

## 1.2 Le esogene della previsione

### Commercio globale: brusca frenata

Nel 2011-2012 il CSC stima che il commercio mondiale torni su ritmi di crescita molto più contenuti rispetto a quelli straordinariamente elevati registrati nel 2010 (+15,3%), determinati dal rimbalzo dopo la violenta caduta nel 2009. Questa previsione incorpora la battuta d'arresto che si è registrata nella prima metà dell'anno in corso, l'andamento negativo degli ordini globali atteso per i prossimi mesi e il graduale ritorno l'anno venturo al passo di espansione di lungo periodo (+0,5% mensile), anche se inferiore a quello eccezionalmente forte registrato nel periodo 2002-2008 (+0,7%). Le principali cause dell'andamento meno brillante degli scambi globali sono: gli effetti dell'aumento del prezzo delle materie prime (petrolio in particolare) sulla domanda interna dei paesi trasformativi; l'inasprimento nelle economie emergenti delle politiche monetarie per fronteggiare l'inflazione; la stretta delle politiche di bilancio attuata in quasi tutti i paesi europei (non solo quelli con un importante deficit pubblico) e negli Stati Uniti; infine, il protezionismo strisciante. Questi fattori inducono il CSC a tagliare le variazioni attese per il commercio mondiale a +5,6% nel 2011 (dal 9,1% di giugno) e +4,0% nel 2012 (da 7,9%; Tabella 1.7).

Il quasi dimezzamento della stima per il 2011 è conseguente ai deludenti ultimi dati del commercio mondiale: in giugno -2,2% in volume rispetto a maggio, tornando così ai livelli di dicembre, e nel secondo trimestre -0,6% rispetto al primo (quando era salito del 2,6%). Non accadeva dal secondo trimestre del 2009 (-0,2%) che si registrasse una diminuzione trimestrale. Anche le economie emergenti, che nella ripresa avevano finora dato il maggior contributo alla crescita degli scambi internazionali, superando a giugno 2011 di quasi l'11,0% il picco pre-crisi (aprile 2008), nel secondo trimestre hanno registrato una riduzione dell'interscambio con l'estero (-0,7% sul primo). Le uniche aree emergenti a registrare una crescita in tale periodo sono state l'America Latina (+4,7% rispetto al primo trimestre) e l'Europa centro-orientale (+1,5%). La dinamica più recente allontana il ritorno ai livelli pre-recessivi degli scambi con l'estero effettuati dai paesi avanzati, distanti ancora del 7,1% dal picco.

Tabella 1.7

Le esogene della previsione (Variazioni percentuali)				
	2009	2010	2011	2012
Commercio mondiale	-12,7	15,3	5,6	4,0
Prezzo del petrolio (1)	61,7	79,9	111,0	110,0
Prodotto interno lordo				
Stati Uniti	-3,5	3,0	1,6	2,0
Area euro	-4,2	1,8	1,7	1,0
Paesi emergenti	2,8	7,4	6,3	5,9
Cambio dollaro/euro (2)	1,39	1,33	1,40	1,38
Tasso FED (3)	0,25	0,25	0,25	0,25
Tasso di interesse a 3 mesi USA (3)	0,69	0,34	0,29	0,30
Tasso BCE (3)	1,28	1,00	1,29	1,50
Tasso di interesse a 3 mesi Area euro (3)	1,23	0,81	1,40	1,55

(1) Dollari per barile; (2) livelli; (3) valori percentuali.

Preoccupa in particolare l'incepparsi del commercio estero dei PVS, vero motore del rilancio post-crisi. Osservando l'andamento delle quantità importate, infatti, si può notare che la ripresa ha confermato il divario di dinamismo tra l'assorbimento interno dei paesi avanzati e quello dei paesi emergenti: +0,6% la media mensile di incremento delle importazioni da maggio 2009 in poi per i primi e +1,1% per i secondi.

