

1.2 Le esogene della previsione

Commercio globale fiacco Il commercio mondiale è aumentato dello 0,8% in settembre su agosto. Ciò nonostante la crescita congiunturale del terzo trimestre 2012 è rimasta negativa (-0,2%).

La sua dinamica, che ha iniziato a rallentare a inizio 2011, sta risentendo di numerosi fattori. Anzitutto, la recessione in atto nell'Area euro, aggravata dalle manovre di consolidamento fiscale attuate simultaneamente in più paesi (si veda il riquadro *Perché oggi le politiche di risanamento dei conti pubblici danno magri risultati?*). Inoltre, l'incertezza negli USA riguardo alla concretizzazione dei tagli automatici al bilancio federale (il cosiddetto *fiscal cliff*) che ha indotto molte imprese americane a mettere in *stand-by* tanti piani di investimento. In terzo luogo, una dinamica meno vivace dei paesi emergenti.

Tutto ciò si è riflesso nei mesi recenti in un'ulteriore contrazione degli ordini esteri globali, misurati dall'indagine PMI, che si ripercuoteranno sui flussi effettivi degli scambi internazionali a cavallo tra 2012 e 2013. Solo successivamente il commercio mondiale tornerà a crescere a ritmi che supereranno, nella prima fase della ripresa, quelli medi di lungo periodo (0,5% medio mensile), per poi calare poco sotto di essi. Tutto ciò grazie al rilancio appena partito nei mercati emergenti, Cina in testa, all'ipotizzato superamento del *fiscal cliff*, al prezzo del petrolio in calo per il forte incremento dell'offerta e agli effetti ritardati delle ulteriori misure monetarie espansive.

Le cifre correnti e le ipotesi di recupero impongono la cornice stretta entro cui il CSC ha delineato le prospettive di espansione del commercio mondiale: +1,9% per l'anno in corso, +2,1% per il 2013 e +5,4% nel 2014 (Tabella 1.4).

A novembre i giudizi sugli ordini esteri globali sono rimasti al di sotto della soglia neutrale (50), ribadendo l'assottigliamento del portafoglio delle commesse (48,9).

Tabella 1.4

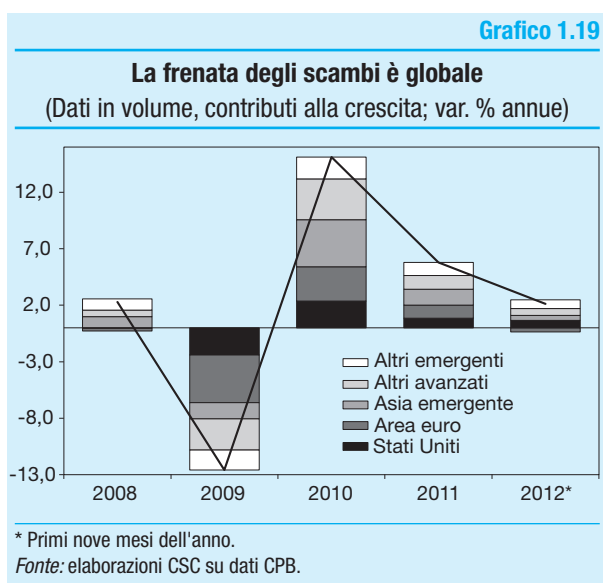
Le esogene internazionali della previsione (Variazioni percentuali)				
	2011	2012	2013	2014
Commercio mondiale	5,7	1,9	2,1	5,4
Prezzo del petrolio ¹	111,6	112,0	103,0	100,0
Prodotto interno lordo				
Stati Uniti	1,8	2,2	1,8	2,4
Area euro	1,4	-0,4	-0,3	1,0
Paesi emergenti	6,2	5,2	5,4	5,6
Cambio dollaro/euro ²	1,39	1,28	1,28	1,28
Tasso FED ³	0,25	0,25	0,00	0,00
Tasso di interesse a 3 mesi USA ³	0,34	0,43	0,05	0,05
Tasso BCE ³	1,25	0,88	0,31	0,25
Tasso di interesse a 3 mesi Area euro ³	1,39	0,57	0,15	0,15

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

Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati Eurostat, FMI, CPB, Thomson Reuters.

Permangono nella dinamica degli scambi mondiali forti differenze geografiche: da gennaio 2011 a settembre 2012 nei paesi avanzati sono diminuiti dell'1,1% in volume, mentre negli emergenti hanno registrato un aumento del 5,7% (+2,2% quelli globali). La contrazione tra i primi è dovuta al crollo delle importazioni dei paesi dell'Area euro (-6,7% nel periodo considerato), che rappresentano ben il 29,5% delle importazioni mondiali; esso è stato compensato solo in parte da un aumento eccezionale, dovuto alla ricostruzione post-tsunami, delle importazioni nipponiche (di quasi l'11,0%; il loro peso sulle importazioni mondiali è pari al 5,9%) e dall'espansione di quelle degli altri paesi avanzati (+1,8%, con un peso pari al 14,5%).

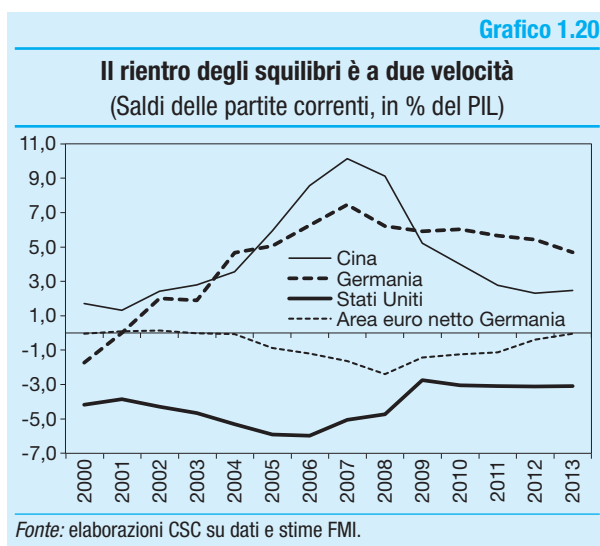
La caduta della domanda dell'Area euro ha contagiato l'insieme dei flussi di scambio mondiali, strettamente legati tra loro per mezzo delle catene del valore: i beni intermedi importati entrano nella produzione dei beni destinati all'esportazione in una quota maggiore di quelli destinati al mercato interno e i beni esportati vengono in parte incorporati in altri beni prodotti all'estero, in un processo che termina, alla fine della catena, nella fabbricazione di beni finali. Una riduzione delle importazioni dell'Area euro ha dunque sia un effetto diretto sulle esportazioni degli altri paesi sia una serie di effetti indiretti a cascata, tanto più stretti sono i legami commerciali. Ciò contribuisce a spiegare, assieme a fattori specifici a ciascuna area, la contrazione simultanea dei contributi di ogni gruppo di paesi alla crescita del commercio mondiale, in atto dall'inizio del 2011, alimentata prima dalla frenata e poi dalla riduzione degli scambi con l'Area euro (Grafico 1.19).



Nei primi nove mesi del 2012 il commercio mondiale è cresciuto del 2,1% rispetto ai primi nove mesi del 2011. La diminuzione degli scambi dell'Area euro (-1,2%) è stata comunque più che compensata dall'aumento di quelli delle altre aree (+3,1%; +3,3% per gli emergenti), sebbene più contenuto rispetto a quello registrato negli anni passati (+6,3% nel 2011).

In particolare, le importazioni sono crollate nei paesi periferici dell'Area euro e ciò ha comportato un accelerato riequilibrio dei loro deficit esteri, misurati sui saldi delle partite correnti, e quindi di quello complessivo dell'area: al netto della Germania (Grafico 1.20), il deficit dell'Area euro si è ridotto dal 2,4% del PIL nel 2008 all'1,1% nel 2011 e, secondo l'FMI, allo

0,4% nel 2012 (0,1% nel 2013). Il surplus estero tedesco non si è ridimensionato alla stessa velocità: dal 6,2% del PIL nel 2008 è calato al 5,7% nel 2011 e soltanto nel 2013 l’FMI prevede che scenderà sotto al 5,0%. Ciò lascerebbe spazio per un maggiore slancio delle importazioni tedesche, che crescono invece a tassi ancora troppo modesti (+0,1% medio mensile nell’ultimo anno) e non sufficienti a sostenere l’export delle vicine economie europee, colpite dalla recessione, né tanto meno quello mondiale.



Procede in modo disomogeneo il recupero del ritardo, in termini di competitività di costo, accumulato dai paesi periferici dell’Area euro nei confronti della locomotiva tedesca: dal primo trimestre 2010 al secondo 2012 la Germania ha ridotto il vantaggio competitivo all’interno dell’Eurozona, attraverso un aumento del CLUP (costo del lavoro per unità di prodotto) dello 0,3% medio trimestrale; il CLUP si è invece ridotto dello 0,5% in Spagna e in Irlanda, consentendo così di diminuire il loro svantaggio competitivo; ciò è avvenuto in misura molto più contenuta in Italia, dove il CLUP è salito dello 0,2%.

Il riequilibrio dei conti con l’estero è proceduto a ritmi molto più veloci sia negli Stati Uniti sia in Cina. Nei primi il deficit delle partite correnti si è dimezzato nel giro di tre anni, dal 6,0% del PIL nel 2006 al 2,7% nel 2009, per poi stabilizzarsi al 3,1% nel 2011, stesso livello che l’FMI prevede per il 2012 e il 2013. Al conseguimento del risultato ha contribuito la riduzione della dinamica dei consumi delle famiglie americane, impegnate a rientrare da un livello di indebitamento non sostenibile; ha giocato un ruolo l’aumento di competitività derivante dalla dinamica del cambio effettivo reale (+26,7% la variazione cumulata negli ultimi 12 anni), che però dagli inizi degli anni 2000 ha sempre registrato incrementi anche in presenza di un deficit estero in aumento. La Cina ha ridotto il surplus corrente in maniera ancora più decisa passando dal 10,2% del PIL nel 2007 a un attivo del 2,8% nel 2011. Un’ulteriore riduzione al 2,3% è prevista dall’FMI per l’anno in corso; l’andamento per il 2013 dipende fortemente dalla realizzazione dei programmi di investimento in infrastrutture, che comporterebbe, a meno di un aumento sostenuto delle esportazioni, una diminuzione ancora più cospicua dell’attivo.

Si allarga la recessione in Eurolandia Dopo il -0,2% del secondo, il PIL dell’Area euro si è nuovamente contratto nel terzo trimestre 2012 (-0,1%), riportandosi di 2,4 punti percentuali sotto il livello del primo trimestre 2008, il picco raggiunto prima della crisi.

L'economia dell'Area può così ormai considerarsi, anche tecnicamente, in recessione.

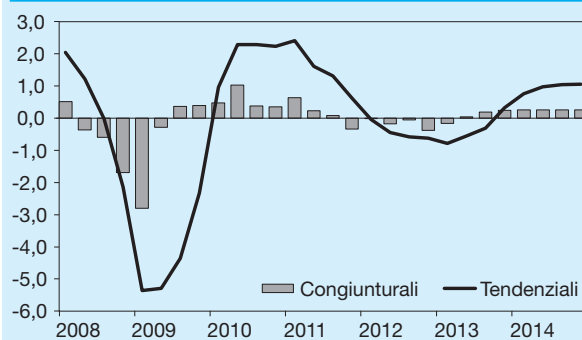
I risultati delle indagini più recenti indicano inoltre che la contrazione è proseguita a ritmi addirittura più elevati nel quarto trimestre e ha coinvolto Francia e Germania. Il CSC stima che il PIL dell'Eurozona si contrarrà sia nel trimestre in corso sia nel primo del 2013 (Grafico 1.21). La crescita riprenderà, faticosamente, a partire dalla prossima estate. In media d'anno, il tasso di crescita del PIL risulterà negativo sia quest'anno (-0,4%) sia nel 2013 (-0,3%). Tornerà positivo nel 2014 (+1,0%), quando l'incertezza sul futuro economico e politico dell'Area si sarà ridotta.

Da un'analisi preliminare dei dati si può dedurre che siano state ancora le esportazioni nette a evitare una caduta più marcata del PIL nel terzo trimestre, mentre è stata complessivamente negativa la performance degli investimenti. I consumi, che hanno tenuto in Germania e sorpreso positivamente in Francia (+0,3%), dovrebbero però essersi fortemente contratti nei paesi periferici, dove la disoccupazione è molto elevata e più forte è stata la stretta sui bilanci pubblici. Gli indicatori dimostrano che la recessione dai paesi periferici del Sud Europa e dall'Irlanda si sta ormai estendendo anche alle più virtuose economie del Centro-Nord: il PIL si è, infatti, ridotto in Olanda (-1,1%) e in Austria (-0,1%). È rimasto piatto in Belgio.

Cala la fiducia, resta l'incertezza Le prospettive di breve e medio periodo non tendono a migliorare. Incidono sulla domanda interna le misure di austerità fiscale varate in pressoché tutti i paesi, con l'importante eccezione della Germania, le condizioni di credito restrittive e l'elevata disoccupazione. La fiducia di famiglie e imprese si è ormai riavvicinata ai minimi raggiunti nel pieno della crisi finanziaria (Grafico 1.22); è al livello del maggio 2009 quella delle famiglie (-26,9 in novembre) e di

Grafico 1.21

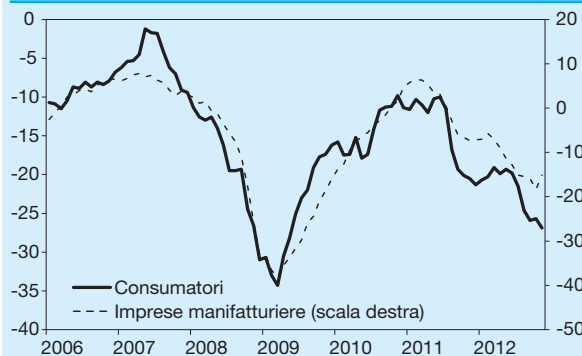
Per l'Area dell'euro ripresa da metà 2013...
(PIL, variazioni %, dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati Eurostat.

