

I

Il Centro Europa Ricerche è una società di ricerca che elabora studi nel campo dell'economia applicata. Le analisi del Cer comprendono previsioni di breve e medio periodo sulle tendenze dell'economia italiana, valutazioni quantitative su provvedimenti di politica economica, studi monografici di finanza pubblica, politica tributaria, politica monetaria e politica industriale.

Il Cer è tra gli istituti chiamati con regolarità, anche nella forma delle audizioni parlamentari, a fornire valutazioni e commenti sulle prospettive economiche e, in particolare, sulle tendenze della finanza pubblica.

Per le previsioni, le analisi e le simulazioni di politica economica il Cer utilizza i suoi modelli econometrici, macroeconomici e di microsimulazione, che sono continuamente aggiornati e migliorati. Il modello macroeconomico, oltre a consentire la previsione delle principali grandezze economiche e degli andamenti della finanza pubblica permette di sottoporre a verifica l'impatto sull'economia delle manovre governative.

Il modello di microsimulazione rende possibili le valutazioni dell'impatto distributivo sulle famiglie di provvedimenti di natura fiscale e tariffaria, integrando informazioni sui redditi e sui consumi.

I rapporti Cer sono riservati ai sottoscrittori di un abbonamento. Per la presentazione dei rapporti il Cer organizza incontri-dibattito riservati agli abbonati.

Centro Europa Ricerche S.r.l.
Via di Villa Emiliani 14, 00197 Roma
Tel. (0039) 06 8081304
E-mail: info@centroeuroparicerche.it
www.cer-online.it

Presidente: Giorgio Ruffolo

Amministratore delegato: Ettore Carettoni

Direttore: Manin Carabba

Comitato scientifico: Stefan Collignon (presidente), Salvatore Tutino (coordinatore), Vincenzo A-tella, Manin Carabba, Marco Causi, Luca De Benedictis, Claudio De Vincenti, Antonio Di Majo, Maurizio Di Palma, Enrico Flaccadoro, Sergio Ginebri, Pier Carlo Padoan, Maurizio Pala, Antonio Pedone, Giovanni Battista Pittaluga, Giorgio Rodano, Giorgio Ruffolo, Nicola Scalzini, Luigi Spaven-ta.

Rapporto CER: pubblicazione periodica a carattere economico. Anno XXVI
Direttore responsabile: Anna Maria Lombroso

Iscrizione n. 177 del 6 maggio 1998 del Registro della Stampa del Tribunale di Roma
Proprietario della testata: Centro Europa Ricerche S.r.l.
C.C.I.A.A. Roma: R.E.A. 480286

Progetto grafico: Gruppo GASS
Edizione: Centro Europa Ricerche S.r.l.



Associato all'USPI
Unione Stampa
Periodica Italiana

Finito di stampare nel mese di gennaio 2009 presso la sede del Cer

5 SOMMARIO E CONCLUSIONI

11 LA CRISI FINANZIARIA

La crisi *subprime* - La bolla immobiliare - L'aumento dell'offerta di mutui immobiliari e la crescita dei tassi di default - Lo scoppio della crisi di liquidità e gli interventi delle banche centrali - Dalla crisi di liquidità alla crisi finanziaria - Dalla crisi finanziaria statunitense alla recessione globale - Alle origini della crisi: gli squilibri statunitensi - Gli attori della crisi
Riquadro: Cronologia dei principali eventi della crisi finanziaria 2007-2008
Riquadro: La percezione della crisi nel giudizio degli operatori economici

37 NUOVI INDICATORI DI INFLAZIONE IMPORTATA

Introduzione - WARP vs REER - I risultati - Area euro - Stati Uniti - Regno Unito - Giappone - Conclusioni
Riquadro: La costruzione del WARP

47 LA PREVISIONE MACROECONOMICA E LA FINANZA PUBBLICA

Le esogene internazionali - La recessione in Italia: le cifre - Fatti non stilizzati dalla recessione italiana
INNESCO, ALIMENTAZIONE E POSSIBILE AVVITAMENTO DELLA RECESSIONE
Il fattore di innesco: l'inflazione e i consumi delle famiglie - Il fattore di alimentazione: l'indebolimento della domanda mondiale - Un possibile fattore di avvimento: il razionamento del credito
LA FINANZA PUBBLICA
L'andamento generale dei saldi - L'impatto della manovra di finanza pubblica
Le misure di stabilizzazione dei conti pubblici - Il preconsuntivo 2008
Le previsioni per il periodo 2009-2012
Riquadro: La componente straniera nella crescita delle forze lavoro



La stampa di questo documento è stata realizzata
con il sostegno finanziario di



Hanno collaborato alla redazione del rapporto: Luca Cappellani, Alessandro Caretoni, Felice Cincotti, Vincenzo D'Apice, Laura Dragosei, Stefano Fantacone, Giovanni Ferri, Antonio Forte, Rosanna Gualotto, Pierluigi Morelli, Filippo Pericoli, Giovanni Pesce.



1 Il primo capitolo del Rapporto analizza i fattori di accumulo e propagazione della crisi finanziaria internazionale. La più grave di sempre, se è vero che ad essa le banche centrali hanno dovuto sopperire «*con iniezioni di liquidità senza precedenti nell'ammontare e nelle modalità di erogazione*» (1). Come si è arrivati a tutto questo? Una spiegazione vuole che «*..buona parte della responsabilità della crisi ricada sul settore pubblico, su regolamentazioni errate che hanno favorito eccessivamente i prestiti edilizi, per realizzare forse il più ambizioso dei sogni americani: una casa di proprietà per tutti*» (2). È una spiegazione rassicurante, perché in linea con le prescrizioni della teoria economica degli ultimi trent'anni: disciplinare l'azione dell'operatore pubblico ed evitare interventi distortivi sul libero mercato. La spiegazione manca tuttavia di affrontare la questione oggi fondamentale: come mai l'attività regolatoria è stata tanto debole? Perché il soggetto pubblico è stato così cedevole nei confronti dell'innovazione finanziaria? Dobbiamo cioè ritenere che la crisi sia scaturita da «*banche fragili, corrotte dalla politica*» (3), o è piuttosto vero che quanto accaduto può essere meglio descritto invertendo l'aggettivazione: politica debole, corrotta dai mercati (4)?

2 Di certo qualcosa non ha funzionato, se in prospettiva l'intenso processo di liberalizzazione dei mercati (reali e finanziari) si va risolvendo in un aumento dei disavanzi pubblici: almeno al sette per cento del Pil negli Stati Uniti, il paese che più di altri ha spinto sul terreno della deregolamentazione dell'economia (5). In un mondo di aspettative razionali questo esito non può essere considerato una sorpresa. Esso è semmai il punto di caduta di un enorme problema di azzardo morale, dietro al quale hanno trovato riparo veri e propri fallimenti del mercato (6). Da questi fallimenti occorre ripartire nell'opera di ricostruzione del sistema finanziario internazionale.

(1) Banca d'Italia, Bollettino economico, ottobre 2008.

(2) A. Alesina, Giavazzi F., La crisi, Il Saggiatore, Milano, 2008, p.13.

(3) Ibidem, p. 34.

(4) La responsabilità della politica è diretta per quel che attiene il comportamento delle agenzie semi-pubbliche Fannie Mae e Freddie Mac. Il caso prevalente sembra tuttavia essere quello del regolatore catturato dai soggetti che avrebbero dovuto essere regolati: «Ciò a cui abbiamo assistito negli Stati Uniti, con colossali ricadute globali, è un esperimento di free banking, il quale ancora una volta si è rivelato un sistema instabile [...] tale esperimento non è avvenuto per caso, ma è stato il risultato di esplicite scelte di policy dei regolatori americani, sotto l'influenza dominante di una sequela di ministri del Tesoro tratti dai ranghi di Wall Street. I regolatori che cercavano di opporsi a questa corrente di pensiero venivano spogliati dei loro poteri regolatori, critiche autorevoli venivano marginalizzate e tacitate in un Congresso dominato dalla lobby di Wall Street» in S. Micossi, Scenari economici e finanziari oltre la crisi, Relazione presentata al convegno Il welfare in una società che cambia, Inarcassa, Convegno per il 50mo anniversario, Roma, 26 novembre 2008.

(5) La stima è tratta da Ocse, Economic Outlook, Dicembre 2008. Ma valutazioni più recenti, che inglobano le ulteriori misure di sostegno annunciate dall'Amministrazione, commisurano all'8,5 per cento il deficit pubblico del 2009. Vedi Savona P., USA, Europa e lo spauracchio dei deficit gemelli, Il Messaggero, 9 gennaio 2009, Roma.

(6) La crisi supera il punto di non ritorno con la decisione del Tesoro americano di lasciar fallire Lehman Brothers. I motivi di tale decisione rimangono oscuri (perché le altre banche di investimento sono state invece salvate?), ma certo essa ha dissolto il principio del «too big to fail» dietro al quale è montato il problema dell'azzardo morale. Alesina e Giavazzi (cit.) osservano che la minore esposizione dei fondi hedge alla crisi è dovuta al coinvolgimento dei manager nella proprietà, dunque alla necessi-

3

L'analisi del Rapporto individua almeno tre fattori di fallimento del mercato, direttamente connessi alle caratteristiche assunte dal processo di innovazione finanziaria. Il primo fallimento riguarda la mancata costruzione di un trasparente meccanismo di determinazione dei prezzi. Lo sviluppo recente dei mercati finanziari si è perlopiù concentrato all'interno di un *sistema bancario ombra*, dove molte transazioni si svolgevano su base bilaterale (*over the counter*) (7). Non è un caso che la crisi finanziaria abbia preso avvio quando, nell'agosto del 2007, tre fondi di investimento europei sono stati congelati per l'impossibilità di stabilire i valori dei titoli detenuti nei loro portafogli. Un'incertezza che si è poi scoperta essere la norma e non l'eccezione e che ha determinato tanto l'inaridimento del mercato interbancario, quanto la difficoltà - tuttora non risolta - di dare compiuta misurazione alle perdite di bilancio del sistema finanziario (e quindi alla dimensione dell'intervento di ripianamento da parte dei governi nazionali).

4

Il secondo fallimento riguarda la diversificazione del rischio, obiettivo al quale è finalizzato lo strumento delle cartolarizzazioni. Le dimensioni sistemiche assunte dalla crisi mostrano come questo obiettivo sia stato mancato. Il rischio è rimasto all'interno dello stesso circuito bancario che lo ha generato e su di esso si è interamente scaricato: *«la maggiore diversificazione dei rischi apparentemente raggiunta con le cartolarizzazioni si è rivelata illusoria; il rischio si è rivelato essere in realtà molto più concentrato di quanto si pensasse e in gran parte gravante sulle banche»* (8). Il fatto importante è che tale rischio è solo in minima parte riconducibile alla tradizionale attività bancaria di erogazione dei prestiti. I nuovi strumenti finanziari, altamente sofisticati, sono stati collocati presso investitori istituzionali con propensione al rischio necessariamente superiore alla media, sovente emanazione delle stesse banche. Ciò pone una questione fondamentale: fino a che punto deve spingersi la funzione di prestatore di ultima istanza dell'autorità monetaria (9)? È socialmente utile che essa sia estesa a copertura dell'attività di *leverage* connessa ai nuovi strumenti finanziari, come ex-post sta succedendo oggi? O è invece preferibile operare una più netta distinzione ex-ante fra chi eroga credito, e rientra quindi nel sistema garantito dalla banca centrale, e chi distribuisce prodotti finanziari, che al pari di ogni altra impresa privata dovrebbe farsi carico in proprio delle perdite di bilancio?

5

Il terzo fallimento riguarda il tentativo di trasferire al mercato finanziario funzioni redistributive proprie dell'operatore pubblico. I mutui *subprime* - alimentatori della crisi - sono stati considerati come uno strumento messo a disposizione dei soggetti più deboli per acquistare la propria

ta di internalizzare il costo di un eventuale fallimento. Ciò avrebbe contenuto l'azzardo morale di questa categoria di investitori.

(7) *Non erano cioè rispettate le condizioni di market clearing, uno dei principi cardine dei modelli di equilibrio economico generale.*

(8) *M. Draghi, Un sistema con più regole, più capitale, meno debito, più trasparenza, Audizione presso la Commissione 6a del Senato della Repubblica, Roma, 21 ottobre 2008.*

(9) *In realtà, la funzione svolta nell'ultimo anno dalle banche centrali sembra essere stata quella di prestatore di «unica istanza», come rilevato in L. Spaventa, Introduzione a C.M. Morris, Crack, Elliot, Roma, 2008.*

6

abitazione. Ma questa è appunto una funzione redistributiva, tipicamente assolta dalle amministrazioni pubbliche (10). Che a tale scopo utilizzano parte del gettito fiscale, evidenziando il costo necessario per estendere la proprietà immobiliare a fasce disagiate della popolazione. Il mercato può sostituirsi utilmente a questa funzione nel momento in cui crea nuove opportunità di reddito per i cittadini più poveri, ampliandone le capacità di spesa. Questo non è il caso dei mutui *subprime*, che lasciano intatti i limiti di reddito di parte della popolazione, a cui viene però offerta la possibilità di acquisire strumenti finanziari caratterizzati da un grado di rischio che essa non è in grado di assumere. Mentre debole appare l'argomentazione per cui il vizio non risiederebbe nei mutui *subprime*, quanto nella loro cartolarizzazione. È stata proprio quest'ultima a creare le opportunità di profitto senza le quali i mutui *subprime* non avrebbero avuto ragion d'essere.

6

Le analisi del Rapporto focalizzano ulteriori punti di fragilità, direttamente ascrivibili al modello di politica economica che ha sostenuto la crescita dell'economia mondiale. Una delle funzioni tradizionalmente assegnata al mercato finanziario è quella di eliminare l'eccesso di risparmio, indirizzando quest'ultimo là dove esso può essere investito. È il meccanismo in base al quale si giustificano gli squilibri di bilancia dei pagamenti; puntualmente richiamato per motivare il formidabile trasferimento di risparmio dalle economie asiatiche verso gli Stati Uniti.

7

Il fatto è che l'eccesso di risparmio dell'Asia è stato incanalato dal mercato finanziario per produrre enormi effetti ricchezza; stimolando il consumo delle famiglie statunitensi e non l'accumulazione di capitale. In questo modo è venuto a mancare il riassorbimento spontaneo degli squilibri dei pagamenti internazionali. La crisi finanziaria è dovuta anche a questi squilibri, che la politica economica internazionale ha lasciato crescere.

8

Per quanto riguarda la politica monetaria, il Rapporto ricorda come il modello prevalente circoscrive l'impegno delle banche centrali al controllo dell'inflazione al consumo. Quest'ultima, essendo generata da processi di aspettative razionali, è tanto più bassa, a parità di altre condizioni, quanto più elevata è la reputazione della banca centrale. Il controllo dell'inflazione finanziaria non rientra invece nella funzione anti-inflazionistica delle autorità monetarie.

9

Le elaborazioni proposte nel secondo capitolo suggeriscono come, all'interno di questo modello, si sia incorsi in un errore di attribuzione. All'accresciuta reputazione dell'autorità monetaria (in particolare della Federal Reserve) è stata ascritta per intero una stabilità dei prezzi che era dovuta in grande parte alla liberalizzazione degli scambi con i paesi di nuova industrializzazione.

(10) Ad esempio, attraverso programmi di edilizia popolare.

10

La costruzione di un indicatore di cambio reale basato sui livelli dei prezzi, anziché sulle variazioni, evidenzia consistenti sottostime della disinflazione importata da queste economie. La differenza fra i due indicatori raggiunge dieci punti nell'area euro, è compresa fra sei e sette punti nel Regno Unito, in Giappone e negli Stati Uniti. Si può dedurre da ciò che la moderazione inflazionistica che ha caratterizzato le economie avanzate negli ultimi lustri sia stata favorita da questo fenomeno. Si ridimensionerebbe il merito delle banche centrali nel controllare l'andamento dell'inflazione. Rimasta stabile non solo per una maggiore credibilità acquisita dalle autorità monetarie, ma per l'effetto tipico di uno shock virtuoso di offerta sui mercati reali.

11

L'apparente maggiore credibilità della banca centrale ha giustificato negli Stati Uniti una prolungata politica di denaro facile. Ciò ha sostenuto la crescita, ma al contempo ha alimentato un intenso processo inflazionistico sul mercato finanziario e su quello immobiliare; non sul mercato dei beni, calmierato dalla liberalizzazione degli scambi. Alla lunga l'inflazione delle attività finanziarie ha rivelato effetti perniciosi sulla crescita, diffondendo effetti sistemici che ne hanno amplificato la portata ben al di là di quanto indotto dall'inflazione tradizionale.

12

A livello microeconomico, la crisi svela i limiti del nuovo modello bancario, fondato sul principio dell'*originate to distribute*. Questo modello trasforma i prestiti bancari in una *commodity* che viene scambiata sul mercato (e il cui valore è funzione diretta della sua vendibilità). Ciò determina una minore capacità informativa delle banche, che perdono l'incentivo a selezionare la clientela e tollerano l'abbassamento degli standard creditizi. È il passaggio a questo modello ad aver creato il presupposto per comportamenti di azzardo morale, rimasti nascosti dietro l'intenso processo di cartolarizzazione. Tra il 2001 e il 2007, la percentuale di cartolarizzazione è salita dal 46 al 75 per cento per i mutui *subprime*, dal 19 al 91 per cento per i mutui cosiddetti *alternative-A* (sprovvisti di documentazione attestante lo standard creditizio dichiarato). Un'evoluzione sostenibile se contenente una diversificazione del rischio; non sostenibile se la diversificazione del rischio è solo illusoria.

13

La crisi finanziaria si è ora trasformata in recessione globale. La domanda aggregata è in arretramento in tutta l'area industrializzata; è in forte rallentamento nelle economie in via di sviluppo. Secondo le nostre valutazioni, ciò si tradurrà nel corso del 2009 in una contrazione della domanda di esportazioni italiane del 2,5 per cento. L'impulso recessivo è ulteriormente accentuato dalla caduta della fiducia di famiglie e imprese, che determina una contestuale riduzione dei consumi e degli investimenti. Per la prima volta nel dopoguerra, l'Italia si avvia così a registrare due anni consecutivi di recessione: -0,7 nel 2008, -1,9 per cento nel 2009. In entrambi gli anni, tutte le principali componenti della domanda registrano variazioni negative.

14

Le evoluzioni da noi previste per l'economia italiana sono in linea con quelle attese per gli altri grandi paesi europei, da cui dipendono strettamente. Lo scivolamento della Germania in una

recessione più profonda di quanto da noi assunto avrebbe ripercussioni immediate per l'Italia. In questo caso, la fase di caduta del prodotto si rivelerebbe, oltre che la più lunga, la più profonda del dopoguerra.

15

Fattori compensativi degli impulsi recessivi sono la caduta dell'inflazione (1,4 per cento nel 2009) e il ribasso dei tassi di interesse (2,2 per cento sul breve, 2,9 per cento sul lungo termine). In presenza di una riduzione della propensione al consumo e di un ridimensionamento dei profitti attesi (come misurato dalla flessione dei listini azionari), questi fattori consentiranno un lento recupero della crescita a partire dal 2010. Occorrerà comunque attendere il 2012 per riportare il Pil reale sui livelli del 2007.

16

Rispetto al passato, la recessione in corso presenta tre fatti non stilizzati: non interviene a correggere un eccesso di inflazione o di indisciplina fiscale; non può rimandare alla svalutazione del cambio come strumento di rilancio della crescita; colpisce un'ampia fascia di occupazione flessibile, ancora priva di tutele sociali. Questi fatti dovrebbero essere tenuti presenti nella auspicabile predisposizione di misure di bilancio anti-congiunturali.

17

La politica di bilancio della XVI^a legislatura è stata impostata lo scorso giugno ed è imperniata su un'innovazione fondamentale. Il sentiero di stabilizzazione dei saldi di finanza pubblica è ora incardinato su un arco temporale di tre anni, con l'obiettivo di azzerare l'indebitamento in rapporto al Pil a partire dal 2011. Le misure correttive ammontano a 31 miliardi di euro nel triennio e sono rese cogenti dall'approvazione della legge 133/2008 (conversione del decreto legge 112/2008). In tal modo è stata realizzata l'integrale convergenza fra il profilo programmatico e quello attuativo.

18

Al momento, il governo non ha deviato da questa impostazione. Misure anti-crisi per 5 miliardi sono state introdotte con il decreto legge 185/2008; l'impulso sul Pil di questi provvedimenti non supera, secondo le nostre valutazioni, il decimo di punto. Considerando le correzioni già adottate con la legge 133, il segno triennale della manovra di bilancio rimane restrittivo. Pur ciò considerando, le nostre previsioni fissano l'indebitamento netto al 3,8 per cento nel 2009, al 3,2 per cento nel 2010, al 2,4 per cento nel 2011. Nel triennio il debito è stimato salire dal 106,7 per cento al 107,7 per cento del Pil. Le entrate correnti sono la componente che più risente della recessione: l'incremento scende a meno del 2 per cento, rispetto a una media superiore al 7 per cento nel 2006-2007.

19

L'adattamento della politica di bilancio alle nuove condizioni recessive è stato lento anche in Europa. Con più decisione si sono mossi inizialmente Francia e Regno Unito; ora la Germania sembra intenzionata a intraprendere a sua volta la strada dell'espansione di bilancio. Nonostante gli annunci della Commissione europea, gli stati membri sembrano tuttavia muoversi

secondo direttrici non omogenee. Non è neanche chiaro se vi sia una lettura condivisa sulla gravità della recessione in atto. L'assenza di un vero coordinamento depotenzia le misure nazionali: sarebbe necessario perseguire l'esito opposto.

20

L'assenza di un vero coordinamento depotenzia le misure nazionali. Da questo punto di vista, il mancato accoglimento della proposta italiana e olandese di costituire un Fondo europeo di stabilizzazione (alimentato da risorse reperite attraverso l'emissione di obbligazioni europee e garantite dai singoli governi) rappresenta un'occasione persa. La proposta merita di essere ripresentata, perché la costituzione di un simile Fondo, assolverebbe a un triplice obiettivo: allevierebbe l'onere dei salvataggi bancari gravante sui bilanci nazionali, contribuendo così a preservare le regole di stabilità finanziaria su cui si basa la costruzione dell'Europa della moneta unica; dirotterebbe su obiettivi europei una massa di capitali che, in assenza di una vera alternativa, continua a essere indirizzata verso gli investimenti in dollari; darebbe una scala continentale alle misure di sostegno della domanda aggregata, aumentandone il moltiplicatore e favorendo una più rapida uscita dalla recessione.

G

La crisi *subprime* (11)

1

li eventi iniziati come crisi finanziaria negli Stati Uniti ad agosto 2007, e degenerati in una crisi globale nel corso del 2008, cambieranno probabilmente, in vario modo, le strutture economiche in tutto il mondo. Tuttavia, per prima cosa, la crisi darà luogo a un ripensamento delle politiche che hanno permesso la costruzione delle fragilità che poi hanno portato alla crisi stessa. Nel loro insieme queste fragilità si sono concretizzate in un livello insostenibile di indebitamento, particolarmente concentrato nel settore famiglie statunitensi - ove il debito, in rapporto al Pil, è passato dal 71 per cento del 2000 al 100 per cento del 2007 - e nel settore finanziario. Quest'ultimo ha ecceduto nell'indebitarsi anche in altri paesi oltre che negli Stati Uniti, dove il debito del settore, ancora in rapporto al Pil, è aumentato dall'83 per cento del 2000 al 116 per cento del 2007.

La bolla immobiliare

2

Mentre il tasso di risparmio delle famiglie statunitensi crollava ai minimi storici, il mercato immobiliare, tra il 2000 e metà del 2006, sperimentava una bolla speculativa con aumenti dei prezzi, nella misura dell'indice Case-Shiller (12), superiori al 100 per cento (grafico 1). Se da una parte la domanda di abitazioni cresceva molto rapidamente, sostenuta dall'aumento dell'occupazione dopo la recessione del 2001, dai bassi tassi d'interesse e dal maggiore accesso al credito, dall'altra l'offerta mostrava segni di rigidità poiché non solo vi erano tempi tecnici incompressibili per la costruzione di nuove abitazioni e in alcune zone, ad esempio quelle costiere, non vi era comunque disponibilità di spazi edificabili ma anche perché le regolamentazioni dei singoli Stati allungavano i tempi tra la richiesta del permesso edilizio e l'avvio dei lavori. Tali fattori strutturali hanno svolto un ruolo sicuramente importante nel processo di formazione della bolla, ma non possono spiegare in modo esaustivo il forte apprezzamento dei valori immobiliari osservato prima dello scoppio della crisi. La parte mancante del puzzle viene offerta da Robert Shiller che sostiene trattarsi di un classico esempio di bolla speculativa: i prezzi immobiliari aumentavano così tanto perché famiglie e investitori anticipavano che in futuro sarebbero aumentati ancora. L'economista di Yale utilizza un modello semplificato di bolla, illustrato dettagliatamente in uno dei suoi libri (13). Con un'offerta di abitazioni relativamente inelastica, fattori fondamentali come la crescita dell'occupazione e quella dell'offerta di credito aumentano la domanda, provocando sensibili incrementi dei prezzi di mercato. Ciò accresce ulteriormente la richiesta di abitazioni da parte di soggetti alla ricerca di investimenti reali, poiché i guadagni attesi in conto capitale crescono molto rapidamente nella fase iniziale della bolla. La domanda perciò aumenta a ritmi superiori all'offerta, aprendo un periodo di costante apprezzamento delle quotazioni. L'esuberanza irrazionale di alcuni soggetti li porta così a credere che i prezzi immobiliari continueranno a crescere all'infinito e sempre più persone investono in immobili spingendo ancora più su i prezzi e le relative aspettative di apprezzamento. Il circuito di retroazione

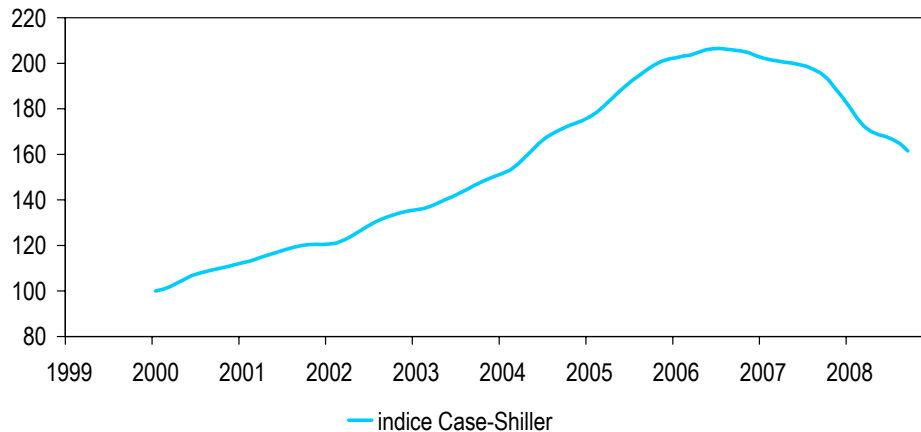
(11) Questo capitolo trae, in parte, da D'Apice e Ferri (2009), *L'instabilità finanziaria internazionale: dalla crisi asiatica ai mutui subprime*, Roma, Carocci.

(12) Indice che registra le variazioni dei prezzi immobiliari nelle 20 maggiori metropoli Usa.

(13) Robert J. Shiller (2000), *Esuberanza irrazionale*, Bologna, il Mulino.

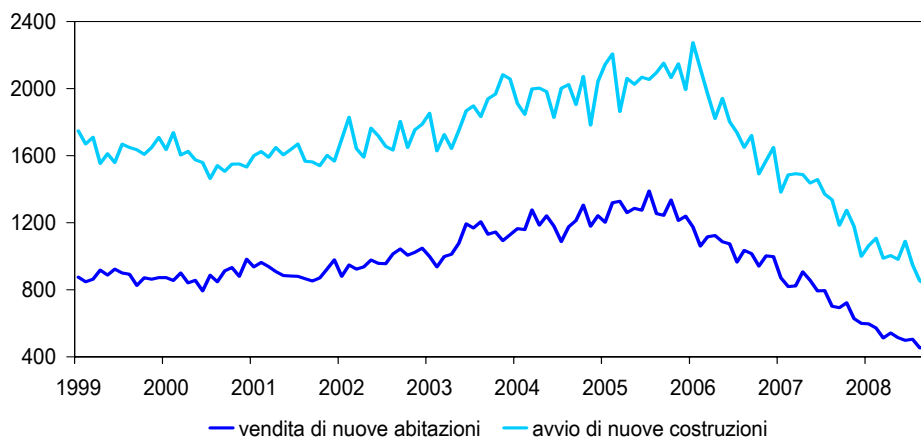
LA BOLLA IMMOBILIARE NEGLI STATI UNITI: INDICE DEI PREZZI

Grafico 1



LA BOLLA IMMOBILIARE NEGLI STATI UNITI: COMPRAVENDITE DI IMMOBILI

Grafico 2



prezzi-aspettative-prezzi alimenta così la bolla speculativa fino alla sua esplosione. Questo modello sembra adatto a interpretare la corsa al rialzo dei prezzi immobiliari Usa nel periodo 1996-2006, visto che, in effetti, l'aumento dei prezzi era accompagnato da un significativo incremento delle compravendite sul mercato abitativo (grafico 2).

