



Anno II - Numero 8 – 20 settembre 2007

- Il rallentamento del PIL nel secondo trimestre 2007 (0,1 percento congiunturale) non ha interrotto la crescita dell'economia italiana.
- A rallentare sono stati soprattutto investimenti ed esportazioni, mentre i consumi delle famiglie continuano a registrare tassi elevati (+0,6 percento congiunturale).
- Anche nel secondo trimestre del 2007 l'Italia è cresciuta meno della media dell'area dell'euro (+0,3 percento). In Francia e Germania la crescita è stata in linea con la media dell'area, mentre in Spagna è stata ancora più consistente (+0,9).
- La produzione industriale italiana ha continuato a scendere anche nel mese di luglio (-0,4 percento). Nel secondo trimestre 2007 si è avuto un risultato negativo (-0,2 percento), dopo il consistente calo dello 0,9 percento registrato già nel primo.
- Nonostante la forza dell'euro, l'andamento delle esportazioni delle imprese italiane sta risultando nel complesso soddisfacente. Nei primi sei mesi del 2007 si è registrata una crescita dell'export di beni a prezzi correnti dell'11,6 percento.
- L'inflazione italiana è rimasta stabile all'1,6 percento ad agosto. La dinamica dei prezzi rimane fin dall'ottobre del 2006 sotto la soglia del 2 percento.
- Gli indicatori qualitativi delineano un quadro incerto per la crescita nei prossimi mesi. La fiducia dei consumatori prosegue lungo un trend decrescente fin da gennaio e quella delle imprese manifatturiere mostra segni di estrema variabilità.
- Secondo il CSC, nella seconda metà del 2007 l'attività economica proseguirà su buoni ritmi. La crescita del PIL sarà dell'1,7 percento nella media del 2007, per il secondo anno consecutivo al di sopra del tasso potenziale.
- Nella seconda metà dell'anno in corso i consumi continueranno a crescere a tassi soddisfacenti. Gli investimenti recupereranno rispetto al debole dato nel secondo trimestre e anche l'export si riprenderà rapidamente.
- Nell'anno in corso la crescita sarà sostenuta prevalentemente da consumi e investimenti, ma anche dalle esportazioni nette verrà un contributo positivo.
- Nel 2008 è previsto il proseguire di una graduale accelerazione della crescita, con ritmi lievemente superiori a quelli del 2007. Tuttavia in media d'anno l'espansione dell'economia italiana risulterà inferiore: 1,3 percento. Un tasso vicino al potenziale.
- Come nel 2007, anche nel 2008 la crescita sarà trainata dalla domanda interna. I consumi delle famiglie continueranno a fornire un contributo significativo. In rallentamento invece gli investimenti, la componente del PIL maggiormente colpita dalla crisi finanziaria.

L'economia italiana

Debole la crescita del PIL nel secondo trimestre. I conti economici trimestrali ISTAT hanno confermato le stime preliminari sulla crescita del PIL italiano nel secondo trimestre dell'anno: +0,1 per cento rispetto al trimestre precedente (secondo i dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorati). Nel primo trimestre il PIL aveva registrato un discreto +0,3 per cento. Si tratta di una crescita economica modesta ed inferiore alle aspettative, sebbene l'incremento del PIL in termini tendenziali si mantenga su tassi soddisfacenti. Con questi dati, inoltre, la crescita già acquisita per l'anno in corso risulta dell'1,5 per cento (Fig. 1).

La scomposizione dei dati per aggregati di domanda mostra che la debole variazione congiunturale del PIL è il risultato di un rallentamento di tutte le componenti. Gli investimenti

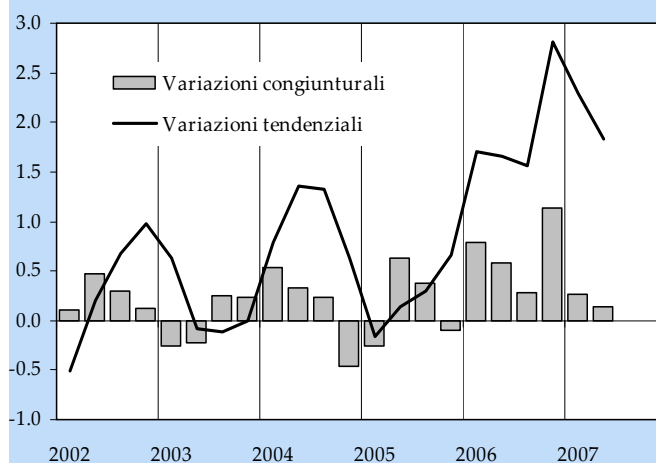
sono passati dallo 0,4 del primo trimestre allo 0,1; tra questi, comunque, si registrano degli andamenti contrapposti: mentre si segnala la forte ripresa degli investimenti in mezzi di trasporto (+9,9 per cento), tornati su livelli molto elevati dopo tre trimestri di cali congiunturali anche rilevanti, si registra, di contro, il calo degli investimenti in costruzioni (-1,3 per cento), per la prima volta dal IV trimestre 2005. Anche i consumi finali nazionali rallentano ma si mantengono su buoni tassi di crescita: +0,5 per cento rispetto al trimestre precedente, in calo di un

decimo di punto rispetto a quanto fatto registrare nel primo trimestre. Tra i consumi finali si segnala la buona *performance* della spesa delle famiglie residenti (+0,6 per cento) che continua a registrare tassi di crescita sostenuti dopo l'accelerazione del primo trimestre. Mostrano, invece, segnali di cedimento le esportazioni, che registrano una flessione dell'1,0 per cento, mentre continua anche il calo delle importazioni (-0,3).

In termini di contributi alla crescita, si osserva che il sostegno al PIL nel secondo trimestre proviene esclusivamente dalla domanda interna (+0,4 per cento) a fronte di un contributo della domanda estera netta divenuto negativo (-0,2), come conseguenza della pesante flessione delle esportazioni e del contestuale minor calo del volume dei beni e servizi importati. Quanto alla domanda nazionale, si mantiene stabile, rispetto al primo trimestre, il contributo offerto dai consumi finali (+0,4 per cento) interamente dovuto alla spesa delle famiglie residenti. È, invece, nullo il contributo degli investimenti fissi lordi, in calo di un decimo di punto rispetto al trimestre precedente. Si riduce in maniera consistente il contributo negativo delle scorte: -0,1 per cento, a fronte di un pesante -0,5 del primo trimestre.

Analizzando i dati relativi al valore aggiunto settoriale, appare fortemente significativo il dato negativo del settore industriale (-0,5 per cento), in calo per il secondo trimestre consecutivo (l'ultima contrazione protrattasi per due trimestri si era avuta nel 2004). Tale andamento è il risultato delle flessioni registrate sia dall'industria in senso stretto, in calo dello 0,3 per cento (come peraltro anticipato dall'andamento della produzione industriale degli ultimi mesi), sia

Fig. 1 - Prodotto interno lordo



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

dal settore delle costruzioni che registra una brusca contrazione passando dal +1,5 percento del primo trimestre al -1,1 del secondo. In ripresa, invece, il valore aggiunto dei servizi (+0,5 percento).

Il raffronto internazionale mostra che l'Italia, anche nel secondo trimestre del 2007, è cresciuta meno delle altre principali economie. Secondo i dati Eurostat, il PIL dell'area dell'euro, pur in decelerazione dallo 0,7 percento fatto segnare nel primo trimestre, è cresciuto dello 0,3 percento nel secondo. In Francia e Germania la crescita è stata in linea con la media dell'area, mentre in Spagna è stata ancora più consistente (+0,9). Solo la Grecia ha fatto registrare una *performance* peggiore dell'Italia. Nella UE, anche il Regno Unito (+0,8 percento) ha continuato a registrare un buon ritmo di espansione.

Gli indicatori per la crescita nei prossimi mesi forniscono segnali misti. Il fatturato industriale ha mostrato a luglio 2007 segnali di ripresa: +1,2 percento la variazione rispetto al mese precedente, quando era calato dell'1,9 percento. Nel complesso dei primi sette mesi del 2007 la crescita appare solida (+7,1 percento). Molto forte il contributo proveniente dal settore estero (+12,5 percento), mentre quello nazionale è cresciuto del 5 percento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

Guardando ai raggruppamenti principali di industrie, i segnali più positivi giungono dai beni strumentali (+11,5 percento nei primi sette mesi del 2007), mentre a livello di settori di attività economica, i prodotti in metallo risultano il più dinamico (+16,9 percento).

Indicazioni tutto sommato positive provengono anche dagli ordinativi che, dopo la forte crescita del 2,5 percento congiunturale a giugno, hanno subito solo un lieve calo a luglio (-0,4 percento). Nei primi sette mesi del 2007, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, risultano in crescita del 7,2 percento.

Il valore delle vendite del commercio fisso al dettaglio rimane sostanzialmente stabile nel mese di giugno (+0,1 percento rispetto a maggio) e, in termini annui, risulta in crescita dello 0,7 percento grazie, in particolare, alla vendita di prodotti alimentari (+1,2 percento).

Gli indicatori qualitativi disponibili offrono un quadro di incertezza per i prossimi mesi. La fiducia dei consumatori, misurata dall'ISAE, ha registrato un calo ad agosto, proseguendo, seppure in maniera altalenante, lungo un trend decrescente in atto fin da gennaio (secondo i dati destagionalizzati). Appaiono in calo la convenienza all'acquisto dei beni durevoli e le possibilità future di risparmio, il che indica un'incertezza che potrebbe incidere negativamente sui consumi futuri.