Grafico 1.22

...con la fiducia ancora in calo...
(Salda delle risposte, dati mensili destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

dicembre 2009 quella delle imprese (-15,1). L'incertezza sull'esito delle elezioni politiche in Italia e Germania e delle trattative comunitarie sull'unione fiscale e bancaria sta inoltre costituendo un'ulteriore freno agli investimenti e ai consumi e non sarà completamente dissipata prima della fine del 2013.

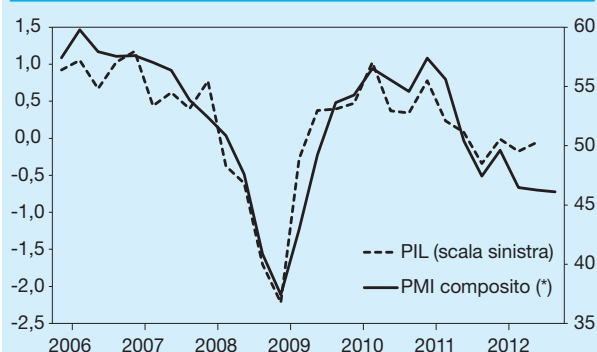
Peggiorano le prospettive di crescita del settore industriale, frenato dal rallentamento della domanda globale ma ancor più dal crollo della domanda interna in molti dei paesi partner dell'Eurozona. In settembre, la produzione industriale dell'area è diminuita del 2,5% su agosto. Significativo il crollo in Germania (-2,1%) e in Francia (-2,7%). Il contemporaneo calo degli ordini (-2,6%), in particolare quelli esteri (-3,3%), prelude a ulteriori flessioni di attività nei prossimi mesi. È emblematico il forte calo degli ordini all'industria registrato in settembre in Germania (-3,3% su agosto, -4,7% rispetto a un anno prima) dove il deterioramento ha riguardato, in particolare, proprio quelli provenienti dalla zona euro (-9,6%), a conferma che il rapido rallentamento dell'attività produttiva tedesca è dovuto principalmente alla caduta della domanda interna dei suoi più stretti partner commerciali.

Accelera la contrazione dell'attività

In direzione sud puntano gli indici PMI, che segnalano un'ulteriore contrazione dell'attività nell'Area euro in novembre. In Germania, il PMI composito si è attestato a 49,2, con un leggero miglioramento nel manifatturiero e uno più ampio nei servizi. In Francia, pur salendo (44,3 da 43,5), l'indice composito segnala una forte contrazione dell'attività sia nel manifatturiero (a 44,5 da 43,7) sia nei servizi (a 45,8 da 44,6). Il PMI composito per l'intera Eurozona è salito a 46,5 (da 45,7), ma segnala ancora una netta contrazione. Con la sola eccezione di gennaio, l'indice si è costantemente posizionato al di sotto della soglia neutrale di 50 nel corso di tutto l'anno, peraltro allontanandosene proprio negli ultimi mesi. Il livello raggiunto in ottobre e novembre (46,1 in media) lascia prevedere per il quarto trimestre una contrazione del PIL significativa e superiore a quella del terzo (Grafico 1.23).

Grafico 1.23

...e la contrazione dell'attività più forte
(PIL: var. % su dati trimestrali; PMI: medie trimestrali di dati mensili, valori destagionalizzati, 50 = soglia neutrale)



* Media di ottobre e novembre per il quarto trimestre 2012.
Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat e Markit.

Perché oggi le politiche di risanamento dei conti pubblici danno magri risultati?

L'impostazione fortemente restrittiva delle politiche di bilancio dei paesi euro sta avendo, sull'attività economica, effetti più negativi di quelli registrati nei risanamenti del passato e ben peggiori di quanto fosse prevedibile nel 2010 all'insorgere della crisi dei debiti sovrani. La forte e prolungata contrazione dell'output sta distruggendo capacità produttiva, quindi il potenziale di crescita, acuendo tensioni sociali con effetti imprevedibili sul piano politico e rischia di minare la stessa sostenibilità dei debiti pubblici. Cosa rende così diversi i rientri attuali da quelli precedenti? Sicuramente la politica monetaria che non è in grado di compensare gli effetti della restrizione perché già molto espansiva; il *deleveraging* di famiglie e imprese, conseguenza del troppo debito accumulato nel passato, che accresce la parsimonia privata; la simultaneità dei rientri di bilancio nei diversi paesi europei che ne amplifica gli effetti. Come suggerito recentemente dal Fondo Monetario, serve un cambio di rotta nella politica europea in grado di rendere gradualmente i rientri dei debiti pubblici, allentare la stretta sul credito e accrescere le risorse anticicliche gestite a livello europeo, gettando così le basi per una più stretta integrazione politica.

Vista dal lato di un singolo paese, la politica di bilancio restrittiva può diventare indispensabile per evitare derive peggiori, come è accaduto con l'operato del Governo Monti giusto un anno fa; è stata poi accompagnata da misure strutturali per favorire la crescita, ma che daranno inevitabilmente frutti nel medio-lungo periodo.

In che modo politiche di bilancio restrittive agiscono sull'output e possono persino avere l'effetto paradossale di ridurre la sostenibilità dei debiti pubblici? Gli aggiustamenti di bilancio producono due effetti: migliorano il deficit pubblico e quindi il debito; hanno un effetto recessivo sul PIL la cui ampiezza dipende dal moltiplicatore fiscale. Se quest'ultimo è, per esempio, pari a 1, una correzione di bilancio si riflette in una variazione negativa del PIL di pari entità. Il moltiplicatore è minore di 1 se l'effetto della manovra è controbilanciato da altre componenti della domanda; è maggiore nel caso opposto. Una contrazione del PIL peggiora il rapporto deficit/PIL (e quindi il debito/PIL) agendo sia sul denominatore, riducendolo, sia sul numeratore, aumentandolo per effetto delle minori entrate tributarie e delle maggiori spese di sostegno del reddito. Se il moltiplicatore fiscale e quindi la caduta del PIL determinata dalle manovre correttive sono particolarmente elevati, l'effetto negativo sul deficit/PIL è maggiore di quello positivo della correzione e si ottiene come risultato un maggiore deficit (in rapporto al PIL) e quindi debito.

Qual è il valore del moltiplicatore oltre il quale l'adozione di manovre correttive determina, nel breve periodo, un aumento del debito? Varia da paese a paese, in funzione di due fattori: l'elasticità delle entrate pubbliche rispetto al PIL e il livello del rapporto de-

bito/PIL. Ciò perché, a parità di correzione e di moltiplicatore (che implicano la medesima contrazione del PIL), il miglioramento del saldo di bilancio (e quindi del debito) è minore nei paesi dove più elevata è l'elasticità delle entrate al PIL; a parità anche di saldo di bilancio, il rapporto debito/PIL peggiora di più dove è più elevato il suo livello iniziale. Ciò implica che una stessa correzione di bilancio, per un qualsiasi valore del moltiplicatore, ha un effetto minore sul rapporto debito/PIL del paese che ha più elevati elasticità delle entrate e livello iniziale del debito. In questi paesi è minore il valore soglia del moltiplicatore che rende nullo, nel breve periodo, l'effetto delle manovre correttive sul debito. Il CSC ha sti-

mato questi valori soglia per i principali paesi euro e gli USA, nell'ipotesi di una manovra addizionale di un punto di PIL nel 2013 (Tabella A). Il valore più basso è quello stimato per la Grecia (0,44) gravata da un debito che quest'anno toccherà il 176,7% di PIL. L'Italia presenta il secondo valore soglia più basso (0,56), sensibilmente inferiore a quello medio dell'Eurozona (0,71) che è in linea con quello degli Stati Uniti (0,70).

Il valore dei moltiplicatori muta da paese a paese, nel tempo e in relazione alla composizione delle manovre. Gran parte delle stime basate sui dati relativi ad anni passati lo assume all'incirca pari a 0,5. Se questo fosse il moltiplicatore attuale, solo in Grecia misure di consolidamento fiscale causerebbero un aumento del debito nel breve periodo, al contrario di quanto accadrebbe negli altri paesi. Tuttavia, l'attuale livello del moltiplicatore fiscale è superiore a 1 nella maggior parte dei paesi avanzati e nell'Eurozona in particolare. Secondo le recenti stime FMI è pari a circa 1,3: ogni punto, in termini di PIL, di contrazione del bilancio genera una caduta dell'1,3% del PIL¹. Altre stime² forniscono valori ancora maggiori per l'Eurozona: 1,7 contro 1,2 in media altrove. Confrontando tali stime con i valori soglia, nell'Eurozona le manovre correttive, oltre ad essere molto recessive, avranno,

¹ FMI (2012), *World economic outlook*, ottobre.

² Bank of America Merrill Lynch (2012), *European Economic Weekly*, 19 ottobre.

Tabella A

Meno efficaci le correzioni di bilancio nei PIIGS
(Soglia di neutralità del moltiplicatore fiscale per una manovra correttiva*, 2013)

Grecia	0,44
Italia	0,56
Portogallo	0,61
Irlanda	0,64
Belgio	0,66
Francia	0,70
Germania	0,75
Spagna	0,77
Olanda	0,82
Austria	0,82
Finlandia	0,99
Eurozona	0,71
Stati Uniti	0,70

* Per valori superiori alla soglia una manovra correttiva causa un aumento del rapporto debito/PIL e viceversa.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Commissione europea e OCSE.

nel breve periodo, l'effetto di far aumentare i debiti pubblici. Ciò è tanto più vero nei paesi, come la Grecia, dove l'ammontare della correzione è ingente. Alcuni studi stimano che l'effetto simultaneo delle politiche restrittive nell'Eurozona tra il 2011 e il 2013 (3,8% del PIL in termini strutturali) ridurrà il PIL, rispetto all'ipotesi di non intervento, del 2,2% in Germania, del 4,0% in Francia, del 4,1% in Italia, del 6,7% in Spagna, del 13,2% in Grecia³.

Per quale ragione la sensibilità del PIL alla politica di bilancio nella fase attuale è molto più elevata che nel passato?

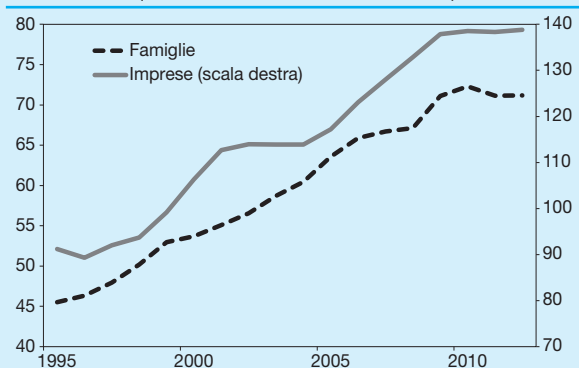
Crowding in anziché crowding out. La prolungata fase di recessione ha spinto il livello di produzione molto al di sotto del suo potenziale, cioè quel livello conseguibile impiegando pienamente tutti i fattori produttivi, in presenza di una forte caduta della domanda, sia interna sia estera. La riduzione della domanda pubblica non è quindi sostituita da alcun aumento di quella privata (cioè, non esiste uno spiazzamento, *crowding out*, della domanda privata da parte di quella pubblica). Al contrario, lavori empirici della BCE mostrano che domanda pubblica e privata sono complementari (*crowding in*): l'aumento degli investimenti pubblici attiva quelli privati⁴.

Poco spazio per la politica monetaria. Nel passato le politiche di bilancio restrittive sono state accompagnate da politiche monetarie accomodanti in grado, attraverso la riduzione del tasso di interesse, di stimolare investimenti e consumi compensando così buona parte degli effetti negativi della restrizione fiscale. Oggi ciò non è possibile perché i tassi di interesse sono già al livello minimo negli Stati Uniti. Nell'Eurozona, non ancora, ma gli spazi di manovra sono molto limitati.

Il deleveraging privato. Famiglie e imprese, negli anni pre-crisi, hanno accumulato un debito eccessivo che ora devono ridurre attraverso una maggiore propensione al risparmio. Ciò fa cadere la domanda privata, provoca recessione e rende ancora più doloroso e lento il processo di rientro. Nell'Eurozona, l'indebitamento delle famiglie è cresciuto dal 45,5% di PIL nel 1995 al 72,3% nel 2010 per poi diminuire di 1,1 punti percentuali (secondo trimestre

Grafico A

Eurozona: lento e doloroso il *deleveraging* privato (Passività finanziarie*, % del PIL)



* Al netto di azioni, altre partecipazioni e riserve tecniche di assicurazione. I dati 2012 si riferiscono al secondo trimestre.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat e BCE.

³ Holland D. e Portes J. (2012), *Self defeating austerity?*, National Institute Economic Review 222, ottobre.

⁴ Coenen G., Straub R. e Trahabandt M. (2012), *Gauging the effects of fiscal stimulus packages in the Euro area*, BCE, ottobre.

2012). Quello delle imprese non finanziarie è aumentato di 47,3 punti di PIL dal 1995 al 2010 e si è successivamente stabilizzato, al 138,8% del PIL nel secondo trimestre 2012 (Grafico A).