L'aumento nell'offerta di mutui immobiliari e la crescita dei tassi di default

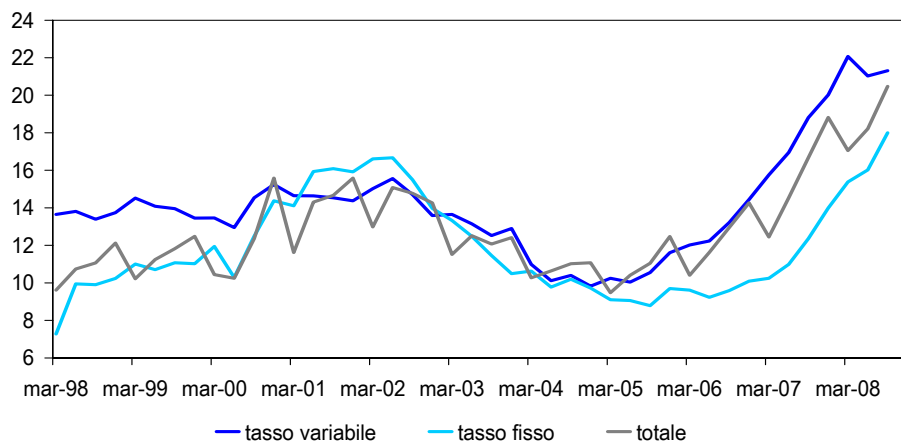
3

Un elemento determinante della bolla immobiliare è stato il forte aumento dell'offerta di mutui alle famiglie, estesa alle famiglie con bassa affidabilità creditizia, i cosiddetti debitori *subprime* (14). L'aumento dell'offerta di mutui è stato anche facilitato dalla politica della Ame-

(14) Secondo la definizione più accreditata, quella dell'*Interagency Expanded Guidance for Subprime Lending Programs*, sono clienti subprime i soggetti con almeno una delle seguenti caratteristiche: (i) almeno due ritardi maggiori di 30 giorni nei pagamenti delle rate del mutuo negli ultimi 12 mesi; (ii) almeno un ritardo maggiore di 60 giorni nei pagamenti delle rate del mutuo negli ultimi 24 mesi; (iii) e-

LA BOLLA IMMOBILIARE NEGLI STATI UNITI: TASSI DI MOROSITÀ SUI MUTUI *SUBPRIME*

Grafico 3



ican Dream Downpayment Initiative del 2003. Ma quando la bolla immobiliare è scoppiata, nel 2007, i tassi di default sui mutui *subprime* sono lievitati e il sogno è diventato un incubo. Come mostra il grafico 3, nei primi anni Duemila a fronte di un tasso di morosità prossimo al 4 per cento sul totale dei mutui, quello sui mutui *subprime* oscillava tra il 10-14 per cento - con valori diversi tra mutui a tasso fisso e a tasso variabile. La breve recessione del 2001 portava i valori di morosità, rispettivamente al 5 per cento e al 14-16 per cento, ma il successivo boom dei prezzi ne ridimensionava il livello verso il 4 e il 10 per cento fino al 2005. Ma, dal 2006, lo scoppio della bolla immobiliare spingeva ancora il tasso di morosità al di sopra del 6 per cento sul totale dei mutui, mentre per i mutui *subprime*, si arrivava al 16 per cento su quelli a tasso fisso e al 22 per cento su quelli a tasso variabile. Quest'ultima tipologia di mutui risentiva anche della diffusa pratica dei *teaser rates* - tassi esca artificialmente bassi che, mediante il reset, dopo due o tre anni venivano adeguati ai tassi di mercato (es. *libor*) oggi accusati di costituire pratiche predatorie. Come ha detto il presidente della Fed Ben Bernanke (15) «pare chiaro che azioni e pratiche, da parte dei prestatori, ingiuste o tese a sviare hanno portato alla concessione di molti prestiti, particolarmente prestiti a tasso elevato, che per i debitori erano inappropriate o fuorvianti».

Lo scoppio della crisi di liquidità e gli interventi delle banche centrali

4

Il repentino aumento del tasso di morosità sui mutui *subprime* causava crescente scetticismo sulla stabilità del cosiddetto *sistema bancario ombra* statunitense (16) fino a provocare una crisi di liquidità senza precedenti. Le difficoltà sul segmento *subprime*, infatti, contagia-

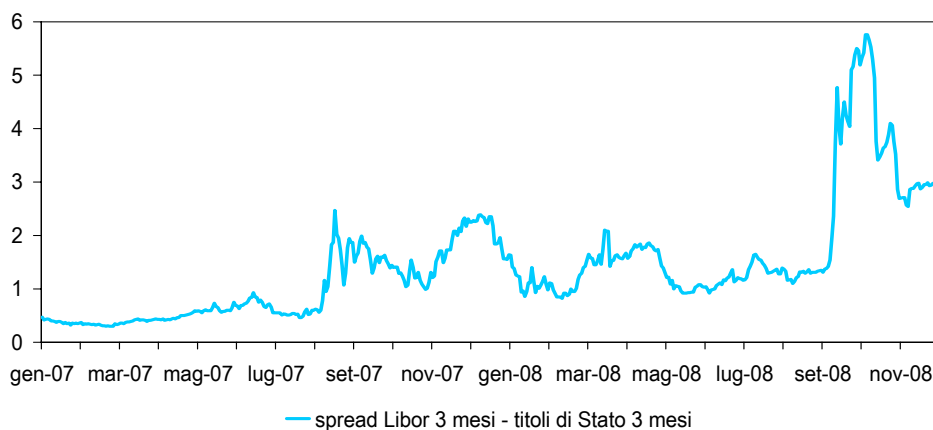
scussioni immobiliari negli ultimi 24 mesi; (iv) procedure fallimentari negli ultimi 5 anni; (v) un credit score (FICO) inferiore ai 660 punti o un rapporto rate mutuo/reddito disponibile superiore al 50 per cento.

(15) Conferenza stampa sulle modifiche regolamentari introdotte dalla Fed il 14 luglio 2008 contro il predatory lending.

(16) Il termine indica il sistema bancario ombra privo di forme di regolamentazione dove operano imprese finanziarie (SIV, SPV, conduits, investment banks, hedge funds) che si indebitano prevalentemente a breve termine per investire a lungo termine.

LA CRISI DI LIQUIDITÀ: IL RISCHIO DI CONTROPARTE SUL MERCATO INTERBANCARIO (dollaro)

Grafico 4



vano rapidamente i mercati finanziari poiché molti dei mutui insolventi, o a rischio d'insolvenza, rappresentavano infatti il flusso di pagamenti delle *Collateralized Debt Obligations* (CDO) sottoscritte da moltissimi investitori internazionali. Tra giugno e luglio 2007, a seguito dei ripetuti *downgrades* annunciati dalle maggiori agenzie di rating, il mercato perdeva la fiducia sull'effettiva capacità di stimare la probabilità di *default* delle obbligazioni CDO. E improvvisamente ci si accorgeva di non avere sufficienti informazioni per valutare correttamente il rischio di questi strumenti. Così, si arrivava al rifiuto da parte degli investitori - specie per quanto riguarda fondi di investimento e fondi *hedge* - di sottoscrivere il rinnovo delle *Asset Backed Commercial Papers* (ABCP). Il sistema bancario ombra si è trovato a questo punto nella necessità di attingere alle tradizionali linee di credito disponibili con molte banche Usa ed europee. È in questo modo che la crisi di liquidità si propagava anche alle banche commerciali, le cui difficoltà emergevano sull'interbancario, dove le controparti diventavano riluttanti a dare liquidità, temendo sviluppi inattesi del fabbisogno della stessa.

Il 9 agosto 2007 (per la cronologia completa si veda il riquadro «Cronologia dei principali eventi della crisi finanziaria 2007-2008»), tre fondi d'investimento europei venivano congelati per l'impossibilità di stabilire il valore dei titoli, legati ai mutui *subprime* Usa, nei loro portafogli. L'annuncio diffondeva il panico sui mercati finanziari internazionali segnando l'inizio ufficiale della crisi *subprime*.

Di fronte al forte aumento dei tassi d'interesse interbancari, le banche centrali intervenivano con azioni di massiccia entità: la sola Bce immetteva liquidità a brevissima scadenza per 45 miliardi di euro, cui facevano seguito altre 5 operazioni per un totale di 250 miliardi di euro.

L'obiettivo dei primi Interventi era quello di contrastare una crisi di liquidità con fattezze classiche, laddove la novità sta nelle dimensioni, ma anche nel fatto di avere origine dal sistema bancario ombra. Infatti, l'aumento del tasso di *default* sui mutui *subprime* stava innescando un problema di *funding liquidity* - che attiene la facilità con cui è possibile raccogliere denaro per l'acquisto di un'attività tramite l'emissione di obbligazioni garantite dall'attività stessa - dovuto al *mismatching* delle scadenze tra attivo (a lungo termine) e passivo (a breve se non brevissimo termine) aggravato dal manifestarsi sia del *margin risk* - quando i *primary brokers* aumentano i *margin requirements* - che del rischio di controparte (grafico 4). La concomitanza di tali fattori rendeva impossibile alle società veicolo continuare a finanziarsi tramite l'emissione di ABCP o CDO, imponendo un crescente ricorso alle linee di credito presso le banche sponsor.

CRONOLOGIA DEI PRINCIPALI EVENTI DELLA CRISI FINANZIARIA 2007-2008 [AL 4 DICEMBRE]

20 giugno 2007: due fondi hedge gestiti da Bear Stearns, fortemente esposti su strumenti finanziari collegati ai mutui *subprime*, dichiarano pesanti svalutazioni.

24 luglio 2007: Countrywide, leader dei mutui immobiliari, annuncia un netto calo degli utili e rivede al ribasso le previsioni di crescita.

30 luglio 2007: la tedesca IKB riporta massicce perdite dovute all'andamento negativo del mercato ipotecario *subprime* USA e rivela che il suo principale azionista, Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), si è fatto carico degli obblighi finanziari derivanti da linee di liquidità fornite a un veicolo.

1° agosto 2007: KfW e altre banche tedesche creano un fondo di salvataggio per 3,5 miliardi di euro in favore di IKB che continua ad accumulare ingenti perdite.

9 agosto 2007: BNP Paribas sospende i rimborsi di tre fondi di investimento a causa della marcata riduzione di liquidità su alcuni segmenti dove vengono trattati titoli strutturati. La liquidità subisce una brusca riduzione anche sul mercato interbancario dove FED e BCE devono intervenire con ampie iniezioni di liquidità.

6 settembre 2007: la BCE decide di posticipare il promesso aumento del tasso di policy e lo lascia al 4 per cento.

13 settembre 2007: Northern Rock non riesce a rinnovare le passività a breve termine e il rischio di fallimento scatena una corsa agli sportelli della banca inglese.

18 settembre 2007: la FED riduce il tasso di policy dal 5,25 al 4,75 per cento e il tasso di sconto dal 5,75 al 5,25 per cento.

24 ottobre 2007: Merrill Lynch annuncia perdite per 8,4 miliardi di dollari a causa di investimenti in CDO collegati alla crisi *subprime*.

31 ottobre 2007: la FED taglia ulteriormente il tasso di policy e quello di sconto portandoli rispettivamente al 4,5 e 5 per cento.

4 novembre 2007: Citigroup annuncia perdite tra 8 e 11 miliardi di dollari collegati alla crisi *subprime*.

11 dicembre 2007: la FED porta il tasso di policy al 4,25 per cento e il tasso di sconto al 4,75 per cento.

12 dicembre 2007: la FED annuncia la Term Auction Facility (TAF) per fornire ulteriore liquidità alle banche commerciali tramite aste periodiche.

21 gennaio 2008: la FED, con un intervento straordinario, riduce il tasso di policy al 3,5 per cento e il tasso di sconto al 4 per cento.

30 gennaio 2008: la FED riduce il tasso di policy al 3 per cento e quello di sconto al 3,5 per cento.

11 marzo 2008: la FED annuncia la *Primary Term Securities Lending Facility* per offrire titoli di Stato ai primary dealers.

15 marzo 2008: la FED riduce il tasso di policy al 2,25 per cento e quello di sconto al 2,5 per cento.

16 marzo 2008: la FED annuncia la *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF) per offrire liquidità ai primary dealers.

18 marzo 2008: la FED, con la collaborazione di JPMorgan, organizza il salvataggio di Bear Stearns.

30 aprile 2008: la FED riduce il tasso di policy al 2 per cento e quello di sconto al 2,25 per cento.

3 luglio 2008: la BCE aumenta il tasso di policy al 4,25 per cento.

11 luglio 2008: Indymac, il più grande operatore finanziario privato statunitense specializzato nei mutui immobiliari, fallisce dopo aver subito un deflusso di depositi di circa 1,3 miliardi di dollari nell'arco di 11 giorni.

13 luglio 2008: il Tesoro Usa nazionalizza i colossi dei mutui Fannie Mae e Freddie Mac.

15 settembre 2008: Lehman Brothers richiede l'amministrazione controllata (chapter 11). Bank of America acquista Merrill Lynch finita sull'orlo del fallimento.

16 settembre 2008: la FED concede un prestito di 85 miliardi di dollari a AIG in cambio del 79,9 per cento del capitale azionario. Il fallimento di Lehman congela i mercati creditizi a breve termine e molti fondi monetari vengono travolti da un'ondata di riscatti.

19 settembre 2008: H. Paulson annuncia un piano da 700 miliardi di dollari per acquistare titoli «tossici» dalle banche e rivitalizzare il settore del credito. La FED annuncia l'*ABCP Money Market Fund Liquidity Facility* a sostegno dei fondi monetari in difficoltà.

21 settembre 2008: Goldman Sachs e Morgan Stanley, le ultime due investment banks “pure” rimaste, si trasformano in banche commerciali.

29 settembre 2008: i governi di Belgio, Olanda e Lussemburgo intervengono a sostegno del gruppo finanziario Fortis; Dexia riceve aiuti pubblici per 6,4 miliardi di euro; il Governo inglese nazionalizza Bradford & Bingley.

30 settembre 2008: l'Irlanda è la prima nazione europea ad annunciare una garanzia pubblica sui debiti delle 6 maggiori banche nazionali. Nei giorni successivi, altri governi europei annunciano piani simili.

3 ottobre 2008: il piano Paulson (TARP) viene finalmente approvato.

7 ottobre 2008: la FED annuncia la *Commercial Paper Funding Facility* per sostenere il credito alle imprese.

8 ottobre 2008: sei banche centrali tra cui comprese FED, BCE e BOE, con un'azione coordinata riducono di 50 pb i tassi di policy. Il Governo inglese annuncia un piano di salvataggio per le banche in difficoltà tramite immissioni di capitale e forme di garanzia sui debiti a breve-medio termine.

11 ottobre 2008: il G7/8, riunito a Washington, annuncia un piano internazionale per ricapitalizzare le banche e riattivare i mercati monetari.

12 ottobre 2008: l'Ecofin, riunito a Parigi, stabilisce le linee guida dei piani che i singoli governi dovranno attuare per sostenere i mercati finanziari e l'economia reale.

13 ottobre 2008: i maggiori governi europei rendono effettive le indicazioni dell'Ecofin.

14 ottobre 2008: il Tesoro Usa annuncia che 250 miliardi di dollari del piano Paulson (TARP) saranno utilizzati per ricapitalizzare le banche in difficoltà.

29 ottobre 2008: la FED riduce il tasso di policy all'1 per cento e quello di sconto al 1,25 per cento.

6 novembre 2008: la BCE riduce il tasso di policy al 3,25 per cento.

12 novembre 2008: il Tesoro Usa annuncia che una parte dei fondi del piano Paulson (TARP), inizialmente stanziati per acquistare titoli tossici dalle banche, saranno invece utilizzati per sostenere il credito al consumo.

23 novembre 2008: FED, FDIC e Tesoro Usa intervengono in aiuto di Citigroup tramite iniezioni di liquidità e ulteriori garanzie su titoli tossici.

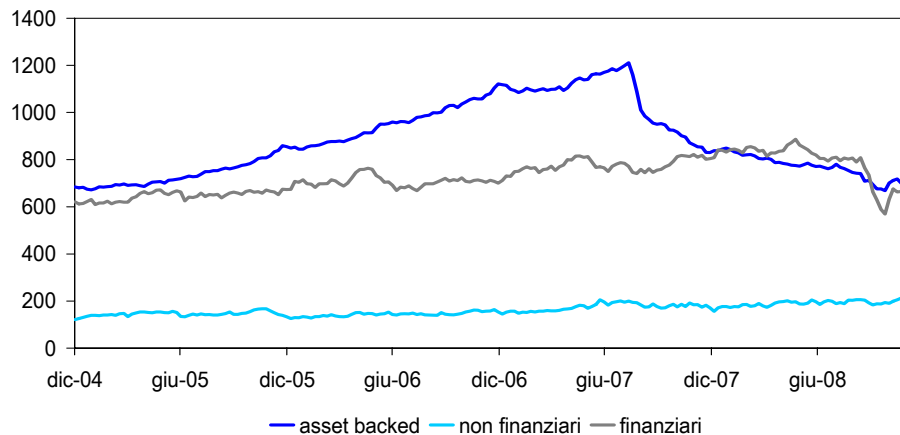
25 novembre 2008: la FED annuncia due nuove iniziative: i) 200 miliardi di dollari per acquistare titoli frutto della cartolarizzazione di nuovi prestiti erogati a piccole imprese e famiglie; ii) 500 miliardi di dollari per acquistare MBS emesse da Fannie Mae e Freddie Mac.

4 dicembre 2008: la BCE riduce il tasso di policy al 2,5 per cento.

Fonte: Bloomberg; Reuters, Financial Times; The Wall Street Journal.

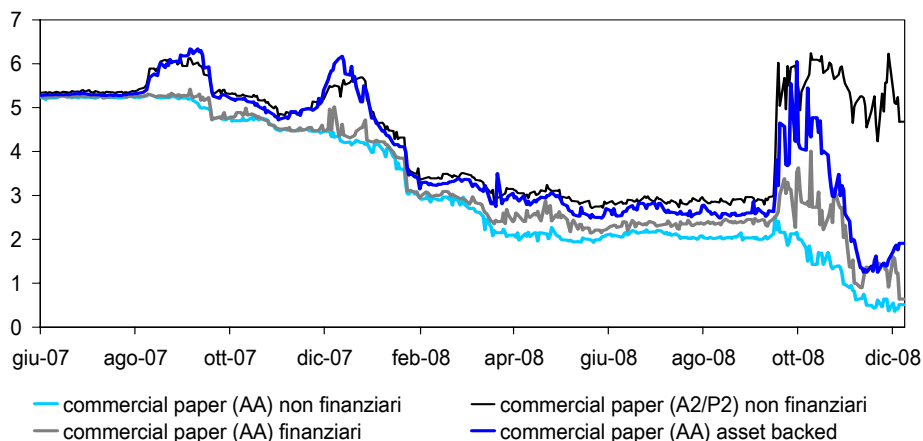
LA CRISI DI LIQUIDITÀ: IL CONGELAMENTO DELLE EMISSIONI DI ABCP (ASSET BACKED COMMERCIAL PAPER)

Grafico 5



LA CRISI DI LIQUIDITÀ: L'AUMENTO DEI TASSI DI INTERESSE SUGLI ABCP (ASSET BACKED COMMERCIAL PAPER) (tassi a 1 mese)

Grafico 6



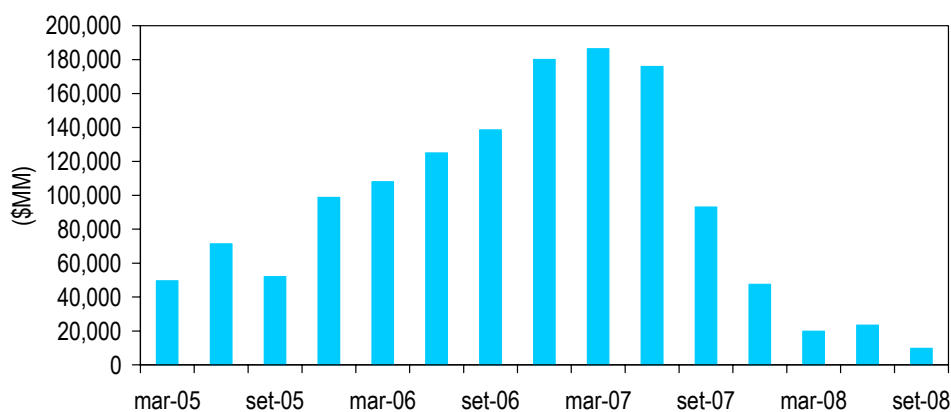
Dalla crisi di liquidità alla crisi finanziaria

5

Nonostante il massiccio supporto di liquidità delle banche centrali, il sistema finanziario statunitense ha continuato a indebolirsi e i segmenti della finanza strutturata si stavano congelando uno dopo l'altro. Sul mercato delle ABCP le emissioni crollavano (grafico 5) e, al tempo stesso i tassi di interesse lievitavano (grafico 6) e in tempi ravvicinati, anche le emissioni di CDO subivano una drastica riduzione (grafico 7). Il congelamento dei mercati della finanza strutturata imponeva l'avvio di un processo di *deleveraging* - smobilizzo dell'attivo per ridurre la leva finanziaria – che coinvolgeva banche e istituzioni finanziarie di tutto il mondo. Il *deleveraging*, a sua volta, esasperava il problema della *market liquidity* - cioè la facilità con la quale è possibile vendere un'attività senza che il suo prezzo subisca variazioni di rilievo

LA CRISI DI LIQUIDITÀ: IL CONGELAMENTO DELLE EMISSIONI DI CDO (COLLATERALIZED DEBT OBLIGATION)

Grafico 7



creando una spirale perversa in cui le perdite iniziali obbligano vendite forzate a prezzi in calo che, a loro volta, amplificano le perdite (17).

Dopo l'apparente recupero di una situazione più tranquilla a gennaio-febbraio 2008, la crisi di liquidità degenerava così in conclamata crisi finanziaria e le banche di investimento più esposte non resistevano all'ondata. La prima a soccombere è Bear Stearns, salvata a marzo da JP Morgan Chase tramite un'acquisizione pilotata dalla Fed.

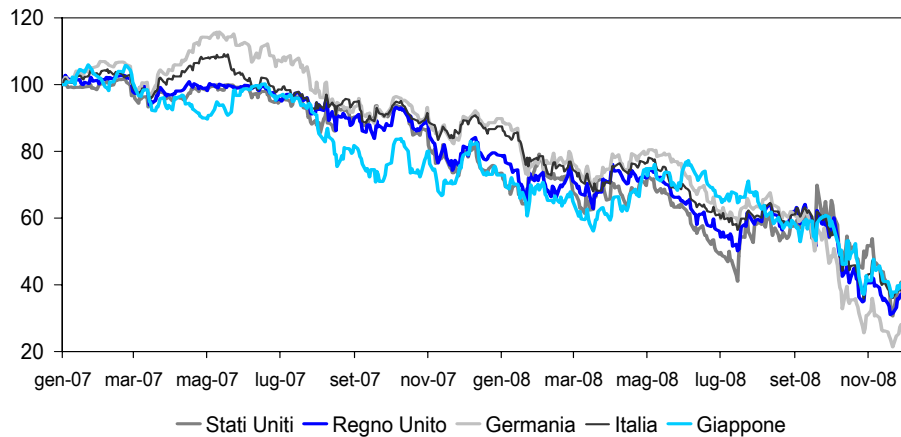
Di nuovo, vi è una fase di apparente distensione, ma il peggio deve ancora arrivare. E puntualmente arriva a settembre. Dall'inizio dell'estate cominciano ad accumularsi pressioni sulle società assicuratrici dei mutui - le due agenzie para-pubbliche Fannie Mae e Freddie Mac - alla fine costrette a ricorrere a un drastico piano di salvataggio. Ma la loro nazionalizzazione, all'inizio di settembre, non calma i mercati finanziari. Gli attacchi speculativi si incentrano su Lehman Brothers, l'istituzione a più alta leva tra le rimanenti banche di investimento. È la decisione da parte della Fed e del Tesoro di lasciar fallire Lehman Brothers a scoperciare il vaso di Pandora. Nel giro di pochi giorni tutte le banche di investimento «pure» di Wall Street scompaiono in quanto tali. Merrill Lynch viene acquistata da Bank of America e le ultime due rimaste, Goldman Sachs e Morgan Stanley, diventano banche commerciali sotto la supervisione della Fed.

Il *Ted spread* a tre mesi - lo spread tra il tasso interbancario a tre mesi Libor e il rendimento dei *T-bill* Usa - esplose, rivelando una crescita drammatica nel rischio di controparte interbancario (di nuovo grafico 4). Fino a luglio 2007, tale *spread* si era collocato attorno a 50 punti base; ad agosto 2007 era cresciuto rapidamente fino a un massimo di 250 p.b.; successivamente, sebbene caratterizzato da nuovi aumenti fino a 200 p.b. a novembre-dicembre 2007 e di nuovo a marzo 2008, il *Ted spread* si era abbassato verso i 100 p.b. grazie ai massicci interventi di liquidità delle banche centrali. Però, dopo il fallimento di Lehman Brothers il *Ted spread* schizza sopra 400 p.b. a settembre 2008 e neanche il successivo salvataggio di AIG - la compagnia assicurativa pesantemente coinvolta nel mercato

(17) Brunnermeier (2008) Deciphering the 2007-08 Liquidity and Credit Crunch, *Journal of Economic Perspectives*, 3.

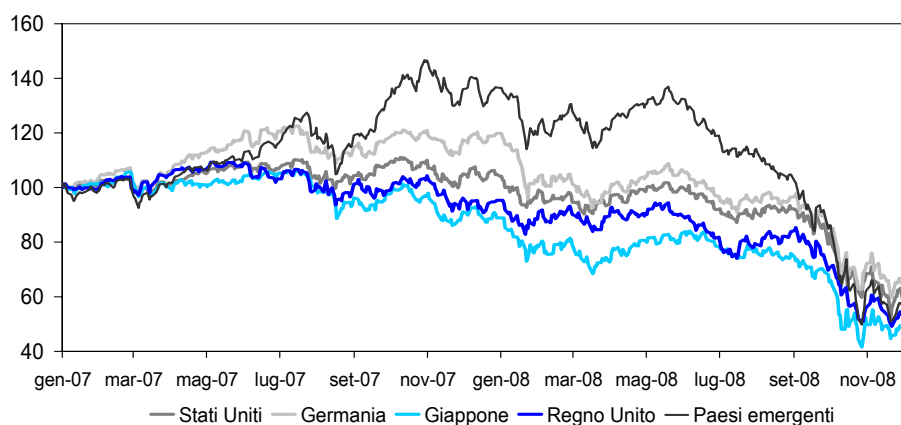
LA CRISI GLOBALE: IL CROLLO DEGLI INDICI BANCARI

Grafico 8



LA CRISI GLOBALE: PAESI SVILUPPATI vs PAESI EMERGENTI (indici azionari)

Grafico 9



dei *Credit Default Swaps* (CDS) - riusciva a calmare i mercati finanziari: che anzi si avviano ulteriormente per la mancata approvazione, il 29 settembre, del primo piano Paulson - *Troubled Assets Relief Program* (TARP) - da 700 miliardi di dollari.

Dalla crisi finanziaria statunitense alla recessione globale

6

Il contagio si allarga. La più intensa crisi finanziaria dagli anni Trenta si trasmette dall'America all'Europa e agli altri paesi sviluppati. Ovunque le azioni delle istituzioni finanziarie quotate soffrono enormi perdite, trainando al ribasso le borse (grafico 8). A deprimere profondamente gli indici azionari contribuisce la prospettiva di una recessione globale profonda e prolungata, aggravata dall'aspettativa che l'indebolimento delle banche porterà a irrigidire gli standard creditizi, generando un *credit crunch*.

Le economie emergenti, che erano state relativamente risparmiate fino ad allora, sprofondano anch'esse nella crisi (grafico 9). Le banche internazionali attuano una restrizione ai prestiti esteri e i fondi *hedge* riducono sostanzialmente la detenzione di strumenti di portafoglio legati ai mercati emergenti per affrontare le richieste di rimborso da parte degli investito-

ri e, più in generale, le esigenze di *deleveraging*.

I governi di tutto il mondo sono inevitabilmente chiamati a intervenire con urgenza. Negli Stati Uniti, dopo essere stato approvato subito dal Senato, in seconda battuta il TARP è stato approvato anche dal Congresso ed è divenuto legge. Sono perciò iniziati gli acquisti da parte del Tesoro americano delle attività «tossiche». Ma l'orientamento delle autorità si è rivelato instabile spostandosi - anche in risposta alle critiche sulla privatizzazione dei profitti e la pubblicizzazione delle perdite insita nel TARP - a favore di interventi nel capitale degli istituti oggetto di intervento. In questo modo ha preso forma il salvataggio di Citibank a fine novembre da parte di Fed, FDIC e Tesoro. I salvataggi, necessari per evitare il blocco definitivo dei mercati finanziari internazionali, vengono duramente criticati da una parte del mondo accademico che preferirebbe un modello basato sulla creazione di *bad banks*, a cui vendere gli asset tossici, simile a quello utilizzato dalla Svezia per uscire dalla crisi finanziaria di inizi anni Novanta.