Anche la fiducia delle imprese manifatturiere mostra segni di estrema variabilità, recuperando in agosto il modesto calo registrato il mese precedente. Nel complesso restano stabili rispetto a luglio - ma ad un livello basso - le aspettative di produzione a tre mesi, mentre sono in lieve ripresa i giudizi sugli ordini, in particolare quelli interni (dati destagionalizzati). I dati grezzi, affetti però da stagionalità, mostrano un solido incremento dei saldi relativi alle aspettative di ordini e produzione a tre mesi del comparto dei beni intermedi e di consumo, con un'inversione di tendenza rispetto ai tre mesi precedenti.

Ancora in calo la produzione industriale. Continua anche nel mese di luglio la *performance* negativa della produzione industriale, in calo dello 0,4 percento (dati destagionalizzati) rispetto al mese precedente quando aveva già registrato una flessione congiunturale dello 0,6 percento (secondo le ultime revisioni). Ad incidere sul dato sfavorevole del mese di luglio è stata

soprattutto la contrazione rilevata nella produzione dei beni intermedi (-1,5) e di energia (-0,5), a fronte di una modesta ripresa dei beni di consumo (+0,5 percento) in recupero dopo il calo di giugno. Tra questi, in particolare, si osservano gli andamenti contrapposti registrati dalle imprese che producono beni di consumo *durevoli*, in ulteriore – pesante - calo nel mese di luglio (-2,8), e quelle che producono beni di consumo *non durevoli*, che mostrano, invece, segni di ripresa dopo ben tre mesi di riduzione dell'attività produttiva (+1,5 percento). Tra le attività manifatturiere si segnalano le variazioni fortemente negative delle industrie delle pelli e delle calzature (-5,2 percento) e di quelle che producono articoli in gomma e materie plastiche (-4,6, dati destagionalizzati).

In termini trimestrali, si rivela negativo anche il dato del secondo trimestre, in calo dello 0,2 percento rispetto al primo che aveva già registrato una contrazione consistente della produzione industriale (-0,9 percento).

Ad ogni modo, nel complesso dei primi sette mesi dell'anno, rispetto allo stesso periodo del 2006, la produzione ha registrato un incremento dell'1,4 percento secondo i dati grezzi (0,6 secondo i dati corretti per le giornate lavorative che sono state 148 contro le 146 del 2006); ciò è spiegato dalla crescita molto sostenuta nel quarto trimestre del 2006.

Un'analisi dei raggruppamenti principali di imprese mostra che il comparto dei beni strumentali è risultato il più dinamico, registrando una crescita del 3,3 percento rispetto al periodo gennaio-luglio dello scorso anno. Buona anche la *performance* dei beni di consumo *durevoli*, in accelerazione dell'1,2 percento.

Nel periodo di riferimento i settori di attività economica che hanno registrato i maggiori aumenti sono stati, oltre alle raffinerie di petrolio (+9,8 percento), quello della produzione di articoli in gomma e materie plastiche che, nonostante la flessione del mese di luglio, mostra nei primi sette mesi tassi di crescita rilevanti (+4,8 percento); buoni anche i risultati della produzione industriale nei settori delle altre industrie manifatturiere – compresi i mobili – e del settore tessile, entrambi in ripresa del 4,5. Consistenti flessioni hanno interessato, invece, i comparti dell'energia elettrica, gas e acqua (-4,6 percento), della produzione di apparecchi elettrici e di precisione (-4,1) e della carta, stampa ed editoria (-3,3).

Da rilevare, infine, l'ulteriore ampliamento del gap rispetto all'area dell'euro dove la produzione industriale è cresciuta dello 0,6 percento rispetto a giugno e del 3,7 percento su base annua.

Prosegue la buona *performance* del commercio estero. Nonostante la forza dell'euro, l'andamento delle esportazioni delle imprese italiane sta risultando nel complesso soddisfacente. Nei primi sei mesi del 2007 si è registrata una crescita dell'export di beni a prezzi correnti dell'11,6 percento. Verso i paesi UE, in particolare, si è avuta una crescita di ben il 12 percento. Tra i paesi UE, l'export sta facendo segnare buone *performance* verso Spagna, Germania e Francia, un pò meno verso il Regno Unito; l'export sta comunque crescendo più rapidamente verso i paesi nuovi entrati. Verso i paesi extra-UE l'export di beni a prezzi correnti è cresciuto dell'11 percento nella prima metà del 2007, accelerando poi ulteriormente a luglio (+12,6 percento nei primi sette mesi del 2007).

Quanto ai settori, a sostenere maggiormente l'export nel 2007, oltre ai petroliferi raffinati (che si giovano soprattutto dell'aumento dei prezzi), sono i prodotti in metallo (+24,8 percento), i mezzi di trasporto (+14,4 percento), le macchine (+13 percento) e i prodotti in legno (+12,2 percento).

Questa crescita è sostenuta, però, soprattutto dall'aumento dei prezzi all'export (per i quali i dati sono fermi a maggio). Nei primi cinque mesi del 2007 i prezzi all'export sono cresciuti del 9,2 per cento in complesso (8,9 per cento quelli verso la UE). In termini di volumi esportati, la crescita rispetto allo scorso anno è stata comunque del 2,4 per cento. Ad ogni modo la migliore *performance* si ha verso i paesi dell'area dell'euro (+3,6 per cento in volume) mentre verso i paesi extra-UE l'aumento è molto più modesto (+0,4 per cento) a causa dell'apprezzamento del cambio.

L'inflazione resta stabile e molto moderata. Secondo i dati ISTAT l'inflazione italiana è rimasta stabile ad agosto 2007 all'1,6 per cento. La dinamica dei prezzi rimane dunque da ben dieci mesi, fin dall'ottobre del 2006, sotto la soglia del 2 per cento. In questo mese si è registrata una moderazione nella componente energetica, soprattutto nel capitolo dei trasporti (sceso all'1,4 per cento tendenziale), ma anche in quello dell'abitazione. Un lieve rallentamento si è registrato anche nel capitolo della ricreazione (1,0 per cento). Stabile invece la dinamica dei prezzi alimentari, dell'abbigliamento e dell'istruzione. Una spinta al rialzo è venuta invece dalle comunicazioni, i cui prezzi restano però in calo (-8,4 per cento tendenziale) e in minor misura da alcuni comparti dei servizi (spese per la salute, servizi ricettivi e di ristorazione) e dai mobili e articoli per la casa.

La *core inflation*, che a luglio era scesa lievemente (1,8 per cento sulla base degli indici armonizzati), è risalita ad agosto all'1,9 per cento. L'inflazione generale italiana è invece rimasta all'1,7 per cento, risultando ora allineata a quella media dell'area dell'euro.

Riguardo alle prospettive a medio termine, le aspettative di inflazione dei consumatori hanno proseguito ad agosto nella risalita in atto dal mese di maggio 2007, pur rimanendo molto moderate. I prezzi alla produzione per i beni di consumo sono risaliti lievemente a luglio 2007 (1,9 per cento) ma restano sostanzialmente stabili negli ultimi mesi. La *core inflation* e la dinamica dei prezzi alla produzione per i beni di consumo si sono ormai sostanzialmente riallineate negli ultimi mesi. I prezzi alla produzione dei beni intermedi - sostenuti lo scorso anno dai rincari delle quotazioni dei metalli - stanno decelerando significativamente dalla fine del 2006 (4,7 per cento) e i prezzi energetici alla produzione sono scesi addirittura in territorio negativo (-2,1 per cento) grazie alla frenata del prezzo del petrolio. Le condizioni dei prezzi alla fabbrica - i cui rialzi nel 2006 non si sono scaricati sulla fase del consumo, nonostante il rafforzamento della domanda interna, grazie alla compressione dei margini industriali - sono dunque in deciso miglioramento. Ciò è un segnale molto positivo per l'andamento dei prezzi al consumo nel medio termine.

La dinamica retributiva rimane più elevata di quella dei prezzi. Le retribuzioni contrattuali orarie a luglio 2007 sono risultate nel complesso in aumento dell'1,8 per cento tendenziale, proseguendo nel graduale rallentamento osservato negli ultimi mesi. Nell'industria in senso stretto la dinamica retributiva (2,7 per cento tendenziale) resta più elevata della media nazionale; i maggiori incrementi retributivi si registrano nel settore della gomma e plastica e in quello della lavorazione dei minerali non metalliferi (3,4 per cento in entrambi). Nel comparto dei servizi vendibili, invece, le retribuzioni risultano in crescita di un più moderato 2 per cento tendenziale a luglio.

Sistemi elettorali e politica economica.

Esiste oggi ampio consenso nel mondo accademico sul fatto che le interazioni tra sistema politico e sistema economico siano importanti e le istituzioni non siano neutrali rispetto alle decisioni di politica economica. La letteratura economica di *political economy* ha prodotto una serie di modelli teorici all'interno dei quali sono stati analizzati gli effetti diretti e indiretti dei sistemi elettorali (maggioritario vs. proporzionale) e della diversa forma di governo (parlamentare vs. presidenziale) sulle politiche economiche implementate. L'idea di base è che ogni attore politico, come qualsiasi altro individuo razionale, aspira a massimizzare il proprio benessere (per esempio, venendo rieletto) e sceglie una *policy* piuttosto che l'altra in funzione delle conseguenze che tale scelta comporta sul proprio benessere.

Gli effetti diretti

I due sistemi elettorali alternativi, proporzionale e maggioritario, conducono direttamente e indirettamente a esiti politici ed economici differenti. Segnatamente, dove prevale il proporzionale¹, la competizione elettorale tende a incentivare l'uso di politiche redistributive a carattere nazionale, quali quelle previdenziali e assistenziali e più in generale, il ricorso a politiche orientate al *welfare*. Nelle elezioni maggioritarie², la competizione elettorale è concentrata in quelle circoscrizioni in cui il risultato elettorale è incerto, riducendola in quelle a loro storicamente favorevoli o sfavorevoli. Quest'ultimo elemento induce le forze politiche ad attuare politiche economiche (per esempio, trasferimenti o fornitura di beni pubblici) a carattere locale, a ridistribuire le risorse in base alle specificità dei cittadini-elettori dei collegi chiave, secondo un criterio di opportunismo elettorale.