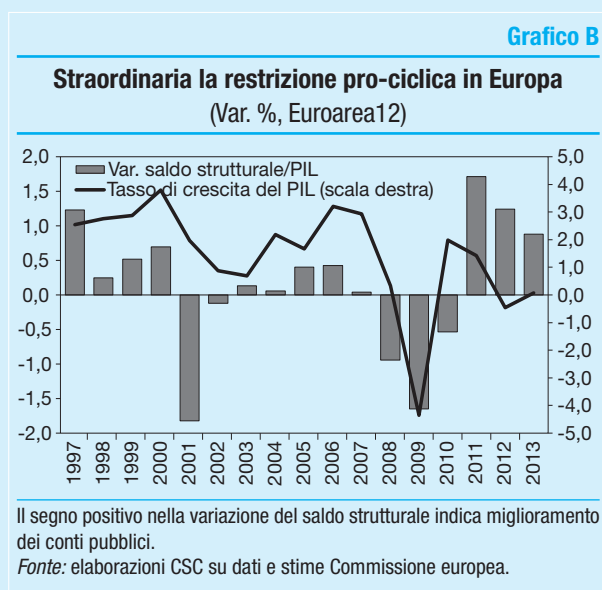
La simultaneità delle politiche di consolidamento fiscale dei paesi euro amplifica l'effetto recessivo delle correzioni nazionali attraverso la contrazione della domanda estera (che si somma a quella della domanda interna). Tale effetto è tanto maggiore quanto più le economie sono integrate e aperte. Restrizioni simultanee come quelle in corso non hanno precedenti nel passato e, cumulate, toccheranno i 3,8 punti di PIL l'anno prossimo, in termini strutturali, in media nei dodici principali paesi euro (Grafico B). Mai nel passato queste economie sono state integrate come lo sono oggi.

Le correzioni basate sulle entrate fiscali. Diversi lavori mostrano che correzioni incentrate principalmente su aumenti dell'imposizione fiscale sono molto più costose in termini di PIL, sia nell'impatto sia nella durata, per via degli effetti sulla domanda privata⁵. Quindi i moltiplicatori fiscali sono più elevati se le correzioni consistono in aumenti di entrate tributarie. Le rilevazioni dell'FMI sottolineano che circa il 60% delle misure adottate nei paesi avanzati per gli anni 2009-2013 sono tagli alla spesa⁶. Nell'Eurozona, la composizione delle manovre varia da paese a paese: Italia e Francia hanno prevalentemente aumentato le entrate; al contrario Spagna, Grecia, Irlanda e Portogallo sono intervenuti in gran parte sulla spesa.

A questi fattori che stanno accentuando gli effetti recessivi delle politiche di bilancio in modo diretto va aggiunto un altro elemento che, in via indiretta, sta amplificando la caduta del PIL nei paesi più indebitati. I mercati finanziari, infatti, scontano sui rendimenti dei titoli di Stato, aumentandoli, gli effetti recessivi delle manovre perché questi riducono la sostenibilità dei conti pubblici. Poiché i costi della raccolta bancaria e quindi i tassi applicati dalle banche a famiglie e imprese sono legati ai rendimenti dei titoli so-

⁵ Alesina A., Favero C. e Giavazzi F. (2012), *The output effect of fiscal consolidations*, CEPR Discussion paper 9105.

⁶ FMI (2012), *Fiscal monitor*, ottobre.



vrani, l'innalzamento degli spread finisce per determinare una violenta stretta creditizia che amplifica la caduta dell'attività economica.

Quali sono le conseguenze per l'Eurozona di questa profonda e prolungata caduta del PIL?

In primo luogo, una recessione così accentuata distrugge capitale fisico, umano e sociale riducendo il livello e la crescita del PIL potenziale. Lo segnalano l'aumento persistente della disoccupazione, soprattutto di lunga durata e dei giovani (e in particolare di chi non è né nel mondo del lavoro né in quello dell'istruzione, i cosiddetti NEET) e la caduta degli investimenti, in particolare in ricerca e innovazione. Le politiche di consolidamento fiscale, quindi, non solo riducono il PIL oggi ma, nel lungo periodo, lo collocano su un sentiero di crescita più basso in modo simile a quanto accadde al Regno Unito dopo la prima Guerra Mondiale.

In secondo luogo, contrazioni così significative e prolungate del PIL acuiscono le tensioni sociali. Sta accadendo in Grecia dove dal 2007 il PIL è sceso del 19,8%. È elevato il rischio che le tensioni si trasferiscano sul piano politico bloccando il processo di integrazione europea e minando lo stesso funzionamento delle istituzioni.

Infine, come evidenziato, l'avvitamento in cui si trovano le economie europee sta avendo come risultato un aumento del rapporto debito/PIL, nel breve periodo, anziché una sua riduzione. Nel lungo periodo, le massicce manovre restrittive adottate sinora, riducendo l'output potenziale, renderanno più complicato il rientro dei debiti via maggiore crescita del PIL. Secondo alcuni commentatori, questo effetto è attualmente così forte, nell'Eurozona, da rovesciare l'effetto finale delle manovre, con il risultato paradossale di una riduzione della sostenibilità dei debiti pubblici⁷. Questa sta diventando l'opinione prevalente sui mercati per cui ulteriori politiche di consolidamento fiscale rischiano di produrre un rialzo, invece di una riduzione, degli spread.

Cosa fare?

Serve un cambio di rotta della politica europea che consenta di spalmare su un periodo più lungo il rientro dei debiti pubblici. Un segnale positivo in questo senso è la revisione dell'obiettivo sul deficit del Portogallo per quest'anno (dal 4,5% del PIL al 5,0%) e il prossimo (dal 3,0% al 4,5%). Nella stessa direzione è l'accordo della troika con la Grecia, che ingloberà un rinvio di due anni sull'obiettivo di saldo primario. Ma non basta. Serve un allentamento generalizzato nei tempi. Questa è l'unica misura in grado di contrapporsi agli effetti negativi delle simultanee correzioni di bilancio attuate negli ultimi due anni.

⁷ DeLong J.B. e Summers L.H. (2012), *Fiscal policy in a depressed economy*, Brookings Papers on Economic Activity, marzo.

In secondo luogo, l'Unione europea deve attrezzarsi per reperire sui mercati risorse finanziarie consistenti, che non pesino sui bilanci nazionali, da poter utilizzare in modo anticiclico per la realizzazione di grandi progetti di investimento in infrastrutture e in ricerca e innovazione.

In terzo luogo, va ridotta la condizionalità nell'accesso allo scudo antisprea per ridurre i tassi di interesse nei paesi più indebitati. La sola possibilità di utilizzare lo strumento avrebbe l'effetto di attenuare gli spread. La riduzione di questi ultimi è condizione essenziale sia per agevolare il rientro del debito sia per riattivare il credito e la crescita economica⁸.

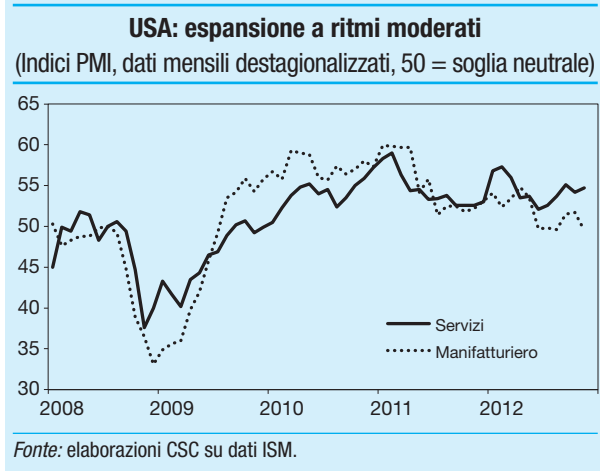
⁸ Si veda Luca Paolazzi e Ciro Rapacciuolo (2012), *Spread: l'Italia paga oltre 300 punti più del dovuto. Unico rimedio: uno scudo impugnato dalla BCE*, Nota dal CSC n. 5.

La ripresa USA si consolida

Il PIL USA nel terzo trimestre 2012 è aumentato più delle attese (+2,7% annua- lizzato sul secondo), grazie al contributo, in particolare, della spesa delle famiglie (1,0 punti percentuali) e dalla spesa pubblica (0,7). Ha inoltre accelerato la crescita degli investimenti residenziali (+14,2% da +8,5% nel secondo). La debolezza delle esportazioni (-1,1%, -0,2% i soli beni) e degli investimenti in macchi- nari e software, passati da un ritmo di crescita del 18,3% nel terzo trimestre 2011 al -2,7%, è invece da imputare, ri- spettivamente, al rallentamento dell'economia globale e all'incertezza sulla futura politica di bilancio. L'indicatore anticipatore OCSE (100,9 in settembre da 100,8) segnala per i pros- simi trimestri la stabilizzazione della crescita. Una moderata espansione dell'attività è pe- raltro confermata in autunno sia dal PMI manifatturiero (50,6 in media in ottobre-novembre) sia da quello dei servizi (54,5; grafico 1.24).

I dati del terzo trimestre confermano che la ripresa americana dipende in modo cruciale dal- l'andamento dei consumi, rimasti piuttosto vivaci. La fiducia dei consumatori, sostenuta dalla ripresa dell'immobiliare e dell'occupazione, è salita in novembre ai massimi dal feb- braio 2008 e continua a stimolare la spesa. Hanno, infatti, tenuto le vendite al dettaglio in

Grafico 1.24



ottobre (-0,3% su settembre, nonostante l'uragano Sandy) e sono ottime le premesse per la stagione delle festività natalizie appena iniziata.

Lenti progressi per occupazione e redditi

Tuttavia, l'aumento dei consumi non è stato finora sostenuto da un pari aumento dei redditi ed è tornato così a ridursi il tasso di risparmio, sceso al 3,4% del reddito disponibile in ottobre, dal 4,1% di giugno. Nel corso del 2012, il reddito disponibile reale è infatti progressivamente rallentato, passando da un +0,9% nel primo trimestre a un +0,1% nel terzo; in ottobre la variazione è stata addirittura negativa (-0,1% su settembre). In ottobre, il tasso di disoccupazione è risalito leggermente al 7,9% (dal 7,8%) e si è di nuovo allungata, al di sopra delle 40 settimane, la durata media della disoccupazione. Il fatto che ciò non abbia avuto effetti significativi sui salari orari o sulle ore effettivamente lavorate, che si sono, invece, entrambi ridotti solo leggermente, lascia però pensare che buona parte della disoccupazione sia ormai di carattere strutturale e che quindi l'aumento dei redditi nei prossimi anni sarà necessariamente moderato. Poiché ulteriori cali del tasso di risparmio non sono sostenibili, a meno di significativi miglioramenti dei redditi e dell'occupazione anche la crescita dei consumi sarà di conseguenza contenuta.

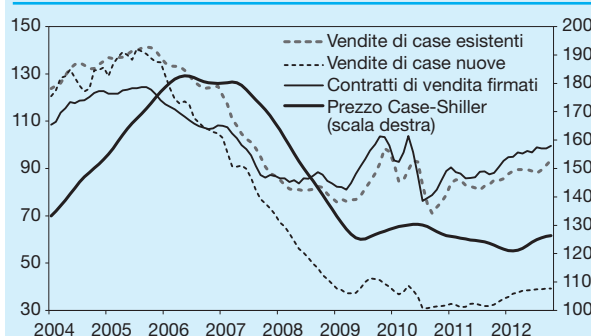
Condizioni molto favorevoli all'acquisto di case continueranno a spingere gli investimenti residenziali. In ottobre i dati sulle vendite di abitazioni nuove, oltre il 17% in più rispetto a un anno prima, ed esistenti (oltre il 10%) confermano la ripresa del settore, dove i prezzi (+0,4% a settembre) sono in graduale ma costante aumento dallo scorso febbraio (Grafico 1.25).

Un'ulteriore significativa contrazione degli investimenti in macchinari e nuovi impianti è, invece, attesa già dal trimestre in corso, a causa dell'incertezza sulle politiche di bilancio, consistenti in

aumenti di tasse e tagli di spesa che scatterebbero automaticamente dal primo gennaio 2013 a meno di interventi da parte del Congresso. Il crollo degli ordini di beni capitali esclusa difesa e autoveicoli nel terzo trimestre (-6,6%, ma +1,7% in ottobre) conferma l'estrema cautela delle imprese, che rinviando acquisti di macchinari e attrezzature e assunzioni di fronte alla concreta possibilità di una significativa contrazione della domanda interna. Il *Congressional Budget Office* stima, infatti, nel 2,9% la perdita complessiva di prodotto a fine 2013 nel caso che non si ponga rimedio alle misure che scatteranno automaticamente.

Grafico 1.25

Lento ma stabile il recupero del mercato delle case
(USA, medie mobili a 3 termini di indici mensili, gennaio 2001=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

Nell'ipotesi realistica di un compromesso politico che eviti il *fiscal cliff*, la crescita dell'economia americana nei prossimi anni sarà limitata da una politica fiscale moderatamente restrittiva, dal processo di *deleveraging* dei debiti privati ancora lontano dal concludersi e da un tasso di disoccupazione strutturale più elevato che in passato. Dopo un marcato rallentamento nel trimestre in corso, anche per gli effetti dell'uragano Sandy, il PIL americano accelererà nuovamente a partire dal primo trimestre 2013 (+2% annualizzato; grafico 1.26). In media d'anno, il PIL crescerà del 2,2% quest'anno e dell'1,8% nel 2013. Nel 2014 accelererà al 2,4%, ritmo comunque inferiore al potenziale che veniva stimato prima della crisi finanziaria del 2008-2009.

Giappone di nuovo in recessione... L'economia nipponica è tornata a contrarsi nel terzo trimestre 2012: -3,5% congiunturale annualizzato il PIL, dopo il +0,3% nel secondo e il +5,2% nel primo (Grafico 1.27).

