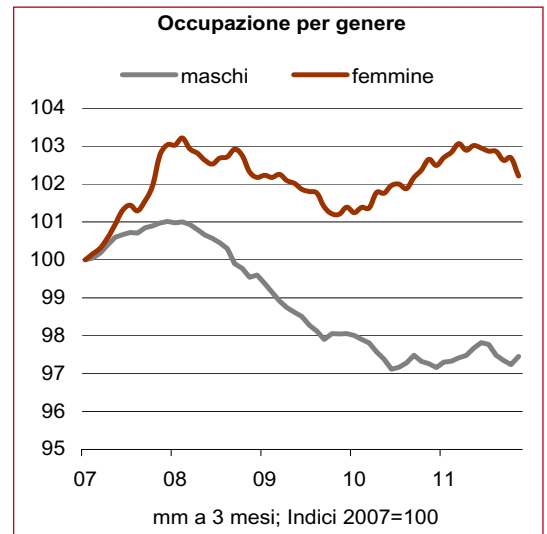
sul fronte delle pensioni, gli occupati nella classe con almeno 55 anni sono difatti aumentati complessivamente di circa 168mila unità, mentre contestualmente gli occupati più giovani (fino ai 34 anni) sono diminuiti di 157mila persone su base annua, delineando così una situazione in cui i padri restano sempre di più al lavoro, ma i figli non riescono ad entrare nel mercato.

Sono infatti i giovani e le donne i più penalizzati nel periodo in esame. Il tasso di disoccupazione dei giovani tra i 15 e i 24 anni ha raggiunto il 26.5 per cento nel terzo trimestre 2011 (era il 24.7 per cento un anno prima), toccando un picco per le donne nel Mezzogiorno (39 per cento). L'indicatore è aumentato anche nella classe tra i 20 e i 24 anni, attestandosi al 23.7 per cento. È la prima volta dopo un biennio, invece, che si registra un peggioramento relativamente alla componente femminile del mercato del lavoro: la crescita del numero di disoccupati è difatti da attribuire solo a loro, e il tasso di

disoccupazione femminile è salito dall'8.7 al 9 per cento (mentre per gli uomini è diminuito). Due ultimi elementi che appare interessante sottolineare riguardano da un lato il fatto che l'aumento del numero delle persone in cerca di occupazione ha interessato esclusivamente quelle alla ricerca del primo impiego,

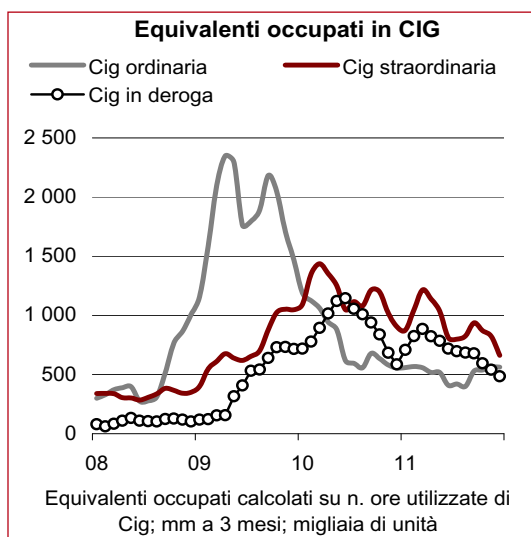


dall'altro il fatto che la diminuzione che si è complessivamente osservata per gli inattivi, non ha però riguardato quanti non hanno cercato lavoro pur dichiarandosi disponibili a lavorare, confermando così la presenza sia di evidenti fenomeni di scoraggiamento sia di frizioni all'interno del mercato del lavoro italiano. A fronte della dinamica lievemente positiva dell'occupazione nel terzo trimestre, i dati provvisori relativi agli ultimi mesi del 2011 segnalano però un peggioramento, e indicano con chiarezza il fatto che da questa estate il mercato del lavoro è di nuovo entrato in crisi. Da luglio si sono persi circa 150mila posti di lavoro (dati destagionalizzati) e l'occupazione è ritornata sui livelli, piuttosto bassi, della prima parte dell'anno; negli ultimi tre mesi si è nuovamente impennato il numero dei disoccupati e il tasso di disoccupazione è salito all'8.6 per cento. Il dato interessante riguarda le categorie coinvolte dalla caduta dell'occupazione, ovvero le donne, i giovani e i lavoratori del Mezzogiorno. La posizione particolarmente critica delle donne era d'altronde già emersa con i dati riferiti al terzo trimestre 2011; mentre nelle prime fasi della crisi erano stati colpiti soprattutto gli uomini in quanto prevalentemente impiegati in quei settori che hanno subito le più pesanti ripercussioni della recessione, adesso, per la prima volta, la situazione peggiora anche per le donne, mentre l'occupazione maschile rimane stabile nel confronto tendenziale e addirittura cresce a livello congiunturale (+0.4 per cento rispetto a ottobre 2011). Le donne sono di solito lavoratrici a rischio per le imprese, e con un mercato del lavoro in deterioramento oramai da parecchio tempo, è probabile che le strutturali debolezze della componente femminile (purtroppo mai del tutto sanate) abbiano avuto la meglio. L'aumento del numero di donne disoccupate potrebbe invece essere un effetto indiretto della crisi, per cui un certo numero di donne, per aiutare il bilancio familiare avvia la ricerca di un posto di lavoro, uscendo quindi dallo stato di Neet (cioè chi non lavora e non lo cerca) per entrare nella catalogazione Istat di disoccupato. Per quanto riguarda i giovani, in base ai dati mensili, il