I risultati delle analisi empiriche sembrano essere coerenti con i modelli teorici³: un sistema elettorale proporzionale induce più spesa pubblica, in particolare una maggiore spesa in programmi di sicurezza sociale e di *welfare* e più consistenti disavanzi fiscali rispetto a un sistema maggioritario. Persson e Tabellini (2003 e 2004) utilizzando un *panel* di 60 democrazie per gli anni 1960-98 hanno mostrato che il passaggio da una formula elettorale di tipo proporzionale a quella maggioritaria ha ridotto la spesa pubblica (in percentuale del PIL) di circa il 5 per cento, mentre la spesa per il *welfare* (sempre in rapporto al PIL) si è ridotta di circa il 2 per cento. A conclusioni simili erano giunti anche analisi precedenti dei medesimi autori (1999) e di Milesi-Ferretti, Perotti e Rostagno (2000): pur impiegando campioni di paesi differenti e un diverso riferimento temporale (rispettivamente anni Novanta e Sessanta), questi lavori dimostrano che il livello di specifiche categorie di spesa (per istruzione, sicurezza, trasporti e salute) o di trasferimenti pubblici (misurati in percentuale sia della spesa pubblica totale sia del PIL) sono più bassi nei sistemi maggioritari⁴.

Gli effetti indiretti

Il sistema elettorale può incidere anche "indirettamente" sulle scelte di *policy*. In genere, un sistema proporzionale tende a formare sistemi partitici più frammentati, a generare una maggiore polarizzazione politica (secondo le dimensioni destra/sinistra) e governi di coalizione. Frammentazione partitica e polarizzazione ideologica tendono, a loro volta, a esacerbare i conflitti di interesse, ostacolando il formarsi di coalizioni ampie e stabili necessarie per supportare programmi di riforma ambiziosi.

¹ In un regime proporzionale i candidati competono sull'intero territorio nazionale e necessitano di un supporto disperso tra la popolazione dei votanti per essere eletti; gli elettori votano per una lista di candidati, senza poter indicare direttamente le preferenze per i propri rappresentanti; i partiti hanno più potere perché decidono i candidati della lista; una coalizione di partiti deve ottenere oltre la metà dei voti nazionali per potere formare un governo.

² I candidati sono eletti in più collegi; la competizione elettorale avviene su specifici gruppi elettorali all'interno delle singole circoscrizioni; è possibile vincere le elezioni con meno della metà dei voti nazionali totali. In tal caso, poco più del 50 per cento dei voti in poco più del 50 per cento dei collegi garantisce la maggioranza dei seggi in Parlamento.

³ Una sintesi approfondita di tali studi è in Persson T. e Tabellini G. (2000), *Political Economics: Explaining Economic Policy*, The MIT Press, Cambridge; (2003), *The Economic Effects of Constitutions*, The MIT Press, Cambridge.; (2004), "Constitutional Rules and Fiscal Policy Outcomes", *The American Economic Review*, 94.

⁴ Persson T. e Tabellini G. (1999), "Political Economics and Macroeconomic policy", in J. Taylor e M. Woodford eds., *Handbook of Macroeconomics*, North-Holland, Amsterdam; Milesi-Ferretti G.-M. Perotti R. e Rostagno M. (2000), "Electoral Systems and the Composition of Public Spending", Columbia University, New York.

Quanto alle politiche fiscali, esiste un'ampia evidenza empirica sul fatto che in presenza di governi di coalizione e di frammentazione partitica generati da un sistema elettorale proporzionale vi sia minore probabilità di successo nelle stabilizzazioni, di contenere la spesa pubblica e di operare un risanamento strutturale dei conti pubblici (Alesina e Perotti 1995; Besley, Persson e Sturm, 2005)⁵. I governi di coalizione sono più suscettibili di provocare ritardi di stabilizzazione in quanto essi rappresentano interessi economici contrapposti, impossibilitati a trovare un accordo su come ripartire la maggiorazione del carico fiscale che consegue a uno shock esogeno (come uno shock petrolifero). Allo stesso modo, la crescita dei disavanzi di bilancio e del debito si devono all'incapacità dei governi di coalizione di tagliare le spese: essi cercano di essere *fiscally responsible*, ma tendono a farlo con i mezzi sbagliati, aumentando le imposte e non tagliando le spese (soprattutto trasferimenti, stipendi e occupazione pubblici).

Per programmi di riforma strutturale come le privatizzazioni, Bortolotti e Pinotti (2003), Bortolotti, Farinola e Pinotti (2003)⁶ ipotizzano che un sistema maggioritario faciliti l'azione di governo e le riforme escludendo ampie minoranze dal processo decisionale; al contrario, che un sistema proporzionale - consensuale tenda a produrre un'*impasse* decisionale pur favorendo maggiormente partecipazione politica e pluralismo. Gli autori verificano la loro ipotesi con riferimento ai programmi di privatizzazione: sono i sistemi politici maggioritari che tendono a privatizzare una larga quota di imprese pubbliche. Nei sistemi consensuali come le ampie coalizioni di governo, la presenza di *veto players* nel processo decisionale (di coloro i quali possono esercitare potere di veto nelle votazioni di proposte di legge) richiede una continua mediazione di interessi che inevitabilmente ritarda o indebolisce l'azione di governo intorno a temi politicamente sensibili, quali le riforme strutturali.

Le previsioni del CSC sull'economia italiana

La crescita proseguirà su ritmi moderati nei due rimanenti trimestri del 2007. Il rallentamento nei primi due trimestri del 2007 non ha interrotto la crescita dell'economia italiana. Secondo il modello trimestrale del CSC, che si basa sull'informazione contenuta negli indicatori congiunturali disponibili per l'economia italiana, fin dal terzo trimestre 2007 si avrà una lieve accelerazione della crescita del PIL (allo 0,2 per cento congiunturale), per poi salire allo 0,3 per cento nel quarto trimestre del 2007.

Quanto alle componenti, i consumi delle famiglie residenti continueranno a crescere ad un buon ritmo (0,5 a trimestre), sebbene lievemente inferiore a quello del secondo trimestre. In particolare, i consumi di servizi continueranno a crescere stabilmente (di circa lo 0,5-0,6 per cento a trimestre) ma i durevoli continueranno a far registrare la dinamica più sostenuta anche nella seconda parte dell'anno (oltre l'1,5 per cento nel terzo trimestre). Dopo il calo nel secondo trimestre, ripartirà inoltre la crescita dei consumi di beni non durevoli (0,3-0,4 per cento a trimestre) mentre i semidurevoli rimarranno deboli ancora per alcuni mesi.

Gli investimenti, invece, nella seconda metà dell'anno recupereranno prontamente rispetto al debole dato nel secondo trimestre (circa 1 per cento a trimestre). In particolare, gli investimenti in macchine segneranno nel terzo trimestre un buon rimbalzo rispetto al calo nel secondo trimestre, rallentando poi nel trimestre successivo. Gli investimenti in mezzi di trasporto avranno un andamento più altalenante dopo il boom del secondo trimestre, mentre quelli in

⁵ Alesina A. e Perotti R. (1995), "Fiscal expansions and adjustment in OECD Countries", *Economic Policy* 2, October; Besley T., Persson T., e Sturm D. (2005), "Political Competition and Economic Performance: Theory and Evidence from the United States", *NBER Working Paper*, n. 11484.

⁶ Bortolotti B. e Pinotti P. (2003), *The Political Economy of Privatization*; Bortolotti B., Farinola L. e Pinotti P. (2003), "Democrazia e privatizzazioni", *Equilibri*, n.2.

costruzioni si attesteranno su ritmi di crescita positivi (0,6-0,8 a trimestre) dopo il calo tecnico del secondo trimestre che ha seguito i dati molto forti tra la fine del 2006 e l'inizio del 2007.

L'export complessivo inizierà a riprendersi nel trimestre in corso, tornando a crescere a tassi sostenuti alla fine del 2007. Tale crescita sarà sostenuta sia da quella dei beni che dei servizi. Per questi ultimi, però, rappresenterà solo un recupero, dopo i significativi cali della prima metà dell'anno. Il profilo trimestrale delle importazioni nella seconda parte del 2007 sarà più debole e con una crescita concentrata nel terzo trimestre, mentre al contrario delle esportazioni, la fine d'anno risulterà piuttosto debole.

Nel complesso del 2007 la crescita rallenta lievemente rispetto allo scorso anno. Questo scenario previsivo di breve termine, coerente con quello di medio termine elaborato con il modello econometrico annuale del CSC, conduce a stimare una crescita del PIL italiano pari all'1,7 per cento nella media del 2007 (Tab. 1). L'economia italiana si situerebbe, per il secondo anno consecutivo, al di sopra del suo tasso potenziale.

L'export di beni e servizi a prezzi costanti (+2,6 per cento nel 2007) risulterà in rallentamento di quasi tre punti percentuali rispetto al 2006, anche a causa del rafforzamento del cambio. Le esportazioni di soli beni cresceranno del 2,4 per cento, mentre saranno quelle dei servizi a risultare particolarmente deboli (intorno al +1 per cento). Tuttavia, come già nello scorso anno, la crescita dell'export complessivo supererà quella delle importazioni (intorno al 2,2 per cento), che mostreranno anch'esse un significativo rallentamento rispetto al 2006, di mezzo punto minore del rallentamento dell'export.