Negative le performance dei consumi privati (-1,8% da -0,4%), degli investimenti delle imprese (-12,1% da +3,8%) e, soprattutto, delle esportazioni (-18,7% da +5,3%), penalizzate da yen forte, rallentamento della domanda internazionale e boicottaggio da parte dei consumatori cinesi dei beni giapponesi in seguito alla disputa emersa per la sovranità su alcune isole del Mar Cinese Orientale. In accelerazione gli investimenti pubblici finalizzati alla ricostruzione post-terremoto (+16,8% da +11,0%), il cui contributo positivo alla crescita continuerà nel quarto trimestre ma non sarà probabilmente sufficiente a evitare una nuova contrazione dell'economia e, quindi, la terza recessione tecnica dal 2008. Il paese crescerà poco al di sotto del 2% nel 2012, per poi rallentare nel 2013.

Grafico 1.26

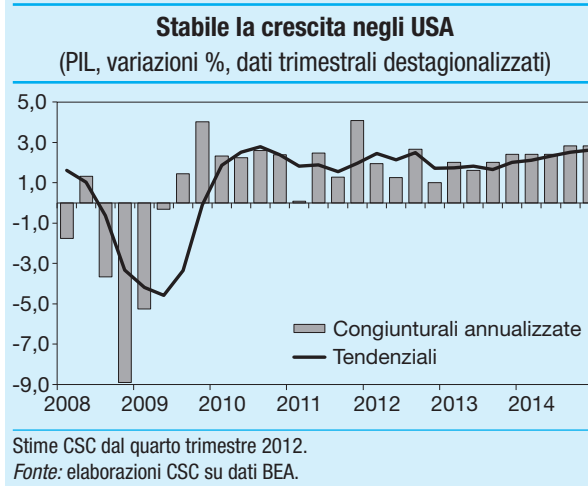
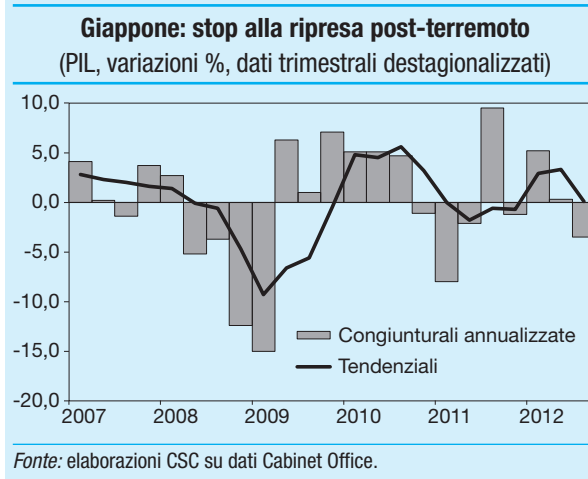


Grafico 1.27



Gli ultimi dati congiunturali indicano un'attività poco vivace nel quarto trimestre: in novembre è rimasto in area di contrazione, sotto la soglia di 50 per il sesto mese consecutivo, il PMI manifatturiero (46,5 da 46,9) e quello composito (49,9 da 48,9). L'aumento in ottobre della produzione industriale (+1,8% su base mensile) appare un rimbalzo dopo la robusta contrazione in settembre (-4,1%). Sono diminuite in ottobre le esportazioni in volume (-2,9% mensile da -3,5%), come pure le importazioni (-9,8% da +6,6%), a causa della debolezza della domanda interna. Lo confermano il ritorno sotto 40 dell'indice di fiducia dei consumatori (39,7 da 40,1) e il fragile aumento delle vendite al dettaglio (+0,7%), dopo la brusca caduta in settembre (-3,5%).

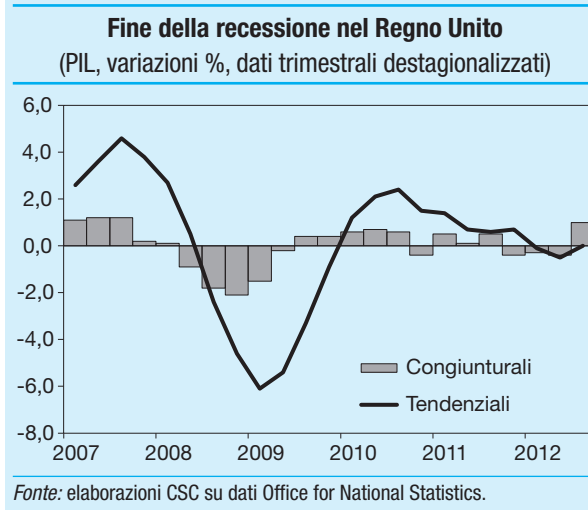
...e verso elezioni anticipate

Per sostenere il credito bancario a imprese e famiglie la Banca centrale ha annunciato un programma "illimitato" di finanziamenti a lungo termine e a tasso ridotto alle istituzioni finanziarie fino a un importo equivalente all'incremento netto dei loro prestiti. Per contrastare la deflazione (-0,4% annuo l'indice generale dei prezzi al consumo in ottobre, da -0,3%) l'autorità monetaria ha inoltre aumentato in settembre e ottobre il programma di acquisto di titoli di Stato di 21.000 miliardi di yen. Le prossime misure di *quantitative easing* sono attese dopo le elezioni del 16 dicembre, convocate in seguito allo scioglimento della Camera Bassa del Parlamento che il governo ha concesso all'opposizione in cambio della disponibilità all'accordo sull'emissione di nuovi bond a copertura del deficit pubblico. Dalle urne dovrebbe uscire vincitore il Partito Liberaldemocratico guidato da Shinzo Abe, il cui programma quinquennale di riforme punta a riportare il Giappone a una crescita reale del 3%, con un obiettivo di inflazione pari al 2%.

Regno Unito: stop della recessione...

Il Regno Unito ha messo testa e spalle fuori dalla recessione: dopo tre periodi consecutivi di contrazione, il PIL è salito dell'1,0% congiunturale nel terzo trimestre 2012 (Grafico 1.28). Hanno dato un contributo positivo i consumi privati (+0,6% da -0,2% nel secondo), che hanno beneficiato degli aumenti dell'occupazione, delle retribuzioni e della diminuzione dei prezzi al consumo, e le esportazioni nette, che hanno aggiunto 0,7 punti alla variazione del PIL, per un rimbalzo tecnico dopo la performance molto negativa nel secondo trimestre.

Grafico 1.28



Continua la crisi delle costruzioni, che si sono contratte di un ulteriore 2,6%, dopo le diminuzioni del 5,9% e del 3,0% nei primi due trimestri del 2012. La produzione industriale è tornata a salire dopo un anno e mezzo (+0,9% sul secondo trimestre), trainata dalla performance di luglio (+3,0% su base mensile), essendosi poi ridotta in agosto (-0,5%) e settembre (-1,7%); e l'indice PMI in novembre è rimasto in area di contrazione a 49,1 (da 47,3). I servizi, che rappresentano il 75% dell'economia britannica, hanno registrato un aumento dell'1,3% su base trimestrale, ma il PMI di novembre (50,2), in discesa per il terzo mese consecutivo, ha toccato il valore più basso dal dicembre 2010. Sul fronte della domanda l'indice di fiducia dei consumatori ha risentito delle notizie positive sul terzo trimestre risalendo a -22 in novembre (da -30); le vendite al dettaglio, dopo il +1,0% nel terzo trimestre, hanno registrato in ottobre la più forte riduzione su base mensile da aprile (-0,8%).

...ma temporaneo Il rimbalzo del PIL sembrerebbe essere attribuibile più a fattori temporanei, come le Olimpiadi e il Giubileo della Regina, che ha eccezionalmente sottratto un giorno lavorativo al secondo trimestre, che all'avvio di una vera e propria ripresa. Nel quarto trimestre la dinamica della crescita è attesa, quindi, essere più contenuta; in media d'anno il PIL sarà piatto e salirà a un ritmo non superiore all'1% nel 2013.

Il maggiore rialzo dei prezzi al consumo in ottobre (2,7% annuo, dal minimo da 34 mesi di 2,2% in settembre) sembra destinato a proseguire per lo meno fino a fine anno per effetto dell'aumento delle tariffe dei servizi di pubblica utilità. La dinamica dell'inflazione e il rimbalzo dell'attività nel terzo trimestre hanno convinto la Banca d'Inghilterra a non allargare il piano di acquisto di titoli pubblici, rinviando ulteriori misure di *quantitative easing* ai primi mesi del 2013. Mark Carney, attuale presidente della Banca centrale canadese, avrà il compito di sostituire dal luglio 2013 Mervyn King nel ruolo di governatore dell'autorità monetaria britannica, pilotando la difficile transizione che la porterà a esercitare maggiori poteri di vigilanza sul sistema finanziario.

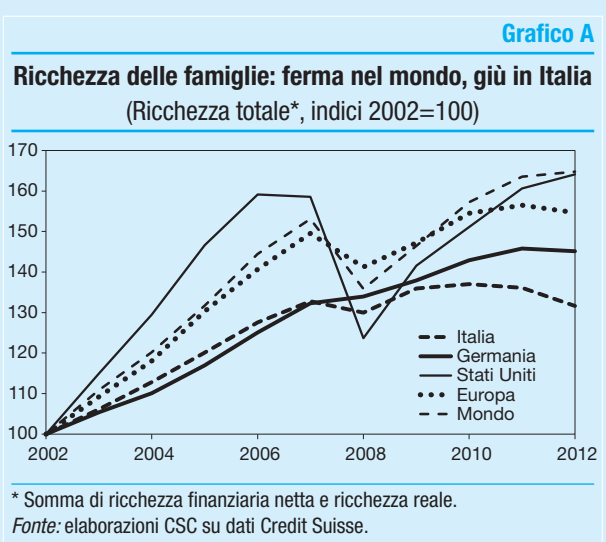
In stallo la ricchezza delle famiglie

Si è quasi arrestata nel 2012 la crescita della ricchezza delle famiglie nel mondo (+0,7%; grafico A). Una brusca frenata rispetto al recupero nel triennio precedente (+6,4% medio annuo), che aveva seguito il crollo nel 2008 (-11,3%) dovuto alla crisi finanziaria. Lo stallo della ricchezza in valore nominale si traduce in una riduzione reale, al netto cioè della variazione dei prezzi, che erode la capacità di spesa e la fiducia delle famiglie. Inoltre, la maggiore volatilità delle quotazioni azionarie e immobiliari registrata nel quinquennio 2007-2012, in contrapposizione all'incremento stabile e sostenuto in quello precedente,

sparge incertezza e accresce la parsimonia dei consumatori, che preferiscono rimandare l'acquisto di beni, soprattutto durevoli.

Il dato aggregato nasconde forti differenze tra aree geografiche e tra singoli paesi. In USA la ricchezza netta delle famiglie ha subito un crollo del 22,0% nel 2008, contro il -5,5% in Europa, ma successivamente è aumentata a un ritmo più rapido (+9,1% medio annuo fino al 2011, contro il +3,5% europeo), grazie alla ripresa delle quotazioni

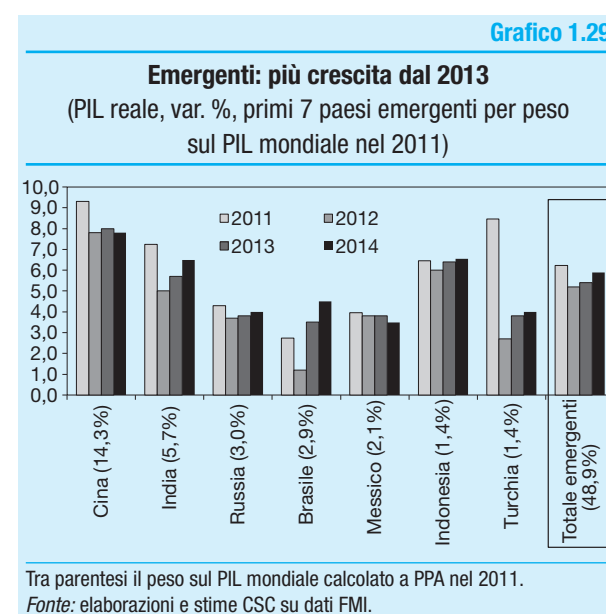
azionarie, prima, e immobiliari, poi, e al rientro più veloce delle famiglie dal debito, facilitato da una disciplina del default più favorevole ai mutuatari. Nel 2012, la ricchezza è ancora cresciuta in USA (+2,2%), sostenendo così i consumi delle famiglie; al contrario in Europa è tornata a ridursi (-1,2%), a causa della caduta delle quotazioni finanziarie connessa alla crisi dei debiti sovrani. La diminuzione è stata contenuta in Germania (-0,5%), grazie all'aumento dei prezzi delle case. È stata invece più ampia nei paesi in cui anche le quotazioni immobiliari sono diminuite, come in Italia: qui la ricchezza totale si è ridotta del 3,3%, tornando, in termini nominali, sotto al picco pre-crisi del 2007.



Emergenti in ripartenza

La crescita delle economie emergenti ha decelerato nel corso del 2012 ma ha mostrato segni di ripartenza negli ultimi mesi. Tuttavia, il CSC rivede al ribasso l'incremento del loro PIL, al 5,2% nel 2012 e al 5,4% nel 2013, con un +5,6% nel 2014 (Grafico 1.29).

Quest'anno tali paesi hanno comunque fornito l'80% della crescita globale e contribuito per quasi metà alla formazione del PIL mondiale calcolato a parità di poteri di acquisto.