In Europa i tentativi di coordinamento tra paesi membri dell'Unione europea ottengono risultati assai modesti e gli interventi rimangono su base nazionale. Negli ultimi giorni di settembre i governi del Benelux acquistano il 49 per cento del capitale della banca Fortis, il Regno Unito nazionalizza Bradford & Bingley, la Germania organizza un piano di salvataggio per Hypo Real Estate, l'Islanda nazionalizza la banca Glitnir e Dexia riceve un prestito di 6 miliardi di euro da Belgio e Francia. Gli interventi *ad hoc* non placano le ansie sui mercati e, a ottobre, i governi mettono a punto interventi di massiccia entità. Qualche esempio delle azioni più significative: l'Irlanda introduce una garanzia totale sui depositi bancari per un valore che supera i 400 miliardi di euro. Lo stesso fa la Germania mentre il Regno Unito vara un piano di salvataggio di 500 miliardi di sterline. In Italia, il governo offre una garanzia aggiuntiva sui depositi bancari, garantisce le nuove emissioni obbligazionarie degli istituti di credito e, in caso di necessità, si rende disponibile a sottoscrivere aumenti di capitale tramite azioni privilegiate. Vari governi, inoltre, si impegnano a garantire le transazioni interbancarie, nel tentativo di agire direttamente ad attenuare il rischio di controparte su questo mercato.

L'evoluzione della crisi *subprime*, da crisi di liquidità in specifici segmenti di finanza strutturata a crisi finanziaria globale con serie implicazioni sull'economia reale, ha reso necessario un veloce processo di innovazione monetaria alla Fed per poter dare sostegno a banche commerciali, *primary dealers*, *money market mutual funds*, imprese e famiglie (tavola 1). Le banche commerciali, con il *Term Discount Window Program*, possono ora estendere, fino a 90 giorni, la durata dei finanziamenti ottenuti al *discount window* e, tramite il *Term Auction Facility* (TAF), possono accedere a programmi di finanziamento in cui l'assegnazione dei fondi e il tasso d'interesse vengono stabiliti sulla base di aste periodiche. Per i *primary dealers* vengono attivati due programmi di prestito: il *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF) e il *Term Securities Lending Facility* (TSLF). Con il primo, questi intermediari possono accedere a prestiti *overnight* erogati direttamente dalla Fed; mentre, con il secondo, possono ricevere titoli di Stato dalla Fed in cambio di titoli obbligazionari privati meno liquidi. Il PDCF varato il 16 marzo 2007, molto simile al *discount window* attivo per le banche commerciali, segna l'apertura ai fondi pubblici per le *investment banks* che, prima dello scoppio della crisi, non avevano a disposizione questo tipo di agevolazione poiché non soggette alla regolamentazione della Fed.

I *money market mutual funds*, da settembre 2008, ricevono sostegno tramite l'*ABCP Money*

L'INNOVAZIONE FINANZIARIA ALLA FED

	Regular OMOs	Single-Tranche OMO Program (announced March 7, 2008)	Discount window ¹	Term Discount Window Program (announced August 17, 2007)	Term Auction Facility (announced December 12, 2007)	Primary Dealer Credit Facility (announced March 16, 2008) ²	Transitional Credit Extensions (announced September 21, 2008)	ABCP Money Market Fund Liquidity Facility (announced September 19, 2008)	Securities Lending	Term Securities Lending Facility (announced March 11, 2008) ²	Term Securities Lending Facility Options Program ⁴ (announced July 30, 2008)
Who can borrow?	Primary dealers	Primary dealers	Depository institutions	Primary credit-eligible depository institutions	Primary credit-eligible depository institutions	Primary dealers	US and London broker-dealers subsidiaries of Goldman and Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch	Depository institutions, bank holding companies, US branched and agencies of foreign banks	Primary dealers	Primary dealers	Primary dealers
What are they borrowing?	Funds	Funds	Funds	Funds	Funds	Funds	Funds	Funds	Funds	US Treasuries	US Treasuries
What collateral can be pledged?	US Treasuries agencies agency MBS ⁴	US Treasuries agencies agency MBS, but typically agency MBS	Full range of discount Window collateral	Full range of discount Window collateral	Full range of discount Window collateral	Full range of tri-party repo system collateral ^{5,6}	Full range of Discount Window collateral and triparty repo system collateral ⁶	First-tier ABCP	US Treasuries	Schedule 1: Treasuries, agencies agency MBS, Schedule 2, schedule 1-4 all investment grade debt securities ³	Schedule 2 TSLF collateral
Is there a reserve impact?	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No (loans are bond-for-bond)	No (loans are bond-for-bond)	No (loans are bond-for-bond)
What is the term of loan?	Typically, term is overnight-14 days ⁷	28 days ⁸	Typically overnight, but up to several weeks ⁹	Up to 90 days ¹⁰	28 days or 84 days	Overnight	Overnight	ABCP maturity date ¹²	Overnight	28 days	Typically 2 weeks or less ¹³
Is the prepayment allowed if term is greater than overnight?	No	No	Yes	Yes	No	N/A	N/A	No	N/A	No (loans are bond-for-bond)	No (loans are bond-for-bond)
Which Reserve Banks conduct operations?	FRBNY	FRBNY	All	All	All	FRBNY	FRBNY	FRB Boston	FRBNY	FRBNY	FRBNY
How frequently is the program accessed?	Typically once or more daily	Typically weekly	As requested (standing facility)	As requested (standing facility)	Every other week or as necessary ¹¹	As requested (standing facility)	As requested (standing facility)	As requested (standing facility)	Daily	Schedule 1: every other week Schedule 2: weekly	As necessary ¹⁴
Where are statistics reported publicly?	Temporary OMO activity ¹⁵	Temporary OMO activity ¹⁵	H4.1- Factors Affecting Reserve balances ¹⁶	H4.1- Factors Affecting Reserve balances ¹⁶	TALF Activity ¹⁵	H4.1- Factors Affecting Reserve balances ¹⁶	H4.1- Factors Affecting Reserve balances ¹⁶	H4.1- Factors Affecting Reserve balances ¹⁶	Securities lending activity ¹⁵	Term securities lending facility activity ¹⁶	Term securities lending facility activity ¹⁶

¹ Discount Windows includes primary, secondary and seasonal credit programs.

² The PDCF and TSLF will remain in operating through January 30, 2009 as announced on July 30, 2008.

³ TOP auctions are sales of options granting the right to enter into TSLF borrowing.

⁴ Reverse repos are collateralised with US treasuries.

⁵ PDCF and TSLF collateral expanded on September 14, 2008.

⁶ Includes non-US dollar denominated securities.

⁷ Open market operations are authorised for terms of up to 65 business days.

⁸ 28-days and 84 days terms may vary slightly to account for maturity dates that fall on Bank holidays

⁹ Primary credit loans are generally overnight. Loans may be granted for term beyond a few weeks to small banks, subject to additional administration

¹⁰ Maximum maturity of term increased from overnight to 30 days on August 17, 2007, and to 90 days on March 18, 2008.

¹¹ Forward selling TAF auctions announced on September 28, 2008 will be conducted in November with terms targeted to provide funding ever year-end.

¹² AMLF term has 270-day maximum

¹³ Loans are targeted to span potentially stressed financing dates, such as quarter-ends.

¹⁴ TOP auctions may be conducted on multiple dates for a single loan and may be conducted well in advance of a loan period.

¹⁵ Data only available on days when operations are conducted.

¹⁶ Data published on Thursday, as all close of business on Wednesday

Market Fund Liquidity Facility. Con questo programma le banche commerciali possono prendere a prestito dalla Fed la liquidità necessaria ad acquistare ABCP dai fondi monetari che non riescono a far fronte alle richieste di rimborso a causa della scarsa *market liquidity* sul segmento della carta commerciale. Infine, da ottobre 2008, il flusso di credito tradizionale viene sostenuto tramite due programmi, il *Commercial Paper Funding Facility* e il *Term Asset-Backed Securities Loan Facility*, che vedono la Fed impegnata ad acquistare carta commerciale e titoli cartolarizzati (ABS) di nuova emissione garantiti da prestiti erogati a imprese e famiglie.

Alle origini della crisi: gli squilibri statunitensi

7

L'economia globale è ormai entrata in recessione. C'è grande incertezza sulla profondità e durata di questo episodio di ripiegamento della crescita; specie alla luce delle ferite senza precedenti che la crisi ha inferto al sistema finanziario nel suo complesso. È inevitabile e al tempo stesso doveroso chiedersi se modelli sbagliati di politica economica abbiano contribuito al raggiungimento di una leva eccessiva di indebitamento.

8

La genesi dell'eccesso di indebitamento negli Stati Uniti è da riconnettere a diversi fattori di fondo del modello di politica economica prevalente: tra quelli primari, vi sono gli incentivi sbagliati forniti in un contesto di intensa innovazione finanziaria accompagnata da buchi regolamentari; una politica monetaria eccessivamente prodiga che trascurava i pericoli della diffusa inflazione nei prezzi delle attività e nei profitti d'impresa; un assetto inadeguato del governo della globalizzazione. Certamente, occorre constatare che mentre il volume di prodotti finanziari strutturati si andava rapidamente gonfiando, gran parte di questo processo era incentrato sulle banche di investimento la cui regolamentazione era, per usare un eufemismo, blanda. Di certo l'organizzazione su più livelli, spesso non pienamente coordinati, della regolamentazione e della supervisione - che interessava la Fed, la SEC, il *Comptroller of the Currency*, la FDIC e i singoli Stati - ha contribuito a rendere l'assetto istituzionale meno adatto a limitare l'assunzione di rischi eccessivi da parte delle istituzioni finanziarie.

9

Le agenzie di rating sono anch'esse parte del problema, per quattro aspetti principali:

- non sono stati adeguatamente valutati i rischi impliciti nelle attività strutturate. In particolare, si è mancato di considerare che problemi sistemici di liquidità avrebbero inciso sul *pricing* di queste attività;
- non è stato percepito come la trasformazione del modello bancario - da «*originate and hold*» a «*originate and distribute*», vedi oltre - avesse minato gli incentivi alla selezione e al controllo sui debitori da parte degli intermediari, risultando così in un abbassamento degli standard creditizi (cfr. oltre per l'assetto degli incentivi nei due modelli bancari);
- ci si è avventurati nell'assegnare il rating a prodotti finanziari strutturati estremamente complessi tanto da dover superare il «*marking to market*» per ricorrere al «*marking to model*». Ciò introducendo tra l'altro ipotesi non rispondenti alla realtà;
- forte è stato il conflitto di interesse di istituzioni che agivano prima come consulenti

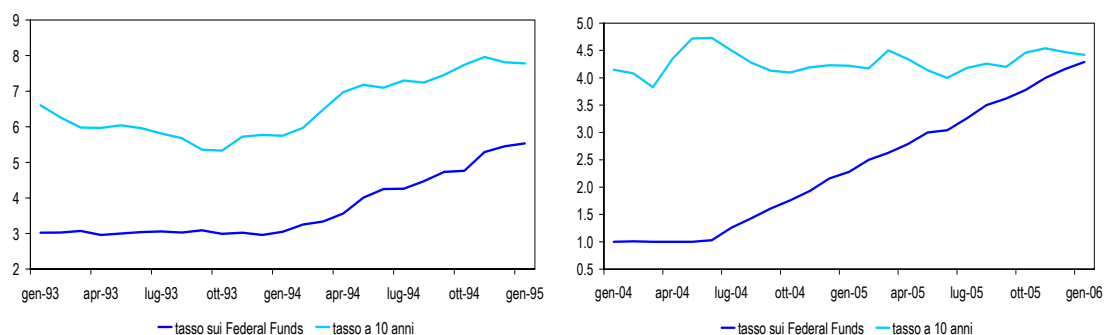
nel processo di strutturazione e poi come giudici esterni nell'assegnare il rating a quei prodotti. Conflitti di interesse mai risolti e anzi aumentati nel tempo. Si consideri ad esempio che l'area della finanza strutturata era divenuta la principale tra le loro attività - lo testimonia la composizione dei ricavi di Moody's. Altri conflitti di interesse erano collegati alla prassi che, generalmente, a pagare le commissioni per ricevere il rating sono gli emittenti - interessati ad avere un rating elevato - e non gli investitori - interessati ad avere un rating accurato. Per vedere in modo plastico la misura degli errori commessi dalle agenzie di rating basta guardare una matrice di transizione dei rating assegnati su prodotti strutturati. Quella riprodotta in tavola 2 si riferisce ai 1.544 *downgradings* di titoli garantiti da mutui residenziali operati da Standard & Poor's - l'agenzia di rating più attiva nella finanza strutturata - tra il 1° luglio e il 31 agosto 2007.

10

Dal canto suo, la Fed è apparsa a lungo troppo esitante ad agire contro il formarsi di un livello di indebitamento non sostenibile negli Usa. In questo atteggiamento di tolleranza, la Fed era confortata dalla visione accademica dominante, la quale suggerisce che le banche centrali debbano preoccuparsi solo dell'inflazione al consumo, non degli squilibri finanziari e del boom dei prezzi delle attività. Inoltre, la stretta monetaria graduale attuata da metà 2004 si era riflessa solo sul tasso a breve dei *Federal Funds* ma non aveva avuto impatto significativo sui tassi di interesse a lungo termine (grafico 10). Questo *decoupling* dei tassi a lunga - attribuito in parte all'influenza degli ampi afflussi di capitali dall'estero - sembrava implicare che una stretta monetaria aveva effetti solo modesti nel limitare la domanda aggregata (18).

TASSI A LUNGA E STRETTA MONETARIA: 1994-95 vs 2004-06

Grafico 10



Con il senno di poi, oggi questa interpretazione di una politica monetaria che deve guardare solo all'inflazione al consumo risulta insoddisfacente. Ciò anche alla luce delle considerazioni sviluppate separatamente nel capitolo su politica monetaria e globalizzazione.

(18) Wu (2006) Globalization's Effect on Interest Rates and the Yield Curve, *Federal Reserve Bank of Dallas Economic Letter* 9.

I DOWNGRADINGS DEI PRODOTTI STRUTTURATI **Tavola 2**
Standard & Poor's U.S. Residential Mortgage-backed Securities Public Rating
Actions (1° Luglio 2007 – 31 Agosto 2007)

Rating from:	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	D	TOTAL
AAA			5					3											8
AA+	12																		12
AA	6	26		1		3	1	1	1			2			2				43
AA-	1	3	5			2	7		1		1								20
A+		5	1	5			6	3	3		6	2		1	2		1		35
A		1	5	4	16		11	3	32	1	7	8		1	14	1			104
A-				1	5	3		5	13	18	10	13	9	5	31	12	12		137
BBB+					2	2	3		19	5	39	19		2	48	1	14		154
BBB						2	2	9		7	21	72	4	1	85	7	27		237
BBB-						1	2	6	1		22	48	23	7	133	30	66		339
BB+										1		19	5	10	63	4	80		182
BB									1	2	9		6	2	92	12	89		213
BB-											1				9	2	28		40
B+												1	2				10		13
B													1	2		12	98	3	116
B-																	20	1	21
CCC																		19	19
D																			0
TOTAL	19	35	16	11	23	13	32	27	74	34	116	184	50	31	479	81	445	23	1693

Ma, anche assumendo che la politica monetaria fosse effettivamente inefficace a governare la domanda aggregata influenzando i tassi a lunga, è chiaro che tenere i tassi a breve molto bassi per molti anni ha contribuito ad accrescere il problema della trasformazione delle scadenze da parte degli intermediari finanziari.

11

Più in dettaglio, prima della crisi le banche di investimento sono arrivate a dipendere per circa il 25 per cento della propria provvista da pronti contro termine *overnight*; un altro 15 per cento circa era fornito da ABCP a tre mesi. Le scadenze degli attivi erano invece più lunghe. Il motivo di questo forte squilibrio sulla provvista a breve e brevissimo termine va ritrovato proprio nei bassi tassi a breve che rendevano questa forma di raccolta più conveniente. Perciò, la politica monetaria troppo rilassata è stata di sicuro una parte del problema.

12

Un altro fattore primario strettamente associato alla vertiginosa crescita dell'indebitamento è stato l'accumulo di un ampio squilibrio delle partite correnti statunitensi nei confronti del resto del mondo. Anche la misura di questo fenomeno è stata senza precedenti e le sollecitazioni a un suo aggiustamento sono rimaste assenti o troppo deboli per diversi anni, nonostante il notevole deprezzamento da parte del dollaro.

Mentre molti commentatori richiamavano ripetutamente l'attenzione sui pericoli inerenti a squilibri globali protratti, previsioni di crescita ottimistiche, ampi flussi di capitali internazionali, credito facile e la bassa volatilità contribuivano nel loro assieme a ridurre la percezione del rischio e a reprimere il senso dell'urgenza tra i *policymakers* e tra gli attori del mercato nell'affrontare queste minacce potenziali.

Gli attori della crisi

13

Possiamo quindi riassumere le cause macroeconomiche della crisi nei seguenti fattori:

- gli effetti ricchezza favoriti dalla bolla immobiliare, che hanno artificiosamente spinto il consumo delle famiglie americane;
- lo squilibrio esterno e l'indebolimento dell'efficacia della politica monetaria sui tassi a lunga; la trasformazione delle scadenze e le fragilità sul fronte della liquidità, specie nel sistema bancario ombra;
- i problemi di avvitamento ciclico posti dal *deleveraging*.

Accanto a questi elementi hanno svolto un ruolo importante aspetti più squisitamente microeconomici, attinenti in primo luogo alla questione degli incentivi prodotti dal nuovo modello di business bancario.

14

Con il passaggio dal modello «*originate and hold*» a quello «*originate and distribute*» gli incentivi si sono radicalmente modificati (tavola 3). Nel momento in cui il processo di concessione del credito si trasforma nell'erogazione di una *commodity* - cosa che avviene quando, con l'avvento del modello «*originate and distribute*», il credito viene concesso sulla base della legge dei grandi numeri e il supporto di informazioni solo *hard* mentre viene svilita la relazione tra banca e debitore - si mette in moto una riorganizzazione del processo produttivo creditizio in cui l'obiettivo di contenere i costi porta, tra l'altro, a esternalizzare il rapporto con la clientela, basandosi sempre più su reti di brokers piuttosto che sugli sportelli bancari fisici. Ciò introduce, tra l'altro, un problema di diffusione di pratiche scorrette e/o predatorie nei confronti della clientela. Ma il problema principale ha a che vedere con il sottoinvestimento informativo che si genera nel modello «*originate and distribute*». Nel modello «*originate and hold*» l'intermediario creditizio ha tutti gli incentivi a raccogliere informazioni sul cliente e a usare con zelo la relazione che si instaura. Ne risulta che dal processo di selezione e monitoraggio la banca genera un flusso di informazioni preziose per il corretto classamento del debitore e per impartire a quest'ultimo gli incentivi necessari a evitare comportamenti opportunistici.

15

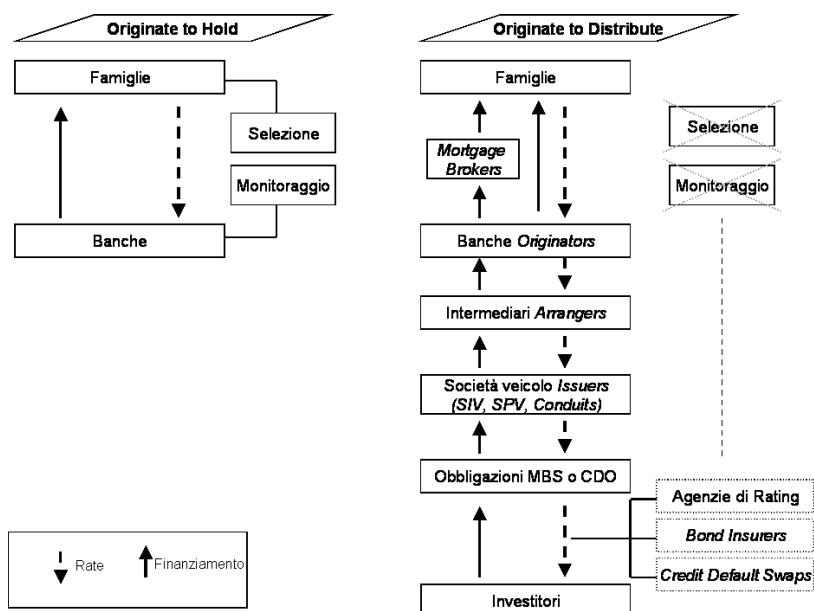
Tutto ciò viene meno una volta che si passa al modello «*originate and distribute*» in cui la possibilità di vendere i prestiti erogati azzerava gli incentivi a raccogliere informazioni di natura *soft* e crea i presupposti per comportamenti di azzardo morale (19). Ricapitoliamo schematicamente come funziona il nuovo assetto. In questo modello, all'inizio del processo, le banche *originators* erogano mutui che, nel giro di 3-6 mesi, vengono venduti a operatori finanziari specializzati (*arrangers*). Questi, una volta assemblato un portafoglio sufficientemente ampio, lo vendono a una società veicolo che si finanzia tramite l'emissione di varie tipologie di strumenti finanziari (ABCP, MBS o CDO), i cui flussi di cassa sono direttamente collegati

(19) Dell'Ariccia, Igan e Laeven (2008) *Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market*, CEPR Discussion Paper 6683 e Mian e Sufi (2008) *The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the 2007 Mortgage Default Crisis*, University of Chicago Working Paper.

I DUE MODELLI BANCARI:

«ORIGINATE AND HOLD» vs «ORIGINATE AND DISTRIBUTE»

Tavola 3



alle rate dei mutui cartolarizzati (20). Gli investitori finali, troppo lontani dalle famiglie e in possesso di strumenti molto complessi, non possono esercitare efficaci attività di selezione e monitoraggio cosicché per avere almeno un indicatore sintetico della rischiosità dell'operazione, sono costretti a far affidamento sui giudizi emessi dalle agenzie di rating. Per coprirsi dal rischio di default, vengono sottoscritti contratti assicurativi con imprese all'uopo specializzate (*monolines* e *bond insurers*) o si stipulano *credit default swaps* su mercati non regolamentati. Strategie che, come i fatti hanno mostrato e come la teoria ha mancato di anticipare, sono efficaci solo se, in caso di default del veicolo, la controparte ha un patrimonio sufficiente ad adempiere i propri obblighi (vedi Lehman e AIG).

16

In effetti, le cartolarizzazioni sono diventate lo standard nel finanziamento dei mutui immobiliari - e anche in ampia parte degli altri prestiti. Secondo i calcoli di Shin (21), grazie alle cartolarizzazioni, il finanziamento offerto dal mercato finanziario ai mutui immobiliari aveva superato quello offerto dalle banche già dal 1991 e il divario tra le due componenti si era andato espandendo.

E, per tornare alla causa prossima che ha fatto scoppiare la crisi in corso, i mutui *subprime* - così come i mutui *alternative-A*, cioè quelli che vanno a soggetti che dichiarano di avere standard creditizi elevati ma sono sprovvisti della necessaria documentazione, dunque

(20) Ashcraft e Schuermann (2008) Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports 318.

(21) Shin (2008) Crisis on Wall Street, Conference at Princeton University (Settembre 2008).

EROGAZIONI E CARTOLARIZZAZIONI PER VARIE CLASSI DI MUTUI

Tavola 4

(miliardi di dollari)

	Mutui Subprime			Mutui Alt-A			Mutui Jumbo			Mutui emessi da GSE (*)		
	Emissioni	Cartolariz- zazioni	Rapporto	Emissioni	Cartolariz- zazioni	Rapporto	Emissioni	Cartolariz- zazioni	Rapporto	Emissioni	Cartolariz- zazioni	Rapporto
	(a)	(b)	(a/b)	(a)	(b)	(a/b)	(a)	(b)	(a/b)	(a)	(b)	(a/b)
2001	190	87	46%	60	11	19%	430	142	33%	1.433	1.087	76%
2002	231	123	53%	68	54	79%	576	172	30%	1.898	1.443	76%
2003	335	195	58%	85	74	87%	655	238	36%	2.690	2.131	79%
2004	540	363	67%	200	159	79%	515	233	45%	1.345	1.019	76%
2005	625	465	74%	380	332	87%	570	281	49%	1.180	965	82%
2006	600	449	75%	400	366	91%	480	219	46%	1.040	905	87%

*: Prevalentemente Fannie Mae e Freddie Mac
Fonte: Ashcraft A. and T. Schuermann (2007)

anch'essi piuttosto rischiosi – sono stati associati sempre più a cartolarizzazioni. Se nel 2001 solo il 46 per cento (19 per cento) del flusso di nuovi mutui *subprime* (alternative-A) veniva cartolarizzato, prima dell'inizio della crisi la percentuale cartolarizzata era salita al 75 per cento (91 per cento) nel 2006 (tavola 4).

17

Ma se è possibile mettere in linea ex-post i diversi fattori di accumulo della crisi, ci si deve chiedere se quest'ultima fosse anche prevedibile ex-ante. Se, in altre parole, si è incorsi in una sfortunata combinazione di shock esogeni non anticipabili, o se piuttosto abbiano prevalso elementi di natura endogena che un corretto modello di politica economica avrebbe consentito di controllare. La risposta sembra dover pendere verso questa seconda soluzione, dal momento che la crisi finanziaria odierna, come abbiamo già notato, si caratterizza per la sua dimensione ma non è affatto sorprendente alla luce dei molti casi di default già osservati in anni recenti. Basta a questo riguardo tornare con la mente alla crisi asiatica del 1997 e agli eventi dell'estate 1998. Ciò non solo perché la crisi asiatica, prima di quella attuale, era stata la principale crisi sistemica dopo quella degli anni Trenta, ma perché essa trovò origine in un eccesso di indebitamento e precipitò a motivo della vulnerabilità del castello della finanza strutturata di fronte a eventi estremi.

18

Allo stesso tempo, la crisi asiatica resta un esempio chiarissimo della subitanità con cui il clima di fiducia sui mercati finanziari può invertirsi. Inversione che trovò allora rappresentazione all'inizio del settembre 1998, quando alla crisi asiatica già esplosa e irrisolta per oltre un anno si venne ad aggiungere la formidabile bordata del default russo e le prospettive di crisi in Brasile. Avvenne così che grandi investitori che per molti anni - fino a poco prima incuranti degli ammonimenti che spesso erano stati lanciati - avevano fatto a gara in una sfrenata rincorsa a inviare i risparmi del mondo verso le tigri asiatiche, cominciarono a guardare alle istituzioni finanziarie internazionali - fino a quel momento prima considerate del tut-

to irrilevanti - come all'unico soggetto capace di restituire fiducia ai mercati internazionali, pena la loro implosione. In assenza di appropriati interventi, era ormai evidente che nessuno avrebbero comprato attività asiatiche neanche a prezzi stracciati. E, in effetti, che cosa se non un break strutturale di quelle proporzioni avrebbe potuto far (tecnicamente) fallire un mostro sacro come la Long Term Capital Management (LTCM), il fondo *hedge* creato con il coinvolgimento e le fini arti economico-finanziarie di due premi Nobel? Per la prima volta dalla Grande Crisi degli anni Trenta, i *market makers* si inginocchiavano alle istituzioni.

19

Che cosa era successo? Era accaduto che i mercati – tra il 1997 e il 1998 - avevano perso la bussola e, con il beneficio d'inventario, le istituzioni internazionali avevano contribuito involontariamente ad aggravare i problemi, applicando ricette deflazionistiche in una situazione di crisi generalizzata del debito. Così, la crisi iniziale della Thailandia si era propagata per contagio alla Corea e all'Indonesia, in minor misura alla Malesia e alle Filippine; aveva interessato persino Hong Kong, Singapore e Taiwan, fino a lambire il Giappone e persino la Cina, al tempo ancora protetta da controlli a tenuta stagna ai flussi di capitale. Quasi tutte le regolarità statistiche osservate in precedenza nei prezzi delle attività dei paesi emergenti erano saltate per lo *stampede* che si era verificato. Fu così che gli algoritmi di Merton e Scholes vennero gabbati e solo la liquidità di Greenspan salvò LTCM e arginò l'incendio, poi domato qualche tempo dopo (22).

20

La *debacle* di quei sofisticati algoritmi derivò allora dal fatto che la finanza internazionale si trovò a patire un evento estremo, un evento da coda grassa della distribuzione che quegli algoritmi non erano in grado di cogliere. Il panico improvviso degli investitori e degli intermediari finanziari determinò così un *flight to quality* che comportava l'abbandono immediato di tutte le attività rischiose per concentrare gli investimenti sui titoli di stato. La fuga dal rischio rese illiquidi tutti gli altri segmenti finanziari, in particolare quelli della finanza strutturata. Chi, come LTCM, aveva scommesso su strategie di arbitraggio che ipotizzavano il restringersi degli spread tra gli altri titoli e i titoli di stato era arrivato al capolinea: stava accadendo l'esatto contrario.