Nel 2007 il saldo commerciale in euro correnti, che include solo gli scambi di beni, migliorerà sensibilmente rispetto al 2006, annullandosi, dopo aver mostrato lo scorso anno un valore negativo. Oltre che dalla crescita dell'export di beni in volume comunque confortante nonostante l'andamento sfavorevole del cambio, ciò è spiegato anche dal forte aumento dei prezzi applicati ai beni esportati, ovvero dal miglioramento delle ragioni di scambio. Dal lato dell'import, la discesa del prezzo del petrolio compenserà almeno in parte l'aumento dei prezzi degli altri beni importati: i prezzi dei manufatti, in particolare, cresceranno proprio per il tentativo dei paesi esportatori esterni all'area di compensare l'apprezzamento dell'euro.

Il motore della crescita sarà la domanda interna: la crescita degli investimenti (2,7 per cento) e dei consumi delle famiglie residenti (2 per cento) saranno entrambe robuste e in accelerazione rispetto al 2006, soprattutto i consumi. La previsione di una solida crescita dei consumi si basa sulla tenuta delle retribuzioni nel 2007 a fronte del calo dell'inflazione, prevista all'1,7 per cento nel 2007 (le retribuzioni in termini reali cresceranno di circa un punto percentuale in media d'anno). A ciò si aggiunge il proseguire della sensibile espansione del credito al consumo che insieme, alla minore inflazione, porta a sempre crescenti disponibilità di moneta in termini reali. La lieve accelerazione degli investimenti, nonostante il rialzo dei tassi di interesse (di un punto percentuale in media d'anno rispetto al 2006), è spiegata dal proseguire dell'espansione da parte del settore delle costruzioni. Inoltre, il rialzo stesso dei tassi di interesse, il cui picco non è ancora certo per tempistica e entità (i mercati lo hanno a lungo ipotizzato al 4,5 per cento a fine anno), ha creato un incentivo a investire nel corso del 2007 per la eventualità di tassi più alti in futuro.

Tra i consumi, quelli di beni durevoli cresceranno del 3,7 per cento, in ulteriore accelerazione rispetto a un 2006 già molto positivo. Anche quelli di servizi (2,8 per cento) farebbero registrare una crescita superiore a quella dello scorso anno, così come i semidurevoli (+1,5 per cento). Gli unici a rallentare saranno i consumi di beni non durevoli, che cresceranno solo dello 0,1

percento. Tra gli investimenti, la *performance* migliore si avrà per quelli in costruzioni (+3,6 percento), ma anche le macchine e attrezzature registreranno una crescita solida nel 2007 (2,3 percento), sebbene lievemente inferiore a quella dello scorso anno; gli investimenti in mezzi di trasporto, dopo la forte crescita dello scorso anno, cresceranno invece solo lievemente (+0,4 percento).

I contributi alla crescita nel 2007. Nell'anno in corso la crescita sarà sostenuta prevalentemente dalla domanda interna: consumi totali ed investimenti insieme forniranno un contributo dell'1,9 percento. La variazione delle scorte, che forniranno un contributo negativo (intorno al -0,3 percento), indicando quindi un loro decumulo, ridurrà lievemente il contributo della domanda interna. Anche dalle esportazioni nette nel 2007 verrà un contributo positivo (+0,1 percento), dopo che già lo scorso anno il settore estero aveva contribuito per 2 decimi di punto alla crescita.

Nel 2008 il ritmo trimestrale di espansione del PIL si rafforzerà ulteriormente.

La prima metà del 2008. Sulla base del nostro modello trimestrale, prevediamo il graduale consolidarsi del ritmo di espansione del PIL nei primi due trimestri del 2008, con una crescita intorno allo 0,3-0,4 percento. I consumi delle famiglie residenti rallenteranno allo 0,3 percento, mentre proseguirà la graduale decelerazione degli investimenti (allo 0,6 percento congiunturale). Pur con un profilo altalenante di export ed import, l'export netto dovrebbe avere un contributo positivo in entrambi i trimestri.

Il complesso del 2008. Nella seconda metà dell'anno è previsto il proseguire di una graduale accelerazione della crescita, fino al +0,5 percento dell'ultimo trimestre, con ritmi nel complesso lievemente superiori a quelli del 2007. Tuttavia in media d'anno la crescita dell'economia italiana risulterà inferiore a quella del 2007. Infatti, nel nostro scenario, l'economia italiana potrà contare, ad inizio 2008, su un trascinamento pari a solo lo 0,4 percento (rispetto all'1,1 del 2007). Il PIL crescerà dell'1,3 percento in media d'anno, un tasso di crescita vicino al potenziale. Un'espansione da giudicare buona, visti gli effetti ritardati della stretta di politica monetaria conclusa a fine 2007, dell'elevato livello del cambio e della crisi finanziaria internazionale.

Come nel 2007, la crescita sarà trainata principalmente dalla domanda interna con un contributo del settore estero pressoché nullo. Le nostre esportazioni cresceranno appena più del 3 percento, ben al di sotto del tasso di crescita della domanda mondiale che, sebbene in rallentamento, continuerà ad espandersi a ritmi molto sostenuti. Nonostante l'accelerazione rispetto al 2007, peseranno sulle nostre esportazioni sia il livello elevato del cambio che l'ulteriore decelerazione prevista per l'area dell'euro, non del tutto immune dalle ripercussioni della crisi finanziaria americana. I consumi delle famiglie continueranno a fornire un contributo significativo alla crescita (+0,9 percento) sostenuti da un andamento soddisfacente dell'occupazione e delle retribuzioni e da un ulteriore miglioramento delle ragioni di scambio. In rallentamento risulteranno gli investimenti, la componente del PIL maggiormente colpita dalla stretta monetaria della BCE, dal peggioramento delle prospettive di crescita e dalle restrizioni introdotte dalle banche sul credito.

La nostra previsione per il 2007 è rivista marginalmente al ribasso. Rispetto al quadro presentato nello scorso mese di luglio, quando avevamo previsto per il 2007 un tasso di crescita

del PIL italiano intorno all'1,8 percento, abbiamo rivisto lievemente al ribasso le previsioni di crescita per l'anno in corso, di un decimo di punto.

La crescita nel secondo trimestre, lievemente peggiore alle nostre attese e a quelle di consenso, ha spinto a rivedere in lieve ribasso le stime per il 2007, di circa un decimo di punto. Lo scenario delineato dal CSC a luglio 2007, prima del rilascio del dato del secondo trimestre, si basava già su un trimestre debole (con una crescita dello 0,1 percento) nel corso del 2007, individuato però nel terzo anziché nel secondo trimestre; il presente scenario incorpora sostanzialmente un cambiamento del profilo della crescita, più che della sua intensità, che impatta comunque sulla previsione per il complesso del 2007.

Inoltre, ci sono segnali di una minore accelerazione degli investimenti e la previsione di un minor contributo da parte delle esportazioni nette rispetto a quanto si stimava in precedenza, anche a causa di una prima metà d'anno più debole di quanto scontato nel precedente scenario, soprattutto per i dati sull'export. Viceversa, si prevede ora un andamento lievemente migliore per i consumi delle famiglie residenti, anche in base ai dati molto positivi ora disponibili per il secondo trimestre 2007.

Quanto agli effetti della crisi dei mutui *subprime*, il CSC già a luglio aveva previsto un rallentamento del PIL italiano nel 2007, con un'ulteriore decelerazione nel 2008, come effetto della riduzione della crescita negli USA. La crisi americana, infatti, era di fatto già incorporata nel nostro scenario, che si basava su un *soft landing* degli USA, con un rallentamento della crescita dal 3,3 percento del 2006 al 2,1 percento nel 2007 e una certa ripresa nel 2008 (2,7 percento).

Nello scenario del CSC, inoltre, si scontava già che il picco del tasso di interesse BCE sarebbe stato al 4,25 percento entro quest'anno e non al 4,5 percento. Anche le previsioni sul cambio dollaro-euro restano coerenti con gli andamenti in corso. Da questo punto di vista la previsione CSC di luglio 2007 resta sostanzialmente valida. Nel presente quadro previsivo si assume che la crisi finanziaria non si estenderà in modo significativo all'Europa ed all'Italia in particolare, che sembra essere lo scenario più probabile.

Per il 2008 la nostra previsione del PIL è rivista al ribasso di due decimi di punto, all'1,3 percento. Ciò deriva da una forte revisione al ribasso per gli investimenti e da una più lieve per i consumi (di un decimo di punto). Il contributo dell'export netto, invece, è rivisto lievemente al rialzo.

Gli altri previsori e il confronto internazionale. Le nostre previsioni sulla crescita italiana nel biennio 2007-2008 non sono molto distanti da quelle di altri previsori italiani e di istituti internazionali (Tab. 2). Per il 2007 il nostro scenario è ancora tra i più moderati, sebbene la differenza con la previsione più ottimista sia molto contenuta. Inoltre, anche la gran parte degli altri previsori prevede un rallentamento nel 2008, un assestamento dell'economia dopo la ripresa del 2006 e la tenuta dell'anno in corso.

Rispetto ai principali partner europei nel 2007 l'Italia resterebbe, comunque, indietro. Nel nostro scenario, il divario di crescita del PIL italiano rispetto all'area dell'euro (che è prevista crescere al 2,5 percento nel 2007) sarebbe pari a quello registrato nel 2006 (-0,8 punti percentuali). Secondo le previsioni di consenso, nel 2007 la Germania registrerebbe una crescita intorno al 2,6 percento e la Francia del 2,2 percento, mentre la Spagna crescerebbe di ben il 3,6 percento.

Nel 2008 si prevede una decelerazione della crescita nell'area dell'euro, intorno al 2 per cento, a causa del rallentamento negli USA e delle restrizioni nel credito, che peserebbe quindi maggiormente il prossimo anno che non nel 2007. Anche la crescita italiana, di conseguenza, è prevista in rallentamento nel 2008, intorno all'1,3 per cento. Ciò lascerà ancora un significativo differenziale tra la *performance* italiana e quella degli altri grandi paesi dell'area dell'euro. Nel nostro scenario il divario con l'area nel suo complesso scende di un solo decimo, a 0,7 punti percentuali.