tasso di disoccupazione ha ormai superato il 30 per cento, e il fatto ancora più grave è che più di metà della disoccupazione è di lunga durata, cioè si tratta di giovani senza lavoro ormai da più di un anno, e tra questi sono molti coloro che aspettano il primo lavoro da quando tre anni fa è scoppiata la crisi, con tutte le gravi conseguenze che ciò può comportare, in primo luogo il depauperamento del capitale umano di queste risorse.

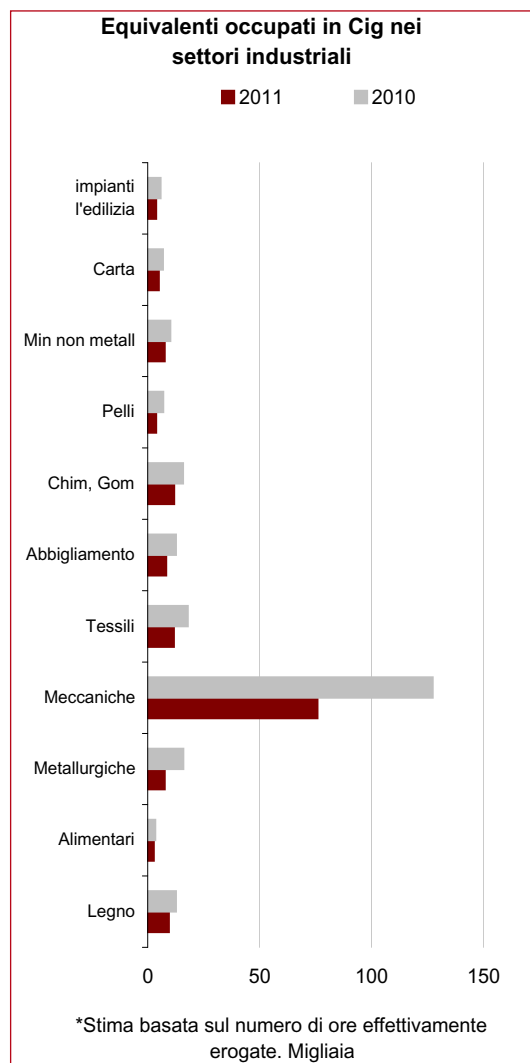
Le ore autorizzate di Cassa integrazione guadagni sono diminuite tra il 2010 e il 2011: nel corso dello scorso anno sono state autorizzate 953milioni di ore, il 20.8 per cento in meno rispetto al 2010. La riduzione tendenziale delle ore autorizzate di Cig, seppur rappresenti un dato positivo, non deve però far dimenticare il fatto che per il terzo anno consecutivo le imprese hanno richiesto circa un miliardo di ore di cassa integrazione (erano 1.2 miliardi nel 2010 e 914 milioni nel 2009), mentre prima della crisi (nel 2007) le ore autorizzate erano 179 milioni e nel 2008 223 milioni. Resta dunque un abisso da colmare, e gli ultimi dati sulla Cig non fanno altro che confermare la gravità della situazione e la persistenza della crisi. I dati segnalano peraltro un peggioramento a livello congiunturale: tra il terzo e il quarto trimestre 2011 si è difatti verificato un aumento del 22.4 per cento relativamente alle ore autorizzate di Cig ordinaria, e del 4.6 per cento per quanto riguarda gli interventi straordinari; solo la cassa in deroga mostrerebbe un rallentamento