21

A ben guardare, la crisi di LTCM racchiudeva *in nuce* tutti gli insegnamenti necessari per evitare quello che sarebbe successo dieci anni dopo. Un grande intermediario appartenente al sistema bancario ombra, a causa di una leva finanziaria che nei momenti più critici arrivava a 100 e con strategie di investimento talmente sofisticate che ci vollero settimane agli esperti inviati dalla Fed e dalle banche d'investimento per capire quale fosse il valore di quei contratti, stava producendo danni sistemici a causa della situazione di illiquidità che si era venuta a creare. La Fed fu costretta a intervenire; ma lungi dal trarre l'ovvia lezione dall'episodio (fare in modo che nessuna singola istituzione privata tornasse a generare ri-

(22) Per un'analisi attenta dei successi iniziali e del successivo fallimento di LTCM, cfr. Lowenstein (2001) *When Genius Failed. The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*, Fourth Estate, Londra.

schi sistemici per i mercati finanziari) il modello di politica economica adottato ha prodotto un gigantesco problema di azzardo morale. Fu permesso ai mercati di incorporare nelle proprie aspettative un Greenspan *put*, vale a dire che quando le cose fossero andate male ci sarebbe comunque stato un salvataggio da parte della banca centrale. E, in effetti, così accadde all'indomani dello scoppio della bolla dot.com. La storia sarebbe stata probabilmente diversa se si fosse stati capaci di considerare il salvataggio di LTCM come il canto del cigno di un modello di politica economica catturato dalle istanze delle banche di investimento di Wall Street. Ironia della sorte, la banca d'investimento Bear Stearns - che nel 1998 era stata l'unica a opporsi al salvataggio di LTCM - è stata la prima a pagare il conto dieci anni dopo.

LA PERCEZIONE DELLA CRISI NEL GIUDIZIO DEGLI OPERATORI ECONOMICI

Introduzione

La crisi economico-finanziaria globale ha dato avvio a un ampio dibattito sui possibili rimedi che possono essere adottati per rendere meno grave il dispiegarsi degli eventi. Non sempre però le idee collimano. E non tutti gli economisti giudicano allo stesso modo gli avvenimenti accaduti negli ultimi 16 mesi.

Al fine di comprendere se ci sia un idem sentire in merito alle cause e ai rimedi della crisi o almeno per riuscire a trovare qualche punto di convergenza tra le diverse analisi, l'Università di Bari ha elaborato un questionario sottoposto tramite internet alle Università di tutto il mondo (1). In particolare, il questionario è stato inviato a professori e ricercatori dei più importanti dipartimenti di economia e finanza, ad analisti finanziari e ricercatori operanti nei centri di ricerca di primarie istituzioni finanziarie, agenzie di rating ed a giornalisti finanziari. Le risposte pervenute, in totale 772 (2), forniscono una visione ad ampio spettro della percezione della crisi. La numerosità del campione consente di confrontare i risultati provenienti dalle diverse parti del mondo per cogliere le differenti sfumature interpretative dell'attuale situazione economico-finanziaria.

In questo riquadro ci soffermeremo su alcune domande (il questionario ne comprende più di 45) illustrando alcuni dati aggregati.

Struttura del questionario

Il questionario è suddiviso in otto sezioni.

La prima è focalizzata sui fattori che hanno contribuito alla crisi. Si esaminano molteplici aspetti e si chiede agli intervistati di indicare la rilevanza di ciascun fattore nel determinare la crisi. Inoltre, abbiamo chiesto anche di indicare il periodo in cui la situazione finanziaria tornerà alla normalità. Questa parte sarà esaminata nel rapporto e potremo osservare in dettaglio i risultati emersi.

Con la seconda parte si cerca di comprendere se c'è una convergenza di idee sulla bontà delle misure messe in campo dalle autorità. Si è voluto capire se le azioni e i piani di intervento progettati e attuati negli ultimi mesi dai governi e dalle banche centrali hanno incontrato o meno il favore degli economisti intervistati.

La terza sezione si focalizza brevemente sulle possibili misure da adottare per prevenire il manifestarsi di ulteriori crisi in futuro (Si chiede un giudizio su una più attenta regolamentazione delle agenzie di rating, sulla elaborazione di un accordo Basilea 3 e su misure più stringenti sull'operato e sulla remunerazione dei managers).

Nella quarta sezione abbiamo chiesto agli intervistati se la crisi dei mutui *subprime* sia stata generata dalla politica monetaria della Federal Reserve o se c'è una maggiore responsabilità dei mercati finanziari (uso eccessivo dei derivati, speculazione, cattiva gestione delle imprese finanziarie e così via).

(1) Il questionario è stato inviato a partire dal giorno 28 ottobre 2008 con due ulteriori invii effettuati nei successivi due martedì (4 e 11 novembre 2008). L'ultimo questionario è stato ricevuto il giorno 4 dicembre 2008. Abbiamo ricevuto risposte da economisti di 42 nazioni.

(2) Sono pervenute 712 risposte da parte di professori e ricercatori universitari, 52 risposte da parte di analisti finanziari e 8 risposte da parte di giornalisti.

Nella quarta sezione abbiamo chiesto agli intervistati se la crisi dei mutui *subprime* sia stata generata dalla politica monetaria della Federal Reserve o se c'è una maggiore responsabilità dei mercati finanziari (uso eccessivo dei derivati, speculazione, cattiva gestione delle imprese finanziarie e così via).

La quinta sezione chiedeva agli intervistati di esprimere il loro livello di consenso rispetto a cinque affermazioni da noi proposte, tutte incentrate sul modo in cui le autorità devono comportarsi in questo scenario e sul ruolo avuto dal fallimento di Lehman Brothers nel condizionare lo svolgersi della crisi.

La sesta sezione si sofferma sulle politiche della Banca centrale europea e della Federal Reserve sottoponendo agli economisti la stessa serie di domande per le due autorità. In tal modo si può capire quale sia il consensus attorno alle due istituzioni. Anche le risposte di questa sezione verranno esaminate in questo rapporto.

La settima parte del questionario è focalizzata su ciò che potrà accadere al termine della crisi. Gli intervistati hanno espresso il loro giudizio sulle diverse opzioni indicate. Tra le altre vi erano le seguenti domande: «il dollaro avrà ancora un ruolo guida?», «le nazioni emergenti vedranno ridurre le loro performance di crescita?», «il ruolo dello Stato in economia crescerà?».

L'ultima sezione è composta da tre domande aperte. La prima chiede all'intervistato se la Fed avrebbe dovuto comportarsi in modo diverso nei confronti della bolla immobiliare. La seconda chiede un parere sul coordinamento internazionale delle banche centrali e se questo coordinamento sarà desiderabile anche in tempi meno travagliati. Con l'ultima domanda aperta abbiamo voluto conoscere le opinioni sulla possibilità di creare un'istituzione internazionale con poteri regolatori sull'operatività del sistema finanziario.

LE RISPOSTE

I fattori che hanno contribuito alla crisi

La prima domanda posta agli intervistati era incentrata sui fattori che hanno provocato la crisi. L'intervistato doveva indicare con una «X» il livello di importanza di ogni fattore, in una scala da 1 a 5 (3). I dati sono stati poi aggregati calcolando, per ogni fattore, la media ponderata con il numero di risposte ricevute (non sono state calcolate le risposte «*I don't know*», vedi la nota 2). Più il valore della media è vicino a 5 più quel fattore ha rivestito un ruolo chiave (*key role*). Al contrario, più vicino a 1 è il valore della media delle risposte più quel fattore ha ricoperto un ruolo marginale o nullo nello scatenare l'attuale crisi finanziaria.

Le risposte delineano un quadro ben preciso. Nel questionario abbiamo proposto ben 13 fattori. Di questi, cinque hanno registrato una media superiore a 4 e due una media inferiore a 2,50. Gli altri sei hanno una media compresa tra 3,63 e 3,83 (tavola A).

Il fattore che ha ottenuto il voto più elevato (4,45), e quindi quello che è ritenuto fondamentale come fattore che ha contribuito a scatenare la crisi, è la «crescente quota di mutui accordati a debitori con basso merito creditizio nel corso degli anni 2000». Quindi, la diffusione dei mutui *subprime* sembra ricoprire un ruolo chiave tra i fattori che hanno provocato la crisi.

Come ci si aspetterebbe, anche il fattore «bolla immobiliare» raggiunge un valore pressoché identico. Le due domande erano volutamente affini. L'aver riscontrato valori elevati per entrambi evidenzia come il mercato immobiliare sia ritenuto il fulcro di questa crisi.

(3) Per ogni fattore indicato nella survey, l'intervistato doveva indicarne l'importanza ricoperta nel contribuire a generare la crisi. Le opzioni erano cinque: «no role»-1, «marginal role»-2, «some role» 3, «important role» -4 e «key role»-5. Era presente anche l'opzione «I don't know».

**RISPOSTE ALLA DOMANDA 1:
FATTORI CHE HANNO CONTRIBUITO ALLA CRISI DEL CREDITO**

Tavola A

Fattore	Media*
The increasing share of approvals of mortgages to borrowers with low credit ratings (subprime mortgages) in the 2000s	4,45
The housing market bubble	4,32
The wide use and international diffusion of mortgage linked derivative instruments such as ABS (Asset Backed Securities) and CDO (Collateralized Debt Obligations)	4,28
A regulation inadequate to keep pace with the deep and fast financial innovation	4,27
The misleading quantification (by rating agencies) of derivative instruments' counterpart and liquidity risks	4,22
Low capitalization of banks and financial intermediaries with respect to the risks taken by them	3,83
Too aggressive earning policy by bank and financial system management	3,75
Easy monetary policy by the Fed in the early 2000s	3,73
The fragmentation (among various authorities) of the surveillance system in the US	3,64
Moral hazard by the mortgage formerly state owned insurers (i.e. Fannie Mae, Freddie Mac)	3,64
Moral hazard by financial/insurance firms too big to fail (i.e. Bear Stearns, AIG)	3,63
Changes of the monetary policy stance by the Fed in the 2000s (e.g. the strong variability of the Federal Funds rate)	2,32
Tight monetary policy by the Fed before the subprime crisis (in 2005-06)	2,21

*Il valore della media è compreso tra 1 e 5.

Fonte: Survey internazionale "International Crisis" condotta da Antonio Forte e Giovanni Pesce.

Le altre tre opzioni che hanno ricevuto una media superiore a 4 sono legate al mercato finanziario. Le risposte hanno evidenziato che probabilmente vi è stato un uso eccessivo di prodotti finanziari altamente innovativi. La diffusione di titoli come gli ABS (*Asset Backed Securities*) e i CDO (*Collateralized Debt Obligations*) è valutato dagli intervistati come un fattore d'instabilità, anche perché non adeguatamente regolamentato. Questi due fattori (titoli innovativi e mancanza di regolamentazione) vanno considerati insieme. Diffusione di strumenti finanziari troppo elaborati e innovativi e regolamentazione non adeguata hanno permesso la diffusione del rischio dagli Stati Uniti al resto del mondo. Questo processo è stato favorito, e qui ci riferiamo al quinto fattore (tavola A), da un errata valutazione del rischio di controparte e del rischio di liquidità fornita al mercato dalle agenzie di rating.

Dopo questi primi cinque fattori, che risultano essere i più importanti alla luce delle risposte raccolte, troviamo altre sei opzioni con una media di voto abbastanza simile. Tutti questi sei fattori hanno una media superiore a 3,5. Quindi, secondo l'opinione dei 772 intervistati questi sei fattori hanno ricoperto un ruolo relativamente importante nello scenario della crisi. In questo gruppo rientrano la bassa capitalizzazione delle banche, le politiche troppo aggressive adottate dalle banche e dal sistema finanziario, la frammentazione del sistema di sorveglianza statunitense e il *moral hazard* di diverse istituzioni finanziarie. Tra di esse c'è anche la politica monetaria espansiva della Federal Reserve attuata nei primi anni di questo decennio (dopo lo scoppio della bolla dot.com e gli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001).

Un ruolo decisamente minore lo rivestono due opzioni che riguardano la politica monetaria della Fed. A giudizio degli intervistati, l'aver manovrato molto i tassi d'interesse nel corso degli ultimi anni e l'aver attuato una politica monetaria restrittiva negli anni 2005-2006 ha contribuito in misura solo marginale al manifestarsi della crisi finanziaria.

Il giudizio sull'operato delle banche centrali

L'indagine indaga anche sulla la percezione degli intervistati in merito all'operato delle banche centrali. Abbiamo deciso di soffermarci in particolare sulle politiche della Federal Reserve e della Bce.

In questo rapporto ci soffermiamo sul giudizio globale espresso dagli intervistati (4). Però, per rendere più completa e articolata l'analisi forniamo un risultato suddiviso per aree. Il campione è stato suddiviso in sei aree geografiche: area euro – AE (Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Olanda, Portogallo, Slovenia, Spagna. 219 risposte), Asia (Australia, Cina, Hong Kong, India, Israele, Malesia, Nuova Zelanda, Singapore, Taiwan, Turchia, Emirati Arabi Uniti. 65 risposte), Stati Uniti (297 risposte), Nazioni europee emergenti – NEE (Estonia, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Slovacchia, Ungheria. 20 risposte), altre nazioni del continente americano – Oam (Argentina, Brasile, Canada, Cile, Colombia, Messico. 62 risposte), Regno Unito e paesi scandinavi – UKSC (Regno Unito, Danimarca, Islanda, Norvegia, Svezia. 96 risposte) (5). In tal modo si possono confrontare i giudizi espressi da aree con configurazioni di mercato diverse e con diversi legami storici e culturali con le due banche centrali.

In questo caso, più il valore medio è vicino al 100 per cento migliore è il giudizio sull'operato della banca centrale. Nella tavola B sono riportati i giudizi complessivi sulle due banche centrali suddivisi per aree.

Ci si aspettava di registrare un giudizio migliore per la Bce rispetto alla Fed nell'area euro e, al contrario, un giudizio migliore per la Fed rispetto alla Bce negli Stati Uniti. Così non è stato. Negli Stati Uniti il voto sull'operato della Federal Reserve non supera la soglia del 50 per cento. Nell'area euro la Bce ottiene invece una percentuale superiore al 50 per cento.

In tre aree la valutazione è migliore per la Bce e in altre tre è migliore per la Fed. La Bce in cinque aree ottiene un voto superiore al 50 per cento (Asia, area euro, Nazioni europee emergenti, Altre nazioni del continente americano, Regno Unito con paesi scandinavi). La Fed, invece, registra percentuali superiori al 50 per cento in tre aree (Nazioni europee emergenti, Altre nazioni del continente americano e Regno Unito con paesi scandinavi).

(4) Nel questionario gli intervistati dovevano giudicare l'ottimalità delle azioni delle due banche centrali. Si poteva scegliere tra 5 opzioni (1=0 per cento, 2=25 per cento, 3=50 per cento, 4=75 per cento e 5=100 per cento) per indicare quanto si era d'accordo con le scelte della Fed e della Bce in merito a 4 diversi ambiti: «interest rate policy», «regulatory and surveillance policy», «liquidity (and bail out) policy» e «communication policy». In questo rapporto presentiamo un semplice indice di gradimento globale dell'operato delle due banche centrali ottenuto come media globale dei voti ottenuti dalle banche nei suddetti 4 ambiti.

(5) Da questa classificazione sono state escluse due nazioni: la Svizzera (12 risposte) e il Sud Africa (1 risposta). La ragione di tale esclusione risiede nelle caratteristiche peculiari dei due Paesi che li rende di difficile collocazione nelle aree considerate. Queste due nazioni, però, rientrano nel computo totale.

**GIUDIZIO GLOBALE SULL'OPERATO DELLA FEDERAL RESERVE
E DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA**

Tavola B

Area di riferimento	Federal Reserve	Banca Centrale Europea
Asia	49,77%	54,75%
Area euro	48,91%	53,58%
USA	49,23%	46,48%
NEE	50,60%	59,34%
Oam	55,45%	54,84%
UKSC	54,95%	53,86%
Totale	50,54%	52,06%

Fonte: Survey internazionale «International Crisis» condotta da Antonio Forte e Giovanni Pesce.

L'operato della Bce viene giudicato in modo migliore rispetto a quello della Federal Reserve in Asia, nelle Nazioni europee emergenti e, come detto, nell'area euro. La Fed ottiene un risultato migliore della Bce negli Stati Uniti, negli altri paesi del continente americano e nel gruppo Regno Unito – paesi scandinavi.

La media generale, che considera tutti gli intervistati indistintamente, vede prevalere la Bce, ma la differenza tra le due istituzioni è molto limitata.

La fine della crisi

Una domanda di particolare interesse riguarda la percezione sulla durata della crisi. Per questo motivo abbiamo chiesto agli intervistati di esprimere un'opinione su quando finirà la crisi, ristabilendo così una situazione finanziaria normale. Erano disponibili sette opzioni («end of 2008», «first half of 2009», «second half of 2009», «first half of 2010», «second half of 2010», «2011», «I don't know»). Anche in questo caso forniamo i dati suddivisi per area.

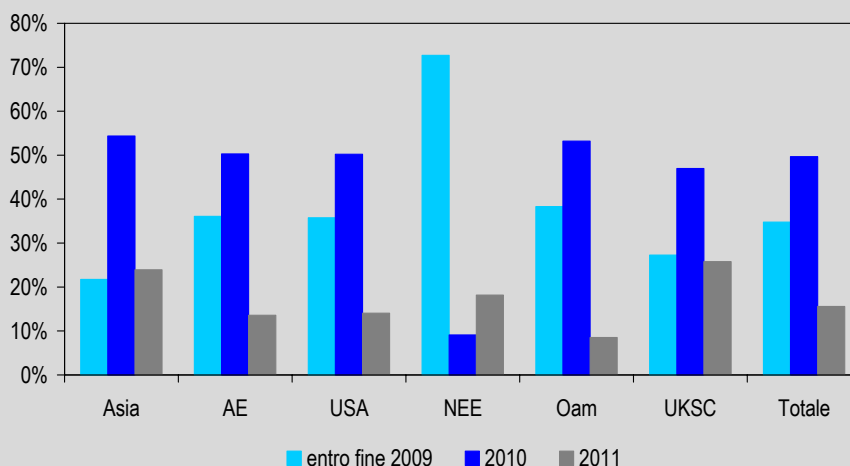
Per rendere più semplice la lettura dei dati li abbiamo aggregati in tre periodi: entro il 2009 («end of 2008»+«first half of 2009»+«second half of 2009»), 2010 («first half of 2010»+«second half of 2010») e 2011. Le percentuali mostrate nel grafico sono al netto delle risposte «I don't know». La suddivisione per aree geografiche è la stessa del paragrafo precedente.

Circa il 50 per cento del totale ritiene che la crisi terminerà nel 2010. Il 34,75 per cento ha segnato una tra le prime tre opzioni (2008, prima metà 2009, seconda metà 2009). Il 15,57 per cento ritiene che una situazione di normalità verrà ristabilita solo nel 2011. Da questi dati emerge in modo evidente che la maggior parte degli intervistati ritiene che la crisi si protrarrà per tutto il 2009. Solo nel 2010 ci sarebbe una normalizzazione della situazione economico-finanziaria. Inoltre, non è marginale il fatto che ben il 15 per cento degli intervistati ritenga che la crisi si protrarrà per altri due anni.

La suddivisione per aree geografiche fa emergere due particolarità di rilievo. Gli intervistati delle nazioni europee emergenti (NEE) sono molto più ottimisti rispetto agli altri intervistati. Infatti, più del 72 per cento degli intervistati ritiene che la crisi si risolverà entro il 2009. Vi è pur sempre un 18 per cento che ha indicato il 2011, ma la distribuzione è oggettivamente molto diversa rispetto alla media generale e alle altre aree (6).

(6) Si ricorda che il gruppo NEE ha una numerosità molto limitata, solo 20 risposte.

LA FINE DELLA CRISI



I più pessimisti risiedono, invece, in Asia e nel gruppo che comprende la Gran Bretagna e le nazioni scandinave. Nel primo caso ben il 78 per cento degli intervistati ha indicato il 2010 o il 2011 (23,9 per cento il 2011) come anno in cui si ritornerà ad una situazione di maggiore normalità. Nel secondo gruppo la situazione è simile: il 72,7 per cento ha segnato il 2010 e il 2011 (25,7 per cento il 2011). In queste due aree è emerso un maggior pessimismo sullo svolgersi della crisi.

Le altre tre aree hanno dati in linea con la media.

Conclusioni

Le risposte al questionario sulla crisi presentate in questo capitolo consentono di trarre tre conclusioni:

Dalla prima domanda esaminata emerge un quadro ben chiaro. Esaminando le cinque risposte con la media più elevata si evince che il cuore di questa crisi è stato rappresentato da un perverso circolo vizioso che aveva il suo fulcro nel settore dei mutui *subprime*. Questa inflazione di mutui ha dato ulteriore linfa alla crescita della bolla immobiliare. L'ampio uso dei titoli derivati ha permesso di trasferire il rischio dei mutui *subprime* dalle banche ad altri operatori. Quest'ultimo passaggio è stato favorito da una errata valutazione fornita al mercato da parte delle agenzie di rating. Tutto ciò avveniva in un contesto di regole non adeguato a controllare l'evoluzione dei mercati finanziari.

I giudizi degli intervistati sull'operato delle banche centrali non sono del tutto positivi. Come visualizzato nella tavola B, le medie oscillano intorno al 50 per cento. Ciò significa che la Fed e la Bce non riescono a convincere in modo determinante gli intervistati. Si può affermare che queste due autorità ottengono un voto appena sufficiente. Che, in altre parole, non sembrano avere una reputazione particolarmente elevata.

Anche se si potrebbe affermare che ottenere un voto sufficiente in un contesto come quello che stiamo vivendo non è un risultato completamente negativo. In definitiva, si può affermare che le banche centrali non hanno brillato agli occhi dei nostri intervistati, ma non hanno neanche sfigurato.

Un'ultima constatazione riguarda i tempi di sviluppo della crisi. Sembra abbastanza chiaro, dalla distribuzione dalle risposte, che il 2009 sarà un anno di transizione. Le conseguenze

della crisi si attenueranno solo nel 2010. È probabile che le errate previsioni sulla gravità della crisi espresse nei mesi appena trascorsi (in estate si riteneva già alle spalle la fase acuta) abbiano reso più prudenti le previsioni sulla durata della crisi. Inoltre, ben il 15 per cento degli intervistati indica il 2011 come anno in cui la crisi lascerà il posto ad una situazione di normalità.



Introduzione

22

Confrontiamo in questo capitolo l'andamento dei tradizionali tassi di cambio effettivi reali (normalmente utilizzati come misuratori della competitività estera di un paese) con quello di nuovi tassi multilaterali costruiti seguendo la metodologia WARP (*Weighted Average Relative Price*) (23). Il confronto è effettuato per le quattro più grandi economie del mondo (Stati Uniti, area euro, Regno Unito e Giappone). Il passaggio alla nuova metodologia di calcolo consente di trarre informazioni più complete sull'impatto esercitato negli ultimi anni dal cambiamento dei flussi commerciali mondiali (se vogliamo della globalizzazione) sull'andamento dei prezzi relativi. Il tradizionale indicatore di cambio reale sottostima infatti la compressione dei prezzi collegata al crescente flusso di importazioni dai paesi di nuova industrializzazione. La rilevanza del fenomeno ci ha spinti ad estendere la nuova metodologia di calcolo dai soli Stati Uniti alle quattro maggiori aree economiche del mondo.

La nuova metodologia

23

Il tasso di cambio effettivo reale (Real Effective Exchange Rate, REER) è una misurazione di competitività costruita combinando l'andamento dei tassi di cambio nominali bilaterali con quello dei prezzi. Esso, quindi, ci fornisce una misurazione del prezzo relativo fra due insiemi di beni. Nel caso più generale, il tasso di cambio effettivo reale è il calcolo della media geometrica dei tassi di cambio reali bilaterali.

La formula più comune per calcolare il tasso reale bilaterale è la seguente:

$$\varepsilon_{ij,t} = \frac{P_{i,t}}{e_{ij,t} \cdot P_{j,t}}$$

in cui $P_{i,t}$ è l'indice dei prezzi del paese di riferimento, $P_{j,t}$ è l'indice dei prezzi del paese partner e $e_{ij,t}$ è il tasso di cambio bilaterale nominale fra i due paesi. Il tasso di cambio reale multilaterale è una semplice media geometrica dei diversi tassi di cambio reali bilaterali, cioè degli ε_{in} calcolati per gli n partner commerciali prescelti. Nel calcolare la media si usano come *pesi* le quote di interscambio commerciale, calcolate avendo come riferimento l'interscambio totale tra il Paese oggetto di studio e i partner selezionati.

24

Concettualmente il WARP non differisce in modo sostanziale dal REER, se non per una peculiarità che all'atto pratico rende le due misurazioni assai diverse. Il WARP non usa un indice dei prezzi, ma un livello effettivo dei prezzi. Per questa ragione il WARP consente di calcolare in modo più preciso l'effetto che il trasferimento di flussi commerciali da paesi ad

(23) C. T. Thomas, J. Marquez e S. Fahle (2008).

alto costo verso paesi a basso costo provoca sull'andamento del tasso di cambio reale multilaterale (24). In sintesi, i tassi di cambio multilaterali calcolati con la metodologia WARP misurano in modo più completo il rapporto tra i prezzi relativi di due panieri (nel caso specifico si considerano i Pil delle nazioni), consentendo di cogliere in pieno l'effetto che si ottiene se i rapporti commerciali, *ceteris paribus*, diventano più intensi con nazioni in sviluppo, che hanno notoriamente un livello dei prezzi più basso, e meno intensi con le nazioni già sviluppate. Dal confronto dei risultati ottenuti utilizzando le due misurazioni si possono desumere le insufficienze informative delle serie storiche calcolate in modo tradizionale dalle Banche Centrali (si rimanda al riquadro *Costruzione del WARP* per una descrizione formale della metodologia impiegata per calcolare i tassi di cambio WARP).

I risultati

Area euro

25

Il grafico 11 mostra il tasso di cambio effettivo reale pubblicato dalla Commissione europea (REER Ec) e il WARP dell'area euro, cioè il tasso reale effettivo multilaterale calcolato seguendo la metodologia sopra esposta. Per rendere più omogeneo possibile il confronto fra le due misurazioni il WARP è stato costruito avendo come riferimento gli stessi ventisei partner commerciali selezionati dalla Commissione europea per il REER. Il WARP per l'area euro utilizza le stesse quote variabili impiegate nel calcolo del REER. Quindi i due indicatori sono diversi solo perché il REER utilizza degli indici dei prezzi, mentre il WARP usa i livelli (25).

L'anno base è il 1999. Le due curve hanno un andamento simile, ma il WARP si posiziona più in alto rispetto al REER, a indicare una maggiore perdita di competitività, ossia un effetto più pronunciato legato all'aumento di importazioni da paesi a basso costo.

La distanza tra le due curve si amplia in modo graduale nel corso del tempo. Infatti, si passa da poco meno di 2 punti nel 2001 a poco meno di 10 punti nel 2007 (con un picco di oltre 10 punti nel 2006). Questa differenza tra i due indicatori è dovuta proprio alla caratteristica peculiare del WARP. Infatti, nel corso degli ultimi anni, le quote dell'interscambio commerciale dell'area euro con il resto del mondo evidenziano trend crescenti per le nazioni a basso costo e andamenti decrescenti per le nazioni industrializzate.

(24) *L'utilizzo di indici elimina in fatti eventuali differenze iniziali nel livello dei prezzi, conservando le sole informazioni riferite alle variazioni. Supponiamo che uno stesso bene sia prodotto in due economie al prezzo rispettivamente di 100 e 50. Se un paese terzo sposta le sue importazioni verso l'economia che produce a 50, realizza una riduzione di prezzi del 50 per cento. Questo effetto è colto puntualmente dall'indicatore WARP. Non è invece identificato dall'indicatore REER, che utilizza un indice con base comune per cui, nel periodo iniziale, il prezzo del bene scambiato è posto parò a 1 sia nell'economia a basso costo, sia in quella a basso costo.*

(25) *Per il confronto si è fatto riferimento al tasso di cambio pubblicato dalla Commissione europea e non quello della Banca centrale europea. Quest'ultimo utilizza infatti pesi fissi, che variano con cadenza quinquennale. Un elemento che rallenta ulteriormente la possibilità di misurare le conseguenze di uno spostamento dei flussi commerciali verso paesi a basso costo.*

COSTRUZIONE DEL WARP

La metodologia utilizzata in questo elaborato differisce rispetto a quella proposta da Thomas, Marquez e Fahle (2008) In questo riquadro si indicano i passaggi fondamentali utilizzati per la costruzione degli indici presentati in questo studio. Per un confronto più dettagliato con la metodologia proposta dagli economisti della Federal Reserve si rimanda al paper segnalato.

Il WARP, così come il REER, è una media geometrica. Quindi, è una produttoria di diversi termini, ognuno dei quali opportunamente ponderato.

In simboli abbiamo: $Warp = (q_{1t})^{w_{1t}} \cdot (q_{2t})^{w_{2t}} \cdot \dots \cdot (q_{nt})^{w_{nt}}$

Gli esponenti sono le quote di import-export tra il paese esaminato e gli n partner commerciali.