Tab.1 - Le previsioni macroeconomiche del CSC per l'Italia*(Variazioni percentuali, salvo diversa indicazione)*

	2005	2006	2007	2008
<i>Quadro macroeconomico Italia*</i>				
Prodotto interno lordo	0,1	1,9	1,7	1,3
Consumi delle famiglie residenti	0,6	1,5	2,0	1,5
Investimenti fissi lordi	-0,5	2,3	2,7	1,7
Esportazioni di beni e servizi	-0,5	5,3	2,6	3,1
Importazioni di beni e servizi	0,5	4,3	2,2	2,9
Saldo commerciale (1)	0,0	-0,6	0,0	0,3
Occupazione totale (Ula)	-0,2	1,6	0,6	0,8
Tasso di disoccupazione (2)	7,7	6,8	6,5	6,2
Prezzi al consumo	1,9	2,1	1,7	1,9
Retribuzioni totale economia	3,3	2,8	2,8	3,0
<i>Esogene internazionali</i>				
Commercio mondiale	7,2	9,2	7,0	7,5
Prezzo del petrolio (3)	54,8	65,6	66,4	58,3
Prodotto interno lordo Usa	3,2	2,9	1,9	2,3
Prodotto interno lordo Area euro	1,4	2,8	2,5	2,0
Cambio dollaro/euro (4)	1,24	1,26	1,35	1,37
Tasso di interesse a 3 mesi Usa (2)	3,2	5,2	5,1	4,7
Tasso di interesse a 3 mesi Area euro (2)	2,2	3,1	4,1	4,3

* Dati annuali non corretti per le giornate lavorative.

(1) Fob-fob, valori in percentuale del Pil; (2) Valori percentuali; (3) Dollari per barile;

(4) Livelli.

Tab.2 - Italia: previsioni di crescita a confronto

	2007	2008
CSC	1,7	1,3
Banca Italia	2,0	1,7
ISAE	1,9	1,8
Prometeia	1,8	1,4
Ref-Irs	1,9	2,0
FMI	1,8	1,7
OCSE	2,0	1,7
Commissione europea	1,9	1,7

L'economia internazionale

Elevata volatilità delle quotazioni del Brent. Dopo aver toccato alla metà di luglio i 78,3 dollari al barile, vicinissimo al massimo storico a prezzi correnti del 2006, il prezzo del Brent è rapidamente sceso a partire dai primi di agosto, nei giorni della crisi finanziaria originatasi negli USA, fino a 68 dollari. Ma ha poi subito ricominciato a salire, fino a riportarsi a 75 dollari nella prima settimana di settembre.

Le quotazioni restano alte per vari motivi. Permangono fattori extra-economici quali le tensioni in Iraq, cui si è aggiunto di recente il timore che gli uragani nel Golfo del Messico danneggino le infrastrutture petrolifere USA. Quanto al mercato fisico, dopo la carenza di offerta di greggio pari a ben -1,26 milioni di barili al giorno (mbg) nel primo trimestre del 2007, anche nel secondo si è registrata un lieve gap (-0,18 mbg). La produzione OPEC sta in effetti risalendo troppo lentamente per tenere in equilibrio domanda ed offerta. Per il complesso del 2007, secondo le ultime stime (che hanno rivisto al rialzo la domanda e al ribasso la produzione non-OPEC) la richiesta di greggio OPEC sarà in lieve aumento rispetto al 2006 (+0,1 mbg) ma la produzione OPEC dovrebbe aumentare di circa 1,6 mbg rispetto al livello di luglio per garantire un pareggio tra domanda e offerta mondiale nella media d'anno. Un aumento facilmente realizzabile vista la elevata capacità inutilizzata nei vari paesi membri (intorno al 15 per cento). Le scorte, peraltro, restano abbondanti, del 4,7 per cento superiori alla media degli ultimi sei anni.

Il nostro scenario si basa su un prezzo del petrolio che si attesta a 66,4 dollari per barile nel 2007 (in lieve aumento rispetto al 2006), grazie ad una moderazione nell'ultimo trimestre. Per il 2008 si ipotizza il proseguire di un calo delle quotazioni, per una media d'anno di 58,3 dollari per barile. Nel nostro scenario il prezzo del Brent in euro scende a 49,3 euro al barile nel 2007 (rispetto ai 52,2 euro del 2006) e a 42,5 euro nel 2008.

La crescita dell'economia mondiale è ancora solida. Il mese scorso ha visto un notevole aumento della volatilità sui mercati finanziari determinato dall'esplosione della bolla immobiliare americana e dai problemi legati ai mutui *subprime*. Le forti perdite dei mercati azionari ne sono state una conseguenza diretta e immediata. Le ripercussioni della crisi sui settori bancario e finanziario americani e di altri paesi dovrebbero portare ad una stretta sul credito con effetti negativi sugli investimenti sia negli Stati Uniti che, sebbene in misura molto più limitata, in Europa.

La crisi finanziaria si è sviluppata in un momento relativamente favorevole per le economie internazionali, con il commercio mondiale in espansione e i dati sulla crescita dei maggiori paesi largamente positivi. Le economie europee, asiatiche ed emergenti, hanno sviluppato una capacità di crescita autonoma sufficientemente forte. Lo stesso commercio internazionale è oggi molto meno dipendente dall'economia americana. Esse dovrebbero, quindi, essere in grado di assorbire senza traumi eccessivi l'attuale crisi finanziaria. Al rallentamento della crescita americana si contrappone, infatti, la continua crescita delle economie emergenti, in particolare di Cina, India e Russia, che dovrebbero, tra l'altro, continuare a fornire, insieme ai paesi esportatori di petrolio, sufficiente liquidità ai mercati globali.

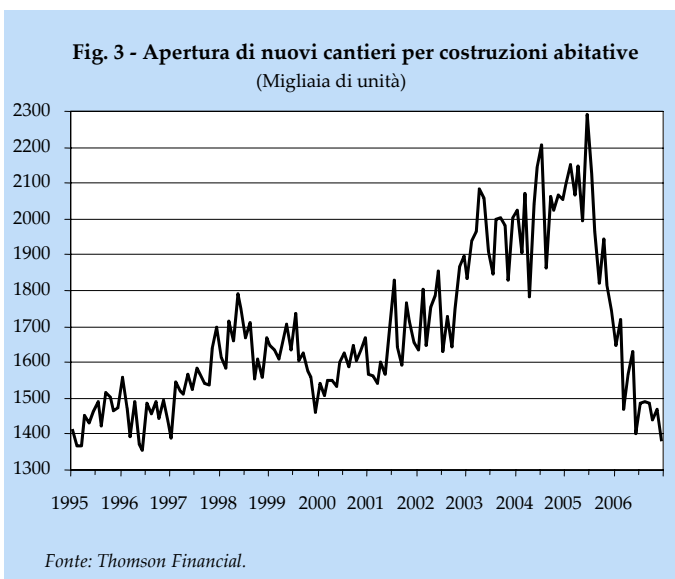
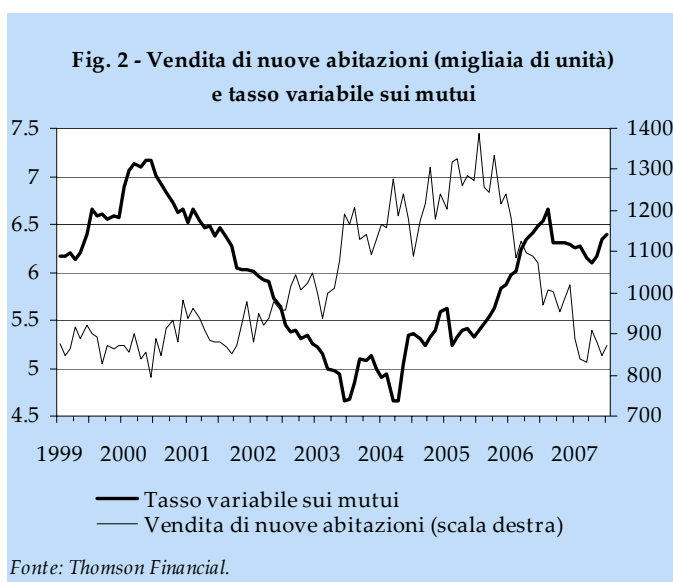
Le banche centrali, *Federal Reserve*, BCE e Banca del Giappone in particolare, avevano mostrato l'intenzione di procedere ad aumenti dei tassi nell'intento di prevenire impennate inflazionistiche, in un contesto di crescita economica al di sopra del potenziale. Dopo la crisi,

tuttavia, alle maggiori restrizioni e ai vincoli sul credito imposti dagli istituti bancari e finanziari dovrebbe contrapporsi un atteggiamento più accomodante delle banche centrali. Ciò dovrebbe compensare, se non del tutto neutralizzare, gli effetti recessivi della stretta sul credito operata dalle banche.

Prosegue il deterioramento del quadro economico negli Stati Uniti. La BEA ha alzato la stima di crescita del PIL del secondo trimestre dallo 0,8 percento all'1 percento. La crescita tendenziale è però rimasta per il secondo trimestre consecutivo al di sotto del 2 percento. La revisione è stata determinata da una crescita superiore alle attese degli investimenti in costruzioni non residenziali e delle esportazioni. Sono stati invece confermati l'ulteriore crollo degli investimenti in abitazioni (-11,9 percento rispetto a un anno prima) ed il forte rallentamento dei consumi (appena +0,4 percento congiunturale), due delle variabili che avevano trainato la crescita americana negli ultimi anni. L'obiettivo di un atterraggio morbido sembrava dunque raggiunto prima della crisi immobiliare e finanziaria.

