



Servizio del bilancio
del Senato

n.b. nota breve

Nota breve n. 2
Luglio 2008

Lo scenario macroeconomico Una nota di aggiornamento per le analisi di finanza pubblica.

Rallentamento della crescita e tensioni inflazionistiche

Il Fondo Monetario Internazionale (FMI) ha recentemente rivisto verso l'alto le previsioni di crescita per il 2008 e il 2009, rispetto al World Economic Outlook dello scorso aprile. Tuttavia, la crescita economica a livello globale è prevista in fase di rallentamento. Il Fondo prevede infatti una crescita per l'economia internazionale del 4,1 per cento nel 2008 e del 3,9 nel 2009, rispetto al 5 per cento fatto registrare nel 2007.

n.b.

Tabella 1: le previsioni di crescita per l'Italia, Stati Uniti, area euro e Giappone

	Previsioni macroeconomiche								Variazione rispetto alle stime precedenti							
	Commissione (1)		FMI (2)		OCSE (3)		Governato (4)		Commissione Europea		FMI		OCSE		Governato	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009
Italia	0,5	0,8	0,5	0,5	0,5	0,9	0,5	0,9	-0,9	-0,8	0,2	-	-0,8	-0,4	-0,1	-0,3
Area euro	1,7	1,5	1,7	1,2	1,7	1,4			-0,5	-0,6	0,3	-	-0,2	-0,6		
Stati Uniti	0,9	0,7	1,3	0,8	1,2	1,1			-0,8	-1,9	0,8	-	-0,8	-1,1		
Giappone	1,2	1,1	1,5	1,5	1,7	1,5			-0,7	-1,2	0,1	-	0,1	-0,3		

(1) Economic Forecast Spring 2008
(2) WEO, July 2008 Update
(3) OECD June 2008
(4) Dpef 2009-2013
(5) OECD Economic Outlook n. 83 June 2008

Il sistema economico internazionale si trova in una fase delicata, caratterizzata dal rallentamento della crescita (connesso principalmente alla debolezza della domanda aggregata) in molte economie avanzate e da un aumento dell'inflazione, che riguarda, in primo luogo, i paesi emergenti e in via di sviluppo, ma anche le economie industrializzate.

Per i *policy makers* si ripropone un classico dilemma di politica economica: salvaguardare la crescita o combattere l'inflazione. Gli errori di *policy* commessi negli anni settanta, che favorirono la stagflazione¹, costituiscono un monito per il presente. Secondo il FMI, nei paesi emergenti è necessario adottare politiche monetarie e di bilancio più restrittive, al fine di frenare la dinamica dell'inflazione, in presenza di un andamento della domanda aggregata ancora vivace. Inoltre, per i paesi con tassi di cambio agganciato al dollaro, secondo l'FMI si pone la questione di adottare regimi di cambio più flessibili, al fine di ridurre l'inflazione importata. Nelle economie avanzate, invece, le motivazioni per una politica monetaria restrittiva sono meno stringenti, secondo l'analisi del Fondo, sia perché la crescita sta vistosamente rallentando, sia perché il costo del lavoro non è in aumento.

Lo scenario attuale è condizionato da quattro fattori: le conseguenze dello scoppio della bolla immobiliare negli Stati Uniti, la fragilità dei mercati finanziari che si è riacutizzata nelle ultime settimane, l'aumento dei prezzi delle *commodities* agricole e infine, lo *shock* petrolifero.

A proposito dello *shock* petrolifero l'ISAE² osserva che il fenomeno in atto ha caratteristiche diverse da quelle sperimentate negli anni '70. Infatti: a) lo *shock* non è stato improvviso, ma si è manifestato lentamente, spinto dalla prolungata crescita mondiale, a sua volta indotta da politiche monetarie espansive; b) vi è un eccesso di domanda a fronte di un'offerta insufficiente sia nell'estrazione sia nella raffinazione, senza che vi siano verificati, come negli anni '70, episodi di interruzione della produzione; c) il meccanismo di retroazione (per cui un aumento del prezzo determina una riduzione della domanda e quindi tende a riportare il mercato in equilibrio) non opera in questa fase, in quanto la domanda espressa dalle economie emergenti è largamente inelastica al prezzo; d) l'inelasticità della domanda, a sua volta, crea spazi per la speculazione, favorita dalla presenza di capitali in uscita da impieghi non più attraenti.

Stati Uniti

Per gli Stati Uniti il Fondo ha rivisto verso l'alto le stime di crescita per il 2008, rispetto alle previsioni molto pessimistiche contenute nel World Economic Outlook dello scorso aprile. La revisione tiene conto dell'andamento positivo fatto registrare dai consumi interni nei mesi di aprile e di maggio, a seguito dell'erogazione del 50 per cento del pacchetto di benefici fiscali varato dal governo federale nel mese di febbraio³. Le prospettive tuttavia non sono favorevoli. Infatti, nel secondo semestre di quest'anno, secondo il Fondo, l'attività economica

² "Le previsioni per l'economia italiana", luglio 2008.