Tra parentesi abbiamo i livelli dei prezzi relativi bilaterali. Per calcolare questo valore nel paper americano si usano i dati forniti dall'Università della Pennsylvania nelle Penn World Table e gli opportuni tassi di cambio bilaterali. Però, i dati sulla PPP (Purchasing Power Parity) delle Penn World Table si fermano al 2004 ed è necessario un procedimento per ricavare dati più recenti. Per ovviare a questo problema si è deciso di utilizzare altri dati, pubblicati dal Fondo monetario internazionale. In questo studio i q sono il rapporto fra i GDP dei partner commerciali espressi in dollari e gli stessi GDP basati

sulla PPP rispetto agli Stati Uniti: $q1 = \frac{GDP_1 \$}{GDP_1 PPP}$

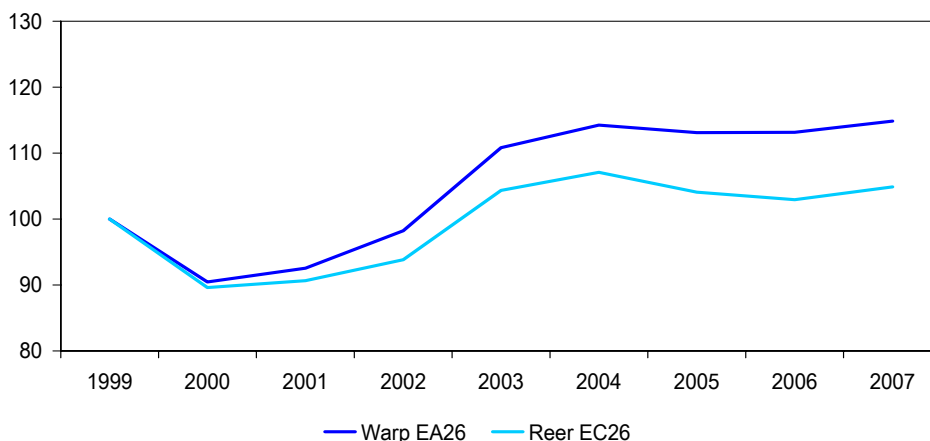
Questi rapporti ci indicano il valore del GDP di un paese rispetto agli Stati Uniti. È un modo per ottenere il prezzo relativo di un paniere (il paniere in questo caso coincide con il GDP).

Per poterli adoperare per altre aree geografiche bisogna modificarli utilizzando gli opportuni, ulteriori rapporti. Ad esempio, per ottenere i valori da utilizzare per l'area euro si dividono i q ottenuti per gli

Stati Uniti per il rapporto $\frac{GDP_{\epsilon} \$}{GDP_{\epsilon} PPP}$.

In questo modo si ottengono i dati necessari per l'area euro. Stesso procedimento si effettua per le altre aree. A questo punto è sufficiente calcolare la media e si ottiene l'indicatore desiderato.

Per la ponderazione si è fatto uso dei dati pubblicati dalla Federal Reserve per gli Stati Uniti e dalla Bank of England per il Regno Unito. Per il Giappone si è proceduto al calcolo delle quote usando i dati ufficiali del Ministero delle Finanze (così come indicato dalla Bank of Japan). L'indicatore della Banca centrale giapponese prende in considerazione solo l'export. Per rendere confrontabili i due indicatori si è seguita la stessa impostazione anche nell'elaborazione del WARP. Per l'area euro sono state utilizzate le quote pubblicate dalla Commissione europea, che elabora un indice con pesi variabili.



A titolo di esempio si possono citare le quote di quattro partner commerciali dell'area euro utilizzate nel calcolo degli indicatori. La quota degli Stati Uniti è diminuita dal 23,4 al 19 per cento tra il 1999 e il 2007. Con il Regno Unito si è passati dal 20,9 al 17,1 per cento. Al contrario, la quota cinese è cresciuta, passando dal 4 per cento nel 1999 al 9,3 per cento nel 2007, e quella russa, nello stesso periodo, è quasi raddoppiata, passando dal 3,5 al 6,6 per cento. Questi trend nel commercio internazionale fanno sì che, relativamente ai ventisei partner selezionati, il WARP si vada a posizionare più in alto rispetto al REER, indicando ciò un apprezzamento maggiore rispetto al trend della misurazione tradizionale.

Stati Uniti

26

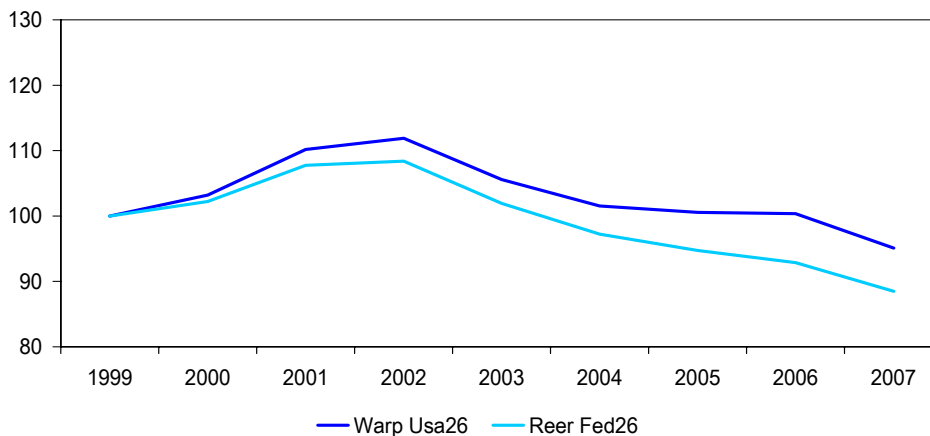
Gli Stati Uniti sono stati analizzati in questo studio perché, come illustrato nel riquadro, la metodologia di calcolo utilizzata è leggermente diversa rispetto a quella del paper di Thomas, Marquez e Fahle. Quindi, si sono voluti esaminare i risultati ottenuti in diverse aree geografiche utilizzando un calcolo omogeneo. In tal modo si è evitato di confrontare risultati che potrebbero non essere completamente coerenti.

Anche in questo caso il WARP è stato reso il più possibile simile all'impostazione del REER pubblicato dalla Federal Reserve. In primo luogo, sono stati selezionati gli stessi ventisei partner commerciali (inclusa l'area euro) che la Federal Reserve utilizza per il calcolo del REER e, inoltre, sono stati utilizzati gli stessi pesi pubblicati dalla Fed (si precisa che si fa riferimento al REER definito «broad»). Di conseguenza, l'unica differenza tra il WARP e il REER risiede nella sostituzione degli indici dei prezzi del REER con i livelli dei prezzi del WARP.

Il grafico 12 mostra le due curve. Il risultato è simile a quello ottenuto per l'area euro. Anche in questo caso, l'utilizzo dei livelli ha spinto il WARP più in alto rispetto al REER. Questo risultato è in linea con quello ottenuto nel paper di Thomas, Marquez e Fahle. Anche in quel caso il tasso di cambio Warp si posizionava più in alto, mostrando un cambio più apprezzato rispetto alla misurazione ufficiale. I due risultati, seppur simili, non sono pienamente con-

USA, WARP vs REER

Grafico 12



frontabili perché gli anni di riferimento sono diversi (in questo studio l'anno base è il 1999, mentre gli economisti della Fed utilizzano la media 1971-1991 come periodo di riferimento). Nonostante ciò, quello che è importante sottolineare è che anche negli Stati Uniti la globalizzazione ha avuto un impatto sul tasso reale multilaterale. Si nota uno scostamento di circa 2-3 punti fino al 2002, ma poi tale differenza si amplia fino a superare i 7 punti nel 2006. Quindi, seppur con una metodologia diversa, il Warp calcolato in questo studio porta alle stesse conclusioni di quello pubblicato nello studio americano.

27

Anche per gli Stati Uniti è utile fornire qualche dato sui rapporti commerciali per comprendere il fenomeno di graduale spostamento dei flussi commerciali. Nel 1999 UK, Cina, Giappone ed area euro avevano rispettivamente quote pari al 5,8 per cento, 7,2 per cento, 12,9 per cento e 18,2 per cento. Nel 2007 queste quote erano completamente diverse: la Cina ha visto più che raddoppiare la sua quota, arrivando al 16,2 per cento; l'area euro ha mostrato una limitata riduzione, attestandosi al 17,1 per cento; il Regno Unito è sceso al 4,5 per cento e il Giappone ha perso più di tre punti percentuali, scendendo al 9,2 per cento. Anche per gli Stati Uniti si osserva un consistente cambiamento nelle rotte commerciali a vantaggio della Cina e di altri paesi *low cost*.

Regno Unito

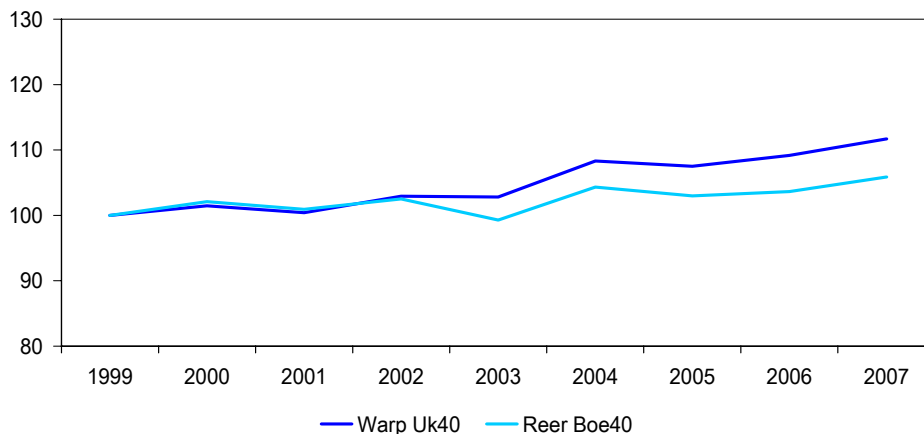
28

La stessa analisi è stata ripetuta, con esito molto simile, per il Regno Unito. In questo caso la Bank of England pubblica la serie storica del REER con 40 partner commerciali. La stessa Banca centrale fornisce i pesi (cioè le opportune percentuali di interscambio commerciale) utilizzati nel calcolo dell'indicatore. Quindi, anche in questo caso, la differenza tra i due indicatori ci può dire se l'utilizzo dei livelli invece che degli indici produca uno scostamento tra le due misurazioni.

Dal 1999 (l'anno di riferimento) al 2002 l'andamento delle due curve è molto simile, appaiono infatti quasi sovrapposte. Dal 2003 si comincia ad osservare uno scostamento del WARP

REGNO UNITO, WARP VS REER

Grafico 13



verso l'alto. Il trend è simile, ma il WARP indica che il tasso di cambio reale multilaterale calcolato con i livelli si situa più in alto, segnalando un maggior apprezzamento rispetto alla misurazione ufficiale pubblicata dalla Banca centrale d'Inghilterra. Il divario tra le due misurazioni cresce nel tempo, passando da 3,5 punti nel 2003 a quasi 6 punti nel 2007 (grafico 13).

29

Anche per il Regno Unito valgono le stesse indicazioni che abbiamo fornito per le precedenti due aree. Nei flussi commerciali è in corso da qualche anno un trend decrescente per le nazioni storicamente importanti nel commercio internazionale a favore dei Paesi emergenti. Questo fenomeno implica un apprezzamento relativo maggiore del tasso di cambio reale se si utilizzano i livelli dei prezzi al posto degli indici dei prezzi.

Qualche dato può essere utile per riuscire a comprendere meglio l'evoluzione (ci riferiamo ai pesi utilizzati dalla stessa Bank of England): tra il 1999 e il 2006, che è a tutt'oggi l'ultimo anno disponibile (utilizzato anche per i calcoli relativi all'anno 2007), la quota cinese è cresciuta dall'1,9 al 5,4 per cento, la quota degli Stati Uniti è passata dal 18,3 al 15,5 per cento, la quota giapponese dal 5,3 al 4,4 per cento, la quota dell'area euro (considerando 13 membri) è diminuita, passando dal 51,2 per cento del 1999 al 49,3 per cento del 2006.

Questi sono i dati che riguardano i partner più rilevanti, ma vi sono casi minori in cui le quote sono raddoppiate (ad esempio per la Russia e la Polonia). In generale, così come accaduto anche negli Stati Uniti e nell'area euro, la quota dei Paesi *low cost* si sta gradualmente ampliando a discapito delle nazioni industrializzate. Questo fenomeno viene colto in modo più preciso dal WARP rispetto al REER, e ciò fa sì che i due indici si discostino man mano che tale fenomeno si amplifica.

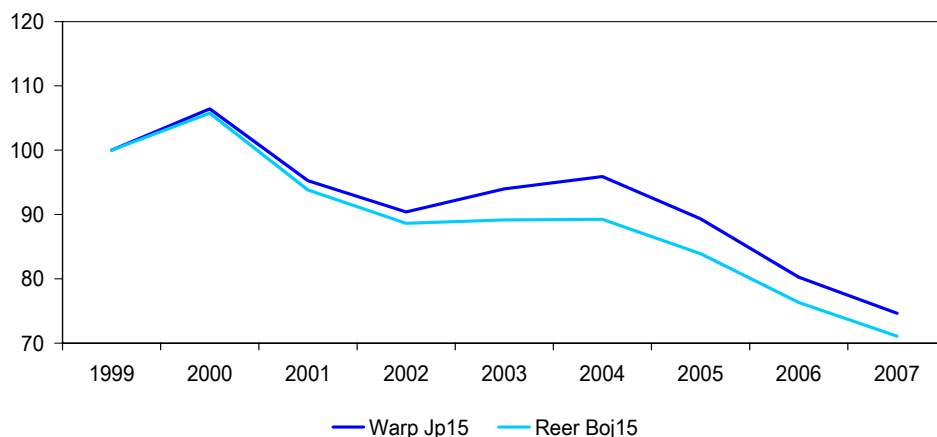
Giappone

26

L'ultima nazione industrializzata per cui forniamo qui un confronto tra la misurazione *ufficiale* e il WARP è il Giappone. La peculiarità del tasso effettivo reale pubblicato dalla Bank of Japan è che le quote utilizzate nel calcolo si basano solo sull'export giapponese. Per questo

GIAPPONE, WARP VS REER

Grafico 14



motivo, nel caso giapponese, per rendere omogenee le misurazioni, i pesi utilizzati riflettono solo l'andamento dell'export verso i principali *trading partners*. Il tasso reale calcolato dalla Bank of Japan considera 15 partner (tra cui l'area euro, che nel calcolo qui presentato include 13 nazioni). Anche per il Giappone si è considerato il 1999 come anno base.

Il grafico 14 mostra il confronto tra il tasso *ufficiale* e il WARP. I due indicatori sono sostanzialmente sovrapposti nel corso dei primi tre anni. Già dal 2002, però, il WARP inizia a posizionarsi più in alto rispetto al REER. Tale differenza, inizialmente molto ridotta, pari a meno di 2 punti nel 2002, cresce rapidamente fino al 2004, anno in cui i due indicatori divergono di oltre 6,5 punti, per poi ridursi gradualmente fino a 3,5 punti nell'anno 2007.

Ciò che emerge anche in questa analisi è la differenza tra i due indicatori. Il WARP si situa al di sopra del REER anche nel caso giapponese.

Come già fatto per le altre aree, è utile soffermarsi su qualche dato che evidenzia il cambiamento nei flussi commerciali giapponesi. Per maggior precisione si forniranno sia i dati utilizzati per il calcolo degli indici appena esposti, cioè le quote di export giapponese verso i singoli partner rispetto al totale dei quindici partner considerati nella costruzione degli indici, sia le percentuali basate sui flussi di import-export (che non sono state utilizzate per il calcolo degli indicatori ma sono comunque utili per cogliere l'evoluzione dei traffici commerciali).

La quota di esportazioni giapponesi verso l'area euro-13 (tra parentesi le quote di import-export) è passata dal 15,6 per cento (14,7 per cento) del 1999 al 12,9 per cento (12,5 per cento) del 2007; quella verso gli Stati Uniti dal 34,8 per cento (31,8 per cento), nel 1999, al 23,9 per cento (20,8 per cento) nell'anno 2007. Al contrario, le esportazioni verso la Cina sono cresciute dal 6,3 per cento del 1999 (la quota d import-export era pari al 10,8 per cento) fino al 18,1 per cento del 2007 (23 per cento). Gli altri partner mostrano, invece, un andamento sostanzialmente stabile delle quote. Ma anche nel caso giapponese, come è evidente dai dati appena illustrati, i partner *storici* stanno gradualmente perdendo le loro posizioni nei rapporti commerciali a favore soprattutto della Cina.

Analisi dei risultati

27

I risultati illustrati nelle pagine precedenti mostrano un certo grado di omogeneità. Tutti gli indici calcolati si situano al di sopra delle misurazioni ufficiali. Il WARP, quindi, sembra offrire informazioni aggiuntive rispetto ai tradizionali indicatori di cambio reale. In particolare, diviene più chiaro il ruolo che i paesi emergenti stanno acquisendo negli ultimi anni nel determinare il livello globale dei prezzi. Si noti al riguardo che, in questa fase iniziale della globalizzazione, il REER, che in sostanza considera solo le variazioni relative dei prezzi, può addirittura fornire informazioni distorte. I paesi emergenti sono in fase di convergenza e ciò implica che essi continuano ad avere un livello di prezzi più basso rispetto ai paesi industrializzati, ma hanno un trend dell'inflazione più accelerato rispetto ai paesi sviluppati. Di conseguenza, il peso crescente dei paesi emergenti comporta effetti opposti nei due indicatori: nel REER si amplifica il ruolo dei paesi ad alta inflazione, e ciò fa deprezzare l'indicatore; nel WARP si amplia il ruolo dei paesi a basso costo, e ciò rende il cambio reale più apprezzato.

È evidente, quindi, che le due misurazioni *trattano* in modo opposto le stesse nazioni. Il WARP sembra però più coerente con l'attuale visione dell'economia globale. Le delocalizzazioni e il crescente ruolo nel commercio internazionale dei paesi in sviluppo sono legati soprattutto ai loro bassi costi. Quindi, una misurazione come il WARP, che considera i livelli dei prezzi, è più in linea con lo scenario attuale.

28

Le elaborazioni presentate hanno anche un altro aspetto in comune. Il divario tra i due indicatori si amplia nel corso del 2002 e del 2003. Probabilmente tale risultato è strettamente legato al ruolo della Cina nel commercio internazionale. La Cina, infatti, ha aderito al Wto (World Trade Organization) l'11 dicembre 2001. D'allora la sua quota nel commercio internazionale è andata crescendo in modo sensibile. Infatti, i dati forniti in precedenza evidenziano il costante aumento del peso della Cina come partner commerciale per tutte le economie che sono state esaminate. È naturale quindi affermare che il ruolo della Cina è fondamentale nel determinare le differenze tra i due indicatori. La sua crescente interazione con le economie sviluppate ha consentito d'importare beni a basso costo in quantità superiore rispetto al passato e ciò ha comportato che il WARP registrasse uno spostamento verso l'alto rispetto al REER. Ovviamente ci sono anche altre nazioni *low cost* che stanno incrementando le loro quote nel commercio internazionale e che contribuiscono a questo fenomeno, ma la singolare coincidenza tra incremento del gap fra le due misure e ingresso della Cina nel Wto accresce l'importanza di questa nazione quale fattore decisivo per spiegare l'andamento dei due indicatori.

Da ciò deriverebbe anche la necessità di un maggior coinvolgimento della Cina nelle scelte di politica economica necessarie nell'immediato futuro. Ormai non si può più prescindere da questa nazione se si vuole avere un approccio globale verso l'economia. Inoltre, se nel corso dei prossimi mesi si vuole realmente organizzare un piano coordinato a livello globale per cercare di ridurre l'impatto della crisi, la Cina deve essere coinvolta necessariamente nelle trattative.

29

I risultati ottenuti in questo studio possono essere utili anche per trarre qualche altra implicazione di politica economica. È emerso in modo chiaro che negli ultimi anni la possibilità di importare beni da paesi emergenti ha reso più apprezzati i tassi di cambio multilaterali rispetto a ciò che ci mostrano le misurazioni classiche. Ma l'analisi ci porta anche ad altre conclusioni.

In modo particolare si possono indicare due ulteriori implicazioni:

- In primo luogo si può affermare che nel recente passato si è in parte sottovalutato l'impatto positivo della globalizzazione sui prezzi. Se il cambio reale multilaterale calcolato con la metodologia WARP si posiziona più in alto rispetto al REER, vuol dire che l'effetto dei livelli dei prezzi è sensibile. E ciò ha sicuramente avuto un ruolo importante nel raffreddare le inflazioni all'interno dei paesi sviluppati. In altre parole, le nazioni industrializzate hanno importato disinflazione. Quindi, si dovrebbero riconsiderare le analisi sui costi-benefici della globalizzazione incrementandone i benefici, soprattutto quelli legati alla stabilizzazione dei prezzi.
- In modo parallelo si può dedurre che l'*inflation moderation*, che ha caratterizzato le economie avanzate negli ultimi lustri, è senza dubbio legata a questo fenomeno. Si andrebbe così a ridimensionare la presunta accresciuta capacità delle banche centrali nel moderare e controllare l'andamento dell'inflazione. Probabilmente abbiamo vissuto in un periodo particolarmente *fortunato* durante il quale la possibilità di commerciare liberamente con nazioni che esportavano beni a costi molto bassi ha enormemente favorito il controllo dei prezzi anche in presenza di una robusta crescita economica. Di ciò si sono avvantaggiate tutte le economie industrializzate.

30

L'esame dei risultati ci permette di fornire un'ulteriore interpretazione. Il WARP può darci anche qualche informazione sul *pass-through effect*. È risaputo che nel corso della prima globalizzazione si verificò una persistente deflazione a livello internazionale. L'incremento produttivo, accompagnato da un considerevole miglioramento e incremento dei traffici commerciali, rese possibile la diffusione di beni a più basso costo. Ciò si riverberò *positivamente* sui prezzi, che per molti anni registrarono una variazione negativa. Nel corso degli ultimi lustri, invece, abbiamo notato un livello e una variabilità dell'inflazione storicamente bassi, ma non abbiamo osservato una generalizzata riduzione dei prezzi. Ciò supporta l'idea di una riduzione del *pass-through effect* dai prezzi all'importazione ai prezzi al consumo. Infatti, se l'effetto positivo dell'importazione di beni con un livello di prezzo più basso si fosse interamente *riverdato* sui panieri domestici delle nazioni industrializzate, avremmo assistito ad un ribilanciamento dei prezzi relativi. In altre parole, avremmo dovuto registrare un WARP molto più vicino alle misurazioni ufficiali: la riduzione del livello assoluto dei prezzi nelle nazioni industrializzate avrebbe ridotto il gap fra WARP e REER. Ma la riduzione dei prezzi, come si evince dai dati, non si è verificata su larga scala nel mondo occidentale. Si tratta di un fenomeno per il quale ancora non è stata data una piegazione compiuta.

31

Nel presente contesto interessa sottolineare come corso delle due globalizzazioni la politica monetaria abbia seguito una diversa impostazione. Questa differenza è legata al sistema globale in cui le banche centrali si sono trovate ad operare. Nel corso della prima globalizzazione l'esistenza del Gold Standard rendeva le politiche monetarie neutrali. Non vi era la possibilità di comportamenti discrezionali perché esisteva l'ancora dell'oro. Durante la seconda globalizzazione, invece, il legame con l'oro, che in precedenza determinava l'aggiustamento automatico degli squilibri, è venuto meno.

Ciò ha permesso alle banche centrali di attuare politiche più discrezionali. In particolare, dopo l'abbandono del Gold Exchange Standard (nel 1971), dopo la grande inflazione degli anni Settanta connessa con gli shock petroliferi e dopo le politiche monetarie disinflazionistiche degli anni Ottanta, si è venuto creando un consenso a cercare di creare un'ancora fissando in modo più o meno esplicito un target d'inflazione. Ciò ha avuto sicuramente il vantaggio di rendere il sistema economico più stabile, ma probabilmente ha portato con sé anche dei risvolti negativi. La maggior stabilità dell'inflazione, essendo dovuta anche agli effetti depressivi che sui prezzi aveva la globalizzazione, ha permesso alla banche centrali di attuare una politica monetaria espansiva per lunghi periodi di tempo senza compromettere gli obiettivi. Ciò ha dato sostegno alla domanda, ma ha indebolito la capacità delle banche centrali di reagire a fenomeni di inflazione incipiente. L'accumulo di squilibri finanziari dell'ultimo decennio si spiega anche con questo fattore. E le conseguenze negative di questa perdita di sensibilità dovrebbero essere tenute nel dovuto conto nel discutere a favore di un modello più espansivo di politica monetaria, sull'esempio di quello seguito dalla Federal Reserve, che però a noi sembra essere stato corresponsabile nella generazione della crisi finanziaria più grave di sempre.

32

Un'ultima nota è d'obbligo sulle misurazioni ufficiali. I risultati illustrati in questo studio hanno evidenziato alcune lacune nelle misurazioni ufficiali dei tassi di cambio reali multilaterali. Probabilmente alcuni strumenti di analisi non riescono più, nel mutato scenario globale, a rappresentare la realtà nel modo migliore possibile. Ciò potrebbe riflettersi sia in una errata valutazione dello stato dei fatti, sia in problemi di stima. Se si usano indicatori non adatti a cogliere il reale andamento di alcune misure macroeconomiche, si rischia di ottenere risultati fuorvianti. Quindi, in questo caso, sarebbe opportuno confrontare i risultati che si ottengono utilizzando i due indicatori per capire se è la realtà che sta cambiando o se sono gli indicatori tradizionali ad essere ormai poco affidabili.

Fonti

- Thomas, C. P., Marquez, J., Fahle, S. P., (2008). *Measuring U.S. International Relative Prices: A Warp View of the World*. FRB International Finance Discussion Paper No. 917.
- International Monetary Fund, *World Economic Outlook Database*, www.imf.org.
- European Commission, Economic and Financial Affairs, http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/index_en.htm?cs_mid=8359
- Board of Governors of the Federal Reserve System, www.federalreserve.gov
- Central Bank of the United Kingdom, www.bankofengland.co.uk
- Bank of Japan, www.boj.or.jp/en
- Japan Ministry of Finance, *Trade Statistics*, www.customs.go.jp/toukei/info/index_e.htm

LA PREVISIONE

Le esogene internazionali

33



e ipotesi sottese all'esercizio di previsione assumono un prolungamento della fase di recessione delle economie sviluppate per buona parte del 2009. Un graduale recupero prenderebbe avvio nel 2010, ma neanche alla fine dell'orizzonte previsivo si tornerebbe sui ritmi di espansione di inizio decennio (tavola 5). Il profilo di crescita da noi delineato, seppure relativamente meno pessimista rispetto a quello tracciato da altri osservatori, implica un forte rallentamento del commercio mondiale, penalizzato dalla contestuale decelerazione delle economie in via di sviluppo, quella cinese in primis. L'incremento degli scambi mondiali è stimato scendere a 0 per cento nel 2009 e al 3,6 nel 2009, sostanzialmente replicando le condizioni recessive del 2001-2002 (allora le variazioni del commercio si fermarono rispettivamente allo 0,5 e al 2,9 per cento). Il grafico 15 illustra più compiutamente l'intensità del rallentamento degli scambi mondiali, che risulta ormai in atto dal 2006. Per il prossimo biennio è ancor più intenso il calo atteso per la domanda di esportazioni italiane, che risentono più direttamente della debolezza del ciclo europeo, in particolare del minore assorbimento dell'economia tedesca. I nostri mercati di esportazione registrerebbero nel 2009 una contrazione del 2,5 per cento per poi aumentare del 2,1 per cento nel 2010. Il confronto col 2001-2002 mostra come quello che ci attende sia il rallentamento più consistente dell'intero decennio.

34

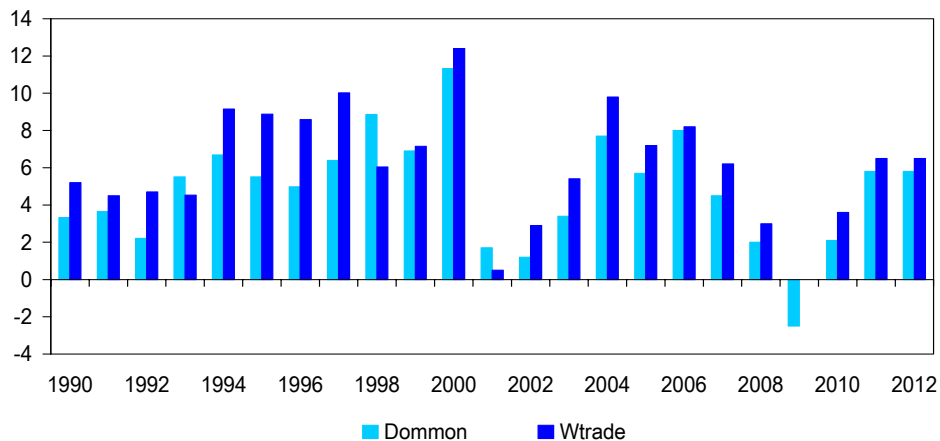
La flessione del ciclo internazionale accompagna il consistente ridimensionamento delle quotazioni petrolifere, che pure assumiamo prudenzialmente pari a 55 dollari per barile nel 2009 e poi in crescita fino a 70 dollari per barile nel 2011. La riduzione del 2009 rispetto alla media del 2008 è dunque stimata pari al 44 per cento; avvicina il 100 per cento nel confronto con il picco toccato nel corso dei mesi estivi. Sono attesi in discesa del 12 per cento anche i prezzi delle materie prime non energetiche. Con riflessi importanti sull'inflazione al consumo dei paesi industrializzati, con tassi stimati all'1,1 per cento nel 2009 e pari all'1,6 nel 2010. Solo nel 2011 l'inflazione tornerebbe in linea con l'obiettivo europeo del 2 per cento, raggiungendo invece il 2,5 negli Stati Uniti.