Nonostante i segnali positivi che ancora caratterizzano il settore industriale, i dati congiunturali più recenti sull'economia americana sembrano in complesso raffigurare un quadro in progressivo deterioramento. A luglio l'aumento tendenziale della produzione industriale è risultato pari ad un modesto 1,4 percento, anche se gli ordini alle imprese sono aumentati del 3,7 percento, un livello mai raggiunto in precedenza.

I dati sul settore immobiliare continuano ad essere molto preoccupanti. L'aumento dei tassi di interesse ha determinato una drastica riduzione negli investimenti in costruzioni residenziali e portato al crollo della domanda sia di nuove abitazioni (Fig. 2) che di quelle esistenti. A luglio il numero di nuovi cantieri aperti per costruzioni abitative è diminuito del 6,1 percento rispetto al mese precedente, scendendo al livello più basso da gennaio 1997 (Fig. 3). Nello stesso mese, le vendite di abitazioni esistenti sono risultate pari al 9 percento in meno rispetto ad un anno prima, mentre lo stock di abitazioni invendute è del 18,9 percento più elevato che nel dicembre 2006. Le vendite di nuove abitazioni sono diminuite del 10,2 percento tendenziale.



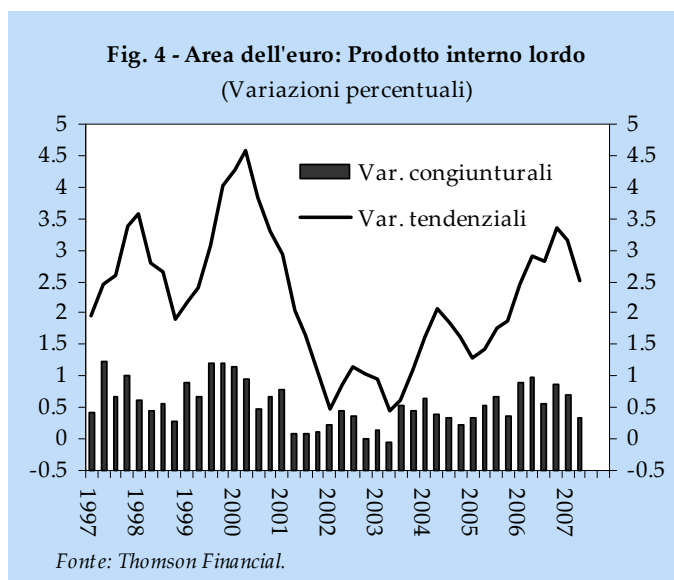
Le turbolenze esplose in agosto, con le ripercussioni della crisi dei mutui *subprime* sui mercati azionari, hanno trovato un'economia già indebolita in alcune delle componenti essenziali. La fiducia dei consumatori, notevolmente risalita a luglio, è scesa ad agosto al livello più basso degli ultimi dodici mesi: sono peggiorati sia i giudizi sulla situazione economica corrente che le aspettative sull'andamento nel breve termine. Sebbene ancora al di sopra della soglia che divide una fase espansiva da una recessiva (52,9), l'indice ISM che misura la fiducia delle imprese manifatturiere è ulteriormente sceso in agosto.

Evidenti segnali di debolezza cominciano ad emergere nel mercato del lavoro. Ad agosto il numero di occupati nei settori non agricoli è diminuito (di 4.000 unità) per la prima volta dall'agosto 2003. Durante i primi otto mesi del 2007 l'occupazione alle dipendenze è aumentata in media di 109.000 unità al mese rispetto alle 189.000 unità registrate in media nel 2006.

In prospettiva, il ridimensionamento del mercato dei mutui provocherà un'ulteriore caduta dell'attività nel settore delle costruzioni mentre la stretta sul credito e la discesa dei prezzi degli immobili determineranno un rallentamento significativo della spesa per consumi. Sul fronte degli investimenti, oltre alle difficoltà di reperire capitali in un mercato azionario in flessione, le imprese si troveranno ad affrontare anche le restrizioni imposte sul credito in un contesto caratterizzato da prospettive di crescita meno favorevoli. Come riconosciuto dalla stessa FED i rischi per l'economia reale sono notevolmente aumentati.

Dopo gli interventi del mese scorso tesi ad assicurare la liquidità alle banche e la riduzione del tasso di sconto, ci attendiamo quindi che la FED procederà ad un allentamento delle condizioni monetarie, con una riduzione del tasso sui *Fed Funds* di almeno mezzo punto percentuale (al 4,75 per cento) entro la fine dell'anno.

Si modera la crescita nell'area dell'euro. Nel secondo trimestre del 2007 il PIL dell'area dell'euro ha fatto registrare una crescita deludente (+0,3 per cento rispetto al trimestre precedente; Fig. 4). La decelerazione è stata pressoché generalizzata, interessando sia le maggiori che le più piccole economie dell'area. Germania e Francia sono passate da una crescita dello 0,5 per cento nel primo trimestre a +0,3 per cento nel secondo. In termini di componenti del PIL, dopo la battuta d'arresto del primo trimestre, dovuta principalmente agli effetti dell'aumento delle aliquote IVA in Germania, i consumi hanno ripreso a crescere sensibilmente (+0,5 per cento). In forte rallentamento sono, invece, risultati i consumi pubblici mentre, dopo l'ottima *performance* del primo trimestre, sono leggermente calati gli investimenti (-0,2 per cento). Nonostante il rafforzamento dell'euro e i primi segnali di decelerazione dell'economia americana, il contributo alla crescita del settore estero è tornato positivo (+0,2), con esportazioni in leggera accelerazione (+1,1 per cento) e importazioni in decelerazione.



Dopo il forte aumento registrato a maggio, a giugno la produzione industriale è scesa leggermente (-0,1 percento). I dati relativi agli ordini (+4,4 percento congiunturale), tuttavia, lasciano prevedere un terzo trimestre significativamente più positivo per l'industria. Secondo l'Eurostat, inoltre, la fiducia tra le imprese manifatturiere è risultata leggermente in rialzo ad agosto, a conferma che gli operatori si aspettano una ripresa dell'attività nel settore industriale nei prossimi mesi. Sul fronte della domanda, sebbene si sia leggermente deteriorato in agosto, il clima di fiducia dei consumatori rimane anch'esso su livelli elevati. La crescita dell'area dovrebbe dunque accelerare nuovamente nei prossimi mesi, trainata da una domanda mondiale che, nonostante la crisi finanziaria in corso, appare ancora sostenuta e da prospettive ancora positive per la domanda interna.

La crisi finanziaria dovrebbe avere sull'area dell'euro effetti meno significativi di crisi similari occorse in passato. Infatti, l'economia europea ha sviluppato negli ultimi anni una capacità di crescita autonoma sufficientemente forte, sganciandosi dal ciclo americano. Negli ultimi trimestri al rallentamento dell'economia americana si è contrapposta un'accelerazione della crescita in Europa. Inoltre, sebbene ancora significativa, l'importanza dell'economia americana sui mercati internazionali si è molto ridotta mentre è aumentato il peso delle economie emergenti. La quota nominale di prodotto interno lordo americano sul PIL mondiale è passata dal 30,8 percento del 2000 al 25,5 percento circa del 2007 mentre quella delle importazioni americane sul totale delle importazioni mondiali è passata dal 20,9 percento del 2000 al 15,7 percento. Le esportazioni europee verso gli Stati Uniti rappresentano ormai solo il 2 percento del PIL dell'Unione Europea mentre le esportazioni dell'Unione verso i cosiddetti paesi BRICs e quelli OPEC, le economie al momento più dinamiche, hanno acquistato un peso cruciale. Inoltre il 68 percento del commercio della UE si svolge ormai tra i paesi membri, con forti incrementi negli ultimi anni del commercio verso i nuovi paesi membri dell'Est europeo.

Rispetto allo scorso luglio, rivediamo solo marginalmente al ribasso la nostra previsione di crescita del PIL della zona euro per il 2007 portandola dal 2,6 percento al 2,5. Già allora avevamo individuato nel rallentamento dell'economia americana, nell'apprezzamento dell'euro e nell'aumento dei tassi di interesse le ragioni per la nostra previsione di una decelerazione del tasso di crescita nell'area dell'euro nel 2008. Prevediamo ora un rallentamento più marcato nel 2008, a causa anche dell'effetto delle ulteriori restrizioni al credito e di una crescita internazionale meno forte del previsto.

La crisi finanziaria accelera la corsa dell'Euribor. Dopo il rialzo di giugno al 4 percento la BCE non ha più ritoccato il tasso di interesse, neanche nei giorni di maggiore preoccupazione per la crisi finanziaria USA, lasciandolo invariato anche a settembre, a differenza di quanto preannunciato prima della crisi. L'Euribor, viceversa, ha addirittura accelerato la sua risalita, portandosi già al 4,73 percento a fine agosto.

Ciò da un lato - sulla base della tradizionale sua funzione di anticipatore del tasso ufficiale - sembrerebbe segnalare che i mercati, nonostante la crisi finanziaria, non solo si attendono con forza un prossimo rialzo, ma anche ulteriori ritocchi in seguito. Dall'altro, il rialzo dell'Euribor - nella sua veste di "prezzo" della liquidità - riflette in realtà la carenza di offerta di liquidità nel mercato interbancario europeo. La BCE ha effettuato ripetute immissioni di liquidità in tale mercato nel mese di agosto proprio nel tentativo di riportare l'Euribor su livelli coerenti con il tasso ufficiale. L'Euribor sembra essersi dunque "staccato" dalla sua tradizionale relazione economica con il tasso ufficiale come effetto della crisi dei *subprime* USA. E' sulla base dell'Euribor che si aggiornano le rate dei mutui a tasso variabile nell'area dell'euro, per cui

questo rialzo potrebbe avere un impatto restrittivo sul reddito disponibile delle famiglie al netto del capitolo casa e, quindi, sui consumi nei prossimi trimestri.

