

Quadro macroeconomico e introduzione ai lavori

Banca d'Italia, 27 marzo 2012

Dott. Giorgio Gomel,
Capo del Servizio Studi e Relazioni Internazionali,
Banca d'Italia

1. La difficile uscita dalla crisi

A tre anni e mezzo dal momento più acuto della crisi finanziaria mondiale, la ripresa economica rimane debole e incerta. In alcuni paesi, tra cui l'Italia, il PIL e la produzione industriale sono ancora al di sotto dei livelli pre-crisi. Anche nei paesi dove essi sono stati superati, si è lontani dall'essere ritornati sui trend precedenti. Certo, si trattava in molti casi di trend non sostenibili, alimentati da eccessi speculativi destinati a implodere. Ma, anche tenuto conto di tutto questo, si tratta di una ripresa molto debole, come la storia economica suggerisce che così avvenga allorché una recessione scaturisce da una crisi finanziaria. La ragione è che le crisi finanziarie tipicamente seguono a fasi di eccessiva espansione del credito – e quindi dell'indebitamento, a seconda dei casi, delle imprese, delle famiglie o del settore pubblico. Nell'ultima crisi, l'indebitamento era soprattutto delle famiglie, almeno nei paesi (Stati Uniti, Regno Unito, Spagna, Irlanda) dove la fase espansiva era stata trainata da una bolla immobiliare. Con lo scoppio della bolla e il crollo dei prezzi delle case, le famiglie hanno dovuto intraprendere un faticoso percorso di riduzione del debito, che si è tradotto in una lunga catena di insolvenze sui mutui e nella persistente debolezza dei consumi.

Come ormai sappiamo, questa è stata solo la prima fase della crisi. Per evitare una crisi più grave e contenere la recessione, i governi sono stati costretti a varare misure di sostegno alle banche e di stimolo fiscale. Questo ha determinato un forte deterioramento delle finanze pubbliche in una fase in cui anche le prospettive di crescita venivano riviste al ribasso. Di conseguenza, tutta l'aritmetica della sostenibilità del debito pubblico è peggiorata sensibilmente. Gli operatori di mercato hanno così rivolto l'attenzione alle finanze pubbliche. I paesi presi di mira sono stati in primo luogo quelli che avevano accumulato forti squilibri, di finanza pubblica e/o delle partite correnti (Grecia, Portogallo), e quelli dove il costo del salvataggio del sistema finanziario aveva raggiunto proporzioni colossali (Irlanda).

L'Italia aveva mantenuto durante la crisi un disavanzo pubblico abbastanza contenuto – anche grazie al fatto di non aver dovuto spendere per salvataggi bancari – nonché un passivo

limitato nei conti con l'estero. Anche l'indebitamento del settore privato era tra i più bassi. Ma con due elementi di debolezza: un debito pubblico elevato e una bassa crescita del prodotto che durava da oltre dieci anni, in parte legata a problemi di competitività delle imprese. Quando, nell'estate del 2011, la risposta delle autorità europee alla crisi di Grecia, Irlanda e Portogallo si è dimostrata incerta e insufficiente e le prospettive di crescita mondiale sono peggiorate, i mercati hanno messo in dubbio la sostenibilità del debito pubblico anche per l'Italia.

L'aumento degli *spread* sui titoli di Stato italiani e degli altri paesi periferici europei si traduceva non solo in un più alto costo del servizio del debito – che quindi peggiorava ulteriormente l'aritmetica della sostenibilità – ma anche in un più alto costo della raccolta per le banche e l'innescarsi di una spirale perversa tra le difficoltà finanziarie dello Stato e quelle delle banche, che in caso di gravi difficoltà avrebbero dovuto ricorrere in ultima istanza al sostegno statale.

Al di là dell'Italia, sul finire dell'anno veniva crescendo la preoccupazione che l'inadeguatezza dei meccanismi di governo della crisi potesse portare a un ulteriore deterioramento della situazione, con un'estensione del contagio anche ai paesi fino ad allora esenti. Alcuni osservatori preconizzavano uno scenario catastrofico di spaccatura dell'eurozona, le cui ripercussioni si sarebbero riverberate al resto del mondo attraverso canali sia finanziari sia dell'economia reale (una recessione mondiale).