35

La debolezza del ciclo reale e il rientro delle aspettative di inflazione ci portano a ipotizzare un abbassamento dei tassi di interesse. Nella media 2009, i rendimenti a tre mesi scenderebbero all'1,0 per cento negli Stati Uniti e al 2,2 in Europa, valori di molto inferiori a quelli registrati in media nel 2008 e pari rispettivamente al 3 e al 4,6 per cento. Resterebbe tuttavia ben visibile il diverso atteggiamento da parte delle due principali banche centrali, soprattutto nella fase di maggiore avvallamento del ciclo economico: più aggressivo ed espansivo quello della Federal Reserve, più prudente quello della Bce che rifiuterebbe di avvicinare allo zero i tassi nominali. Ci attendiamo rendimenti in diminuzione anche per le scadenze più lunghe, con tassi a dieci anni che negli Stati Uniti toccherebbero un minimo storico intorno al 2,3 per cento, mentre si collocherebbero in Europa al 2,9 per cento. Il differenziale sui tassi di interesse contribuirebbe a sostenere un valore di cambio euro/dollaro di 1,35.

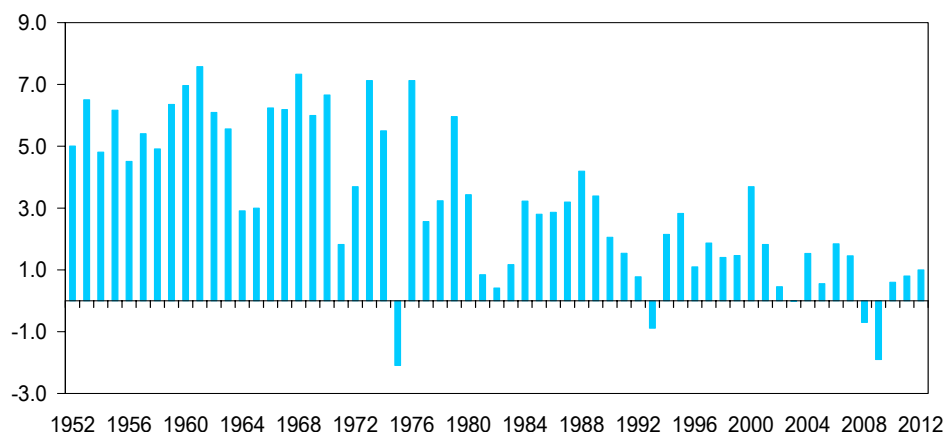
GLI SCAMBI MONDIALI

Grafico 15



LA CRESCITA DEL PIL IN ITALIA

Grafico 16



La recessione in Italia: le cifre

36

Il deterioramento del quadro internazionale ha conseguenze pesanti per l'economia italiana. Gli elementi recessivi, legati alla caduta di domanda, prevalgono infatti prevalenti sui fattori di prezzo, che denotano un allentamento delle tensioni congiunturali e costituiscono la base per il futuro recupero del ciclo economico. Per la prima volta dal dopoguerra, l'Italia sperimenterà pertanto due anni consecutivi di contrazione del prodotto. Nelle nuove previsioni del Cer, il Pil registra una diminuzione dello 0,7 per cento nell'anno in corso e dell'1,9 per cento nel 2009 (grafico 16). Quest'ultima valutazione include gli effetti del decreto legge 185/2008 (recante *Misure urgenti per il sostegno a famiglia, lavoro, occupazione e imprese e per ridisegnare in funzione anti-crisi il quadro strategico nazionale*), al quale il Cer attribuisce un effetto espansivo di un decimo di punto. La fase di contrazione del prodotto, avviatasi nel secondo trimestre dell'anno, potrebbe protrarsi a tutto il secondo trimestre 2009. Si tratterebbe in questo caso della recessione più lunga mai vissuta dalla nostra economia.

PRINCIPALI ESOGENE INTERNAZIONALI*(variazioni percentuali)***Tavola 5**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Pil Stati Uniti	2,2	1,4	-1,5	0,9	2,4	2,4
Pil Area euro	2,7	1,0	-1,5	1,0	2,0	2,0
Commercio mondiale	6,2	3,0	0,0	3,6	6,5	6,5
Domanda delle esportazioni italiane (a)	4,5	2,0	-2,5	2,1	5,8	5,8
Eurodivise a 3 mesi						
- euro	4,3	4,6	2,2	2,5	3,4	3,4
- dollaro	5,2	3,0	1,0	1,6	3,0	3,0
Tassi di interesse a lungo termine (b)						
- Area euro	4,2	4,1	2,9	3,6	4,2	4,2
- Stati Uniti	4,6	3,7	2,3	3,0	4,0	4,0
Cambio dollaro-euro	1,37	1,47	1,35	1,35	1,35	1,35
- variazioni percentuali	9,1	7,3	-8,2	0,0	0,0	0,0
Tasso di cambio effettivo (c)						
- nominale	-2,1	-1,4	3,2	0,0	0,0	0,0
- reale	-3,0	-1,2	2,0	-0,4	0,5	-0,1
Tasso di inflazione G-7 (d)	2,0	3,4	1,1	1,4	2,2	2,2
Indice dei prezzi esteri alla produzione (c)	2,7	4,8	1,5	2,0	2,9	2,9
Prezzi delle materie prime (in dollari)						
- petrolio (e)	72,7	98,5	55,0	60,0	65,0	70,0
- beni energetici	7,5	35,5	-44,2	9,1	8,3	7,7
- materie prime non energetiche	14,9	9,0	-12,0	2,0	2,0	2,0
Prezzi all'import (in euro)						
Totale beni e servizi importati	2,3	5,6	-4,6	2,8	2,7	2,8
- manufatti	1,9	1,7	3,7	1,8	1,9	2,2
- beni energetici	-1,5	26,3	-39,2	9,1	8,3	7,7
- beni strumentali	6,2	4,4	-1,3	2,6	2,4	2,2

*(a) Volume delle importazioni nei primi 10 mercati di sbocco delle esportazioni italiane.**(b) Tassi sui titoli benchmark.**(c) Indice ponderato con i volumi delle esportazioni italiane nei primi 10 paesi importatori.**(d) Media delle variazioni dell'indice dei prezzi al consumo.**(e) Dollari al barile***37**

Valutiamo che sia nel 2008, sia nel 2009, tutte le componenti della domanda privata registrino variazioni negative. Le riduzioni stimate per il biennio sono pari: a 0,4 e 0,7 per cento per i consumi delle famiglie; a 2,2 e 5,5 per cento per gli investimenti fissi lordi; a 1,5 e 4 per cento per le esportazioni. Variazioni in aumento sono al momento prefigurabili soltanto per i consumi collettivi (0,6 e 0,4 per cento), trainati principalmente dagli incrementi retributivi (tavole 6, 7 e 8).

PRINCIPALI INDICATORI ECONOMICI

Tavola 6

(variazioni percentuali)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Prodotto interno lordo	1,5	-0,7	-1,9	0,6	0,8	1,0
- componente ciclica (a)	2,0	0,4	-2,2	-2,4	-2,3	-2,1
Importazioni di merci e servizi	4,4	-2,4	-4,3	1,4	2,1	2,3
Consumi finali nazionali	1,4	-0,1	-0,4	0,5	0,8	0,9
- delle famiglie	1,4	-0,4	-0,7	0,7	1,0	1,0
- collettivi	1,3	0,6	0,4	-0,3	-0,1	0,8
Investimenti fissi lordi	1,2	-2,2	-5,5	0,1	0,7	0,8
- privati non residenziali	0,6	-3,0	-7,1	0,6	1,3	0,7
Esportazioni di merci e servizi	5,0	-1,5	-4,0	2,0	2,7	2,1
Domanda interna escluse scorte	1,4	-0,6	-1,4	0,4	0,7	0,9
Domanda interna incluse scorte	1,3	-1,0	-1,9	0,5	0,7	1,1
Prezzi al consumo	1,8	3,3	1,2	1,7	1,6	1,6
Deflatore del Pil	2,3	3,3	3,5	1,5	1,7	1,8
Deflatore delle esportazioni	3,6	4,6	2,7	2,4	2,4	3,0
Deflatore delle importazioni	2,3	5,6	-4,6	2,8	2,7	2,8
Ritribuzioni unitarie settore privato	2,6	2,9	1,2	2,3	2,2	2,6
Clup settore privato	1,9	4,4	3,2	1,8	1,7	1,8
Bilancia dei pagamenti:						
saldo corrente e in conto capitale (b)	-34,7	-36,8	-4,1	-3,6	-2,3	-2,3
- in % del Pil	-2,3	-2,3	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1
saldo merci e servizi (b)	-4,7	-4,7	29,3	31,2	33,9	35,4
Avanzo corrente della PA (b)	34,8	14,9	-1,6	4,7	9,7	15,7
Indebitamento netto della PA (b)	-24,1	-43,1	-60,1	-51,5	-40,1	-34,8
- in % del Pil	-1,6	-2,7	-3,8	-3,2	-2,4	-2,0
- aggiustato per il ciclo	-1,7	-3,0	-2,9	-2,1	-1,4	-1,1
Avanzo primario della PA (b)	52,5	34,9	19,1	27,3	41,8	46,7
- in % del Pil	3,4	2,2	1,2	1,7	2,5	2,7
- aggiustato per il ciclo	3,3	1,9	2,0	2,8	3,5	3,6
Debito PA (defizione Ue) in % del Pil	104,1	104,4	106,7	107,7	107,7	106,8
Tasso medio sui Bot (c)	4,0	4,6	2,2	2,5	3,4	3,4
Tasso medio reale sui Bot (c)	2,2	1,3	1,0	0,8	1,8	1,8
Costo medio del debito (d)	4,8	4,8	4,7	4,5	4,6	4,5
Reddito disponibile delle famiglie:						
- nominale	3,2	3,1	1,5	2,3	2,7	3,1
- reale	1,0	-0,5	0,2	0,4	0,8	1,2
Propensione al consumo (e)	88,4	88,5	87,7	88,0	88,2	87,9

(a) Scostamento percentuale dalla componente strutturale.

(b) Miliardi di euro.

(c) Valori percentuali.

(d) Interessi passivi in percentuale del debito pubblico.

(e) In percentuale del reddito disponibile.

CONTRIBUTI ALLA CRESCITA DEL PIL REALE*(variazioni percentuali)***Tavola 7**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Importazioni merci e servizi	-1,3	0,7	1,2	-0,4	-0,6	-0,7
Consumi finali	1,1	-0,1	-0,3	0,4	0,6	0,8
Investimenti fissi lordi	0,3	-0,5	-1,1	0,0	0,1	0,2
Variazione delle scorte	-0,1	-0,4	-0,5	0,1	-0,1	0,2
Esportazioni di merci e servizi	1,4	-0,4	-1,1	0,5	0,8	0,6

CONTO ECONOMICO RISORSE E IMPIEGHI*(miliardi di euro)***Tavola 8**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
PREZZI CORRENTI						
Pil	1.535,5	1.575,2	1.599,6	1.634,7	1.675,4	1.723,5
Importazioni di merci e servizi	453,0	466,7	426,4	444,7	466,3	490,3
Consumi finali nazionali	1.210,3	1.256,4	1.269,6	1.297,5	1.330,0	1.366,3
- delle famiglie	900,3	929,3	935,4	959,8	987,7	1.015,5
- collettivi	310,0	327,1	334,2	337,7	342,3	350,8
Investimenti fissi lordi	323,3	322,4	306,3	310,1	317,0	325,0
Domanda interna (a)	1.533,6	1.578,8	1.575,9	1.607,6	1.646,9	1.691,3
Variazione delle scorte	6,7	1,2	-5,6	-4,1	-5,4	-3,3
Esportazioni di merci e servizi	448,3	462,0	455,6	475,9	500,2	525,7
Domanda totale (a)	1.528,9	1.574,0	1.605,2	1.638,8	1.680,8	1.726,7
CONCATENATI - ANNO 2000						
Pil	1.284,9	1.275,8	1.252,1	1.260,1	1.270,5	1.283,5
Importazioni di merci e servizi	378,0	368,8	353,1	358,1	365,7	374,0
Consumi finali nazionali	1.012,4	1.011,1	1.007,2	1.011,8	1.019,4	1.028,9
- delle famiglie	753,8	751,1	746,2	751,6	759,5	766,9
- collettivi	258,6	260,0	261,0	260,1	259,9	262,0
Investimenti fissi lordi	272,0	266,0	251,4	251,7	253,5	255,6
Domanda interna (a)	1.284,4	1.277,1	1.258,6	1.263,5	1.272,9	1.284,6
Esportazioni di merci e servizi	372,1	366,5	351,9	358,8	368,4	376,0
Domanda totale (a)	1.278,5	1.274,7	1.257,4	1.264,1	1.275,6	1.286,6

*(a) Escluse le scorte.***38**

L'uscita dalla recessione sarà lenta. Per il triennio 2010-2012 le stime del Cer indicano un saggio di crescita medio dello 0,8 per cento. Ciò significa che occorrerà attendere il 2012 per riportare il Pil sui livelli del 2007; che inoltre gli incrementi post-recessione del prodotto rimarranno al di sotto dei valori pre-recessione.

OCCUPAZIONE E FORZA LAVORO**Tavola 9***(variazioni percentuali)*

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Migliaia di unità						
Popolazione	59.527	59.891	60.186	60.430	60.635	60.810
Forza lavoro (a)	24.728	25.099	25.249	25.376	25.477	25.579
Occupati (a)	23.222	23.357	23.253	23.289	23.358	23.434
Occupati (b)	25.071	25.196	25.061	25.079	25.133	25.195
- settore privato	21.440	21.552	21.417	21.435	21.489	21.551
dipendenti	14.315	14.419	14.295	14.320	14.362	14.411
indipendenti	7.125	7.134	7.122	7.115	7.126	7.140
- servizi pubblici	3.631	3.644	3.644	3.644	3.644	3.644
Disoccupati (a)	1.506	1.742	1.996	2.087	2.119	2.145
Variazioni percentuali						
Popolazione	0,7	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3
Forza lavoro (a)	0,3	1,5	0,6	0,5	0,4	0,4
Occupati (a)	1,0	0,6	-0,4	0,2	0,3	0,3
Occupati (b)	1,0	0,5	-0,5	0,1	0,2	0,2
- settore privato	1,2	0,5	-0,6	0,1	0,3	0,3
dipendenti	2,0	0,7	-0,9	0,2	0,3	0,3
indipendenti	-0,4	0,1	-0,2	-0,1	0,2	0,2
- servizi pubblici	-0,1	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Disoccupati (a)	-10,0	15,7	14,6	4,5	1,6	1,2
Tasso di attività (a) (c)	63,4	64,1	64,2	64,3	64,5	64,9
Tasso di disoccupazione (a)	6,1	6,9	7,9	8,2	8,3	8,4

*(a) Rilevazione continua sulle Forze di Lavoro.**(b) Contabilità Nazionale (unità standard di lavoro).**(c) Rapporto tra forze di lavoro totali e popolazione tra 15 e 64 anni.***39**

La contrazione dell'economia reale pone termine al lungo periodo di aumento dell'occupazione e di discesa del tasso di disoccupazione (tavola 9). Per il 2009, viene prevista una riduzione dello 0,4 per cento dell'occupazione; per il tasso di disoccupazione la stima del Cer indica aumenti al 6,9 per cento nel 2008, al 7,9 per cento nel 2009.

40

È molto rapida la discesa stimata per il tasso di inflazione. Nelle medie annue, si passa dal 3,3 per cento del 2008 all'1,2 per cento nel 2009, attestandosi al di sotto del 2 per cento per tutto il periodo di previsione. Un'escursione tanto ampia dei tassi di inflazione è interamente determinata dalle oscillazioni delle quotazioni internazionali del petrolio. Nel corso del 2008, queste ultime hanno dapprima registrato un aumento del 53 per cento (gennaio-luglio); hanno poi segnato una riduzione del 73 per cento (luglio-dicembre). Cifre che confermano come il balzo

RETRIBUZIONI, REDDITI E COSTO DEL LAVORO

Tavola 10

(variazioni percentuali)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Retribuzioni unitarie						
- totale	2,1	3,6	1,5	1,9	1,9	2,3
- settore privato	2,6	2,9	1,2	2,3	2,2	2,6
- servizi pubblici	1,0	5,6	1,9	1,0	1,1	1,5
Redditi unitari da lavoro dipendente						
- totale	1,9	3,6	1,5	1,9	1,9	2,3
- settore privato	2,4	2,9	1,2	2,3	2,2	2,6
- servizi pubblici	1,2	5,6	1,9	1,0	1,1	1,5
Massa retributiva						
- totale	3,6	4,2	0,8	2,1	2,1	2,6
- settore privato	4,6	3,6	0,4	2,4	2,5	2,9
- servizi pubblici	0,9	6,0	1,9	1,0	1,1	1,5
Massa dei redditi da lavoro dipendente						
- totale	3,5	4,3	0,8	2,0	2,1	2,6
- settore privato	4,4	3,6	0,4	2,4	2,5	2,9
- servizi pubblici	1,1	6,0	1,9	1,0	1,1	1,5
Produttività del lavoro						
- totale	0,6	-1,2	-1,3	0,6	0,6	0,8
- settore privato	0,5	-1,4	-1,9	0,5	0,5	0,7
Clup						
- totale	1,6	4,7	2,8	1,4	1,4	1,6
- settore privato	1,9	4,4	3,2	1,8	1,7	1,8
Mol settore privato						
- in % del valore aggiunto	25,3	25,2	25,6	25,3	25,3	25,2
- in % del valore aggiunto al netto della tassazione	19,8	20,2	20,9	20,7	20,8	20,8

dei prezzi petroliferi abbia costituito il fattore di innesco della recessione. Nessun mercato reale può infatti sopportare tanta variabilità nei prezzi degli input primari dei processi produttivi. Inoltre, l'eccesso di variabilità dell'inflazione compromette le dinamiche dei redditi reali e scoraggia le scelte di consumo delle famiglie (tavola 10).

Fatti non stilizzati della recessione italiana**41**

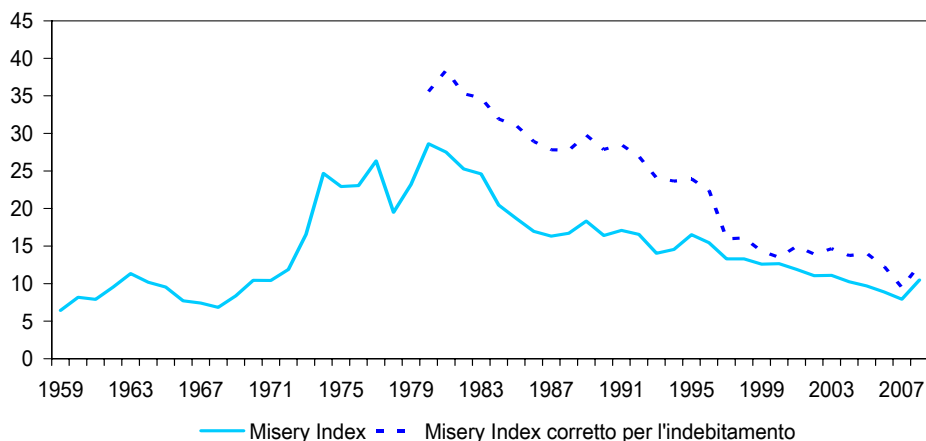
L'attuale recessione presenta alcuni caratteri di novità rispetto agli episodi del passato. Ciò sta creando qualche difficoltà nella definizione delle misure che potrebbero anticipare il passaggio a una successiva fase espansiva del ciclo.

42

Nel passato, contrazioni del Pil sono state osservate solo nel 1975 e nel 1993. In entrambi quegli episodi l'economia italiana presentava fattori propri di squilibrio macroeconomico, che dettarono poi l'agenda delle politiche da adottare.

IL MISERY INDEX DELL'ECONOMIA ITALIANA

Grafico 17



Nel 1975 l'Italia era in piena accelerazione inflazionistica e fortemente esposta ai *prestiti condizionali* concessi da organizzazioni internazionali (nel 1974 dal Fmi, nel 1976 dalla Comunità europea). Nel 1993 si osservavano evidenti sintomi di indisciplina fiscale e comportamenti inflazionistici non ancora in linea con i parametri europei.

43

La situazione attuale è completamente diversa. Nessun segnale di tensione macroeconomica può essere attribuito specificamente al nostro paese. Che anzi sembra essere arrivato a caratterizzarsi per valori dei principali indicatori macroeconomici in linea col periodo di stabilità degli anni sessanta. Il cosiddetto misery index (grafico 17) ossia la somma di inflazione e disoccupazione è tornato nel 2007, a conclusione di un lungo processo discendente, allo stesso valore del 1961; il quarto miglior livello dal 1959. Uno stesso risultato si ottiene aggiungendo all'indicatore il livello di indebitamento in percentuale del Pil, che rappresenta un terzo obiettivo di stabilizzazione per la politica economica. Nel 1975 l'Italia era al contrario in piena accelerazione inflazionistica; nel 1993, come già ricordato, i valori di indebitamento pubblico eccedevano di gran lunga la media europea.

44

La recessione odierna non è dunque funzionale alla correzione di squilibri macroeconomici di fondo. In altre parole, la fase di contrazione del prodotto non consegue a un surriscaldamento dell'economia. Si tratta al contrario di un fenomeno totalmente esogeno e che colpisce il nostro sistema economico al termine di un quindicennio di stagnazione della crescita. Per questo, la fase recessiva in corso potrebbe avere conseguenze particolarmente perniciose per le future prospettive di crescita dell'economia italiana.

45

Un secondo fattore di originalità dell'attuale recessione è dato dal fatto che non sarà possibile contare sulla svalutazione del cambio per ripristinare un sentiero di crescita più robusto. Pro-

prio perché accompagnate da consistenti deprezzamenti, le recessioni del passato contenevano già al loro interno l'elemento di traino della successiva ripresa. Si creava così lo spazio necessario alle politiche di correzione degli squilibri di fondo. Si tratta oggi di trovare un diverso elemento di traino della ripresa (politica di breve periodo), sul quale innescare le misure strutturali capaci di innalzare il potenziale di sviluppo (politica di lungo periodo). Poco utili appaiono le soluzioni che prospettano le misure di lungo periodo come alternative agli interventi di breve (e viceversa).

46

Infine, l'aumento della disoccupazione, che pure è un fatto tipicamente collegato all'inversione del ciclo economico, assume tratti del tutto nuovi rispetto al passato. Da una parte, le condizioni recessive investono un mercato del lavoro connotato da accresciuti gradi di flessibilità. In punto di teoria, ciò dovrebbe rendere più rapida la risposta del sistema alle nuove condizioni della congiuntura, accelerando anche il momento della futura ripresa. Tuttavia, è del tutto incognito - dal momento che non abbiamo episodi precedenti a cui fare riferimento - quali conseguenze potranno aversi sulla platea dei cosiddetti lavoratori flessibili. Presumibilmente i primi soggetti destinati a passare a uno stato di disoccupazione. Si tratta di un fenomeno che andrà tenuto sotto attenta osservazione per evitare un'indesiderata estensione di fenomeni di disagio sociale.

47

Dall'altra parte, l'aumento atteso del tasso di disoccupazione va riportato a una crescita della popolazione sospinta dalla sola componente straniera (per un approfondimento si veda il riquadro «La componente straniera nella crescita della forza lavoro»). A significare che la minore disponibilità di posti di lavoro si scontrerà con aumenti della forza lavoro innescati da fattori demografici in parte esogeni rispetto agli andamenti dell'economia. Anche in questo caso siamo di fronte a un incipiente fattore di tensione al quale la politica economica dovrà prestare massima attenzione.

INNESCO, ALIMENTAZIONE E POSSIBILE AVVITAMENTO DELLA RECESSIONE

Il fattore di innesco: l'inflazione e i consumi delle famiglie

48

La recessione italiana - come del resto quella europea - è stata innescata dal balzo registrato dall'inflazione. Tra il settembre del 2007 e l'agosto di quest'anno il tasso di variazione dei prezzi al consumo è salito da meno del 2 per cento a oltre il 4 per cento; come si è detto quasi esclusivamente a motivo dell'abnorme incremento delle quotazioni internazionali del petrolio. Ne è riprova l'andamento dei consumi delle famiglie. In termini nominali, la spesa delle famiglie è aumentata nel passaggio fra il 2007 e il 2008 (secondo le nostre stime, dal 3,6 al 3,2 per cento); in termini reali, il contributo fornito dai consumi alla crescita è invece scivolato in terreno negativo, passando da 0,8 a -0,2 punti. L'aumento dei prezzi ha cioè eroso il valore reale della spesa delle famiglie, la cui dinamica nominale è ormai da due anni compresa fra il 4 e il

3,5 per cento. Questo aspetto evidenzia come nelle condizioni attuali dell'economia italiana, l'incremento reale dei consumi sia per larga parte affidato al controllo dell'inflazione. Una situazione presumibilmente non dissimile da quella europea e che porta a sottolineare il grave errore di sottovalutazione compiuto dalle autorità di politica economica nel non considerare gli effetti recessivi indotti dall'aumento del prezzo del petrolio e di altre materie prime.

49

Il costo della maggiore inflazione può essere misurato anche in riferimento alle retribuzioni e alla formazione del reddito disponibile (tavola 11). Secondo la nostra valutazione, nel 2008 i redditi nominali delle famiglie sono aumentati del 3,1 per cento, in linea col risultato del 2007. Per i soli redditi da lavoro dipendente l'aumento è invece commisurato al 4,2 per cento, circa mezzo punto più che nel 2007. In condizioni di stabilità dell'inflazione, incrementi di reddito di questa entità sarebbero risultati compatibili con un'accelerazione della spesa delle famiglie. Il balzo inflazionistico ha però assorbito per intero la maggiore formazione di reddito disponibile, che in termini reali segna infatti una netta riduzione (+1 per cento nel 2007, -0,5 per cento nel 2008).

REDDITO DISPONIBILE DELLE FAMIGLIE

Tavola 11

(variazioni percentuali)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Reddito lordo disponibile						
nominale	3,2	3,1	1,5	2,3	2,7	3,1
reale	1,0	-0,5	0,2	0,4	0,8	1,2
- risultato lordo di gestione	5,6	2,6	2,4	1,9	3,7	3,4
- redditi da lavoro dipendente	3,6	4,2	0,8	2,0	2,1	2,6
- redditi da lavoro autonomo	1,9	1,8	0,5	3,3	3,2	3,4
- rendite e redditi da capitale	9,0	2,3	-5,5	2,0	5,6	5,8
- prestazioni sociali	5,2	4,2	5,0	1,5	2,4	2,5
- imposte sul reddito e sul patrimonio	8,1	5,2	1,3	1,9	3,8	3,0
- contributi sociali effettivi	4,9	3,5	0,8	2,1	2,0	2,4
- contributi sociali figurativi	8,5	3,8	-5,1	-0,9	-0,8	0,3
Redditi netti da lavoro (a)	2,3	3,4	0,8	2,6	2,7	3,0
Imposte sul reddito (b)	7,7	5,0	1,4	2,8	2,9	2,9
Redditi da lavoro al netto della tassazione	2,8	3,6	2,2	2,1	2,6	2,9
Pressione fiscale sulle famiglie (in % del totale delle risorse delle famiglie)						
- complessiva	29,1	29,3	29,2	29,1	29,1	29,0
- al netto dei contributi figurativi	28,2	28,4	28,4	28,3	28,3	28,3
- al netto delle imposte sui redditi da capitale	28,5	28,7	28,6	28,7	28,6	28,5
Propensione al consumo (in % del reddito disponibile)	88,4	88,5	87,7	88,0	88,2	87,9

(a) Somma delle retribuzioni dei dipendenti e del reddito da lavoro autonomo al netto dei contributi sociali.

(b) Al netto delle imposte sui redditi da capitale.

LA COMPONENTE STRANIERA NELLA CRESCITA DELLE FORZE LAVORO

La rilevazione sulle forze di lavoro dell'Istat per il II trimestre 2008 registra un aumento tendenziale del 2,3 per cento, equivalente a 574.000 unità (dati non destagionalizzati). Nello stesso periodo gli occupati sono aumentati dell' 1,2 per cento, con un incremento di 283.000 unità (tavola A).

FORZA LAVORO E OCCUPATI (migliaia di unità; dati grezzi)

Tavola A

	FL totale Italia	Var. assolute FL totale Italia	Var. annuali FL totale Italia	Occupati totale Italia	Var. assolute occupati totale Italia	Var. annuali occupati totale Italia
2004 I Trimestre	24.164			22.065		
II Trimestre	24.361			22.438		
III Trimestre	24.286			22.485		
IV Trimestre	24.648			22.630		
2005 I Trimestre	24.383	219	0,91	22.373	308	1,40
II Trimestre	24.488	127	0,52	22.651	213	0,95
III Trimestre	24.268	-17	-0,07	22.542	57	0,25
IV Trimestre	24.666	17	0,07	22.685	56	0,25
2006 I Trimestre	24.622	239	0,98	22.747	374	1,67
II Trimestre	24.808	320	1,31	23.187	536	2,37
III Trimestre	24.490	221	0,91	23.001	459	2,03
IV Trimestre	24.727	61	0,25	23.018	333	1,47
2007 I Trimestre	24.402	-220	-0,89	22.846	99	0,44
II Trimestre	24.710	-98	-0,39	23.298	111	0,48
III Trimestre	24.818	328	1,34	23.417	416	1,81
IV Trimestre	24.981	254	1,03	23.326	308	1,34
2008 I Trimestre	24.932	529	2,17	23.170	324	1,42
II Trimestre	25.285	574	2,32	23.581	283	1,21

Fonte: Elaborazioni Cer su rilevazioni FL Istat II trimestre 2008

La componente straniera è quella che maggiormente incide su questi andamenti. A differenza degli anni passati, l'incremento della forza lavoro straniera non è dovuto a fenomeni di regolarizzazione di cittadini extracomunitari, il cui ultimo episodio si è avuto nel 2004 con il rilascio di poco più di 2.227.000 permessi di soggiorno (+48 per cento rispetto al 2003). Non siamo cioè di fronte a un'emersione di lavoro nero, dunque di cittadini già presenti sul suolo italiano. Piuttosto, ciò che viene ora registrato è l'ingresso di cittadini neocomunitari, che usufruiscono delle nuove norme sulla libera circolazione e soggiorno applicate dal nostro Paese a partire dall'aprile 2007.