La Banca ha ribadito ancora ad inizio agosto, prima della crisi, la sua preoccupazione, sottolineata da lungo tempo, circa la crescita eccessiva della moneta nell'area, la liquidità ampia e i rischi al rialzo sui prezzi. Di recente, dopo la crisi finanziaria, le dichiarazioni di Trichet mostrano che la BCE non ha modificato la sua visione sui fondamentali dell'economia e continua a giudicare la *stance* monetaria piuttosto espansiva. Sembra in effetti che la Banca abbia semplicemente deciso di aspettare il normalizzarsi delle condizioni dei mercati finanziari prima di proseguire la fase di rialzi. Del resto proprio ad agosto, il mese della crisi, le aspettative di inflazione nell'area, variabile cruciale per la BCE, hanno fatto registrare un improvviso balzo.

Il nostro scenario sconta un ultimo rialzo di un quarto di punto del tasso ufficiale BCE prima della fine del 2007, toccando il picco di questo ciclo al 4,25 per cento. Nel 2008, invece, la politica monetaria resterà in attesa di vedere gli effetti sull'economia della stretta, iniziata alla fine del 2005. Il differenziale di tassi di interesse tra USA e area euro nel nostro scenario scende dai 2,1 punti del 2006 a 1,3 nel 2007 e a soli 0,4 punti nel 2008.

La crisi USA fa crescere la volatilità del cambio. Dopo aver fatto registrare il nuovo massimo storico a 1,3835 dollari per euro nella terza settimana di luglio, alla metà di agosto - nel pieno della crisi finanziaria partita dagli USA - il cambio ha subito un rapido deprezzamento che lo ha portato a 1,34 dollari. Mitigatasi la crisi, negli ultimi giorni l'euro ha riguadagnato il terreno perduto salendo a un nuovo massimo storico (1,3885 dollari) nella seconda settimana di settembre.

Il nostro quadro previsivo si basa su un cambio che resta sugli elevati livelli correnti nell'ultimo trimestre del 2007, attestandosi in media d'anno a 1,35 dollari per euro, sostenuto da una crescita che è ora maggiore nell'area euro e dalla riduzione del differenziale dei tassi di interesse. Nel 2008 l'effetto del persistere del *deficit* commerciale USA e dell'ulteriore riduzione del differenziale dei tassi sarebbe mitigato dal nuovo invertirsi del divario di crescita: si sconta perciò un ulteriore lieve rafforzamento dell'euro, a 1,37 dollari per euro in media d'anno.

Sezione 2. GLI APPROFONDIMENTI

Crisi dei mutui *subprime* USA e conseguenze sulla crescita in Italia¹

Cosa sono i mutui *subprime* e cosa è successo

Negli USA, i mutui *subprime* sono quelli concessi a soggetti con scarse o nulle garanzie, che hanno una probabilità alta di *default* e pignoramento. Vale a dire i mutui casa concessi a clienti meno sicuri, che di conseguenza rappresentano un mercato ad alto rischio, in quanto è significativamente minore la probabilità che i debitori abbiano il reddito indispensabile per potersi permettere le abitazioni. Una volta concessi tali mutui, le banche che li emettono li girano rapidamente a finanziarie a loro indirettamente collegate che a loro volta li usano come base per emettere titoli da offrire ad investitori come gli *hedge fund*.

Questo segmento ha sostenuto la crescita del settore dei mutui negli USA negli ultimi cinque anni. Secondo la *Mortgage Bankers Association*, i mutui *subprime* hanno raggiunto il 13,5 per cento del volume totale dei mutui USA nel 2006, per un valore complessivo superiore ai 1.300 miliardi di dollari. In questo settore bancario più esposto figurano colossi come la Honk Kong Shanghai Bank, che è il numero uno del comparto negli USA.

Nei primi otto mesi del 2006 sono circa 90 gli istituti del settore *subprime* che sono andati in fallimento. La clientela che contrae mutui del genere ha già attraversato insolvenze in passato e sulla carta è disposta ad accollarsi interessi e penali da usura. La percentuale delle sofferenze e insolvenze è notevole e crescente e la crisi del settore si trascinava da tempo, prima di esplodere nei mesi estivi. Al mese di agosto 2007, quando la crisi è divenuta più evidente, i licenziamenti nel settore finanziario USA da parte di società in difficoltà o in fallimento ammontavano a oltre ventimila.

Cosa è successo: corsi azionari e istituzioni finanziarie

Ad agosto il timore per i mutui *subprime* USA ha rapidamente contagiato le Borse mondiali, non solo quella di Wall Street. In Asia si sono registrate perdite considerevoli e anche i listini europei (compresa Milano) hanno subito dei significativi ribassi.

Il calo dei corsi azionari, se protratto, può avere ripercussioni significative sulla capacità delle imprese di prendere a prestito e quindi di finanziare nuovi investimenti. Difatti, esso riduce la valutazione del patrimonio dell'azienda e quindi il collaterale (garanzia) fornita alle istituzioni finanziarie per l'accensione di nuovi finanziamenti. Questo ha un impatto diretto sulla crescita del PIL.

I piccoli e grandi risparmiatori, sia negli USA che a livello internazionale, che abbiano investito in attività esposte (fondi comuni di investimento, mercato azionario) stanno subendo perdite in conto capitale nello stock di risparmio precedentemente accumulato che, se durature, si ripercuoteranno sul "reddito permanente" delle famiglie e quindi sulle possibilità di consumo anche nel breve-medio termine. Anche questo ha un effetto diretto sul PIL in ciascun paese.

A cura di Sandro Trento, Anna Ruocco e Ciro Rapacciolo.

Secondo Standard and Poor's, le banche europee non dovrebbero vedere la loro solidità finanziaria troppo minacciata dalla crisi dei mutui *subprime* americani e tanto meno dalle attuali turbolenze dei mercati finanziari. La qualità del credito delle banche europee non dovrebbe deteriorarsi in maniera significativa a seguito della crisi internazionale.

Secondo Morgan Stanley, in particolare, l'esposizione diretta e indiretta delle banche italiane ai mutui *subprime* USA è molto limitata. Gli istituti italiani non hanno, in particolare, una diretta esposizione al mercato *subprime* USA, dato che nessuna banca ha direttamente prestato soldi a questo segmento.

L'eccesso di finanza negli Stati Uniti e nei paesi sviluppati

La crisi dei mutui *subprime* è avvenuta nel contesto di mercati caratterizzati da una crescente diffusione dei cosiddetti "derivati" e da una diversificazione finanziaria del rischio da parte di un numero crescente di attori del mercato finanziario.

La diffusione dei derivati finanziari moltiplica le possibilità di prendere a prestito delle istituzioni finanziarie, oltre che delle famiglie. Per un solo debitore "reale" si vengono infatti a creare più di un creditore. Ciò accresce i rischi in caso di *default* del debitore. Una eventualità che già di per sé presentava una probabilità particolarmente elevata nel caso del settore dei mutui *subprime*. A questo va aggiunto che la diffusione dei derivati, con poche eccezioni, avviene sempre più anche sui mercati internazionali, creando rischi finanziari anche in economie diverse da quelle nelle quali l'attività sottostante si è originata. Economie che senza tali derivati finanziari sarebbero state esenti da tali rischi.

Quando attuata dal singolo attore, la diversificazione consente di ridurre il rischio associato ad uno specifico evento, accettando in cambio un marginale aumento del rischio totale. Quando invece essa è attuata da una molteplicità - per giunta crescente - di soggetti, determina un aumento esponenziale del rischio finanziario complessivo.

La conseguenza della crisi dei *subprime* in presenza di questi due fenomeni è che un numero ingente di attori nei mercati finanziari, non solo americani ma internazionali, si è venuta a trovare in possesso di un elevato livello di rischio, che non è riuscita e non riesce a passare ad altri attori. Il verificarsi dell'evento cui tali rischi finanziari si riferiscono, ovvero l'effettivo *default* nel pagamento dei mutui da parte delle famiglie americane (rispetto alle semplici richieste di dilazione del pagamento verificatesi finora), potrebbe causare molti più fallimenti di società finanziarie e perdite di posti di lavoro negli USA e, di conseguenza all'estero, di quanto visto finora.

Cosa è successo: la risposta delle banche centrali

La FED americana ha immesso nel sistema parecchie decine di miliardi di dollari, in aiuto alle banche ed al sistema finanziario in generale. Anche altre Banche centrali sono intervenute immettendo liquidità: la Banca del Giappone e la Banca dell'Australia, soprattutto, per ammontari non molto inferiori a quelli della FED.

Intanto il peggioramento della crisi dei mercati fa crescere le aspettative di un taglio dei tassi d'interesse americani, che potrebbero scendere al 4,75 per cento a settembre. La FED ha abbassato finora solo il tasso di sconto di mezzo punto, non ancora il *Fed Funds Rate*, cercando di agire proprio soprattutto sulle aspettative degli operatori. Ma potrebbe abbassare effettivamente anche lo stesso *Fed Funds Rate*, prima della fine dell'anno.

Anche la Banca Centrale Europea ha effettuato vari interventi per fronteggiare la crisi, fornendo liquidità alle banche (con finanziamenti a tre giorni) e continuando a monitorare con attenzione le condizioni del mercato monetario. Gli interventi della BCE sono stati di entità addirittura maggiore di quelli della FED. La BCE, infatti, ha iniettato nelle ultime due settimane più di 200 miliardi di euro di liquidità straordinaria nel sistema. Negli ultimi giorni sta emergendo, viceversa, l'intenzione della Banca di ridurre progressivamente il surplus di liquidità determinatosi dopo le recenti forti iniezioni effettuate dall'Istituto, vista la normalizzazione in corso delle condizioni a breve termine.

