

RAPPORTO



CEP

CENTRO EUROPA RICERCHE

n. 2/2008

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 Caretoni

Direttore: Manin Carabba

Comitato scientifico: Stefan Collignon (presidente), Salvatore Tutino (coordinatore), Vincenzo Atella, Manin Carabba, 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 Spaventa.

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 maggio 2008 presso la sede del Cer

5
SOMMARIO E CONCLUSIONI

11
IL QUADRO INTERNAZIONALE

Negli Stati Uniti: aspettando la tempesta - In Europa: doppiare Capo di Buona Speranza - Bonaccia valutaria - Conclusioni ed esogene della previsione
Riquadro: Una stima del cambio dollaro/euro

23
LA PREVISIONE MACROECONOMICA

La previsione - Esportazioni nette - La domanda interna - I consumi finali nazionali
Gli investimenti fissi lordi - L'occupazione - La bilancia dei pagamenti
Riquadro: Andamenti recenti della produzione industriale
Riquadro: Trasmissione dell'inflazione e differenziali con l'Europa
Riquadro: Effetti di una stabilizzazione del prezzo del petrolio a 120 dollari/barile

43
I SALDI DI FINANZA PUBBLICA

LA FINANZA PUBBLICA IN EUROPA
LA FINANZA PUBBLICA IN ITALIA
Il consuntivo 2007 - La previsione per il periodo 2008-2011

57
IL DEBITO PUBBLICO

Il debito delle amministrazioni pubbliche - Le dimensioni del debito pubblico
Il contributo delle misure straordinarie - La riduzione del debito: dismissione di patrimonio o saldo primario?- Conclusioni



Hanno collaborato alla redazione del rapporto: Marco Camilletti, Luca Cappellani, Alessandro Caretoni, Felice Cincotti, Laura Dragosei, Stefano Fantacone, Sergio Ginebri, Pierluigi Morelli, Antonio Murzi, Filippo Pericoli, Salvatore Tutino.

P

1 Per la seconda volta in questo decennio, l'economia mondiale registra un rallentamento della crescita. Per la seconda volta, il rallentamento trae origine dalla correzione di un eccesso di esuberanza finanziaria negli Stati Uniti: la bolla della *new economy* allora; oggi la bolla immobiliare, a cui è connessa la crisi dei mutui *sub-prime*.

2 Elemento specifico della situazione odierna è il coinvolgimento del settore bancario, che determina un rischio sistemico di natura finanziaria. Anche se in realtà il rischio sembra riguardare più il «sistema anglosassone» che le istituzioni bancarie dell'eurozona. Le stime del Fondo monetario commisurano a 45 miliardi di dollari le perdite di bilancio delle banche dell'eurozona, valore limitato rispetto ai 144 miliardi degli Stati Uniti e ai 40 miliardi del solo Regno Unito. Eppure i diversi sistemi bancari hanno margini di intermediazione simili; non sono evidentemente uguali le propensioni al rischio: che risultano premianti nelle fasi di espansione, ma amplificano i costi di aggiustamento nei periodi di flessione.

3 Il grado di esposizione dei sistemi creditizi nazionali spiega il comportamento seguito fino a oggi dalle banche centrali. La teoria economica giustifica interventi di ultima istanza in caso di fallimenti bancari. Su questa strada si sono mosse la Banca di Inghilterra e la Federal Reserve, intervenute direttamente nel salvataggio di alcune banche. Particolarmente significativo è il caso degli Stati Uniti, dove si è presentata la necessità di evitare il fallimento di una banca di investimento di primaria importanza. L'intervento dell'istituto centrale ha violato la consuetudine che voleva i salvataggi riservati alle sole banche commerciali, perché sottoposte a una vigilanza più rigida. La manovra è stata inoltre effettuata utilizzando come braccio operativo una banca commerciale, alla quale è stata garantita una consistente copertura per eventuali perdite. Di fatto la Federal Reserve sembra essere andata oltre le prescrizioni teoriche relative ai salvataggi bancari.

4 L'autorità monetaria statunitense ha utilizzato con decisione anche la leva dei tassi di interesse. Nell'arco di un trimestre, i rendimenti ufficiali sono stati più che dimezzati (dal 4,25 al 2 per cento). Misurata in termini di tassi reali, la manovra degli ultimi mesi presenta un'intensità superiore a quella di fine 2000, in occasione del precedente rallentamento, quando un'inflazione calante assorbì una parte della riduzione dei rendimenti nominali.