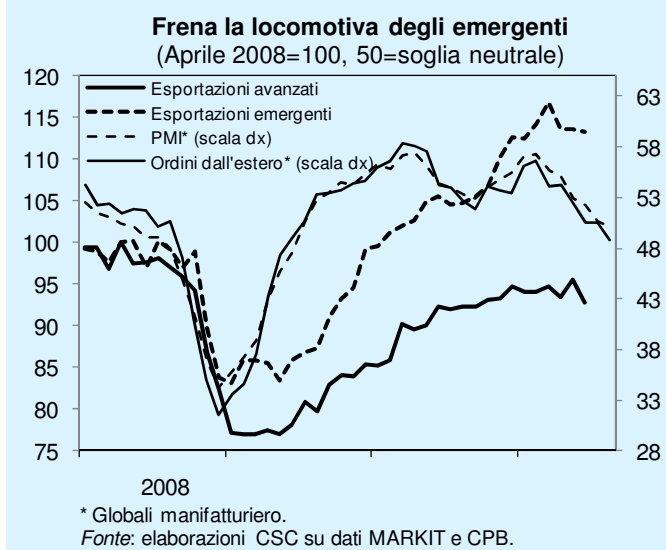
L'indice PMI riguardante gli ordini dall'estero manifatturieri globali è ripiegato in territorio di contrazione: da 54,2 di aprile è passato a 48,7 di agosto, un livello non più rilevato da giugno 2009. Ciò disegna per i prossimi mesi una dinamica molto contenuta, con tendenza addirittura alla diminuzione (Grafico 1.17).

La frenata primaverile degli scambi globali è avvenuta nonostante le esportazioni giapponesi siano rimbalzate verso i livelli pre-terremoto, registrando un +4,5% mensile in maggio e un +8,5% in giugno (dopo il -7,5% medio mensile di marzo e aprile). Questo implica che l'andamento negativo degli scambi non è stato causato, se non limitatamente, dal diffondersi delle conseguenze sulle filiere globali del venir meno temporaneo delle produzioni nipponiche e che, anzi, nella seconda metà del 2011 verrà meno il contributo agli scambi mondiali del Giappone, attualmente verso livelli normali di export.

In questo nuovo scenario continuano a preoccupare gli squilibri commerciali di maggiori dimensioni, in particolare quelli americano e cinese. Il deficit commerciale statunitense potrebbe addirittura aumentare passando dal 4,4% del PIL nel 2010 al 5,0% nel 2011 (stima CSC); ciò a causa del più elevato prezzo del petrolio, giacché la bilancia commerciale americana al netto dell'import petrolifero passa dal -2,5% del PIL nel 2010 al -2,7%. Il surplus commerciale cinese invece, dovrebbe leggermente rientrare dal 4,3% del PIL nel 2010 al 3,8% nel 2011 (secondo la stima di *Global Insight*), grazie a un tasso di crescita dell'economia molto elevato.

Sulle dinamiche del commercio estero incombe la minaccia del protezionismo. Secondo un'attenta analisi effettuata dal *Global Trade Alert* le nuove misure protezionistiche adottate nel corso del 2010 non sono state minori di quelle assunte nel 2009. Nei primi due trimestri del 2011 sono state prese più di 130 ulteriori misure protezionistiche, la maggior parte nei paesi aderenti al G-20, che pure nei comunicati ufficiali alla fine dei summit hanno sempre ribadito di voler contrastare le pulsioni al protezionismo. Più del doppio potrebbero essere varate nei prossimi mesi. E un aspetto particolarmente negativo è costituito dalla difficoltà di rimuovere le barriere non tariffarie, che sono le più frequenti. Dal novembre del 2010 sono state introdotte anche misure che favoriscono il commercio internazionale, ma la loro numerosità è meno della metà rispetto a quelle nuove che lo ostacolano. Inoltre il 2011 è l'anno in cui si esaurisce una delle

Grafico 1.17



misure adottate nell'aprile del 2009, durante il G-20 di Londra e attuata dalla *World Bank*, per contrastare la grande recessione, ovvero il pacchetto di 250 miliardi di dollari proprio per il finanziamento al commercio internazionale (credito all'esportazione).