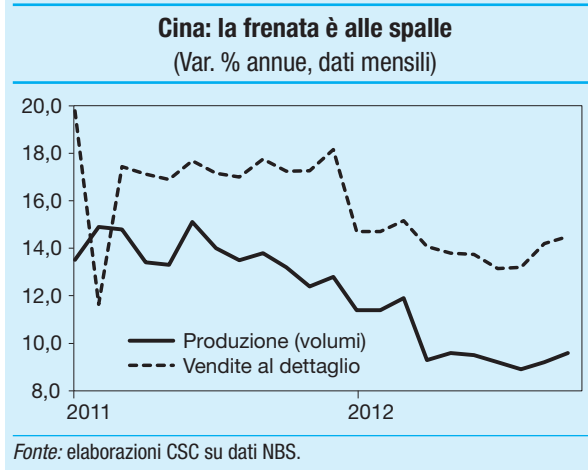
La revisione all'ingiù delle stime del CSC, rispetto a quelle elaborate a settembre, include il prolungamento degli effetti sull'export degli emergenti della lunga recessione nell'Eurozona, solo in parte controbilanciato dall'andamento della propria domanda interna.

La frenata dei nuovi mercati, iniziata nel 2011, è stata confermata nei primi tre trimestri di quest'anno. I risultati delle politiche espansive già adottate si sono cominciati a vedere in ottobre e il profilo della crescita è in corso di miglioramento nel quarto trimestre. Ma l'espansione non tornerà ai ritmi altissimi della prima decade 2000. Dall'Asia emergente proviene più della metà della crescita mondiale nel 2012, nonostante la minor performance di Cina e India.

La Cina si assesta su nuovi ritmi di crescita

Il CSC stima che il PIL cinese aumenti del 7,8% quest'anno, dell'8,0% nel 2013 e del 7,8% nel 2014. La moderazione della velocità, dopo trent'anni di sviluppo al 10% medio annuo, è fisiologica per un'economia che sta riducendo il gap con i paesi avanzati e che deve riequilibrare la struttura della domanda finale. La variazione del PIL nei primi nove mesi del 2012 è stata del 7,7% annuo. Gli ultimi indicatori congiunturali segnalano un miglioramento: il PMI manifatturiero in novembre è tornato, dopo tredici mesi, in territorio espansivo (50,5, da 49,5 in ottobre); la produzione industriale è cresciuta del 10,0% nei primi dieci mesi dell'anno, con un +9,6% in ottobre, da +9,2% in settembre; le vendite al dettaglio del 14,1%, con un +14,5%, dal +14,2% in settembre (Grafico 1.30). Le esportazioni hanno registrato un +11,6% annuo, migliore del 9,9% in settembre, ma le vendite dirette nell'UE continuano a scendere, anche se meno intensamente: -8,1%, da -10,7%. In ogni caso l'accelerazione delle esportazioni cinesi a partire dallo scorso luglio suggerisce che la domanda nei suoi principali mercati di sbocco si sta riprendendo (in ottobre gli USA hanno superato l'UE come principale destinazione cinese). La progressiva attenuazione dell'inflazione, con il +1,7% annuo dei prezzi al consumo in ottobre (dal +1,9% in settembre) darebbe spazio alla politica monetaria per varare ulteriori misure di sostegno all'economia. Tuttavia, non ci si attendono nei prossimi mesi manovre espansive, soprattutto se i segnali di ripresa di ottobre verranno confermati successivamente. Negli ultimi mesi sono stati stanziati circa 70 miliardi di euro di investimenti per infrastrutture ferroviarie per il solo 2012 ed è allo studio un provvedimento per incen-

Grafico 1.30



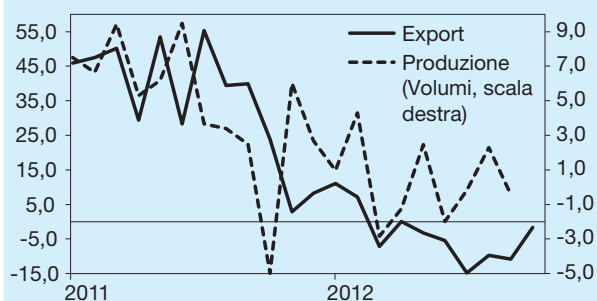
tivare l'acquisto di automobili da parte delle famiglie rurali. Ci potranno essere moderati aumenti salariali e proseguirà l'attuazione delle politiche di estensione graduale a tutta la popolazione della tutela sanitaria di base e del trattamento pensionistico minimo. Nei prossimi anni si prevede l'aumento del contributo dei consumi alla crescita cinese, che molto probabilmente non sarà sostenuto nel breve periodo da ulteriori riforme strutturali (si veda il riquadro: *Consumi in Cina: il dragone ha voglia di spendere*). Il paese attraversa una fase di transizione politica; la nuova leadership appena nominata assumerà il potere nel marzo 2013 e fino alla fine del prossimo anno non ci saranno i tempi tecnici per disegnare politiche di riequilibrio macroeconomico a favore dei consumi, i cui effetti tra l'altro hanno un ritardo di circa un anno. Inoltre, fatta eccezione per il futuro premier Li Keqiang, il riequilibrio macroeconomico non sembra essere tra le priorità della compagine del prossimo governo, che ha attitudini meno riformiste del precedente. Questo non esclude nel frattempo il varo di politiche espansive allorquando la ripresa non si mostri soddisfacente. L'economia rimane comunque frenata dal rallentamento della domanda occidentale. A contribuire in misura sempre maggiore allo sviluppo cinese nei prossimi anni saranno le province centrali e occidentali del paese che sono alla rincorsa degli standard di vita delle zone costiere.

L'India in attesa di riforme

La crescita del PIL indiano ha rallentato ulteriormente e si manterrà al di sotto del ritmo di lungo periodo (7,0%). Il CSC rivede all'ingiù le stime precedenti: +5,0% nel 2012, +5,7% nel 2013 e +6,5% nel 2014 (dal +6,8% del 2011; i dati si riferiscono all'anno solare). Ciò a causa del prolungarsi dell'incertezza dello scenario internazionale, della lentezza dei processi decisionali del governo per sostenere la crescita e dell'inflazione che, mantenendosi elevata, non lascia spazio a politiche monetarie espansive. Nel terzo trimestre 2012 il PIL ha bruscamente rallentato al +2,8% annuo, dopo il +4,0% del secondo trimestre e il +5,5% del primo. La produzione industriale da gennaio a settembre 2012 è cresciuta dello 0,4% annuo (-0,4% in settembre), dal 4,8% del 2011; le esportazioni hanno segnato un -10,8% annuo in settembre, che ha seguito il -9,7% in agosto (-3,6% il dato medio dei primi nove mesi, dal 36,6% del 2011). Il PMI manifatturiero resta stabile e in territorio espansivo (53,7 in novembre, da 52,9 in ottobre), ma la produzione rimane frenata dai continui blackout dovuti all'insufficienza della rete elettrica (Grafico 1.31). La moderazione così accentuata dello sviluppo, che si protrarrà per quasi tutto l'orizzonte previsivo, è cominciata con le politiche monetarie restrittive

Grafico 1.31

India: produzione ed export in retromarcia (Var. % annue, dati mensili)



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

(culminate nell'ottobre 2011), che hanno tirato le redini agli investimenti, e con la domanda estera debole. Tuttavia, il vero ostacolo alla crescita del 2012 è stato l'immobilismo politico. Il governo in settembre ha disegnato un programma di riforme che per ora ha portato a una maggiore apertura agli investimenti esteri e a un aumento dei prezzi regolati e ha cominciato un (lungo e tortuoso) iter di ristrutturazione della rete elettrica. Questo ha rasserenato gli investitori, prodotto un aumento degli investimenti di portafoglio e alleggerito le condizioni di credito. I rischi di declassamento del debito sovrano, fuga di capitali e ulteriore deprezzamento della rupia sembrano essere alle spalle. Ciò detto, non ci sono per ora segnali di miglioramento nel ciclo degli investimenti diretti, nell'inflazione o nel deficit corrente. Questo richiederebbe politiche economiche coerenti e prolungate nel tempo e anche un contesto esterno più favorevole. La Banca centrale continuerà a mantenere i tassi d'interesse invariati finché l'inflazione non comincerà a scendere.

In Asia domanda interna solida Le altre economie emergenti asiatiche proseguono nell'espansione, sebbene più moderata, grazie alla domanda interna vivace e alle politiche monetarie espansive. I ritmi di crescita rallenteranno, però, a causa del prolungamento della frenata della domanda estera. L'Indonesia continua a essere l'economia più resistente dell'area, sostenuta da una brillante domanda interna; tuttavia, pur mantenendo un ritmo di crescita intorno al 6% annuo nel 2012-14, risentirà della dinamica cinese, suo primo acquirente di petrolio.

Europa emergente imbrigliata... La recessione nell'Area euro imbriglia l'attività economica dell'Europa emergente. La crescita annua nel triennio 2012-14 sarà intorno al 3%, con Russia e CSI intorno al 3,8% annuo¹. Il PIL nel 2011 è aumentato del 4,8%, grazie soprattutto a Turchia, Polonia e Russia. In tutta la regione il sistema creditizio è in difficoltà e le condizioni del credito sono in continuo peggioramento. Fanno eccezione Polonia e Russia. Gli altri paesi, essendo per lo più piccole economie con elevata propensione all'export, pagano in maggior misura il conto salato delle difficoltà reali e finanziarie dell'Eurozona e del generale rallentamento del commercio mondiale.

...ma Polonia, Turchia e Russia tengono La Polonia si conferma il paese emergente dell'UE più solido. Il PIL è cresciuto del 4,4% nel 2011 e del 2,4% annuo nei primi nove mesi del 2012 (+1,4% nel primo trimestre, da +2,4% nel secondo e +3,5% nel primo). Il CSC stima che il 2012 si chiuderà con un +2,2%, il 2013 registrerà un incremento del 2,5% (inferiore a quello indicato in settembre) e il 2014 del 2,7%. Il PMI manifatturiero indica un arretramento dell'attività ma migliora: 48,2 in novembre, da 47,3 in ottobre. Gli ultimi dati di produzione in-

¹ I paesi emergenti europei sono, secondo la classificazione dell'FMI: Albania, Bosnia Erzegovina, Bulgaria, Croazia, Ungheria, Kosovo, Lettonia, Lituania, Macedonia, Montenegro, Polonia, Romania, Serbia, Turchia. Il CSC considera nell'aggregato anche i paesi della Comunità degli Stati Indipendenti (CSI): Armenia, Azerbaijan, Bielorussia, Georgia, Kazakistan, Kirgizistan, Moldavia, Mongolia, Russia, Tagikistan, Turkmenistan, Ucraina, Uzbekistan.

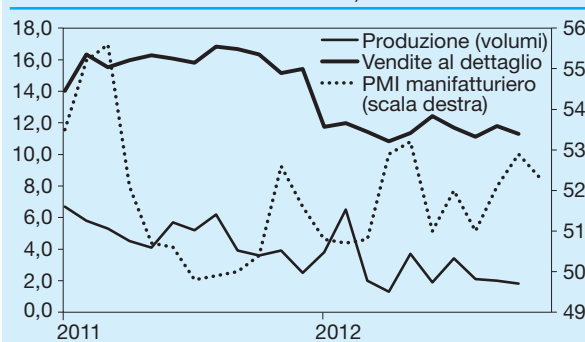
dustriale (+1,9% annuo in ottobre, da +2,7% medio dei primi nove mesi dell'anno) e vendite al dettaglio (+3,3% in ottobre da +3,1% in settembre, l'aumento più contenuto da aprile 2010) suggeriscono un quarto trimestre più debole.

Dopo il +8,5% per il PIL nel 2011, la Turchia ha rallentato nel primo trimestre 2012 al 3,3% annuo e nel secondo al 2,9% per effetto delle politiche di contenimento dell'inflazione e del rallentamento dell'UE, suo principale partner commerciale. Il CSC stima che l'anno finirà con una crescita del prodotto del 2,7%, seguito da un +3,8% nel 2013 e un +4,0% nel 2014. La domanda interna rimane la prima fonte di espansione del paese, soprattutto i consumi. Gli ultimi dati di produzione industriale e PMI sono incoraggianti: +6,2% annuo la produzione in settembre dal -1,8% in agosto (+3,0% nei nove mesi del 2012) e 51,6 il PMI manifatturiero in novembre, da 52,5, grazie soprattutto alle componenti di ordini e creazione di posti di lavoro. Il governo sta lavorando sui punti considerati deboli, cioè l'inflazione, che è scesa in novembre al 6,4% dal 7,8% in ottobre (ancora oltre il tasso obiettivo del 5,5%), e il deficit della bilancia corrente, che grazie all'aumento delle esportazioni passerà al 6,5% del PIL nel 2012 (stime ufficiali) dal 10% del 2011. Fitch ha recentemente promosso il paese a *investment grade* e contestualmente gli afflussi di investimenti di portafoglio sono aumentati contribuendo a finanziare il deficit corrente (che rimane comunque secondo solo a quello statunitense). La Turchia si conferma essere tra i nuovi mercati europei quello con le maggiori prospettive di espansione, sia come localizzazione produttiva sia come mercato di sbocco per beni di consumo.