³ Il pacchetto, pari all'uno per cento del PIL americano, comprende rimborsi fiscali destinati a individui a basso e medio reddito e misure per le aziende (ammortamento accelerato degli investimenti).

Vedi: <http://www.ustreas.gov/economic-plan/>

¹ Per stagflazione si intende una fase economica caratterizzata da elevati tassi di inflazione e stagnazione della crescita economica.

avrà un profilo piatto, come si evince confrontando la previsione per il quarto trimestre del 2008 con la crescita effettiva del quarto trimestre del 2007: 0,3 per cento contro il 2,5 per cento. Il Fondo prevede per il 2008 un tasso di crescita pari all'1,3 per cento, che si riduce allo 0,8 nel 2009, confermando le difficoltà in cui versa l'economia americana.

Nelle ultime settimane sono emersi nuovi elementi di fragilità delle istituzioni finanziarie americane, con il fallimento di un istituto di credito specializzato in mutui (*Indymac Bank*) e le difficoltà delle entità semi-governative (*Government-Sponsored Enterprises*, GSE) Fannie Mae e Freddie Mac. Le due GSE operano nel mercato secondario dei mutui (di buona qualità) e detengono o garantiscono circa la metà dei mutui residenziali statunitensi. La perdita di fiducia degli operatori nelle due istituzioni riguardava l'insufficienza dei mezzi patrimoniali propri rispetto alle perdite prospettiche in conseguenza del calo dei prezzi degli immobili⁴. Dato il ruolo sistemico delle due GSE (i titoli di debito emessi sono detenuti da istituzioni nazionali e straniere e utilizzati ampiamente come collaterale⁵) le autorità sono dovute intervenire per tranquillizzare gli operatori allarmati per le voci di perdite per complessivi 75 miliardi di dollari.

Dunque, la Fed ha annunciato di essere pronta a concedere liquidità in caso di necessità⁶, mentre il Tesoro ha richiesto al Congresso l'autorizzazione all'acquisto di azioni delle due entità, così come la rimozione del tetto attualmente esistente (4,5 miliardi di dollari) sui prestiti erogabili dal Tesoro stesso. Di fatto si tratta del salvataggio pubblico di due istituzioni private (cioè con azionariato privato) coperte da un'implicita garanzia federale. Il *Congressional Budget Office* (CBO) ha stimato in 25 miliardi di dollari, spalmati sugli esercizi 2009 e 2010, il costo del salvataggio per la finanza pubblica statunitense. Gli osservatori ritengono inderogabile l'adozione di misure per rafforzare il quadro di regolamentazione, al fine di evitare il ripetersi di episodi del genere e il rischio di azzardo morale indotto dal salvataggio pubblico⁷.

⁴ Si noti che le difficoltà delle due entità non sono direttamente connesse ai *default* sui mutui di cattiva qualità (*sub-prime*).

⁵ Il collaterale costituisce l'attività (in questo caso finanziaria) che il debitore fornisce al prestatore di fondi come garanzia per il prestito ricevuto.

⁶ Si veda il comunicato stampa della Fed del 13 giugno 2008.

⁷ Per azzardo morale si intende un comportamento opportunistico, per cui un soggetto è indotto a determinati comportamenti (ad esempio, un'eccessiva assunzione di rischio) nella consapevolezza di non doverne pagarne le conseguenze.

Il Fondo inoltre evidenzia come, nelle ultime settimane, i margini sui contratti per la copertura del rischio di *default* su obbligazioni emesse da istituzioni bancarie e finanziarie americane (*Credit Default Swaps*, CDS) siano aumentati, segnalando il timore degli operatori per possibili nuovi fallimenti. Due nuovi fallimenti bancari si sono verificati, peraltro, alla fine della settimana scorsa, portando a 7 il numero delle banche fallite dall'inizio dell'anno.

La Fed nello scorso mese di giugno, alla luce della dinamica dell'inflazione, ha posto termine alla manovra di politica monetaria espansiva iniziata nell'estate scorsa, lasciando immutato al 2 per cento il tasso sui *Fed funds*.