2. I segni di miglioramento negli ultimi mesi

Fortunatamente, negli ultimi mesi il rischio di un contagio della crisi e quello, ad esso collegato, di una recessione mondiale sembrano diminuiti. Il giudizio che emerge nei consessi internazionali non è certamente ancora di sollievo, ma si comincia a intravedere una via d'uscita, anche se certo non un cammino agevole, e che toccherà alle autorità di politica economica saper percorrere.

I motivi di ciò, in ordine di importanza:

- Il **primo** è che finalmente la risposta delle autorità europee alla crisi del debito sovrano sembra aver raggiunto la massa critica necessaria a stabilizzare le aspettative dei mercati. Sono state approvate importanti riforme della *governance* europea. I governi dei paesi sotto attacco (in particolare Italia e Spagna) hanno preso decise misure di risanamento fiscale e di riforma strutturale per sostenere la crescita. È stata finalmente realizzata, tra mille difficoltà, la ristrutturazione del debito pubblico della Grecia. E infine – *last but not least* – la Banca centrale europea ha realizzato due ampie operazioni di rifinanziamento a lungo termine, che

hanno contribuito in modo decisivo ad arrestare la spirale negativa tra difficoltà di raccolta delle banche europee e crisi del debito sovrano.

- Il **secondo** fattore è rappresentato dai segnali di miglioramento della situazione economica negli Stati Uniti. Da un lato, la creazione di posti di lavoro, rimasta debole e discontinua per i primi due anni e mezzo dall'inizio della ripresa, sembra aver finalmente raggiunto ritmi sufficienti ad assicurare un graduale riassorbimento della disoccupazione. Questo dovrebbe aiutare anche a sostenere i redditi delle famiglie, il cui ristagno ha rappresentato il principale freno ai consumi. Dall'altro lato, sono comparsi i primi segni di una inversione di tendenza nei mercati immobiliari: i prezzi hanno smesso di scendere e anche l'attività edilizia comincia a riprendersi. È importante tuttavia valutare con cautela questi miglioramenti. Altri fattori di debolezza rimangono: lo sforzo delle famiglie statunitensi di ridurre il proprio indebitamento continua a frenare i consumi; e finché i consumi non ripartono, anche le imprese rimangono prudenti nelle decisioni di investimento.
- Il **terzo** fattore è la sostanziale tenuta della crescita nelle economie emergenti. Il rallentamento c'è, ormai visibile in Cina, India, Brasile e Russia; nella maggior parte dei casi non è dovuto solo alla minore dinamica delle esportazioni, ma anche a quella della domanda interna e alla vischiosità nel passaggio da un modello di sviluppo fondato sulle prime ad uno basato sulla seconda. Tuttavia, si tratta di un rallentamento contenuto, da tassi di crescita ragguardevoli. E soprattutto, il fatto importante è che nelle economie emergenti le autorità hanno ancora margini per utilizzare le politiche monetarie e/o quelle fiscali per contrastarlo. E di questi margini, almeno in alcuni casi, stanno già facendo uso: da qualche mese le autorità brasiliane e quelle cinesi hanno cominciato ad allentare le condizioni monetarie. Basti confrontare questa situazione delle economie emergenti con quella di 10-15 anni fa per avere la misura di quanto il mondo sia cambiato: allora, gli *shock* provenienti dai paesi avanzati si ripercuotevano in modo amplificato in quelli emergenti, dove la presenza di vulnerabilità finanziarie e la limitata credibilità delle politiche economiche costringevano le autorità a reagire in modo pro-ciclico. Oggi, invece, i mercati emergenti sono, nel complesso, un fattore di stabilità.