5 Nell'eurozona non sembra esservi il rischio di incipienti fallimenti bancari. I risultati di bilancio del 2007 hanno mostrato riduzioni di profitti di entità sostenibile ed è limitata la casistica di banche in vera e propria perdita. Anche il sistema europeo è però interessato da una crisi di liquidità interbancaria, segno che un restringimento delle condizio-

ni creditizie è in corso in Europa come negli Stati Uniti.

6

La solidità del sistema bancario consente alla Bce di muoversi con circospezione. I tassi non sono stati abbassati; ci si è limitati a interrompere la fase di rialzo a cui era stato dato avvio prima che si manifestasse la crisi dei *sub-prime*. Gli annunci della banca centrale europea indicano la volontà di tornare a percorrere questa strada non appena le condizioni finanziarie dovessero riavviarsi a normalità.

7

Come mostrano le simulazioni del Rapporto, il diverso atteggiamento delle banche centrali incide sull'andamento del tasso di cambio euro/dollaro. Il differenziale di rendimenti sospinge un apprezzamento della moneta europea; al contempo, lo squilibrio commerciale e l'abbassamento delle prospettive di crescita alimentano la tendenziale svalutazione del dollaro.

8

La gestione delle condizioni monetarie deve attendersi una accelerazione dell'inflazione. Gli aumenti del prezzo del petrolio - davvero inusitati - si accompagnano a un incremento dei corsi delle materie prime alimentari. I due fenomeni sono correlati fra loro dal lato dell'offerta, dal momento che i prezzi alimentari sono in tensione perché le colture sono state riorientate verso la produzione di beni energetici alternativi. Si avranno effetti di persistenza inflazionistica fintanto che questo processo di sostituzione non avrà raggiunto un sufficiente stadio di maturità. L'inflazione europea ha superato il 3,5 per cento, quella statunitense il 4 per cento.

9

In coerenza con il proprio obiettivo statutario, la Bce riserva priorità al controllo dei prezzi. Nel confronto con la Federal Reserve si ripropone un *trade-off* che sembrava esaurito dall'inizio degli anni Ottanta. L'autorità europea si mostra disposta a un eccesso di rallentamento reale, pur di scongiurare fenomeni di persistenza e propagazione dell'inflazione. Negli Stati Uniti, anche a causa della fragilità del sistema bancario, la preferenza va invece a una manovra di ribasso dei tassi, che sostiene il ciclo reale ma comporta una maggiore inflazione. Rispetto a valutazioni condotte che tengono conto delle parità dei poteri d'acquisto, le quotazioni dell'euro verso il dollaro sono dunque sostenute dall'aspettativa di un allargamento dei differenziali di inflazione.

10

Tenuto conto delle difficili condizioni di contesto, il ciclo dell'industria europea sta manifestando una grande capacità di tenuta. L'accresciuta integrazione verso est (paesi ex-socialisti e asiatici) limita l'impatto del minore assorbimento statunitense sulla domanda di esportazioni europee. E anche negli Stati Uniti la flessione della domanda è ancora in linea con quanto verificatosi in passati episodi di «recessione moderata».

11

Pur tuttavia, anche qualora il ciclo mondiale non dovesse registrare una vera e propria battuta di arresto, deve ritenersi mutato lo scenario con il quale si confronterà l'economia europea nei prossimi anni. Secondo le valutazioni espresse nel Rapporto l'espansione del commercio mondiale resterà moderata per almeno un triennio, l'euro manterrà quotazioni di 1,5 verso il dollaro e la banca centrale europea non procederà a un allentamento dei tassi di interesse.

12

In queste condizioni, potrebbe acquisire importanza nell'agenda europea una ridefinizione delle relazioni di cambio verso i paesi asiatici che presentano avanzi di bilancia dei pagamenti. Evitare che i differenziali di costo del lavoro siano amplificati dalla perdita di competitività indotta dall'apprezzamento dell'euro costituisce una risposta alternativa alla richiesta di intervenire sui rapporti commerciali attraverso il ritorno a misure protezionistiche.