rispetto al trimestre precedente (-18.3 per cento). Considerando il tiraggio di cassa (ovvero il numero di ore di Cig effettivamente utilizzate dalle imprese), il numero stimato di occupati momentaneamente sospesi dal lavoro ammonterebbe complessivamente a circa 213mila nel 2011, di cui 51mila interessati da interventi ordinari (in diminuzione del 39.5 per cento su base annua), 92mila da interventi straordinari (in calo anch'essi del 22.6 per cento rispetto al 2010), e 71mila da Cig in deroga (erano 91mila circa l'anno precedente). L'andamento dei dati sul mercato del lavoro dipenderà ovviamente da quanto e come procederà questo processo di riduzione della Cassa integrazione, in quanto il mancato reintegro dei cassaintegrati si traduce in disoccupazione, mentre il loro riassorbimento in azienda rallenta la creazione di nuovi posti. Nel comparto industriale, ad esempio, il rallentamento osservatosi tra il 2010 e il 2011

Occupazione di nuovo giù nel biennio 2012-2013

Le condizioni del mercato del lavoro italiano sono dunque in deterioramento, e le prospettive appaiono tutt'altro che rosee. La flessione dei livelli di attività nella seconda parte del 2011 ha interrotto il rilancio della domanda di lavoro che era iniziato a fine 2010, e non è chiaro se la relativa capacità di tenuta del mercato del lavoro avutasi durante la recessione 2008-2009 quando le imprese erano state in grado di trattenere i lavoratori (grazie in parte al massiccio ricorso alla Cig) possa ripetersi anche per i mesi a



si è avuto praticamente in tutti i settori, ma il numero degli occupati momentaneamente sospesi (e quindi a rischio di un possibile mancato reintegro) resta ancora piuttosto elevato, soprattutto per quanto riguarda le industrie meccaniche.

venire, oppure se questo stesso fenomeno abbia generato organici in eccesso in alcune parti del tessuto produttivo, che potrebbero tradursi in una rapida emorragia di posti nei prossimi due anni con l'arrivo di una nuova ondata di crisi. La criticità della situazione non sfugge d'altronde ai principali soggetti coinvolti, dal momento che le aspettative di imprese e famiglie hanno subito un nuovo drastico peggioramento. La fiducia delle famiglie è tornata da qualche tempo sui minimi toccati all'inizio della "grande recessione", e a

essere scese sono soprattutto le valutazioni sul clima futuro, in particolare per quanto riguarda l'evoluzione della disoccupazione, che si ritiene continuerà a salire per effetto del deterioramento del contesto economico. Peggiorano anche le attese delle imprese circa i loro livelli occupazionali: il saldo tra la percentuale di aziende che riportano attese di diminuzione dell'occupazione e quelle che ne prevedono un aumento oltre a mantenersi su valori negativi, sta infatti ulteriormente scendendo negli ultimi mesi. Solo le aspettative circa l'occupazione nel terziario sono meno pessimiste, dato che la flessione dell'attività in questo settore si prospetta meno marcata.

Secondo le nostre previsioni, il numero di persone occupate potrebbe calare di altre 155mila unità tra il 2012 e il 2013. Dopo il +0.3 per cento nel 2011 (grazie alle variazioni positive registrate tra fine 2010 e metà anno), si ritiene infatti che il numero di occupati registrerà un -0.8 per cento nel 2012 e un -0.7 per cento nel 2013; e il biennio 2012-2013 potrebbe chiudersi con circa 743mila persone impiegate in meno



rispetto al 2008. Dato l'andamento previsto per l'occupazione e assumendo che la debolezza del mercato del lavoro continuerà a scoraggiare la partecipazione, tanto da mantenere la forza lavoro sostanzialmente invariata nel biennio (-0.1 per cento nel 2012, come anche nel 2013), il tasso di disoccupazione raggiungerà mediamente l'8.9 per cento nel 2012 e salirà ulteriormente al 9.5 per cento nel 2013.

L'inflazione

Inflazione in aumento nel 2011

Nel corso del 2011 l'inflazione italiana ha descritto un profilo crescente aumentando costantemente. In un anno si è passati dai tassi inferiori al 2 per cento di fine 2010 sino ai tassi sopra il 3 per cento di fine anno. In media d'anno la variazione dell'indice Nic si arresta poco sotto il 3 per cento, comunque in accelerazione dal minimo del 2009 (0.8 per cento, seguito da un +1.5 per cento nel 2010). Tale andamento in realtà nasconde una sostanziale stabilità delle tendenze di fondo, cui si sono sovrapposti fattori destabilizzanti legati all'andamento dei prezzi delle materie prime e, più recentemente, alla componente fiscale. La *core inflation* ha difatti oscillato su valori intorno al 2 per cento all'anno anche durante i mesi scorsi.