Area dell'euro

Nel primo trimestre la crescita nell'area dell'euro è stata superiore alle attese, riflettendo fattori temporanei⁸. Nel secondo semestre, come rileva la Banca d'Italia⁹, è attesa peraltro una decelerazione dell'attività economica. Gli indicatori congiunturali sul clima di fiducia delle imprese e dei consumatori rilevati dalla Commissione europea indicano un progressivo peggioramento. L'inflazione ha continuato a crescere, portandosi al 4 per cento nel mese di giugno, sulla spinta delle tensioni esterne (rincarò delle quotazioni delle materie prime), solo in parte bilanciate dalla moderazione dei costi produttivi interni e dall'apprezzamento dell'euro. In aggiunta, le aspettative di inflazione sono state riviste progressivamente verso l'alto dagli operatori. Al fine di ancorare fermamente le aspettative di medio e lungo termine, e tenuto conto della persistenza delle tensioni inflazionistiche, il 3 luglio scorso la BCE ha aumentato al 4,25 per cento il tasso di riferimento. Si tratta del primo intervento della banca centrale europea sui tassi di interesse dallo scoppio della crisi finanziaria nell'estate del 2007 (l'ultimo intervento risale, infatti, a giugno del 2007, quando il tasso di riferimento fu aumentato dal 3,75 al 4 per cento).

Italia

Nel secondo trimestre dell'anno, dopo l'andamento discreto fatto registrare nel primo trimestre, imputabile al contributo della domanda estera alla domanda aggregata, l'attività economica ha subito una netta decelerazione, come rileva la Banca d'Italia. Secondo le ultime indagini condotte dall'ISAE, gli indicatori congiunturali, fiducia delle

⁸ Si tratta di condizioni climatiche eccezionalmente favorevoli, che hanno favorito l'investimento in costruzioni in molti paesi europei, *in primis* la Germania.

⁹ Vedi Banca d'Italia, "Bollettino economico", n. 53, luglio 2008.

famiglie, fiducia delle imprese e ordinativi, mostrano un netto peggioramento.

La Banca d'Italia sottolinea come i consumi siano frenati dall'inflazione che erode il reddito reale, mentre gli investimenti sono negativamente influenzati dalle aspettative sfavorevoli degli imprenditori sull'andamento della domanda, dall'aumento del costo del credito e infine dal basso grado di utilizzo della capacità produttiva.

L'inflazione, secondo le previsioni della Banca d'Italia, raggiungerà il 3,8 per cento nell'anno in corso, scendendo al 2,8 per cento il prossimo.

Le ultime previsioni del Fondo Monetario per l'Italia rivedono verso l'alto il tasso di crescita del PIL allo 0,5 per cento per quest'anno e per il prossimo. In senso inverso operano le revisioni operate dalla Banca d'Italia e dall'ISAE. Secondo la banca centrale, la crescita sarebbe dello 0,4 per cento per entrambi gli anni; l'ISAE stima un tasso di crescita dello 0,4 per quest'anno e dello 0,7 per il prossimo (vedi Tabella 2). Nel Dpef 2009-2013 il Governo ha previsto un tasso dello 0,5 per il 2008 e dello 0,9 per cento per il 2009. Nell'anno corrente l'andamento insoddisfacente della domanda interna, secondo l'analisi dell'ISAE, dovrebbe essere bilanciato da una dinamica ancora positiva delle esportazioni nette. Il rallentamento della domanda proveniente dai paesi avanzati sarebbe compensato dalle esportazioni verso i paesi emergenti e petroliferi. Quanto all'impatto negativo dell'apprezzamento dell'euro, sempre secondo l'ISAE, esso sarebbe inferiore rispetto al passato, grazie al cambiamento del mix produttivo verso beni di più elevata qualità e meno sensibili alla concorrenza di prezzo.

In riferimento all'impatto dello *shock* petrolifero sulla nostra economia, l'ISAE rileva che il fabbisogno petrolifero diretto e indiretto del sistema produttivo italiano si è ridotto rispetto al primo *shock* petrolifero del 1973. Mentre negli anni '70 un aumento del prezzo del petrolio del 10 per cento in termini di valuta domestica determinava, secondo le stime dell'ISAE un aumento del prezzo finale dell'*output* pari allo 0,7-1,5 per cento, attualmente la stessa variazione percentuale del prezzo del petrolio determina un aumento dello 0,4 per cento del prezzo dell'*output*. Il processo virtuoso che ha reso il sistema produttivo italiano meno dipendente dal petrolio, iniziato negli anni settanta sulla spinta dei ripetuti *shock* petroliferi, sembra tuttavia essersi arrestato nei primi anni duemila, probabilmente a causa dei prezzi moderati del petrolio prevalenti in quel periodo.



nota breve

sintesi di argomenti di attualità
del Servizio bilancio del Senato

Gli arretrati possono essere
richiesti all'Archivio Legislativo
tel 06 67062610
ArchivioLegislativo@senato.it
I testi sono disponibili alla pagina
<http://www.senato.it>