In Russia, dopo il +4,3% del 2011, il PIL crescerà, secondo le stime del CSC, del 3,7% nel 2012, del 3,8% nel 2013 e del 4,0% nel 2014, con rischi al ribasso derivanti da un calo maggiore del previsto dei prezzi delle materie prime. Nei primi nove mesi del 2012 il PIL è salito del 4,0% annuo (con una dinamica discendente, dal 4,9% nel primo trimestre al 4,0% e al 2,9% nel secondo e nel terzo) grazie soprattutto all'aumento dei consumi privati, favoriti da inflazione ai minimi e politiche rivolte a sostenerli, e della spesa pubblica effettuata in vista delle elezioni presidenziali dello scorso marzo. Gli ultimi indicatori congiunturali segnalano un quarto trimestre non migliore del terzo, con la produzione industriale che in ottobre è aumentata dell'1,8% annuo, dal +3,0% medio dei primi nove mesi del 2012, e le vendite al dettaglio cresciute dell'11,3% annuo in ottobre, da 11,8 in settembre, in

Grafico 1.32

Russia: rallentano i consumi
(Var. % annue; indice di diffusione, soglia neutrale=50; dati mensili)



Fonte: elaborazioni CSC su Rosstat e Markit.

linea con il dato medio dei primi nove mesi dell'anno (+11,6%). Segnali positivi arrivano dal PMI manifatturiero, 52,3 in novembre, da 52,9 in ottobre (Grafico 1.32).

Recupero lento in Romania

I mercati emergenti dell'Europa centrale sono in difficoltà, accomunati dal minor contributo dell'export alla crescita e dalla domanda interna debole. L'Ungheria è in recessione e chiuderà l'anno con un -1,0% per il PIL; la Bulgaria registrerà una crescita non superiore allo 0,5% e la Romania inferiore all'1% previsto dal CSC in settembre, dato che nei primi nove mesi dell'anno la dinamica si è attestata allo 0,3% (-0,6% nel terzo trimestre). I forti legami commerciali e finanziari continuano a trasmettere a queste economie gli impulsi recessivi provenienti dall'Eurozona. Da metà 2013 si potrà osservare un miglioramento nei loro rispettivi profili di crescita.

I Balcani restano l'area europea più in difficoltà. La Croazia, dopo la stagnazione nel 2011 e la recessione nei due anni precedenti, ha sperimentato un nuovo arretramento del PIL nel primo semestre 2012 (-1,7% annuo) e per l'intero anno se ne prevede una diminuzione oltre l'1,0% stimato a settembre. Non ci sono i presupposti per una ripresa sostenuta: considerato il peggioramento delle dinamiche per i suoi due principali partner commerciali, Italia e Germania, il PIL croato crescerà nel 2013 intorno allo 0,5% e nel 2014 dell'1,5%. Anche le repubbliche Baltiche sono in frenata, ma meno accentuata perché stanno ancora recuperando le perdite della crisi.

Brasile: su consumi e investimenti pubblici

L'America Latina continua a rallentare a causa della situazione economica europea e dell'ulteriore decelerazione degli Stati Uniti. Il Brasile ha chiuso il 2011 con una crescita del prodotto del 2,7%, inferiore al 3,7% medio annuo del decennio precedente. Nei primi nove mesi del 2012 il PIL è cresciuto al di sotto delle attese: +0,7% annuo, con un +0,8% nel primo trimestre, un +0,5% nel secondo e un +0,9% nel terzo. Il CSC stima che l'anno corrente terminerà con un +1,1%, il 2013 registrerà un +3,5% e il 2014 un +4,5%. A partire dalla seconda parte di quest'anno si sono fatti sentire gli effetti delle politiche monetarie meno restrittive e degli investimenti avviati per i Mondiali di calcio del 2014 e per le Olimpiadi del 2016. Infatti, la Banca centrale ha continuato a tagliare i tassi di interesse di riferimento, ora giunti al 7,25%, il minimo storico, e il Governo ha varato un piano di infrastrutture da 53 miliardi di euro per costruire strade, ferrovie, porti e aeroporti, con oltre la metà degli interventi previsti nei prossimi cinque anni. Gli ultimi indicatori congiunturali danno segnali contrastanti. La produzione industriale in ottobre, dopo 13 cali consecutivi su base annua, ha registrato un +2,3%, dal -3,8% di settembre; l'export ha registrato un -1,7% annuo, dopo il -14,5% di settembre. Continuano ad andare bene le vendite al dettaglio in termini reali che sono balzate dell'8,5% tendenziale in settembre (+10,1% in agosto; grafico 1.33). Il PMI manifatturiero in novembre è rimasto in territorio espansivo: 52,2 da 50,2, grazie alle componenti degli ordini interni e della produzione. Le autorità moneta-

rie hanno ancora spazio per intervenire, giacché l'inflazione (5,6% in novembre) si mantiene stabile e ampiamente all'interno della fascia obiettivo della Banca centrale (2,5-6,5%).

Messico, crescita solida

Il Messico è cresciuto nel 2011 del 3,9% e si stima che aumenterà del 3,8% nel 2012 e nel 2013 e del 3,5% nel 2014. Il PIL nei primi nove mesi dell'anno ha registrato un +4,0% tendenziale, ma con dinamica discendente dal +4,5% del primo trimestre al +4,1% del secondo e al +3,3% del terzo. La frenata consegue dal rallentamento nel 2011 degli Stati Uniti, destinatari dell'80% dell'export messicano.

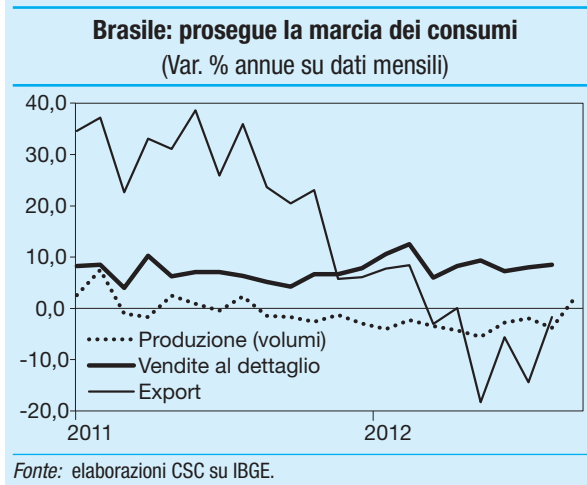
Nord Africa e Medio Oriente verso la stabilizzazione

La maggior parte dei paesi del Nord Africa e del Medio Oriente sta attraversando una delicata fase di transizione politica che, salvo alcune importanti eccezioni, è in via di stabilizzazione. Nel 2011 l'area ha registrato un avanzamento del PIL del 3,3%, ben al di sotto del 5,0% medio annuo della prima decade 2000. Per quest'anno il CSC stima una crescita di oltre il 5% e per i prossimi due intorno al 4% annuo. Il rimbalzo dei paesi interessati dalle sommosse nel 2011, in particolare della Libia (per il cui PIL l'FMI stima un +121,9% nel 2012, un +16,7% nel 2013 e un 8,3% nel 2014, dopo il -59,7% nel 2011), viene controbilanciato dalle recessioni in Iran e Siria e da una debole crescita in Egitto (inferiore al 2%, dal 5% medio dei dieci anni precedenti). Fino all'anno prossimo molti paesi, oltre a essere impegnati a ripristinare la stabilità economica, dovranno fare i conti con un più basso prezzo atteso per il petrolio (Arabia Saudita e Golfo Persico) e con l'Europa in una difficoltosa ripresa (Nord Africa). Dalla fine del 2013 è atteso un generale ritorno alla normalità che permetterà alle relazioni commerciali di riguadagnare terreno dopo il rallentamento conseguente ai sommovimenti politici. Gli scambi saranno anche facilitati dalla progressiva eliminazione dei dazi tra i paesi mediterranei partita quest'anno. I paesi esportatori di materie prime continuano a beneficiare dei prezzi delle commodity, sebbene in diminuzione².

In Africa pesa il rallentamento cinese

L'Africa sub-sahariana ha registrato nel 2011 un'altra crescita (+5,1% il PIL) ed è stata finora la regione meno contagiata dal rallentamento globale. Tuttavia, gli effetti della lunga crisi cominciano a farsi sentire e pesa non solo la si-

Grafico 1.33



² Per una lista completa dei paesi emergenti esportatori netti di materie prime si veda Fondo Monetario Internazionale, *World Economic Outlook*, aprile 2012, p. 181.

tuazione europea ma anche il rallentamento della Cina, un partner cruciale in termini di commercio e investimenti. Il PIL avanzerà nell'orizzonte di previsione tra il 5% e il 6% annuo. Il Sudafrica, dopo aver chiuso il 2011 con un PIL in incremento del 3,1%, crescerà del 2,5% quest'anno e tra il 3% e il 4% nei prossimi due. L'area contribuisce per il 5% alla formazione del prodotto degli emergenti e per il 2,5% a quello globale.

Consumi in Cina: il drago ha voglia di spendere

Dal 2011 l'economia cinese è trainata più dai consumi che dagli investimenti. I primi hanno partecipato per il 55,5% all'aumento del PIL (dal 43,1% del 2010) contro il 48,8% degli investimenti (dal 52,9%) e il -4,3% delle esportazioni nette (dal +4,0%). La tendenza si conferma nel 2012 con il contributo dei consumi alla crescita pari al 55,0% nei primi tre trimestri. È una svolta importante. Ciò nonostante, il percorso di riequilibrio economico del paese è appena cominciato, giacché l'incidenza dei consumi sul PIL è ancora bassa: 49,1%, di cui 35,4 punti dai consumi privati; quest'ultimo valore è ancora lontano dal 57,4% dell'Eurozona o dal 60,4% del Giappone. Nei prossimi anni si prevede un aumento del contributo dei consumi alla crescita cinese. Tuttavia il processo sarà più graduale dell'atteso perché, contrariamente alle aspettative, la nuova leadership non sembra avere il riequilibrio macroeconomico del paese tra le sue priorità.

I consumi delle famiglie avranno un ruolo crescente nello sviluppo della Cina grazie sia agli aumenti del reddito disponibile sia alle politiche di *welfare* sostenute dal governo uscente, con la progressiva estensione di trattamenti pensionistici e assistenza sanitaria di base che stanno liberando capacità di spesa. A beneficiare di questi cambiamenti sono per ora soprattutto le famiglie urbane che nel 2011 rappresentavano oltre la metà della popolazione (51,3%, in crescita vertiginosa dal 36,2% nel 2000). Dal 2000 al 2011 gli individui dei centri urbani aventi diritto alla pensione sono passati da 136 a 284 milioni, quelli che beneficiano di un'assicurazione sanitaria di base da 79 a 473 milioni. Il risultato è stato che nel 2011, a fronte di un avanzamento del PIL del 9,2%, i consumi privati sono cresciuti del 9,9%. I dati dettagliati per il 2012 non sono ancora consultabili ma l'andamento reale delle vendite al dettaglio e del reddito disponibile segnalano che i consumatori hanno più potere di acquisto (Grafici A e B).

Le vendite al dettaglio nei primi dieci mesi del 2012 sono cresciute dell'11,6% in termini reali, rispetto all'11,1% del 2011, e in linea con la media del primo decennio 2000 (11,1%). Il reddito disponibile delle famiglie urbane cumulato nei primi tre trimestri del 2012 si è attestato a circa 2.400 euro, con una crescita annua del 13,0%, che corrisponde a un +9,8% in termini reali. Per l'intero 2012 il CSC stima un reddito disponibile di circa 2.750 euro,

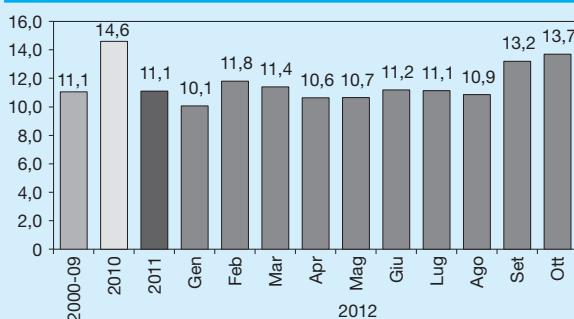
rispetto ai 2.424 euro del 2011, con una crescita del 13,5%. Nelle aree urbane della Cina nel 2011 si è consumato in media l'86,0% del reddito disponibile.

La composizione della spesa dei consumatori delle aree urbane cinesi sta cambiando e la struttura del consumo si sta avvicinando a quella dei paesi avanzati. Le differenze sono tuttavia ancora evidenti. Un indicatore per misurare l'evoluzione dei consumi e degli standard di vita di un paese è la quota dei consumi di beni alimentari sui consumi totali. Dal 1995 al 2011, per la Cina, questo valore si è ridotto dal 50,1% al 36,3% (Grafico C), ma è ancora ben più alto che in Giappone (22,2%), Italia (19,2%) e Stati Uniti (7,4%). Oggi, rispetto al 1995, è aumentata la quota di spesa dei consumatori cinesi dedicata a istruzione, tempo libero e cultura (12,2%, da 9,4%), sanità (6,4%, da 3,1%), trasporti e comunicazione (14,2%, da 5,2%). Anche il possesso di beni durevoli conferma il rapido miglioramento dello standard di vita della popolazione. Nel 2011 il 97,2% delle famiglie urbane possedeva un frigorifero, dal 66,2% nel 1995. Ancora nel 2011, c'erano in Cina 72 telefoni cellulari ogni 100 abitanti urbani (7 nel 2000), 43 condizionatori d'aria (11), 29 computer (3), 21 forni a microonde (6), 6 automobili (2 ogni mille abitanti nel 2000).

Anche se la strada per raggiungere gli standard di vita occidentali è ancora lunga, cresce vorticosamente la domanda di beni di lusso, trainata dall'espansione dell'élite economica del paese. Secondo l'*Hurun Wealth Report* alla fine del 2011, per la prima volta, più di un milione di cinesi ha superato la ricchezza personale di 10 milioni di yuan (1,25 milioni di euro), 60mila in più rispetto al 2010. Inoltre, 63.500 individui avevano una ricchezza superiore ai 100 milioni di yuan (12,5 milioni di euro), 3.500 in più rispetto all'anno precedente.