In prospettiva, il quadro economico giustificerebbe un rallentamento dell'inflazione, con una convergenza della dinamica complessiva verso i più contenuti

ritmi dell'inflazione *core*, ma le decisioni della politica di bilancio sosterranno la dinamica dei prezzi nel 2012 e con tutta probabilità anche nel 2013.

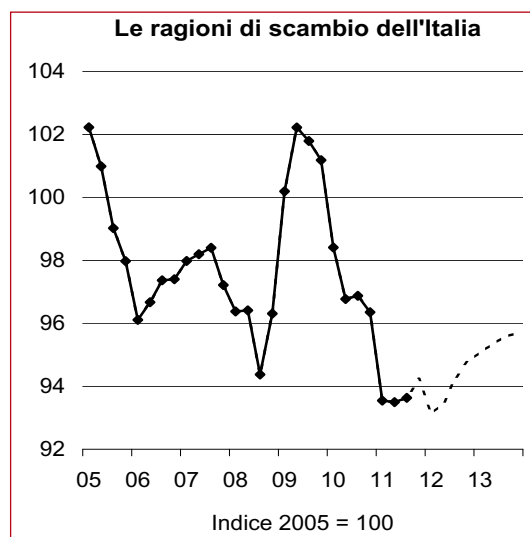


Si smorzano le spinte dal lato delle materie prime

Tra i fattori che giustificano una decelerazione dell'inflazione da quest'anno vi è innanzitutto l'andamento dei prezzi delle materie prime. Nel passato biennio questa componente ha determinato una crescita significativa dei prezzi dei prodotti importati. Il deflatore delle importazioni sarebbe difatti aumentato ad un tasso vicino al 7 per cento tanto nel 2010 quanto nel 2011. La crescita dei prezzi all'import ha sopravanzato quella dei prodotti esportati, e questo si è tradotto in una perdita di ragioni di scambio. Il contributo contabile delle ragioni di scambio all'inflazione interna è stato quindi superiore all'1 per cento all'anno negli scorsi due anni. Tale maggiore inflazione ha contribuito a comprimere l'andamento dei salari reali, smorzando ulteriormente i benefici della già debole ripresa sul potere d'acquisto delle famiglie. Nelle nostre ipotesi il 2012 dovrebbe caratterizzarsi per uno spegnimento delle spinte provenienti dal versante delle *commodities*. Già da quest'anno dovremmo quindi osservare

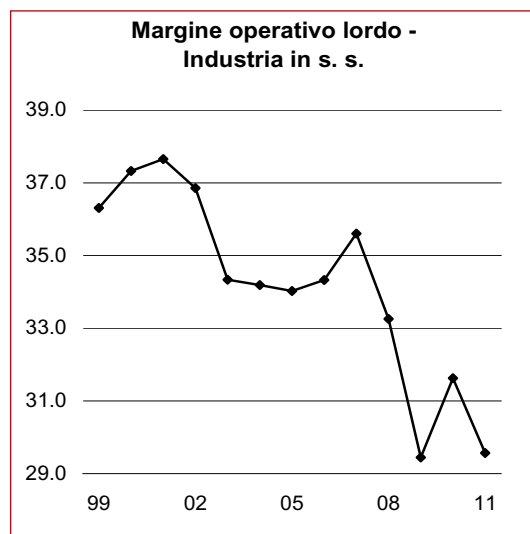
Decelerazione salariale

Alla decelerazione della componente importata dei prezzi dovrebbe corrispondere anche una fase di moderazione dell'inflazione prodotta internamente. La congiuntura sfavorevole e la contrazione della domanda di lavoro giustificherebbero una situazione di decelerazione dei salari, con una dinamica che si porta su ritmi inferiori al 2 per cento per il complesso dell'economia, anche a seguito della frenata nel settore pubblico. In termini reali i salari si contrarranno quindi tanto nel 2012 quanto nel 2013, come del resto già avvenuto nel 2011. L'andamento del Clup potrebbe però restare relativamente sostenuto se ancora una volta le imprese assorbiranno parte della caduta della produzione senza contrarre immediatamente la domanda di lavoro. La caduta ciclica della produttività del lavoro inciderà sulla crescita del Clup in una fase in cui le imprese peraltro hanno pochi spazi per ridurre i margini dopo le flessioni degli ultimi anni e potrebbero essere anche indotte a cercare di aumentare i prezzi, soprattutto le imprese industriali



un deciso rallentamento dei prezzi all'import e una stabilizzazione delle ragioni di scambio, sebbene l'andamento resti oggetto di incertezza in relazione ai rischi che ancora pesano sulle tendenze del mercato petrolifero e in relazione all'andamento del tasso di cambio dell'euro.

se l'indebolimento dell'euro genererà spazi per maggiori rincari. Anche gli spazi per un assorbimento del maggiore peso della fiscalità appaiono contenuti. Pertanto, nonostante la stabilizzazione dei prezzi delle materie prime e la decelerazione dei salari, vi sono diversi fattori che potrebbero ostacolare la discesa della dinamica dei prezzi.