13

La forza dell'euro ripropone la possibilità di indirizzare ingenti finanziamenti internazionali verso la realizzazione di progetti di scala europea: una proposta originariamente riferita alle grandi reti infrastrutturali, che hanno poi trovato risorse in appositi finanziamenti europei. Nuovi obiettivi possono ora essere individuati: ad esempio l'affrancamento dell'Europa dalla dipendenza energetica e dall'esposizione a *shock* esogeni dei prezzi del petrolio.

14

Nella valutazione delle organizzazioni internazionali l'economia italiana continua a essere rappresentata, anche in prospettiva, come la tartaruga della crescita europea. È un ritratto fondato su dati reali, ma che potrebbe sottovalutare gli elementi di dinamismo emersi nell'ultimo biennio. Nel 2007 le esportazioni italiane sono aumentate del 5 per cento, più di quanto non è aumentata la domanda di importazioni dei nostri principali mercati di sbocco (4,5 per cento). Pur in un contesto di generalizzato rallentamento della crescita, le quote sui mercati mondiali sono state cioè mantenute. La revisione dei dati Istat mostra che le esportazioni tra 1999 e il 2006 sono aumentate del 23 per cento, il doppio di quanto stimato in precedenza (11 per cento).

15

La previsione del Cer conferma la pronunciata flessione del tasso di crescita italiano nel 2008 (0,7 per cento). Quello in corso si rivelerebbe l'anno di minimo della fase congiunturale; il recupero atteso per il periodo successivo sarebbe inoltre appena sufficiente a ricondurre il tasso di sviluppo sui valori potenziali (1,4 per cento nel 2011). In questo avvallamento ciclico, stimiamo che prenda corpo uno spostamento dei contributi alla crescita verso le componenti della domanda estera. Le esportazioni nette spiegano, nella nostra previsione, quasi la metà della crescita attesa per il 2008-2009.

16

Il ricupero dell'industria manifatturiera sui mercati esteri costituisce un fattore di stabilizzazione del ciclo italiano. Nella stessa direzione va il recupero di produttività che sembra si sia avviato nel 2007 e possa consolidarsi nel periodo di previsione. L'incremento della produttività del lavoro si attesterebbe in media allo 0,5 per cento (contro la stasi del 2000-2006). Il rallentamento della congiuntura si rifletterebbe di contro sulle dinamiche dell'occupazione. L'aumento dei lavoratori dipendenti nel settore privato scenderebbe quest'anno allo 0,6 per cento (2 per cento nel 2007) e rimarrebbe al di sotto dell'uno per cento nel periodo 2009-2011. Il tasso di disoccupazione continuerebbe a diminuire, ma con passo più lento che nel recente passato: scenderebbe quest'anno al di sotto del 6 per cento, per risultare pari al 5,4 per cento a fine periodo.

17

Diversamente dalla domanda estera, il nostro esercizio di previsione individua notevoli elementi di debolezza nella domanda interna. Il contributo alla crescita di questa componente si dimezzerebbe nel 2008-2009 rispetto al 2007. In particolare, stimiamo che nel biennio l'incremento dei consumi rimanga al di sotto dell'uno per cento, mentre per gli investimenti privati non residenziali prevediamo una contrazione quest'anno (-1 per cento) e un incremento nullo per il 2009. In espansione risulterebbe solo la componente pubblica degli investimenti e per il 2008 la parte di consumi pubblici riconducibile ai redditi dei lavoratori della pubblica amministrazione (oltre l'otto per cento).

18

La diagnosi sulle cause del rallentamento della domanda interna non può essere uniforme. Nel caso dei consumi pesa l'aumento dell'inflazione (3,3 per cento), che comporterà quest'anno un rallentamento del reddito reale, nonostante una formazione di reddito disponibile nominale in linea con quella del 2007 (3,9 contro 3,8 per cento). L'accelerazione dei prezzi spinge inoltre aumenti delle retribuzioni nel settore privato superiori al 3 per cento sia quest'anno che nel 2009, appena sufficienti a mantenere invariato il potere d'acquisto, ma tali da spingere oltre il 2 per cento il costo del lavoro per unità di prodotto.

19

L'inflazione ha cause esogene, legate ai corsi dei prezzi delle materie prime internazionali. Valutiamo nel Rapporto che una stabilizzazione del prezzo del petrolio a 120 dollari per barile (contro i 100 dollari della nostra ipotesi di base) aumenterebbe di mezzo punto il tasso di inflazione e ridurrebbe di due decimi l'espansione della domanda interna. Più ancora della crisi dei mutui *sub-prime*, il rischio per l'economia italiana sembra risiedere nel deterioramento delle ragioni di scambio.