Grafico A

Cina: vendite al dettaglio reali in aumento (Var. % annue, dati annuali e mensili)

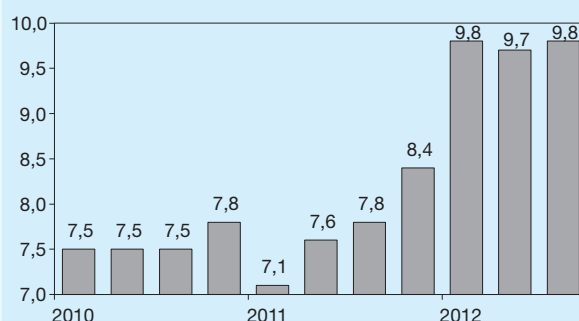


Fonte: elaborazioni CSC su dati NBS.

Grafico B

Cina: aumenta la disponibilità economica dei consumatori

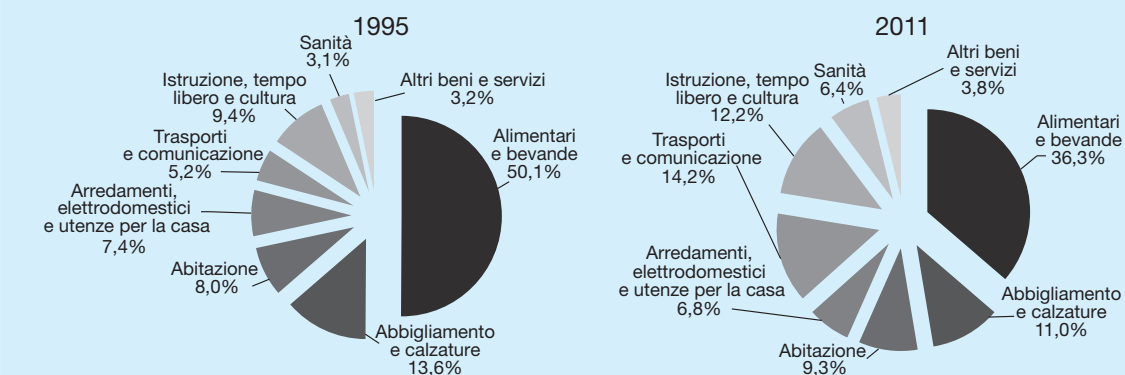
(Reddito disponibile reale, var. % annue, dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni CSC su dati NBS.

Grafico C

Cina: meno cibo e vestiti, più istruzione, trasporti e sanità
(Spesa in contanti delle famiglie urbane cinesi per tipologia di prodotto, valori %)



Fonte: elaborazioni CSC su dati NBS.

Il mercato cinese diventa quindi un bacino di consumo sempre più rilevante. I consumatori si stanno rapidamente evolvendo grazie anche al supporto dell'ICT e utilizzano in misura sempre maggiore strumenti di credito al consumo. Un segnale importante che certifica la rapida trasformazione dei consumi grazie alle tecnologie informatiche riguarda le vendite *on line*. La Cina ha oggi 193 milioni di consumatori che comprano in rete (è il primo mercato mondiale, gli USA sono secondi con 170 milioni) e dal 2009 al 2011 la quota di internauti che ha acquistato su internet è aumentata dal 28% al 36%. Infine, il credito al consumo, un settore inesistente fino a pochi anni fa, è cresciuto del 29% annuo dal 2005 al 2010 (ultimo dato disponibile, da *Boston Consulting Group* 2011) portando il mercato a 88 miliardi di euro e si prevede che arrivi a 2.640 miliardi entro il 2015, con una crescita annua del 24% nell'orizzonte di previsione. Effettivamente i margini di crescita sono ampi in quanto il mercato del credito al consumo rappresentava solo il 18% del PIL nel 2009 (ultimo dato disponibile), rispetto al 40-50% medio di Hong Kong, Corea e Taiwan.

L'economia cinese nei prossimi anni crescerà a ritmi meno tumultuosi di quelli osservati nei passati vent'anni, ma il contributo della spesa dei consumatori è destinato a salire molto.

Petrolio: il prezzo resta alto

Lo scenario CSC assume un prezzo del Brent in calo a 103 dollari al barile in media nel 2013 (da 112 dollari nel 2012), sostanzialmente in linea con quanto indicato a settembre. Ciò sconta una flessione delle quotazioni a 100 dollari entro la fine del prossimo anno, giustificata dal sorpasso dell'offerta sulla domanda. Nel 2014 il Brent resterà stabile sui 100 dollari, corrispondenti all'obiettivo di prezzo dell'Arabia Saudita.

Negli ultimi mesi il prezzo del Brent ha registrato, come atteso, una parziale discesa dal picco di agosto (109,1 dollari in media a novembre e 107,5 a dicembre, da 113,8), dovuto alla minaccia dell'Iran di chiudere lo stretto di Ormuz al transito delle petroliere. Il mercato mondiale, infatti, è ben rifornito. Il calo delle quotazioni negli ultimi mesi è spiegato anche dalla fuoriuscita di investimenti finanziari dal mercato del greggio; da anni questi flussi sono un importante fattore moltiplicativo delle oscillazioni dei prezzi determinate dai soli andamenti di domanda e offerta.

I corsi restano molto elevati in prospettiva storica: la media dei primi undici mesi del 2012 (112,2 dollari) è molto sopra il picco del 2008 (97,3 dollari). Le ragioni sono molteplici. Primo, permangono tensioni geo-politiche e incertezza in Medio Oriente, non solo in Iran ma anche in Siria, che espongono il mercato petrolifero a nuovi shock d'offerta (rischio che non si materializza nello scenario CSC). Secondo, la capacità inutilizzata OPEC è bassa: 2,0 milioni di barili al giorno (mbg) in ottobre, pari a solo il 2,2% della produzione corrente (da 4,4 mbg a fine 2009). Terzo, il prezzo del greggio è sostenuto via etanolo dalle quotazioni ancora elevate dei cereali, dopo il balzo estivo. Quarto, il greggio non convenzionale, che ha una quota crescente nell'offerta, ha costi di estrazione più elevati.

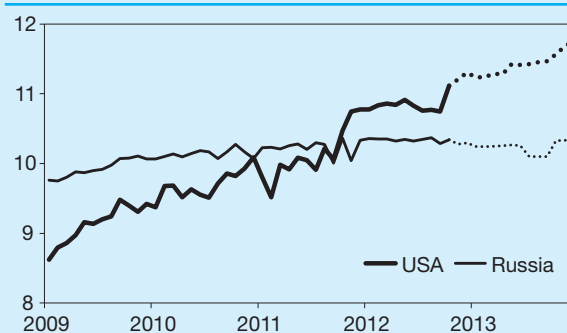
L'offerta supera la domanda

La domanda mondiale di greggio è prevista in crescita solo di 0,8 mbg nel 2012 (+1,4 mbg stimati a fine 2011 dalla *Energy Information Administration*, EIA) e di 0,9 mbg nel 2013 (+1,5 stimati a gennaio). Un incremento è atteso solo nei paesi emergenti (+1,2 mbg nel 2012 e +1,1 nel 2013). Cala invece il consumo negli avanzati (-0,4 e -0,2 mbg).

L'offerta mondiale aumenta più della domanda: +2,0 mbg nel 2012 e +1,0 nel 2013. Quest'anno pareggia i consumi, l'anno prossimo li supererà. Cresce in particolare l'estrazione non-OPEC: +0,5 mbg nel 2012 e +1,3 nel 2013. Boom negli USA (+0,8 e +0,5), grazie allo *shale oil*. Gli investimenti degli ultimi anni in petrolio non convenzionale, incoraggiati dalle quotazioni elevate, hanno portato la produzione USA a superare quella della Russia (Grafico 1.34). Secondo recenti stime, il trend in atto li condurrà all'autosufficienza energetica entro il 2030. La produzione OPEC è salita molto nel 2012 (+1,6 mbg) per il recupero post-bellico in Libia. L'Arabia Saudita si mantiene su alti livelli estrattivi (9,8 mbg in ottobre). In Iran, invece,

Grafico 1.34

Estrazione di petrolio: sorpasso USA sulla Russia (Milioni di barili al giorno)



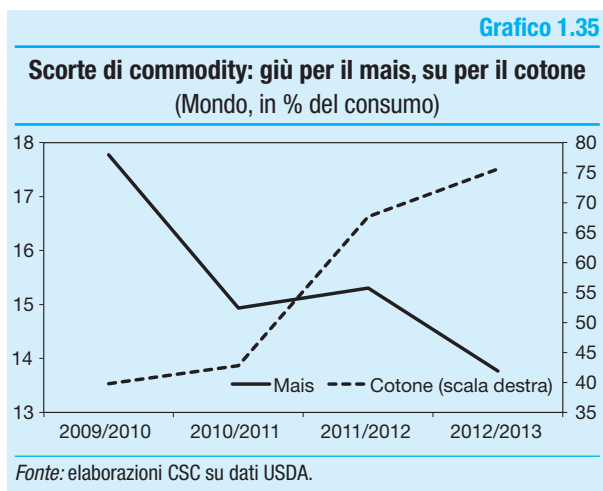
Estrazione di petrolio greggio e *liquid fuels*.
Da novembre 2012: previsioni EIA.
Fonte: elaborazioni CSC su dati EIA.

prosegue il declino dell'estrazione (2,6 mbg, da 3,7 a settembre 2011), causato in buona misura da penuria di investimenti a seguito delle sanzioni occidentali. Declino compensato, in parte, dalla maggiore estrazione in Iraq (3,2 mbg, da 2,7). Nel complesso, l'offerta del Cartello è calata negli ultimi mesi: 30,8 mbg in ottobre dal picco di 31,6 in aprile. Nel 2013 scenderà ulteriormente, secondo le previsioni EIA (-0,3 mbg): il proseguimento del declino in Iran non sarà interamente coperto dall'aumento in altri paesi, già tutti a pieno regime (tranne la sola Arabia Saudita).

Questi andamenti determinano un mercato fisico mondiale ben rifornito. In media nel 2012 si registra perfetto equilibrio tra domanda e offerta, nel 2013 la produzione supererà la richiesta di 0,1 mbg. Secondo le stime EIA, le scorte di greggio nei paesi OCSE cresceranno di 53 milioni di barili nel 2012 e di altri 20 nel 2013.

Prezzi in calo per gli input non-oil Negli ultimi mesi le quotazioni delle commodity non energetiche stanno registrando diffusi cali. Molte restano su livelli storicamente elevati, altre sono invece già rientrate su valori più contenuti. Il prezzo del mais si è ridotto in misura marcata rispetto al picco estivo dovuto alla siccità (-10% a novembre da agosto; -1,8% da settembre il grano); nel complesso i prezzi dei cereali restano però alti, sui livelli dello scorso anno. Anche il prezzo del cotone è tornato a calare (-4,8% a novembre da agosto), riprendendo il trend al ribasso partito dal 2011, che lo ha riportato sulla media di lungo periodo. Il prezzo del rame continua, con qualche oscillazione, il percorso di correzione dal picco di inizio 2011. Nella media del 2012 la maggior parte delle quotazioni registreranno una diminuzione. Secondo le stime AIECE, le commodity alimentari segnano in media un -4%, quelle *non-food* di origine agricola un -16%, i metalli non-ferrosi un -14%.

La domanda mondiale di molte commodity *non-oil* frena, come risultato di un calo nei paesi avanzati e di una riduzione della crescita negli emergenti. La forza dell'offerta differisce invece nei vari mercati: in alcuni la produzione fa molta fatica a soddisfare la domanda, in altri la supera abbondantemente. Ad esempio, per il mais gli stock sono calati al 13,8% del consumo mondiale nella stagione 2012/2013, dal 17,9% nel 2009/2010, secondo lo *United States Department for Agriculture (USDA)*. Quelli di grano sono scesi al 25,6%, dal 30,9% nel 2009/2010. Le scorte di cotone, invece, aumentano: l'USDA stima un livello pari al 75,6% del consumo nel 2012/2013, dal 39,8% nel 2009/2010 (Grafico 1.35).



Nel corso del 2013 si avrà una ripartenza della domanda mondiale, ma in media d'anno la crescita sarà molto ridotta in prospettiva storica, data la persistente debolezza in vari paesi avanzati. Di conseguenza, molte quotazioni rimarranno in calo: -3,0% le commodity alimentari, -2,0% gli altri input agricoli (stime AIECE). Possibile eccezione per i metalli non ferrosi (+2,0%).

BCE, tassi ai minimi

Nello scenario CSC la BCE taglierà ancora il tasso di riferimento (fermo da luglio allo 0,75%), portandolo in due mosse allo 0,25% nei primi mesi del 2013. Ciò conferma nella sostanza lo scenario di settembre, rispetto al quale la tempistica delle riduzioni è spostata avanti di qualche mese. Le misure, peraltro, sono da tempo dovute e quindi appaiono tardive: sono assenti pericoli inflazionistici (l'incremento annuo dei prezzi al consumo *core*, che esclude prezzi energetici e alimentari ma non gli aumenti di IVA e tariffe varati in molti paesi, è all'1,5% annuo a novembre), la crisi dei debiti sovrani e quella bancaria persistono, l'economia dell'intera Eurolandia è in netta recessione. Che è diventata profonda nei PIIGS anche a causa dei più alti tassi di interesse pagati sui prestiti bancari per effetto degli elevati rendimenti sui titoli pubblici.

L'Euribor a tre mesi ha continuato a scendere, giungendo allo 0,19% a novembre (1,43% nel dicembre 2011). Si trova ora di 0,56 punti percentuali sotto il tasso BCE (Grafico 1.36). In termini reali (tolta l'inflazione *core*) il tasso è sceso a -1,3% a novembre. Ma il calo dell'Euribor va interpretato con cautela: il mercato interbancario è ancora frammentato, con scambi per lo più tra istituti dei paesi più solidi dell'area, quindi il tasso che esprime è poco indicativo.