Inflazione da politica di bilancio

Il più importante di questi fattori è evidentemente rappresentato dalla componente fiscale. Già nei mesi scorsi le varie misure di finanza pubblica hanno sollecitato la corsa dei prezzi, e contribuito a far chiudere l'anno con tassi d'inflazione al di sopra del 3 per cento. Gli interventi più rilevanti sono stati l'aumento delle aliquote Iva, l'incremento delle accise sui carburanti e i rincari dei tabacchi; vanno poi rammentati gli effetti indiretti dell'addizionale Ires sul settore energetico (la cosiddetta Robin Hood tax) nella misura in cui essa verrà traslata sui prezzi finali, e le diverse misure di riduzione dei trasferimenti agli enti locali, che stanno a loro volta sollecitando la crescita delle tariffe pubbliche.

Il processo inflazionistico innescato dalla politica fiscale dovrebbe essere destinato ad estinguersi in tempi relativamente rapidi, tenuto conto del fatto che la situazione congiunturale scoraggia fenomeni imitativi e tentativi di recupero della maggiore inflazione fiscale. Va però rammentato che dai mesi finali del 2012 è atteso un nuovo aumento importante dell'Iva legato alla cosiddetta "clausola di salvaguardia" introdotta a suo tempo dal Governo Tremonti, che comportava tagli lineari ai regimi di agevolazione fiscale nel caso di

mancata copertura del gettito atteso dalla riforma previdenziale e assistenziale; il Governo Monti ha sostituito l'ipotesi dell'aumento dell'Iva a quello dei tagli ai regimi di agevolazione. In particolare, si programma un aumento di due punti dell'aliquota dell'Iva ordinaria e di quella ridotta intermedia, che passa dal 10 per cento al 12 per cento; resterebbe invece invariata l'aliquota al 4 per cento applicata ai beni di prima necessità. Naturalmente questa ipotesi avrebbe un effetto sostanziale sullo scenario dei prezzi visto che ad essa corrisponderebbe un gettito superiore ai 12 miliardi di euro, con un impatto sul livello dell'indice generale dei prezzi al consumo di quasi l'1.5 per cento a regime. Sul dato medio annuo del 2012 l'effetto sarebbe comunque limitato visto che la misura scatterebbe intorno verso la fine dell'anno, innalzando in prevalenza il risultato della media del 2013.

L'effetto dell'aumento dell'Iva sul profilo atteso dell'inflazione è quindi sostanziale. Ci si porta difatti nel 2013 su tassi decisamente superiori al 3 per cento dopo la momentanea decelerazione verso il 2.3 per cento nel 2012. Nel nostro scenario questo comporta un differenziale d'inflazione positivo nei confronti del resto dell'area euro nei prossimi due anni.

Salvo diverse indicazioni, le fonti dei dati sui quali si basano le elaborazioni **ref. Ricerche** sono *Istat* per i dati sull'Italia. Per le statistiche internazionali la fonte è *Thomson Financial Datastream*.

Ricordiamo ai nostri abbonati che *Congiuntura ref.* e gli aggiornamenti quindicinali sono disponibili sul nostro sito internet (www.ref-online.it)

ref. Ricerche opera con ricerche e consulenze personalizzate, osservatori indipendenti, attività di formazione e affianca aziende, istituzioni, organismi governativi, nei processi decisionali relativi all'economia, alla finanza e alla gestione delle risorse umane.

Le previsioni di *Congiuntura ref. Ricerche* sono punto di riferimento riconosciuto da analisti, operatori e istituzioni.

Il gruppo di lavoro di *Congiuntura ref. Ricerche* è regolarmente consultato dal Governo e dal Cnel per valutazioni sul ciclo economico italiano, sulla politica di bilancio e sugli interventi di politica economica. **ref. Ricerche** partecipa al panel degli istituti indipendenti che forniscono periodicamente al Ministero dell'Economia e delle Finanze le previsioni di consenso. **ref. Ricerche**, inoltre, è uno dei quattro membri italiani dell'AIECE (Association des Institutes Européen de Conjoncture Economique) e fa parte di EUREN (EUROpean Economic Network), network di istituti europei di ricerca economica, il cui scopo è migliorare l'analisi dell'economia europea, mediante lo scambio di expertise e la cooperazione a ricerche comuni.