20

Il peggioramento delle ragioni di scambio ha peraltro effetti asimmetrici: da una parte comprime i margini delle imprese e riduce il potere d'acquisto delle famiglie, dall'altra aumenta la rendita fiscale da inflazione (secondo le nostre valutazioni quest'anno il Pil

nominale registrerebbe un'accelerazione). Il conflitto distributivo che ne deriva potrebbe essere disinnescato da meccanismi di restituzione del *fiscal drag* o di sterilizzazione di alcune accise. Accordi sul costo del lavoro potrebbero prevedere maggiori incrementi salariali in caso di miglioramento delle ragioni di scambio (oggi è contemplata solo una sterilizzazione degli aumenti di inflazione indotti dai prezzi internazionali). Quest'ultima misura, garantendo la futura restituzione di ciò che si sta perdendo oggi in termini di potere d'acquisto, eviterebbe l'innescare di una spirale prezzi-salari, contribuendo a stabilizzare le aspettative di inflazione. Le previsioni del Rapporto indicano che già dal 2009 potrebbe registrarsi un miglioramento delle ragioni di scambio.

21

Per quanto riguarda gli investimenti - dovendosi scontare un'attenuazione del ciclo delle costruzioni - la questione da porsi è come rafforzare la propensione all'accumulazione delle imprese. Nonostante il buon andamento delle esportazioni e un aumento atteso dei margini di profitto, il saggio di accumulazione diminuirebbe nel periodo di previsione di un punto a prezzi correnti, di mezzo punto a prezzi costanti. Misure fiscali a favore delle scelte di investimento - come suggerito dalla Commissione Biasco - potrebbero concorrere nell'invertire questa flessione.

22

La nostra analisi individua quindi alcune direttrici lungo le quali indirizzare una politica di stabilizzazione del ciclo. In presenza di un'accelerazione inflazionistica di origine esogena, non sembrano opportuni interventi di sostegno diretto della domanda aggregata. Come si è detto, la leva fiscale può essere però utilizzata sia per conservare il potere d'acquisto delle famiglie, sia per stimolare l'attività di investimento. Esistono spazi di bilancio per attivare simili misure?

23

Secondo la previsione di finanza pubblica, che illustriamo nell'ultimo capitolo del Rapporto, l'indebitamento sarebbe pari al 2,2 per cento quest'anno e all'1,4 per cento nel 2011 (scontando la «legislazione vigente»). Ciò consentirebbe di chiudere la procedura per disavanzo eccessivo, senza tuttavia giungere all'azzeramento del disavanzo, che rimane l'obiettivo di medio periodo.

24

Dal momento che i risultati di bilancio verrebbero conseguiti a fronte di una sostanziale invarianza della pressione tributaria - e considerando gli scarsi risultati ottenuti attraverso strategie di ricomposizione delle entrate - sembra sconsigliabile fare ricorso alla leva fiscale in assenza di misure di riduzione strutturale della spesa. Tanto più che gli andamenti da noi prefigurati non sono comunque sufficienti a conseguire l'annullamento del disavanzo concordato in sede europea. Restano dunque ridotti i margini di manovra della politica di bilancio.

25

Un'opportunità è però offerta dall'avvio della XVI legislatura e da uno spirito *bipartisan* che potrebbe manifestarsi su alcuni grandi temi. L'azione di bilancio potrebbe articolarsi su due leve distinte. Una prima leva, costituita dal contenimento della spesa corrente, mirerebbe a conservare gli attuali valori di avanzo primario. La seconda rappresentata da una riduzione accelerata del debito, potrebbe fornire le risorse necessarie a ridurre la pressione fiscale. Nell'ultimo capitolo del Rapporto si calcola la dimensione delle risorse straordinarie affluite nell'ultimo decennio al bilancio pubblico, ma non interamente indirizzate a riduzione del debito. Azioni di valorizzazione o di dismissione del patrimonio immobiliare possono oggi rilanciare una politica di abbattimento del debito pubblico: avvicinandoci alla media europea; restituendo flessibilità alla politica di bilancio: e rendendo credibile un obiettivo di permanente abbassamento della pressione fiscale.