Questi tre fattori hanno contribuito, nell'arco degli ultimi mesi, a stabilizzare le aspettative degli operatori. Le attese sulla crescita non sono variate di molto (sono migliorate un poco per gli Stati Uniti, hanno smesso di peggiorare per le economie europee, sono nel complesso rimaste stabili per le economie emergenti), ma ciò che è più importante è che si è ridotta l'incertezza. In particolare, è diminuita la probabilità assegnata agli scenari più catastrofici. Gli effetti si sono manifestati innanzitutto sui mercati finanziari, con minori tensioni sul debito sovrano nell'area dell'euro, i recuperi nei corsi azionari, riduzioni nei premi al rischio. Gli afflussi di capitali verso i

paesi emergenti si sono intensificati, e le valute di alcuni di essi (che nella seconda metà del 2011 si erano indebolite) hanno recuperato terreno.

3. I rischi rimangono elevati

I rischi non sono però “evaporati”. Come ho detto prima, negli Stati Uniti il mercato del lavoro continua a migliorare solo gradualmente (anche perché persiste la contrazione dell'occupazione nel settore pubblico) e il tasso di partecipazione della forza lavoro rimane molto basso. Un effetto depressivo potrà derivare dalla riduzione del potere d'acquisto causato dal rialzo dei prezzi del petrolio e dalla forte restrizione fiscale che si avrà nel 2013 (a politiche invariate) quando scadrà il prolungamento dei tagli alle aliquote fiscali deciso nel 2001.

In Cina ci sono segnali di rallentamento: non solo per la debolezza della domanda estera, ma anche per gli effetti negativi sulla domanda interna della stretta monetaria della prima metà del 2011. Qualora l'indebolimento dell'attività economica si rivelasse più profondo e prolungato di quanto oggi previsto, sussistono margini di manovra per contrastarlo. Il rischio appare piuttosto che le autorità, preoccupate di sostenere l'attività economica nel breve termine, non affrontino con la dovuta urgenza gli squilibri strutturali dell'economia cinese: non solo la dipendenza dalle esportazioni, ma anche l'eccessivo peso della spesa per investimenti a discapito di quella per consumi.

4. I temi di oggi

Della prima sessione già ho detto. Abbiamo invitato l'Ambasciatore Ferdinando Nelli Feroci, Rappresentante Permanente d'Italia presso l'Unione Europea e Fabrizio Balassone, un collega del Servizio Studi di Struttura Economica e Finanziaria, ad illustrarci i mutamenti nell'assetto di governo della UE e la natura del nuovo *fiscal compact* e dei *firewalls* finanziari.

Delegati e addetti tratteranno poi della percezione dell'Italia nelle loro piazze prima e dopo l'acme della crisi.

Nella seconda sessione affronteremo la questione di politica economica che è oggi preminente nel programma di governo e nel dibattito pubblico nel paese: il sostegno alla crescita, modi e mezzi.

In particolare, lo guarderemo dall'angolo visuale dell'internazionalizzazione delle imprese e del “Sistema paese”. Non perché si spinga un “animus” mercantilista, ma perché con domanda interna debole, è quella estera che può alimentare lo sviluppo e comunque, al di là del contingente,

il problema dell'Italia nel medio termine è la sua posizione nel processo di globalizzazione e nella divisione internazionale del lavoro.

Due interventi tra loro complementari su questi temi: il Dott. Giuseppe Tripoli, Capo del Dipartimento per l'Impresa e l'Internazionalizzazione del Ministero per lo Sviluppo Economico, illustrerà le misure già attuate dal governo e i problemi aperti in materia di internazionalizzazione; l'Ambasciatore Maurizio Melani, Direttore Generale per il Sistema-Paese del Ministero degli Esteri parlerà del sistema Paese e delle misure a sostegno della stessa. Interverranno poi i colleghi della Banca d'Italia che coordinano l'indagine campionaria sulle imprese italiane all'estero.

Nella terza sessione, infine, tratteremo di geopolitica: il Mediterraneo e Medio Oriente, i rivolgimenti del mondo arabo, le ripercussioni economiche per l'Europa e l'Italia.