L'Italia ha recepito la direttiva comunitaria del Parlamento europeo e del Consiglio del 29 aprile 2004 (Direttiva 2004/38/Ce) usufruendo delle norme transitorie nei confronti dei paesi est-europei, che sono entrati a far parte dell'Unione Europea il 1° Maggio 2004 (1) e che prevedono delle quote massime annuali di ingressi dovuti a motivi di lavoro subordinato, in

aggiunta a quelle già programmate per i lavoratori extracomunitari. Hanno invece libera circolazione, senza essere soggetti a quote massime annuali, i cittadini e i rispettivi familiari rumeni e bulgari. Ciò ha fatto in modo che al 31 dicembre 2007 la comunità rumena fosse la più popolosa in Italia, con 625.278 cittadini residenti.

Ed è proprio l'anagrafe l'unica modalità adottata dal nostro paese per regolarizzare l'entrata di questi cittadini, che non hanno bisogno, a differenza dei cittadini extracomunitari, del rilascio del permesso di soggiorno.

Dal momento che l'incremento in ingresso di popolazione neocomunitaria viene contabilizzata unicamente presso le anagrafi e che avendo come condizione di soggiorno permanente quello di svolgere un'attività lavorativa, vi è una sostanziale equivalenza fra aumento dei nuovi ingressi e crescita di forza lavoro e occupazione (tavola B).

FORZA LAVORO E OCCUPATI STRANIERI (migliaia di unità; dati grezzi)

Tavola B

	FL stranieri	Var. assolute FL stranieri	Var. FL stranieri	Occupati stranieri	Var. assolute occupati stranieri	Var. occupati stranieri	Popolazione straniera al 1° gennaio (valori annui)	Var. assolute popolazione straniera 1° Gennaio	Var. popolazione straniera 1° Gennaio
2004 I Trimestre							1.990		
II Trimestre									
III Trimestre									
IV Trimestre									
2005 I Trimestre	1.146			1.023			2.402	412	20,70
II Trimestre	1.349			1.213					
III Trimestre	1.328			1.218					
IV Trimestre	1.383			1.224					
2006 I Trimestre	1.374	228	19,89	1.246	224	21,87	2.671	268	11,17
II Trimestre	1.507	158	11,72	1.375	162	13,33			
III Trimestre	1.509	180	13,56	1.390	172	14,14			
IV Trimestre	1.513	130	9,42	1.382	158	12,93			
2007 I Trimestre	1.475	101	7,33	1.331	85	6,81	2.939	268	10,05
II Trimestre	1.628	121	8,03	1.505	129	9,41			
III Trimestre	1.701	193	12,78	1.590	201	14,43			
IV Trimestre	1.749	236	15,57	1.584	201	14,55			
2008 I Trimestre	1.678	204	13,83	1.519	188	14,12	3.433	494	16,80
II Trimestre	1.915	287	17,62	1.746	241	16,05			

Fonte: Elaborazioni CER su rilevazioni FL Istat II trimestre 2008 e Bilancio demografico Stranieri Istat

Se poi guardiamo il fenomeno più da vicino e studiamo il settore di inserimento degli occupati stranieri si rileva una progressiva riduzione dell'occupazione nel settore agricolo (-12,3 per cento), cui si contrappone un incremento nel settore dei servizi (20,7 per cento) e nell'industria in senso stretto (16,4 per cento) (tavola C). Questa transizione verso il settore terziario induce una accentuata stagionalità nella rilevazione delle Forze lavoro, che è oggetto di una forte revisione al rialzo nel secondo trimestre. Infatti, l'indagine sulle forze di lavoro per la componente straniera viene ponderata all'universo di riferimento in base a due differenti dati: il primo relativo ai dati demografici nazionali rilevati ogni trimestre, il secondo

(1) Lettonia, Estonia, Lituania, Polonia, Repubblica ceca, Slovacchia, Ungheria, Slovenia.

ai dati demografici per gli stranieri rilevati annualmente e nello specifico nel II trimestre di ogni anno. Ciò spiega il «gradino» di differenza nelle variazioni assolute e percentuali del numero di occupati stranieri rispetto agli altri trimestri.

OCCUPATI STRANIERI PER SETTORE DI ATTIVITÀ ECONOMICA, Sesso e Ripartizione Geografica **Tavola C**
(variazioni %)

	Agricoltura			Industria in senso stretto			Costruzioni		
	M	F	T	M	F	T	M	F	T
2006 I Trimestre	-2,13		13,40	4,60	57,92	13,91	33,65		30,16
II Trimestre	-3,60		1,92	-5,40	25,36	0,60	24,79		22,42
III Trimestre	-15,33	8,29	-11,47	5,79	14,38	7,82	36,57		36,89
IV Trimestre	7,04	-39,01	-5,34	21,08	3,52	16,94	20,17		18,54
2007 I Trimestre	-0,87	-2,31	-1,25	7,57	-1,48	5,38	9,16		8,44
II Trimestre	-2,75		-0,26	12,03	1,27	9,41	13,59		13,98
III Trimestre	20,48		12,52	15,95	-5,82	10,47	10,22		10,97
IV Trimestre	-7,47		-11,30	13,54	3,89	11,53	7,61		8,53
2008 I Trimestre	8,22		-7,24	13,60	8,03	12,34	7,15		6,99
II Trimestre	-4,30		-12,25	14,10	24,37	16,41	5,22		5,79

	Totale industria			Servizi			Totale		
	M	F	T	M	F	T	M	F	T
2006 I Trimestre	17,07	43,47	20,30	23,97	23,70	23,82	18,46	28,05	21,87
II Trimestre	7,90	18,05	9,21	5,21	27,70	17,16	6,27	26,29	13,33
III Trimestre	18,10	15,52	17,69	13,37	14,26	13,88	14,02	14,34	14,14
IV Trimestre	20,64	-0,39	17,61	10,99	11,27	11,15	16,14	7,83	12,93
2007 I Trimestre	8,35	-3,10	6,68	5,12	9,48	7,54	6,64	7,11	6,81
II Trimestre	12,82	2,87	11,43	8,30	8,79	8,58	10,34	7,96	9,41
III Trimestre	13,30	-3,46	10,67	12,13	21,42	17,40	13,21	16,39	14,43
IV Trimestre	10,69	7,14	10,26	14,75	23,55	19,78	11,22	20,27	14,55
2008 I Trimestre	10,41	7,51	10,03	15,02	21,58	18,73	12,07	17,55	14,12
II Trimestre	9,54	25,57	11,61	18,15	22,60	20,73	12,36	21,87	16,05

Fonte: Elaborazioni Cer su rilevazioni FL Istat II trimestre 2008 (le celle senza valori sono un errore campionario elevato).

Si è visto che l'aumento di forza lavoro straniera, dal II trimestre 2007 al II trimestre 2008, è stato «direttamente proporzionale» all'incremento di variazioni anagrafiche avutesi appunto per la popolazione straniera.

In base alle regole di ingresso per i neocomunitari, e considerando che per le ricordate regole amministrative, l'aumento di forza lavoro straniera è stato «direttamente proporzionale» alle sue variazioni anagrafiche avutesi appunto per la popolazione straniera, potremmo con ragione supporre che per il futuro l'incremento di forza lavoro straniera sarà pressoché pari alle iscrizioni anagrafiche dei cittadini neocomunitari. Questo fenomeno sostiene l'incremento di Forza lavoro anche in fasi di ciclo basso.

50

Al di là di questi aspetti prettamente contabili, gli andamenti sopra descritti hanno un significato analitico più profondo. In sostanza, l'aumento dell'inflazione ha posto prematuramente termine a una fase di riequilibrio distributivo, contrassegnata dalla disponibilità delle imprese a riconoscere incrementi retributivi più elevati dopo i buoni risultati ottenuti nella favorevole congiuntura del 2006-2007. Nella valutazione del Rapporto, il combinato disposto della maggiore disoccupazione e di una minore dinamica delle retribuzioni nominali contiene allo 0,9 per cento l'incremento dei redditi da lavoro dipendente.

51

A ciò si aggiunge una contrazione dei redditi da capitale, effetto quest'ultimo direttamente legato alla crisi finanziaria e al ridimensionamento dei listini di borsa. La dinamica dei redditi da capitale scende da un valore compreso fra il 9 e il 10 per cento registrato nel biennio 2006-2007, all'2,3 per cento nel 2008 e al -5,4 per cento previsto per il 2009. Date le elasticità del modello Cer, l'aumento dei redditi da capitale nel 2006-2007 spiega un aumento di quattro decimi di punto dei consumi delle famiglie, su un incremento complessivo del biennio pari a 2,5 per cento. La favorevole dinamica dei redditi da capitale è inoltre alla base dell'aumento

BILANCIA DEI PAGAMENTI ECONOMICA

Tavola 12

(miliardi di euro)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Saldo merci	-4,7	-4,7	29,3	31,2	33,9	35,4
- in % del Pil	-0,3	-0,3	1,8	1,9	2,0	2,1
Esportazioni	448,3	462,0	455,6	475,9	500,2	525,7
Importazioni	453,0	466,7	426,4	444,7	466,3	490,3
Saldo redditi da lavoro	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Saldo redditi da capitale	-8,7	-9,7	-10,2	-10,7	-11,2	-11,7
Trasferimenti correnti	-13,9	-14,5	-15,1	-15,7	-16,3	-16,9
Imposte indirette nette	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9
Saldo corrente	-26,8	-28,5	4,4	5,3	6,9	7,3
Saldo in conto capitale	2,7	2,8	2,9	3,0	3,1	3,3
Saldo corrente e in conto capitale	-24,1	-25,8	7,3	8,3	10,0	10,5
- in % del Pil	-1,6	-1,6	0,5	0,5	0,6	0,6
- in % del Pil al netto dei redditi da capitale	-1,0	-1,0	1,1	1,2	1,3	1,3
Per memoria:						
Ragioni di scambio (a)	1,3	-0,9	7,6	-0,4	-0,3	0,1

(a) Variazioni percentuali.

di nove decimi di punto della propensione al consumo, osservata nello stesso biennio. Sommando i due effetti si può ritenere che la componente di reddito legata ai flussi di interessi su titoli e azioni abbia determinato un aumento dei consumi delle famiglie dell'1,4 per cento, oltre la metà del risultato totale. Questo fattore agisce ora in direzione opposta, diminuendo il reddito disponibile e abbassando la propensione al consumo (da 88,5 nel 2008 a 87,7 nel 2009). I consumi delle famiglie sono ulteriormente penalizzati da un effetto ricchezza negativo (-2,3 per cento nel 2008, con effetto ritardato che si scarica interamente sul 2009). Il recupero dei consumi delle famiglie prenderebbe avvio solo a partire dal 2010.

Il fattore di alimentazione: l'indebolimento della domanda mondiale

52

L'indebolimento della domanda estera ha alimentato la recessione, cominciando a esercitare i suoi effetti a partire dai mesi estivi. Ne ha risentito l'attività di esportazione, la componente di domanda rivelatasi più dinamica nel passato biennio. Il peggioramento delle condizioni di commercio internazionale è stato inoltre accentuato, nei suoi effetti sull'economia italiana ed europea, dalle quotazioni del cambio dell'euro, apprezzatosi in misura sensibile nella prima parte dell'anno (tavola 12). Deve essere notato che questo apprezzamento può essere in qualche misura ricondotto all'aumento dell'inflazione. Stante la propria funzione di comportamento, la Bce non ha infatti seguito la Federal Reserve nell'azione di riduzione dei tassi di interesse, ampliando così un differenziale di rendimento che ha sospinto le quotazioni dell'euro. La rivalutazione della moneta è uno dei canali attraverso cui un fenomeno nominale (l'aumento dell'inflazione) ha determinato un effetto reale (il rallentamento delle esportazioni) sull'economia italiana.

Un possibile fattore di avvimento: il razionamento del credito

53

Non è immediato identificare una relazione causale fra andamenti del credito e flessione dell'economia reale. A livello aggregato, l'evidenza disponibile mostra una forte correlazione fra dinamiche della produzione industriale (un tipico indicatore di ciclo reale) e variazioni degli impieghi bancari. Dall'inizio del 2007 le due variabili sono accomunate da una fase discendente piuttosto marcata, accentuatasi nel corso del 2008 (grafico 18).

54

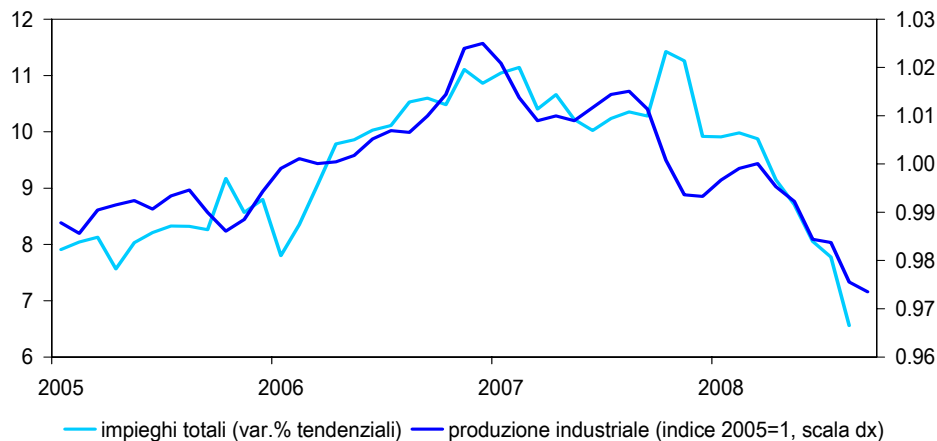
Una maggiore disaggregazione indica tuttavia come il rallentamento del credito bancario abbia finora interessato le famiglie in misura assai maggiore che non le imprese. L'andamento è legato al rapido assottigliarsi dell'erogazione dei mutui e rimanda quindi a difficoltà di tipo settoriale (inversione del ciclo dell'edilizia) piuttosto che a un fenomeno di tipo globale quale è la crisi finanziaria internazionale (grafico 19).

55

Il ridimensionamento del credito bancario rappresenta inoltre una conseguenza desiderata dell'inasprimento delle condizioni monetarie promosso dalla Bce. Ciò a sottolineare come al momento sia molto difficile attribuire la diminuzione degli impieghi a fattori di offerta (credit crunch) piuttosto che a elementi di domanda, fisiologicamente legati sia alle condizioni della politica monetaria, sia alle dinamiche del ciclo reale.

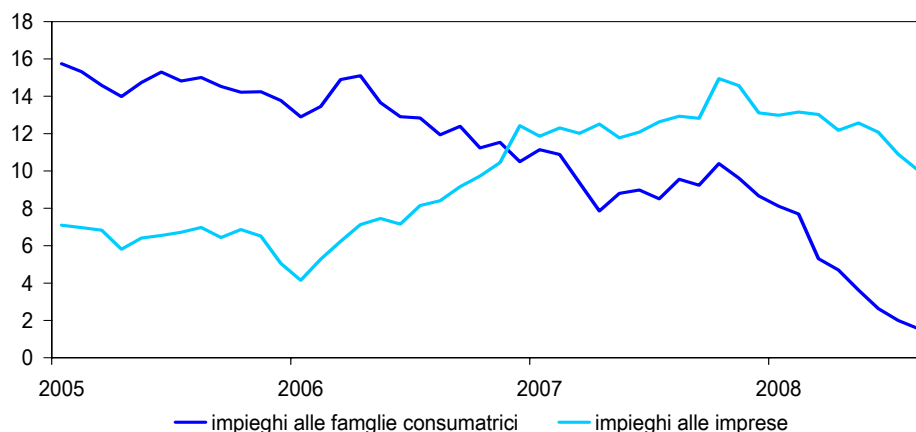
IMPIEGHI BANCARI E PRODUZIONE INDUSTRIALE

Grafico 18



DISAGGREGAZIONE DEGLI IMPIEGHI BANCARI

Grafico 19



56

Tali osservazioni sono però poco consolatorie quando proiettate in un orizzonte di previsione. Dal momento che la crisi finanziaria ha dimensioni ampie e che gli istituti bancari italiani sono comunque investiti da essa, se non altro per effetti di contagio, è concreto il rischio che un razionamento del credito intervenga nel corso del 2009. In questo caso, le spinte recessive verrebbero esacerbate, compensando nel breve periodo gli impulsi espansivi che potrebbero derivare dal rientro dell'inflazione e dalla svalutazione dell'euro.

57

A tal riguardo, le indagini svolte dalla Federal Reserve e dalla Bce segnalano a partire da ottobre un irrigidimento nelle condizioni di concessione del credito alle imprese. Il che ancora non significa che siamo in presenza di *credit crunch*: soprattutto in Europa, gli Istituti bancari sottolineano piuttosto come la minore erogazione di credito sia indotta dal ripiegamento del ciclo economico, e conservi dunque natura fisiologica. Un razionamento del credito nella prima metà del 2009 resta comunque un rischio concreto nello scenario previsivo.

LA FINANZA PUBBLICA

L'andamento generale dei saldi

58

Nelle valutazioni del Cer, l'indebitamento netto delle pubbliche amministrazioni risale nel 2009 al 3,8 per cento del Pil; ridiscende al 3,2 per cento nel 2010, al 2,4 nel 2011, al 2 per cento nel 2012. Il debito aumenta al 106,7 per cento del prodotto nel 2009, continua a salire fino al 107,7 per cento nel biennio 2010-2011, si attesta nuovamente al 106,8 per cento nel 2012. Non manifesta quindi alcuna tendenza a rientrare sotto la soglia del 100 per cento (tavola 13).

59

A incidere sui saldi è soprattutto la dinamica delle entrate. Stimiamo che la variazione complessive delle entrate correnti si ridimensioni intorno all'1,5 per cento nel 2008 e nel 2009 (contro previsioni governative del 2,7 e 3,2 per cento). Per le spese correnti prevediamo invece, rispetto ai documenti programmatici, un aumento più contenuto nel 2008 (4,4 contro il 5,3 per cento), ma più sostenuto nel 2009 (3,6 contro 2,5 per cento). Nella nostra valutazione, di gran lunga

I SALDI DI FINANZA PUBBLICA

Tavola 13

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Milioni di euro						
PUBBLICA AMMINISTRAZIONE						
Indebitamento netto	-24.094	-43.078	-60.120	-51.534	-40.126	-34.833
Saldo primario	52.486	34.889	19.104	27.295	41.793	46.707
Spesa per interessi	76.580	77.967	79.224	78.829	81.919	81.540
Saldo corrente	34.846	14.881	-1.589	4.734	9.724	15.740
Debito (definizione Ue)	1.598.971	1.644.497	1.707.064	1.761.046	1.803.619	1.840.900
In % del Pil						
PUBBLICA AMMINISTRAZIONE						
Indebitamento netto	-1,6	-2,7	-3,8	-3,2	-2,4	-2,0
Saldo primario	3,4	2,2	1,2	1,7	2,5	2,7
Spesa per interessi	5,0	4,9	5,0	4,8	4,9	4,7
Saldo corrente	2,3	0,9	-0,1	0,3	0,6	0,9
Debito (definizione Ue)	104,1	104,4	106,7	107,7	107,7	106,8

meno pronunciato è l'andamento della spesa per interessi, con aumenti dell'1,8 per cento nel 2008 e dell'1,6 per cento nel 2009, poi con una riduzione dello 0,5 per cento nel 2010. Ciò a fronte di aumenti stimati dal governo nella Relazione previsionale e programmatica pari rispettivamente al 5,9, 3,2 e 1,9 per cento.

L'impatto della manovra di finanza pubblica

60

Le nostre stime incorporano le misure adottate con la manovra di stabilizzazione della finanza pubblica, impostata dal governo lo scorso mese di giugno. Con tale manovra, il governo mira a realizzare due fondamentali obiettivi, la stabilizzazione della finanza pubblica e la realizzazione di una piattaforma istituzionale che dia nuovo impulso alla crescita del paese (26). La correzione imposta all'indebitamento netto, come vedremo, è consistente e crescente nel triennio 2009-2011, anche in considerazione del difficile stato congiunturale, che ha ispirato il successivo pacchetto di provvedimenti di sostegno dell'economia.

61

La realizzazione della «piattaforma» per il rilancio dell'economia necessita, secondo la lettura dell'esecutivo, un percorso più ampio e articolato, consistente in una riforma degli assetti istituzionali e gestionali della pubblica amministrazione per renderne più efficace e efficiente il funzionamento. Si tratta di un serie di provvedimenti che vanno dal federalismo fiscale, al «piano industriale della pubblica amministrazione», sino alla semplificazione legislativa.

62

Rispetto agli anni passati, la definizione e l'approvazione della manovra di finanza pubblica hanno presentato sostanziali novità procedurali. La correzione dei conti è stata attuata già prima dell'estate con l'approvazione e conversione del decreto legge 112/2008, anticipando la tradizionale tempistica del processo di programmazione economico-finanziaria. Il provvedimento fissa i saldi programmatici rilevanti della finanza pubblica, precludendo la possibilità di una loro successiva modifica, anche in sede di approvazione della legge finanziaria (27).

L'innovazione è stata introdotta per facilitare i lavori del Parlamento, evitando l'appesantimento della finanziaria e dare maggiore spazio all'approvazione del complesso disegno di riforme istituzionali e organizzative, da cui ci si attende in prospettiva significativi guadagni in termini di più efficiente gestione della spesa (28).

(26) *Intervento del ministro dell'Economia e delle finanze, Giulio Tremonti alla Camera dei deputati, 17 luglio 2008. Cfr. anche, Dpef 2009-2013, pp. V-XVI.*

(27) *In pratica, il decreto legge 112/2008 (articolo 1, comma 1-bis), operando una deroga parziale alle disposizioni della legge di contabilità generale in materia di contenuto della legge finanziaria (cfr. legge 468/1978, articolo 11), ha disposto che in via sperimentale la legge finanziaria per l'anno 2009 contenga esclusivamente disposizioni strettamente attinenti al suo contenuto tipico, con l'esclusione di disposizioni finalizzate direttamente al sostegno o al rilancio dell'economia, di carattere microsettoriale, localistico e anche ordinamentale.*

(28) *Secondo la Corte dei Conti, tale novità «non può che essere accolt[a] con favore», sebbene sia auspicato che gli eventuali chiarimenti richiesti su aspetti delle relazioni tecniche al testo originario e soprattutto agli eventuali emendamenti vengano forniti in modo esauriente e non sacrificate «alle ristrettezze dei tempi di esame parlamentare». Cfr. Corte dei Conti, Elementi per l'audizione sul «Documento di Programmazione Economico-Finanziaria 2009-2013», (Commissioni bilancio riunite della Camera e del Senato), 2 luglio 2008, Roma, p. 4.*

63

Anche quest'anno la manovra di finanza pubblica si compone nel complesso di diversi provvedimenti. Al decreto legge 112/2008 (29) - la cosiddetta «manovra estiva» - si affiancano la legge finanziaria per il 2009 (legge 203/2008), il decreto legge 154/2008 recante ulteriori provvedimenti urgenti in materia sanitaria e locale e, infine, il decreto legge 185/2008, che contiene una serie di misure a sostegno dell'economia reale (30). Completano il quadro dei provvedimenti, infine, una serie di provvedimenti collegati ed elencati nella Nota di aggiornamento al Dpef (31). Si tratta di una serie di cinque disegni di legge: tre risultanti dallo stralcio del disegno di legge 1441/2008 recante «Disposizioni per lo sviluppo economico, la semplificazione, la competitività, la stabilizzazione della finanza pubblica e la perequazione tributaria» (32), a cui si aggiungono quelli di miglioramento della produttività del pubblico impiego (33) e per l'attuazione del federalismo fiscale.

Le misure di stabilizzazione dei conti pubblici

64

Il decreto legge 112/2008 ha reperito un ammontare di nuove risorse pari a 2,6 miliardi di euro nel 2008, 17 miliardi nel 2009, che salgono fino a 36,7 miliardi nel 2011. Secondo le nostre valutazioni l'effetto sull'indebitamento netto è pari a circa 300 milioni di euro nel 2008, 10 miliardi di euro nel 2009, che salgono fino a circa 31 miliardi di euro nel 2011. Nel complesso, la correzione è realizzata soprattutto sul versante delle minori spese e, in particolare, di quelle correnti: in media, nel triennio 2009-2011 la riduzione delle spese rappresenta circa il 75 per cento delle risorse complessivamente reperite. Il contenimento della spesa è in gran parte riconducibile al taglio lineare per il triennio 2009-2011, delle dotazioni finanziarie, a legislazione vigente, delle missioni di spesa dei ministeri, che sono ridotte di un ammontare di 5,3 miliardi di euro nel 2009 che sale sino a 14,9 miliardi di euro nel 2011. Ulteriori risparmi si attendono dal pubblico impiego, dal sistema delle autonomie locali - in particolare dalla riformulazione del Patto di stabilità interno (34) - e, per il biennio

(29) Decreto legge 112 del 25 giugno 2008, recante disposizioni urgenti per lo sviluppo economico, la semplificazione, la competitività, la stabilizzazione della finanza pubblica e la perequazione tributaria, convertito nella legge 133/2008.

(30) A questi si devono aggiungere anche gli usuali disegni di legge relativi al bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2009 e al bilancio pluriennale per il triennio 2009-2011.

(31) Cfr. Nota di Aggiornamento al Documento di Programmazione Economico-Finanziaria per gli anni 2009-2013, p. 8.

(32) In particolare, si tratta dei disegni di legge 143/2008 recante rispettivamente le «Disposizioni per lo sviluppo economico, la riforma del processo civile, la semplificazione, la competitività, la stabilizzazione della finanza pubblica e la perequazione tributaria», le «Disposizioni per lo sviluppo e l'internazionalizzazione delle imprese, nonché in materia di energia», la «Delega al governo in materia di lavori usuranti e di riorganizzazione di enti, misure contro il lavoro sommerso e norme in tema di lavoro pubblico e di controversie di lavoro», e un ulteriore disegno di legge, non ancora deliberato dal Consiglio dei Ministri, volto alla costituzione di un «Codice delle autonomie».

(33) Più precisamente, il provvedimento di «Delega al governo finalizzata all'ottimizzazione della produttività del lavoro pubblico».

(34) Dal Patto di stabilità interno si attendono minori spese per 3,2 miliardi di euro per il 2009 (di cui 1,7 dalle Regioni) che salgono fino a 9,2 miliardi di euro nel 2011. Le principali modifiche introdotte consistono in una quadripartizione degli enti locali, a seconda che abbiano registrato nel 2007 un saldo finanziario positivo o negativo ed abbiano o meno rispettato il patto nel 2007: il peso maggiore è addossato agli enti che presentano un saldo finanziario netto negativo e non hanno rispettato il

2010-2011, dal Servizio sanitario nazionale (35).

65

Dal lato delle misure espansive, le maggiori spese, in particolare quelle correnti, prevalgono sulle riduzioni di entrate. Le maggiori spese previste sono destinate ai rinnovi contrattuali nel pubblico impiego, ai maggiori oneri per il finanziamento del Servizio sanitario nazionale nel triennio 2009-2011, conseguenti all'abolizione del più elevato ticket per l'assistenza specialistica, all'abolizione del divieto di cumulo fra pensioni e redditi da lavoro, sia autonomo che dipendente, e alle modifiche al fondo interventi strutturali di politica economica e in favore degli enti o società di pubblica utilità. Parte di tali maggiori spese serve anche per il finanziamento di appositi fondi utilizzati a copertura dei provvedimenti di minori entrate e maggiori spese disposte con il disegno di legge finanziaria 2009 e da successivi provvedimenti (in particolare, con il decreto legge 154/2008)

66

Per le innovazioni procedurali di cui abbiamo detto, la legge finanziaria per il 2009 non comporta, come accennato, effetti sull'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche. Il provvedimento dispone una serie di disposizioni di carattere tributario, in larga parte costituite da proroghe di regimi fiscali agevolati. Gli effetti sull'indebitamento netto sono compensati in gran parte con le risorse accantonate con il decreto legge 112/2008 nel Fondo per la proroga di agevolazioni fiscali e nel Fondo interventi strutturali di politica economica.

67

Con il già citato decreto legge 154/2008 si dispongono trasferimenti a favore delle autonomie territoriali. Per il 2008 si trasferiscono ai Comuni, a titolo di regolazione contabile pregressa, le risorse corrispondenti al mancato gettito ICI dopo l'abolizione dell'imposta sulla prima casa, per un importo pari a 260 milioni. Per il 2009 si eroga alle Regioni un contributo destinato a coprire le minori spese che esse avrebbero dovuto sostenere a fronte del maggior finanziamento riconosciuto al SSN, a copertura dell'abolizione dell'incremento del ticket sulla specialistica.