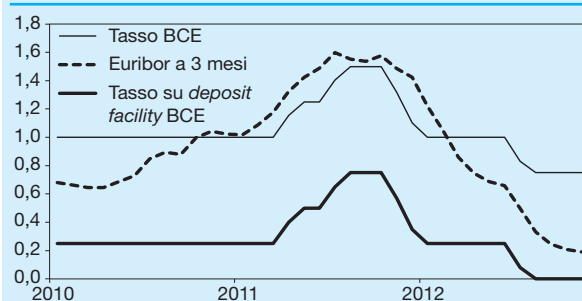
Nello scenario CSC l'Euribor si manterrà sotto il tasso BCE. In media d'anno calerà allo 0,15% nel 2013 (da 0,57% nel 2012) e resterà stabile nel 2014. Le indicazioni che vengono dai *future* pongono l'Euribor allo 0,20% fino al settembre 2013. In termini reali, al netto dell'inflazione *core*, il tasso di mercato scenderà a -1,4% nel 2013 (da -0,9% nel 2012).

Prestiti record alle banche

La BCE ha messo in campo operazioni espansive non standard per un ammontare record, se si considerano i prestiti alle banche e altre misure. I finanziamenti al sistema bancario sono arrivati a 1.124 miliardi a novembre. Le aste straordinarie a medio termine (tra cui quelle a tre anni) formano gran parte dei fondi (1.047 miliardi), molto più delle tradizionali operazioni "principali" (75 miliardi). La BCE conti-

Grafico 1.36

Tassi: la BCE ha ancora spazio per tagliare (Tassi di interesse; valori %)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

nua a effettuare le aste a importo illimitato e tasso fisso. Nei prossimi mesi potrebbe varare nuove operazioni a medio termine, date le persistenti difficoltà delle banche, specie nei paesi periferici. Le aste a tre anni di fine 2011-inizio 2012 prevedevano, trascorso il primo anno, la possibilità di restituzione anticipata. Secondo alcuni analisti, vari istituti potrebbero restituire gradualmente parte di tali prestiti alla BCE, per un ammontare complessivo che potrebbe superare i 100 miliardi di euro. Si tratterebbe specialmente di banche di paesi *core*, che avevano attinto ammontari ridotti per prudenza, più che per necessità. Ma anche di alcuni istituti dei PIIGS, che avevano allora bisogno di quei fondi e che però ora potrebbero decidere di dare un segnale sui progressi nell'accesso diretto al mercato per la provvista.

La distribuzione dei prestiti BCE è sbilanciata verso le banche dei paesi PIIGS, molte delle quali hanno ancora una dipendenza alta da tali fondi. Le spagnole hanno assorbito la fetta maggiore delle aste triennali. Le italiane hanno ricevuto in tutto 277 miliardi, pari al 6,5% del loro passivo a settembre (1,1% a metà 2011). In alcuni paesi, varie banche si sono finanziate anche direttamente presso la Banca centrale nazionale, attraverso la *Emergency Liquidity Assistance* (ELA), liquidità erogata a istituti del proprio paese che non possano accedere alle aste BCE: è stato il caso degli istituti greci dopo che la BCE a fine luglio ha sospeso i titoli sovrani ellenici come collaterale eleggibile. Il progressivo allentamento dei criteri per il collaterale nelle operazioni di rifinanziamento, deciso tra fine 2011 e settembre 2012 (riduzione del *rating* minimo e ammissibilità di altre tipologie di titoli), ha comunque in generale consentito di prestare fondi anche alle banche più in difficoltà, che avevano esaurito gli *asset* di migliore qualità da dare in garanzia. Da fine 2011, inoltre, il taglio del coefficiente di riserva obbligatoria (a 1%, da 2%) ha liberato ulteriori risorse delle banche, per circa 100 miliardi.

La circolazione della liquidità tra banche dell'area resta frenata, sebbene ci sia stato di recente qualche segnale di miglioramento. Ciò continua a derivare dalla sfiducia tra istituti. Molti di quelli che hanno eccedenza di liquidità, piuttosto che prestarla, preferiscono parcheggiarla alla BCE, nonostante la remunerazione nulla. Nutrono, infatti, dubbi (in molti casi infondati) sulla qualità degli attivi delle banche dei paesi PIIGS (spesso migliore di quella di tanti istituti di paesi *core*), anche in relazione a potenziali svalutazioni dei prestiti erogati in passato all'economia, messi a rischio dalla recessione. Le banche dei PIIGS sono indebolite anche da una provvista sui mercati ancora difficile e soprattutto costosa, sebbene alcune siano tornate di recente a raccogliere fondi con emissioni di bond che mancavano dal 2010 e a tassi decisamente più contenuti. In alcuni paesi si sono ridotti, inoltre, i depositi detenuti da investitori istituzionali e famiglie. Il parcheggio di fondi presso la BCE è alimentato anche dalla decisione di vari istituti, per lo più di paesi *core*, di costituire dei *buffer* di liquidità, in anticipo rispetto a possibili richieste delle autorità di vigilanza. Dopo l'azzeramento a luglio del tasso sulla *deposit facility*, le banche detengono gran parte di tali

fondi nel *current account* della stessa BCE. Negli ultimi due mesi alcuni istituti hanno diminuito tali depositi: la *deposit facility* si è ridotta, mentre il *current account* è rimasto pressoché stabile. A novembre gli istituti detenevano 216 miliardi nella prima (da 306 a settembre e 795 a inizio luglio) e 558 miliardi nel secondo (da 550 a settembre e 92 a luglio); i depositi totali sono scesi a 774 miliardi (da 856 a settembre e 887 a luglio).

Scudo anti-spread, effetto annuncio

Non essendoci stata finora una richiesta formale da parte di un governo nazionale, l'acquisto di titoli pubblici da parte della BCE secondo il piano annunciato a settembre non è diventato operativo. Il semplice annuncio di quel programma ha però abbassato gli spread sui titoli sovrani. Ma non a livelli tali da ripristinare appieno il meccanismo di trasmissione degli impulsi di politica monetaria, che era l'obiettivo dichiarato (e la giustificazione) della BCE, insieme al fine ultimo di tenere insieme l'euro. Le OMT (*Outright Monetary Transactions*) nascono con importanti paletti: acquisti di titoli solo sul mercato secondario, con scadenze da 1 a 3 anni, sterilizzando la liquidità immessa con aste di segno contrario, interruzione degli acquisti per mancato rispetto delle condizioni macroeconomiche da parte del paese interessato. Ma hanno potenzialità decisamente superiori al *Securities Market Program* (SMP), cessato con le decisioni di settembre, troppo limitato e poco trasparente. La BCE ha ancora in portafoglio 209 miliardi di titoli acquistati con quel programma, gran parte dei quali sono di paesi periferici. Anche la liquidità immessa con gli acquisti di titoli SMP è stata sterilizzata. Prosegue, inoltre, il secondo programma di acquisto di *covered bond*: lo stock è salito a 16 miliardi a novembre, ma l'obiettivo di 40 miliardi entro ottobre è stato ampiamente mancato. La BCE ha in bilancio titoli per 53 miliardi del primo programma di acquisto di *covered bond*.

Tassi a zero negli USA La FED mantiene il tasso ufficiale allo 0,25% da quasi quattro anni, a fronte di una ripresa USA che resta fragile. La disoccupazione non è ancora scesa ai livelli pre-crisi e i prezzi non destano preoccupazioni: il loro aumento annuo era al 2,2% in ottobre, al 2,0% nella componente *core*. Perciò la FED ha ribadito che manterrà i tassi ai minimi storici almeno fino al 2015. Il CSC prevede che tagli a zero il tasso di riferimento nei prossimi mesi. Il tasso ufficiale rimarrà così inferiore a quello BCE. Il differenziale tra i due tassi sarà però decrescente: 0,30 punti percentuali in media nel 2013 e 0,25 punti nel 2014 (da 0,61 nel 2012), assottigliando il sostegno offerto all'euro rispetto al dollaro. Negli USA prosegue il calo del tasso interbancario: 0,31% a novembre, da 0,58% a gennaio. Nello scenario CSC il tasso interbancario scenderà ancora: 0,05% in media nel 2013 e nel 2014 (da 0,43% nel 2012).

Varato il quantitative easing 3

La FED ha lanciato a settembre l'atteso nuovo programma di acquisto di titoli. Il piano rappresenta la terza fase del *quantitative easing* (QE3), inaugurato nel 2009. Saranno acquistati titoli (*mortgage backed securities*, MBS) per 40 miliardi di dollari al mese, fino a che ciò sarà ritenuto necessario per irrobustire il mercato

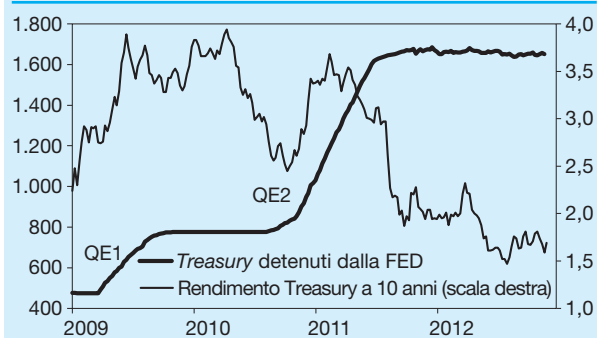
del lavoro. L'ammontare finale, quindi, è indefinito. L'obiettivo di tali acquisti è abbassare i tassi per sostenere la crescita economica, senza alimentare rischi di inflazione o bolle sui mercati, come riuscito nelle due precedenti fasi di QE (Grafico 1.37). A novembre l'ammontare di *Treasury* nel portafoglio FED era di 1.650 miliardi di dollari (57% dell'attivo). Nel complesso la Banca possiede titoli per 2.631 miliardi (tra cui 901 miliardi di MBS). Il bilancio totale arriva a 2.872 miliardi. La FED reinveste in titoli le somme incassate dal rimborso di quelli giunti a scadenza. Con il QE3, farà crescere ulteriormente la dimensione del portafoglio, dopo vari trimestri di azione sulla sua composizione (programma *Twist*) mirata ad abbassare i tassi a lunga facendo crescere la quota in bilancio di titoli federali a scadenze più lontane. A novembre l'ammontare di titoli con durata inferiore a un anno era praticamente azzerato e quello di titoli con scadenza tra 1 e 5 anni era sceso al 24,5% del totale. Viceversa, è salito al 51,2% il controvalore dei *Treasury* che matureranno tra 5 e 10 anni e al 24,3% quello dei *T-Bond* oltre i 10 anni.

Gli acquisti FED di titoli hanno contribuito al calo dei rendimenti sui bond USA. In vari periodi, si sono sommati alla fuga verso la qualità degli investitori, spinti dalla crisi dei debiti in Eurolandia. Negli ultimi mesi i tassi USA sono saliti poco sopra i minimi. Il rendimento del *Treasury* decennale era all'1,7% a novembre (minimo a 1,5% in luglio). Il rendimento a più lungo termine, quello sul *Treasury* trentennale, era al 2,8% (2,5% in luglio) e quello sulle obbligazioni tripla A di pari durata emesse da imprese USA era al 3,6% (dal 3,2%). I tassi reali restano, comunque, abbondantemente in territorio negativo e agiscono da stimolo agli investimenti: quelli misurati sui titoli decennali indicizzati all'inflazione erano al -0,7% a novembre, stesso livello di luglio.

Flessione delle Borse, non in Germania Le quotazioni azionarie USA hanno registrato una flessione negli ultimi due mesi: -3,6% a novembre dal picco di settembre (indice Standard&Poor's 500). Tra giugno e settembre erano salite dell'8,9%, riportando temporaneamente Wall Street oltre i livelli pre-crisi (a novembre, invece, i prezzi erano del 2,4% inferiori ai valori del gennaio 2007). Andamenti simili per il mercato azionario in Italia (-3,2% tra settembre e novembre, dopo il +18,5% tra giugno e settembre). In Germania, invece, non si sono registrate flessioni negli ultimi due mesi: +2,4% (dopo +10,2%). Di conseguenza, sono

Grafico 1.37

Titoli USA: tassi bassi, anche grazie ad acquisti FED (Miliardi di dollari, valori %, dati settimanali)



Fonte: elaborazioni CSC su dati FED.

sempre più divergenti le dinamiche delle quotazioni in Europa: in Germania i prezzi di Borsa sono del 18,7% sopra i valori del gennaio 2007, in Italia del 61,7% inferiori.

Si stabilizza l'euro Lo scenario CSC incorpora, come ipotesi di lavoro più che come previsione, un tasso di cambio dollaro-euro immutato a quota 1,28 nel prossimo biennio, il medesimo valore medio annuo stimato nel 2012.

Negli ultimi due mesi l'euro si è stabilizzato in termini effettivi nominali (+0,5%), nonostante la debolezza economica di Eurolandia. Il dato medio è il risultato di variazioni di segno opposto rispetto alle singole valute. Verso il dollaro l'euro si è leggermente apprezzato (+0,5% dai primi giorni di ottobre ai primi di dicembre), nei confronti dello yen si è apprezzato del 5,2% e rispetto alla sterlina ha guadagnato l'1,1%. Le Banche centrali di queste economie stanno attuando ampie espansioni monetarie che indeboliscono le loro valute. L'euro ha invece continuato a perdere valore rispetto allo yuan (-1,0%), che è tornato lungo il sentiero di apprezzamento controllato dalle autorità monetarie cinesi.