La BCE potrebbe, inoltre, essere indotta ad attenuare il sentiero di rialzo dei tassi di interesse nell'area dell'euro. Per ora ha rinviato il rialzo di un quarto di punto già preannunciato per settembre 2007. Inoltre, il picco dei tassi potrebbe non essere più al 4,5 per cento, come molti analisti avevano in precedenza previsto (ipotizzando, peraltro, un suo raggiungimento già a dicembre 2007), bensì al 4,25 per cento. In altri termini la BCE procederebbe solo ad un ulteriore rialzo, invece che due.

Cosa potrebbe succedere: canali di trasmissione

Canale finanziario internazionale: le insolvenze dei debitori USA conducono a fallimenti di istituti finanziari americani ma anche europei, che abbiano investito nei *subprime* e nei loro derivati sia direttamente negli USA che nei mercati internazionali o che comunque siano legati agli istituti americani in difficoltà. Il cosiddetto "effetto domino" nei mercati finanziari internazionali. I fallimenti di istituti finanziari in Europa porta a riduzione dei finanziamenti al settore privato, quindi a un freno per consumi e investimenti. La risposta delle banche centrali a livello mondiale ha ridotto la probabilità di un verificarsi dell'effetto domino, ma non l'ha annullata del tutto, naturalmente. Al momento, l'unica significativa vittima in Europa è una istituzione finanziaria in Germania, la IKB, che è un "piccolo" fornitore di prestiti specializzato.

Economia reale USA: Gli effetti della crisi dei mutui *subprime* pesano negli USA sia sui consumi delle famiglie che sui bilanci delle imprese: la perdita di valore degli immobili (sulla base dei quali le famiglie statunitensi contraggono ulteriori debiti per il finanziamento dei consumi) e la riduzione dei prestiti al settore privato da parte delle istituzioni finanziarie negli USA frenano la crescita dei consumi e degli investimenti americani e quindi del PIL.

L'insieme di questi processi può assumere una intensità più o meno marcata, quello che è stato definito *hard* o *soft landing* negli USA; la differenza tra i due scenari consiste sia nella diversa intensità del rallentamento ipotizzato per il 2007, sia nel fatto che nel 2008 si abbia o meno una pronta ripresa degli USA.

Canale reale internazionale: la crisi del PIL americano si ripercuote sulle esportazioni europee (e italiane) di beni di consumo e di beni di investimento verso gli USA che contano meno che in passato ma ancora molto. Le esportazioni italiane verso gli USA sono pari al 7,5 per cento del totale dell'export del nostro paese nel 2006, la quota più alta tra i paesi extra-UE. Ma soprattutto, il saldo commerciale positivo dell'Italia verso gli USA (pari a 6,4 miliardi di euro nel periodo gennaio-giugno 2007) è il maggiore tra quelli che il nostro paese vanta verso i paesi extra-UE ed è vicino, nella prima metà del 2007, a quelli negativi verso la Cina o verso l'OPEC (-7,4 e -7,9 miliardi rispettivamente). La domanda di prodotti italiani da parte degli USA è dunque ancora fondamentale per l'equilibrio della nostra bilancia commerciale e per la crescita economica.

Effetto della crisi sul PIL dell'area dell'euro

Secondo Goldman Sachs l'effetto della crisi generata negli USA (tradotta in un aumento del costo dei finanziamenti nel continente, tramite la crescita degli *spread*) sul PIL dell'area euro sarà del -0,15 per cento nel primo anno e del -0,35 per cento nel secondo. La crescita europea rimarrebbe comunque solida nello scenario delineato da tale istituto.

L'effetto della crisi sul PIL nell'area passa anche attraverso il suo impatto su variabili internazionali cruciali, come il tasso di cambio dollaro-euro. Proprio nei giorni della crisi (nella prima metà di agosto) il dollaro ha recuperato rispetto all'euro che aveva raggiunto a fine luglio il nuovo massimo storico. Il dollaro è stato verosimilmente sostenuto da acquisti di titoli di stato USA (attività sicure) da parte di risparmiatori americani che stanno cercando di uscire da fondi ed azioni a rischio. Si è trattato, però, di un fenomeno di breve termine: il dollaro ha subito ripreso a svalutarsi rispetto all'euro, anche per il maggiore moderarsi delle prospettive di crescita negli USA rispetto all'Europa, a causa della crisi. Ciò sta penalizzando l'export dell'area.

Inoltre, gli interventi espansivi della BCE sulla liquidità nel mercato interbancario e il probabile abbassamento del sentiero di aumento dei tassi di interesse spingono invece nella direzione di un maggior sostegno alla crescita di quello che si sarebbe avuto altrimenti.

Nel nostro scenario prevediamo una crescita dell'area euro più sostenuta nell'anno in corso che nel 2008 (2 per cento), nell'ipotesi che sarà nel prossimo anno che si sentiranno la maggior parte degli effetti della crisi. Rispetto al nostro scenario di luglio, ciò rappresenta una revisione al ribasso della previsione di mezzo punto percentuale nel 2008, da interpretare per la maggior parte come effetto della crisi finanziaria.

Tab. 1 - I partner commerciali dell'Italia

	Quote Export	Saldi commerciali	
	italiano	italiani	
	Anno 2006	Gennaio-giugno 2007	
	Valori %	Milioni di euro	
UE	60.4	2149	
Extra UE	39.6	-9515	
di cui:			
U.S.A.		7.5	6425
EFTA		4.4	623
OPEC		4.4	-7915
Economie dinamiche		3.0	492
Altri paesi europei		2.5	769
Russia		2.3	-2698
Turchia		2.1	787
Cina		1.7	-7412
Giappone		1.4	-673
Mercosur		1.0	-940
Altri paesi		9.4	1027
Mondo	100.0	-7366	

Glossario

Si definiscono di **consumo** quei **beni** impiegati per soddisfare direttamente i bisogni umani. Si dividono in durevoli e non durevoli.

Secondo il Regolamento CE 586/2001, rientrano tra la prima tipologia (beni di consumo durevoli): fabbricazione di apparecchi per uso domestico n.c.a.; fabbricazione di apparecchi riceventi per la radiodiffusione e la televisione, di apparecchi per la registrazione e la riproduzione del suono o dell'immagine e di prodotti connessi; fabbricazione di strumenti ottici e di attrezzature fotografiche; fabbricazione di orologi; fabbricazione di motocicli e biciclette; fabbricazione di altri mezzi di trasporto n.c.a.; fabbricazione di mobili, gioielleria e oreficeria; fabbricazione di strumenti musicali.

Sono, invece, compresi tra i beni di consumo non durevoli: produzione, lavorazione e conservazione di carne e di prodotti a base di carne; lavorazione e conservazione di pesce e di prodotti a base di pesce; lavorazione e conservazione di frutta e ortaggi; fabbricazione di oli e grassi vegetali e animali; industria lattiero-casearia; fabbricazione di altri prodotti alimentari; industria delle bevande; industria del tabacco; confezionamento di articoli in tessuto, esclusi gli articoli di vestiario; altre industrie tessili; fabbricazione di articoli in maglieria; confezione di articoli di vestiario; preparazione e tintura di pellicce; preparazione e concia del cuoio; fabbricazione di articoli da viaggio, borse, articoli da correggiaio, selleria e calzature; editoria, stampa e riproduzione di supporti registrati; fabbricazione di prodotti farmaceutici e di prodotti chimici e botanici per usi medicinali; fabbricazione di saponi e detergenti, di prodotti per la pulizia e la lucidatura, di profumi e prodotti per toletta; fabbricazione di articoli sportivi; fabbricazione di giochi e giocattoli; altre industrie manifatturiere n.c.a.

Core inflation: variazione tendenziale dell'indice generale dei prezzi al consumo al netto degli alimentari freschi e dei prodotti energetici, cioè le due componenti più volatili e maggiormente legate a quotazioni internazionali. E' una misura della dinamica di fondo (interna) dei prezzi al consumo.

Crescita acquisita: crescita annuale che si otterrebbe in presenza di una variazione congiunturale nulla nei restanti trimestri dell'anno.

Dati corretti per i giorni lavorativi: dati depurati dagli effetti del diverso numero di giorni lavorativi tenendo conto della diversa durata dei mesi e delle festività religiose e civili.

Dati destagionalizzati: dati depurati delle fluttuazioni stagionali dovute a fattori meteorologici, consuetudinari, legislativi, ecc..

Valori concatenati: rappresentano la nuova misura delle variazioni di volume e di prezzo degli aggregati di Contabilità Nazionale, ottenuta con l'utilizzo degli indici a catena in sostituzione dei tradizionali indici a base fissa (finora l'anno base era il 1995).

Indici a catena: utilizzano come base per il calcolo delle variazioni di volume e di prezzo i valori dell'anno precedente, assicurando così l'aggiornamento annuale delle ponderazioni sottostanti le misure in volume. Questa nuova metodologia è stata adottata dall'ISTAT in accordo con gli standard definiti dai regolamenti comunitari a partire da marzo 2006.

Clima di fiducia delle imprese: (manifatturiere ed estrattive, costruzioni, servizi di mercato, commercio) è un indicatore sintetico del pessimismo-ottimismo degli operatori elaborato mensilmente dall'ISAE. Quello relativo alle imprese manifatturiere ed estrattive (campione di 4000 imprese) ha una valenza anticipatrice dell'andamento della produzione industriale di circa un trimestre.

Variazione congiunturale: variazione percentuale rispetto al periodo precedente.

Centro Studi Confindustria

Direttore: Sandro Trento

Vice Direttore: Anna Ruocco

www.confindustria.it

Finito di stampare il 20 settembre 2007 con le informazioni disponibili al 20 settembre 2007.

Viale dell'Astronomia, 30 – 00144 Roma