Il preconsuntivo 2008

68

Tenuto conto dei principali interventi finora emanati dal governo (36), quest'anno

patto. Gli enti che invece presentano un saldo positivo possono anche permettersi di peggiorare il saldo finanziario, in particolare coloro che hanno rispettato il precedente Patto. Il divieto introdotto di utilizzare la leva fiscale comporta che il raggiungimento degli obiettivi del Patto passi sostanzialmente attraverso un contenimento delle spese.

(35) I risparmi attesi dal Servizio sanitario nazionale ammontano a 2 miliardi nel 2010 e a 3 miliardi di euro nell'anno successivo. Tali risparmi sono contabilizzati come risparmi delle spese. Tuttavia, data l'attuale disciplina sugli innalzamenti automatici delle aliquote fiscali regionali, è probabile che parte di tali risparmi sia in realtà realizzata attraverso maggiori entrate.

(36) Più precisamente, le previsioni del modello incorporano gli effetti delle legge 126/08 («pacchetto fiscale») recante disposizioni urgenti a salvaguardare il potere d'acquisto delle famiglie e del decreto

l'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche dovrebbe attestarsi al 2,7 per cento del Pil, facendo registrare un incremento di oltre un punto percentuale rispetto al dato di consuntivo del 2007: tale peggioramento risulta superiore alle previsioni governative (2,5 per cento), principalmente scontando un'inversione più netta del ciclo economico. Difatti, poiché l'impatto complessivo dei diversi provvedimenti di finanza pubblica sul saldo del 2008 risulta pressoché nullo (37), lo scostamento tra le nostre stime e le previsioni del governo è quasi totalmente riconducibile a una diversa valutazione delle dinamiche spontanee delle variabili di finanza pubblica. Nello specifico, mentre dal lato delle uscite lo scenario che presentiamo è complessivamente in linea con i dati presentati nella Nota di aggiornamento al Dpef (+4,1 per cento per il totale delle uscite correnti e in conto capitale), per ciò che concerne le entrate stimiamo un tasso di crescita pari al +1,6 per cento, che risulta significativamente inferiore al dato dei documenti programmatici (+2,8 per cento) (tavole 14, 15 e 16).

69

Nel 2008 la dinamica delle entrate si sarebbe dunque riportata su valori inferiori alla crescita nominale del Pil, dopo un biennio di incrementi ampiamente superiori; contestualmente il rapporto tra il totale delle entrate e il Pil si sarebbe ridotto di quasi mezzo punto percentuale. Tale rallentamento riflette l'inversione del ciclo economico, i provvedimenti varati negli anni precedenti e le ulteriori misure nel corso del 2008 (circa 800 milioni di euro, 440 milioni nelle valutazioni governative). Nello specifico, alle misure di riduzione delle entrate introdotte nell'ambito del «pacchetto fiscale» e della cosiddetta «manovra estiva», per un totale di circa 3 miliardi di euro (38), si sovrappongono interventi di segno opposto per oltre 2,2 miliardi, anche questi ultimi stabiliti nell'ambito della «manovra estiva» (39). In definitiva, nel 2008 la pressione fiscale scenderebbe dal 43,3 per cento al 42,7 per cento: livello ancora elevato se confrontato con i valori del quinquennio 2000-2005, principalmente a causa del più alto livello dei contributi sociali (40).

legge 185/2008 («decreto anticrisi»), oltre che delle già citate legge 133/2008, legge 203/2008, decreto legge 154/2008, decreto legge 143/2008.

(37) In realtà le quantificazioni governative determinano una riduzione dell'indebitamento di circa 340 milioni di euro. Le nostre previsioni circa gli effetti della manovra si differiscono da quelle ufficiali per 370 milioni, a causa di una diversa quantificazione del taglio dell'Ici sulla prima casa, predisposto dalla legge 185/2008: pari a 1.700 milioni di euro l'anno per il governo, e che invece noi valutiamo in circa 2100 milioni.

(38) Nel dettaglio, il «pacchetto fiscale» di maggio dovrebbe determinare riduzioni delle entrate per 2,1 miliardi di euro per ciò che riguarda il taglio dell'Ici sulla prima casa (1,7 secondo le valutazioni governative), e per 0,7 miliardi relativi alla detassazione degli straordinari. Successivamente, la «manovra estiva» ha introdotto misure di riduzione dell'Iva per 0,3 miliardi di euro.

(39) Nel complesso, il provvedimento più rilevante è la cosiddetta «Robin tax», che consiste in misure di inasprimento fiscale per i settori energetico e delle banche e assicurazioni. Nel 2008, in particolare, la Robin tax dovrebbe incidere solamente su banche e assicurazioni, per un importo pari a circa 1,7 miliardi di euro.

(40) La crescita, relativamente al Pil, dei contributi sociali che si è verificata negli ultimi anni è stata prodotta da un lato dagli interventi di innalzamento dell'aliquota sui lavoratori autonomi stabiliti nelle precedenti legislature, dall'altro dalla crescita piuttosto sostenuta dei redditi da lavoro dipendente nell'ultimo triennio.

**CONTO CONSOLIDATO
DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE**

Milioni di euro

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
A. ENTRATE CORRENTI	719.632	729.991	739.534	753.680	772.989	794.844
Imposte dirette	233.660	242.899	246.416	248.137	255.383	262.190
Imposte indirette	225.928	217.164	220.184	226.476	232.117	239.443
Contributi sociali	204.772	212.810	214.731	219.520	224.365	230.188
Altre entrate	55.272	57.118	58.202	59.548	61.124	63.024
B. ENTRATE IN CONTO						
CAPITALE	4.614	4.662	4.755	4.881	5.025	5.165
C. TOTALE ENTRATE (A+B)	724.246	734.653	744.289	758.561	778.014	800.009
D. SPESE CORRENTI	684.786	715.110	741.122	748.947	763.264	779.104
Consumi collettivi	303.950	320.779	327.654	330.908	335.209	343.433
di cui:						
- redditi	164.645	174.494	177.791	179.501	181.434	184.066
- consumi intermedi	121.460	127.667	130.960	132.635	135.019	140.414
Interessi passivi	76.580	77.967	79.224	78.829	81.919	81.540
Prestazioni sociali	265.284	276.844	292.397	296.866	304.181	311.745
Altre uscite correnti	38.972	39.520	41.847	42.344	41.955	42.386
E. SPESE CORRENTI AL						
NETTO DEGLI INTERESSI	608.206	637.143	661.898	670.118	681.345	697.564
F. SPESE IN CONTO						
CAPITALE	63.554	62.621	63.286	61.149	54.875	55.738
Investimenti lordi	33.441	34.996	36.252	36.164	35.588	36.419
Altre spese	30.113	27.625	27.034	24.985	19.287	19.319
G. TOTALE SPESE (B+F)	748.340	777.731	804.408	810.096	818.139	834.842
H. SALDO						
CORRENTE (A-B)	34.846	14.881	-1.589	4.734	9.724	15.740
I. INDEBITAMENTO						
NETTO (E-G)	-24.094	-43.078	-60.120	-51.534	-40.126	-34.833

Tavola 14

	Variazioni percentuali (*)						In % del Pil					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2007	2008	2009	2010	2011	2012
A. ENTRATE CORRENTI	6,6	1,4	1,3	1,9	2,6	2,8	46,9	46,3	46,2	46,1	46,1	46,1
Imposte dirette	9,5	4,0	1,4	0,7	2,9	2,7	15,2	15,4	15,4	15,2	15,2	15,2
Imposte indirette	2,6	-3,9	1,4	2,9	2,5	3,2	14,7	13,8	13,8	13,9	13,9	13,9
Contributi sociali	8,0	3,9	0,9	2,2	2,2	2,6	13,3	13,5	13,4	13,4	13,4	13,4
Altre entrate	5,9	3,3	1,9	2,3	2,6	3,1	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,7
B. ENTRATE IN CONTO												
CAPITALE	3,1	1,0	2,0	2,6	3,0	2,8	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
C. TOTALE ENTRATE (A+B)	6,5	1,4	1,3	1,9	2,6	2,8	47,2	46,6	46,5	46,4	46,4	46,4
D. SPESE CORRENTI	4,4	4,4	3,6	1,1	1,9	2,1	44,6	45,4	46,3	45,8	45,6	45,2
Consumi collettivi	1,6	5,5	2,1	1,0	1,3	2,5	19,8	20,4	20,5	20,2	20,0	19,9
di cui:												
- redditi	1,1	6,0	1,9	1,0	1,1	1,5	10,7	11,1	11,1	11,0	10,8	10,7
- consumi intermedi	2,1	5,1	2,6	1,3	1,8	4,0	7,9	8,1	8,2	8,1	8,1	8,1
Interessi passivi	11,6	1,8	1,6	-0,5	3,9	-0,5	5,0	4,9	5,0	4,8	4,9	4,7
Prestazioni sociali	5,2	4,4	5,6	1,5	2,5	2,5	17,3	17,6	18,3	18,2	18,2	18,1
Altre uscite	8,2	1,4	5,9	1,2	-0,9	1,0	2,5	2,5	2,6	2,6	2,5	2,5
E. SPESE CORRENTI AL												
NETTO DEGLI INTERESSI	3,6	4,8	3,9	1,2	1,7	2,4	39,6	40,4	41,4	41,0	40,7	40,5
F. SPESE IN CONTO												
CAPITALE	-14,1	-1,5	1,1	-3,4	-10,3	1,6	4,1	4,0	4,0	3,7	3,3	3,2
Investimenti lordi	3,9	4,3	-1,2	-0,2	-1,5	2,3	2,2	2,2	2,3	2,2	2,1	2,1
Altre spese	-30,1	-9,1	4,4	-7,9	-23,8	0,2	2,0	1,8	1,7	1,5	1,2	1,1
G. TOTALE SPESE (B+F)	2,5	3,9	3,4	0,7	1,0	2,0	48,7	49,4	50,3	49,6	48,8	48,4
H. SALDO												
CORRENTE (A-B)	0,9	-1,3	-1,0	0,4	0,3	0,3	2,3	0,9	-0,1	0,3	0,6	0,9
I. INDEBITAMENTO												
NETTO (E-G)	1,8	-1,2	-1,0	0,6	0,8	0,4	-1,6	-2,7	-3,8	-3,2	-2,4	-2,0

(*) Per il saldo corrente e l'indebitamento netto variazioni del rapporto con il Pil.

**IMPOSTE DIRETTE E INDIRETTE
DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE**

Tavola 15

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Milioni di euro						
IMPOSTE DIRETTE	233.660	242.899	246.416	248.137	255.383	262.190
- Ire (a)	150.283	158.284	160.445	164.883	169.569	174.397
- Ires	50.530	47.757	45.240	46.212	45.279	45.864
- Imposta sostitutiva	10.626	12.026	14.979	9.981	12.447	12.850
- Imposta su capital gains	3.789	4.790	5.313	5.313	5.313	5.313
IMPOSTE INDIRETTE	225.928	217.164	220.184	226.476	232.117	239.443
- Iva (b)	118.561	116.829	118.056	120.856	123.964	127.758
- Irap	39.186	36.598	38.107	39.748	40.267	41.611
- Oli minerali (c)	21.082	20.519	19.706	19.668	19.712	19.815
TOTALE ENTRATE TRIBUTARIE	459.588	460.063	466.600	474.612	487.500	501.632
Variazioni percentuali						
IMPOSTE DIRETTE	9,5	4,0	1,4	0,7	2,9	2,7
- Ire (a)	5,8	5,3	1,4	2,8	2,8	2,8
- Ires	28,0	-5,5	-5,3	2,1	-2,0	1,3
- Imposta sostitutiva	22,6	13,2	24,6	-33,4	24,7	3,2
- Imposta su capital gains	32,9	26,4	10,9	0,0	0,0	0,0
IMPOSTE INDIRETTE	2,6	-3,9	1,4	2,9	2,5	3,2
- Iva (b)	4,9	-1,5	1,0	2,4	2,6	3,1
- Irap	6,0	-6,6	4,1	4,3	1,3	3,3
- Oli minerali (c)	-1,3	-2,7	-4,0	-0,2	0,2	0,5
TOTALE ENTRATE TRIBUTARIE	6,0	0,1	1,4	1,7	2,7	2,9
In % del Pil						
IMPOSTE DIRETTE	15,2	15,4	15,4	15,2	15,2	15,2
- Ire (a)	9,8	10,0	10,0	10,1	10,1	10,1
- Ires	3,3	3,0	2,8	2,8	2,7	2,7
- Imposta sostitutiva	0,7	0,8	0,9	0,6	0,7	0,7
- Imposta su capital gains	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
IMPOSTE INDIRETTE	14,7	13,8	13,8	13,9	13,9	13,9
- Iva (b)	7,7	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4
- Irap	2,6	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4
- Oli minerali (c)	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1
TOTALE ENTRATE TRIBUTARIE	29,9	29,2	29,2	29,0	29,1	29,1

(a) Il gettito non comprende l'addizionale regionale e comunale.

(b) Il gettito è espresso al lordo dei rimborsi regolati contabilmente e delle regolazioni dalla Sicilia e dalla Sardegna e al netto delle risorse devolute alla Ue.

(c) L'imposta non comprende la quota di compartecipazione delle regioni al gettito dell'accisa sulla benzina

70

Tra le principali voci che compongono le entrate solamente l'Ire dovrebbe mantenere un tasso di crescita, in linea col dato del 2007, del 5,3 per cento; in tutti gli altri casi stimiamo una flessione congiunturale piuttosto decisa, seppure su livelli molto diversificati. Particolarmente ampio è il rallentamento del gettito Ires, che dovrebbero chiudere l'anno su livelli ampiamente inferiori al 2007 (-5,5 per cento) nonostante le maggiori entrate (in tutto circa 3 miliardi di euro) prodotte dall'aumento dell'aliquota di 5,5 punti percentuali per il settore delle banche e assicurazioni (stabilito nell'ambito della «manovra estiva») e l'inclusione in tale voce dell'extra-gettito derivante dalle imposte sostitutive introdotte dalla legge finanziaria 2008 (41). Per quanto riguarda le altre principali imposte dirette, lo scenario di previsione incorpora una ulteriore espansione, seppure a ritmi meno elevati dello scorso anno, delle imposte sostitutive sui redditi da capitale e sulle plusvalenze (+13 per cento). In definitiva, le imposte dirette dovrebbero crescere intorno al 4 per cento nel 2008, un valore più che dimezzato rispetto al dato del 2007 (+9,5 per cento).

L'incremento delle imposte dirette è stato inoltre controbilanciato da una flessione delle componenti indirette, di entità pari al -3,9 per cento: il totale delle entrate tributarie si sarebbe così attestato sugli stessi valori del 2007 (+0,1 per cento). In dettaglio, stimiamo delle riduzioni dell'1,5 per cento per il gettito Iva (42), del 6,6 per cento per l'Irap (43), e del 2,7 per cento per le imposte sugli oli minerali.

La crescita complessiva delle entrate è stata invece sostenuta da un incremento del 3,9 per cento dei contributi sociali e del 3,3 per cento delle altre entrate correnti (44).

LA PRESSIONE FISCALE

(in % del Pil)

Tavola 16

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Pressione tributaria	29,9	29,2	29,2	29,0	29,1	29,1
Pressione contributiva (a)	13,3	13,5	13,4	13,4	13,4	13,4
Pressione fiscale (a)	43,3	42,7	42,6	42,5	42,5	42,5

(a) Al lordo dei contributi figurativi

(41) Nel Bollettino «Entrate tributarie» pubblicato dalla Direzione studi e ricerche economico-fiscali del ministero dell'Economia e delle Finanze, tale extra-gettito è valutato pari a 1.560 milioni di euro. In particolare, sono comprese le entrate versate sulle eccedenze dedotte ai sensi dell'art. 109, comma 4, lettera b), del Tuir, che ha offerto alle imprese la possibilità di rimuovere i disallineamenti tra i valori civili e fiscali generati dalle deduzioni extra-contabili effettuate fino al periodo d'imposta 2007 incluso (1.242 milioni di euro).

(42) Su cui incidono, per circa 300 milioni di euro, le agevolazioni introdotte dalla «manovra estiva».

(43) Nonostante un incremento del gettito su banche e assicurazioni stabilito all'interno della «manovra estiva», quantificato nell'ordine dei 150 milioni di euro.

(44) La crescita, relativamente al Pil, dei contributi sociali che si è verificata negli ultimi anni è stata prodotta da un lato dagli interventi di innalzamento dell'aliquota sui lavoratori autonomi stabiliti nelle precedenti legislature, dall'altro dalla crescita piuttosto sostenuta dei redditi da lavoro dipendente nell'ultimo triennio.

71

La dinamica della spesa pubblica nel 2008, intorno al 4 per cento, sarebbe rimasta in linea con le previsioni del governo. Tale previsione incorpora gli effetti degli interventi approvati in corso d'anno, che hanno determinato una riduzione modesta delle spese, nell'ordine degli 800 milioni di euro: le correzioni apportate con il «pacchetto fiscale» di fine maggio (per oltre 2,3 miliardi di euro), infatti, risultano in parte annullate dagli interventi espansivi contenuti nella «manovra estiva» (per 1,6 miliardi). A livello disaggregato stimiamo un più basso tasso di crescita delle uscite correnti rispetto ai documenti programmatici, che riflette principalmente la minore spesa per gli interessi sul debito pubblico (1,8 per cento, contro il 5,7 per cento della Nota di aggiornamento al Dpef), controbilanciata da una minore riduzione delle spese in conto capitale (45). I consumi intermedi sarebbero aumentati del 5,1 per cento e la spesa per prestazioni sociali del 4,4 per cento.

72

La spesa per prestazioni sociali nel 2008, in base ai risultati di preconsuntivo, chiude con dei valori di crescita abbastanza sostenuti (4,4 per cento) sia pure più ridotti rispetto a quelli dell'anno precedente (tavola 17). In particolare la spesa per pensioni si attesta su di un tasso di crescita del 4,3 per cento in conseguenza degli incrementi per le pensioni «basse» stabiliti dal precedente governo. Altre componenti, di peso minore sul complesso della spesa sociale, concorrono a determinare la crescita complessiva della spesa. Tra queste si segnalano gli esborsi a favore dei sussidi ai disoccupati, che risentono del maggior ricorso a tali strumenti fatto dalle imprese nell'ultima parte dell'anno, e la spesa per il pagamento dell'indennità di fine rapporto dei dipendenti pubblici, che risente dei consistenti flussi di pensionamento di questo comparto.

Le previsioni per il periodo 2009-2012

73

Nello scenario di previsione, l'andamento dei conti pubblici è fortemente condizionato dal piccolo negativo del Pil atteso per il 2009 e dalla lenta ripresa dalla recessione nel triennio successivo: nello specifico, il livello dell'indebitamento raggiunge il 3,8 per cento del Pil nel 2009, scende al 3,2 per cento nel 2010, per poi portarsi al 2,4 per cento e al 2 per cento nei due anni successivi. Sia il rispetto della soglia del 3 per cento nel biennio 2009-2010, sia il graduale azzeramento dell'indebitamento, obiettivo prefissato dal governo per il 2012, risultano del tutto improbabili, a meno di successivi interventi correttivi. A incidere sul saldo della finanza pubblica è innanzitutto l'evoluzione delle entrate, che stimiamo al +1,4 per cento nel 2009 e al +1,7 per cento nel 2010, valori che si confrontano con livelli sensibilmente superiori al 3 per cento indicati nella nota di aggiornamento al Dpef. Ma nel 2009 è anche la dinamica delle spese, che stimiamo pari al 3,4 per cento, contro il 2,3 per cento delle valutazioni governative, che contribuisce a determinare un livello dell'indebitamento superiore a quello prefissato nei documenti governativi.

(45) *Che stimiamo pari all'1,5 per cento, contro il -8,2 per cento del governo, a causa di una diversa valutazione dell'andamento della voce relativa alle «altre spese in conto capitale»: -9 per cento, contro il -22 per cento dei documenti programmatici.*

PRESTAZIONI SOCIALI

Tavola 17

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Milioni di euro						
Pensioni	231.406	241.263	251.859	258.133	265.133	272.237
- lavoratori dipendenti privati (a)	122.476	126.687	132.568	136.041	140.171	143.266
- lavoratori autonomi (b)	29.173	30.372	32.058	33.591	34.480	36.377
- lavoratori dipendenti pubblici (c)	57.162	60.570	63.287	65.270	67.167	69.097
Prestazioni per la famiglia (d)	6.427	6.620	6.805	6.975	7.129	7.286
Prestazioni per la disoccupazione (e)	5.664	6.140	6.925	7.307	7.575	7.780
Totale prestazioni sociali	265.284	276.844	292.397	296.865	304.181	311.744
Variazioni %						
Pensioni	4,2	4,3	4,4	2,5	2,7	2,7
- lavoratori dipendenti privati (a)	3,5	3,4	4,6	2,7	3,0	2,2
- lavoratori autonomi (b)	2,8	4,1	5,5	4,8	2,6	5,5
- lavoratori dipendenti pubblici (c)	5,0	6,0	4,5	3,1	2,9	2,9
Prestazioni per la famiglia (d)	18,9	3,0	2,8	2,5	2,2	2,2
Prestazioni per la disoccupazione (e)	-1,7	8,4	12,8	5,5	3,7	2,7
Totale prestazioni sociali	5,2	4,4	5,6	1,5	2,5	2,5
In % del Pil						
Pensioni	15,07	15,32	15,74	15,79	15,82	15,80
- lavoratori dipendenti privati (a)	7,98	8,04	8,29	8,32	8,37	8,31
- lavoratori autonomi (b)	1,90	1,93	2,00	2,05	2,06	2,11
- lavoratori dipendenti pubblici (c)	3,72	3,85	3,96	3,99	4,01	4,01
Prestazioni per la famiglia (d)	0,42	0,42	0,43	0,43	0,43	0,42
Prestazioni per la disoccupazione (e)	0,37	0,39	0,43	0,45	0,45	0,45
Totale prestazioni sociali	17,28	17,58	18,28	18,16	18,16	18,09

(a) Fpld, Inpdai, Inpgi e altri fondi (i fondi speciali, i fondi integrativi e quelli facoltativi).

(b) Artigiani, Commercianti e Coltivatori diretti-Mezzadri-Coloni (CDMC).

(c) Dipendenti statali, iscritti all'Inpdap, dipendenti dell'ente ferrovie e poste telegrafonici.

(d) Comprende assegni familiari, prestazioni erogate dai comuni per le famiglie e assegno al secondo figlio.

(e) Comprende la spesa per le indennità di disoccupazione e la cassa integrazione.

74

Queste valutazioni scontano una politica fiscale sostanzialmente neutrale da parte del governo, nonostante il peggioramento del quadro macroeconomico. Il decreto cosiddetto «anticrisi» varato a fine novembre (46) non modifica significativamente il livello complessivo dell'indebitamento netto, limitandosi a intervenire sulla composizione dei conti pubblici. Nel 2009, in particolare, le misure previste determinano un aumento degli impieghi per circa 6 mi-

(46) Il già citato decreto legge 185/2008, in corso di approvazione definitiva in questi giorni.

liardi di euro (di cui 4,2 miliardi di maggiori spese e 1,8 miliardi di minori entrate), che sono interamente finanziati tramite interventi di incremento delle entrate (per 5 miliardi di euro) e di riduzione della spesa (circa un miliardo). Non incidendo sul livello complessivo dell'indebitamento, gli effetti anti-ciclici del decreto anticrisi sull'intero sistema economico risultano molto contenuti: le nostre stime indicano un effetto espansivo nel 2009 di circa 4 decimi di punto sulla dinamica dei consumi privati e di appena un decimo di punto sulla crescita del Pil. Naturalmente, l'effetto sulla domanda interna sarebbe maggiore se la copertura delle maggiori spese e delle minori entrate risultasse non completa.

75

Dal lato delle entrate, il decreto approvato a fine anno introduce agevolazioni fiscali a favore delle famiglie per 590 milioni di euro nel 2009, di cui 460 milioni per la proroga della riduzione dell'aliquota sugli straordinari (da cui dovrebbero derivare ulteriori 130 milioni nel 2010), e i rimanenti 130 milioni relativi alla sospensione temporanea degli incrementi dei pedaggi autostradali. Per le imprese le agevolazioni assommano a poco meno di 1,4 miliardi di euro (nei due anni successivi tali importi scendono a 1,2 e 1,1 miliardi), di cui quasi 1200 milioni sono riconducibili all'introduzione della deducibilità dei pagamenti Irap nel calcolo delle basi imponibili Ire e Ires, mentre circa 200 milioni derivano dal differimento dei versamenti Iva. Ma sulle imprese ricadono anche gran parte degli interventi di incremento della tassazione: circa 5 miliardi di euro nel 2009, di cui quasi 2,8 miliardi relativi alla norme che consentono il riallineamento ai principi contabili internazionali IAS e la rivalutazione di beni e partecipazioni societarie dietro pagamento di un'imposta sostitutiva ridotta (47). A regime, inoltre, ulteriori 1,8 miliardi dovrebbero derivare da diversi provvedimenti in tema di accertamenti e riscossioni, e oltre 400 milioni dall'abolizione dell'aliquota Iva agevolata sui servizi televisivi e dall'introduzione di un'addizionale sugli utili dell'industria della pornografia.

76

Per alcuni dei provvedimenti di copertura, tuttavia, le quantificazioni governative potrebbero risultare ottimistiche: il servizio di Bilancio della Camera, ad esempio, ha invitato il governo a fornire valutazioni più prudenti per quanto riguarda le misure che implicano una adesione volontaria da parte dei contribuenti (il riallineamento ai principi contabili internazionali e la rivalutazione di beni e partecipazioni societarie), e quelle considerate «non verificabili», ovvero che non sono suffragate da elementi e dati soggettivi (potenziamento delle attività di accertamento e riscossione). Inoltre, per quanto riguarda la copertura di uscite correnti con i fondi del Fondo per le Aree Sottoutilizzate (FAS), si richiede un chiarimento circa possibili effetti di dequalificazione della spesa, tenuto conto che il fondo di recente è già stato oggetto di riduzioni.

77

Nello scenario di previsione, nel 2009 la dinamica complessiva delle entrate dovrebbe mantenersi intorno agli stessi bassi livelli di quest'anno, per poi riportarsi gradualmente verso la soglia del +3 per cento nel triennio successivo; in rapporto al prodotto lordo, si assesterebbe su

(47) Il riallineamento ai principi contabili IAS comporta un esborso iniziale per le imprese, stimato dal governo in quasi 2,5 miliardi di euro nel 2009, controbilanciato da successivi risparmi di imposta, per circa 400 milioni di euro nel 2010 e oltre 900 milioni nel 2010 nelle valutazioni governative.

livelli leggermente inferiori al dato del 2008. Anche per quanto riguarda le principali voci, stimiamo un profilo di crescita sostanzialmente in linea con quello del Pil nominale lungo l'intero arco della previsione.

78

La dinamica delle uscite scende al +3,4 per cento nel 2009, per poi portarsi su livelli non molto superiori all'1 per cento nel triennio successivo. Questo profilo di crescita riflette innanzitutto l'andamento molto contenuto della spesa per interessi, che a sua volta incorpora il netto ribasso dei tassi d'interesse. Le previsioni incorporano anche i pesanti tagli di spesa attuati tramite il «pacchetto fiscale», per oltre 9 miliardi di euro nel triennio 2009-2011, e la «manovra estiva», per circa 43 miliardi nello stesso periodo. Il «pacchetto anticrisi» appena varato ha alleviato in misura contenuta gli effetti restrittivi sulla spesa disposti dai due precedenti provvedimenti, aumentando le uscite di circa 5 miliardi di euro nell'intero triennio.

79

Per quanto riguarda le principali componenti, le uscite correnti al netto degli interessi dovrebbero aumentare del 3,9 per cento nel 2009, sostenute dalle spese per le prestazioni sociali (5,6 per cento) e dai consumi intermedi (2,6 per cento). Negli anni successivi entrambe le voci dovrebbero evidenziare un netto rallentamento. Nel biennio 2010-2011, in particolare, il rallentamento dei consumi intermedi risente oltre che dei tagli alle dotazioni ministeriali, dei risparmi previsti sul Servizio sanitario nazionale, sebbene sia possibile che l'aggiustamento previsto si realizzi con un incremento dal lato delle maggiori entrate regionali, e del Patto di stabilità interno che, considerato il blocco delle leve fiscali locali, agirà sostanzialmente sul lato delle minori spese.

80

Con riferimento alla spesa sociale, sull'andamento previsto per il prossimo anno (+5,6 per cento) influiscono l'elevato tasso di inflazione del 2008, che come è noto influenza la spesa per pensioni dell'anno successivo, insieme al peggioramento congiunturale che spinge sia la spesa per i sussidi alla disoccupazione (+12,8 per cento), sia le componenti residuali della spesa per prestazioni sociali (+75 per cento nel 2009). Tale voce, infatti, incorpora gli stanziamenti per il bonus a favore dei soggetti indigenti stabiliti dal governo con il decreto «anticrisi» del novembre scorso. Per il triennio successivo, invece, le migliori aspettative sull'inflazione e l'assenza, a quanto oggi noto, di ulteriori provvedimenti a sostegno delle famiglie, spingono decisamente più in basso la spesa sociale che dovrebbe attestarsi su tassi di crescita di poco superiori al 2 per cento.