### Decelerano gli emergenti

I paesi emergenti cresceranno del 6,3% nel 2011 e del 5,9% nel 2012, dal 7,4% del 2010. Le nuove stime del CSC sono leggermente inferiori a quelle elaborate a giugno (6,4% e 6,3% rispettivamente nei due anni), quando pure era atteso un rallentamento. Gli emergenti nel 2010 già pesavano per il 48% del PIL mondiale calcolato a parità di potere di acquisto (PPA); nel 2012 contribuiranno per lo stesso ammontare di quelle avanzate alla formazione del PIL globale, ma origineranno i due terzi della sua crescita, nonostante la decelerazione. Decelerazione confermata dai dati congiunturali del secondo trimestre e determinata dagli effetti dell'aumento dei prezzi delle commodity e delle politiche restrittive, soprattutto monetarie, messe in atto per contenere l'elevata inflazione ed evitare il surriscaldamento (Grafico 1.18). A tali effetti vanno aggiunti quelli derivanti dal peggioramento dello scenario economico internazionale, in particolare dal forte e inatteso rallentamento della ripresa negli USA e nell'Area euro, che contribuirà a frenare le vendite all'estero dei paesi emergenti.

### È sempre l'Asia il motore della crescita mondiale

totali degli emergenti e al 42% per il PIL globale. Cina e India continueranno a dare gli apporti maggiori all'incremento del prodotto degli emergenti: 2,4 e 0,9 punti percentuali rispettivamente sui 5,9 del 2012.

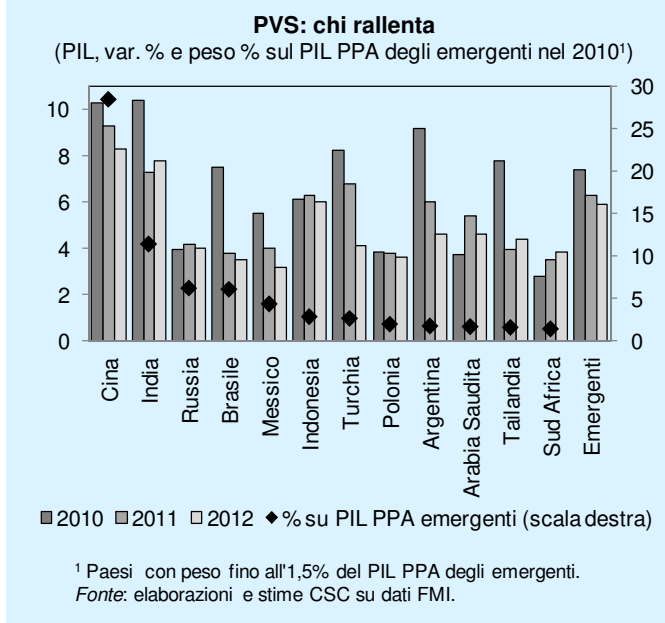
Il PIL cinese avanzerà, secondo il CSC, del 9,3% nel 2011 e dell'8,3% nel 2012 (le previsioni di giugno indicavano 9,4% e 9,2%), contro il 10,4% nel 2010. Gli indicatori congiunturali hanno mostrato segnali di debolezza dall'inizio dell'anno. Il PMI manifatturiero è diminuito fino a 49,3 a luglio (ad agosto è risalito a 49,8; Grafico 1.19), cioè sotto la soglia di 50 che indica produzione manifatturiera inalterata. Ad agosto ha frenato la crescita della produzione industriale (+13,5% annuo, da +14,0% a luglio). Il rallentamento è evidente nelle variazioni del PIL: +8,2% annualizzato nel secondo trimestre 2011, dal +9,0% nel primo e dal +11,1% del quarto 2010. Si sono fatte sentire le politiche restrittive varate dalle autorità cinesi per pilotare l'economia verso un atterraggio morbido e contrastare l'inflazione che a luglio ha toccato il record da 37 mesi: 6,5% annuo. Per raffreddare i prezzi al consumo la Banca centrale cinese ha

Gran parte del dinamismo dell'economia globale continua a provenire dall'Asia, il cui contributo alla crescita nel 2012 sarà pari al 64% per il PIL

totali degli emergenti e al 42% per il PIL globale. Cina e India continueranno a dare gli apporti maggiori all'incremento del prodotto degli emergenti: 2,4 e 0,9 punti percentuali rispettivamente sui 5,9 del 2012.

Il PIL cinese avanzerà, secondo il CSC, del 9,3% nel 2011 e dell'8,3% nel 2012 (le previsioni di giugno indicavano 9,4% e 9,2%), contro il 10,4% nel 2010. Gli indicatori congiunturali hanno mostrato segnali di debolezza dall'inizio dell'anno. Il PMI manifatturiero è diminuito fino a 49,3 a luglio (ad agosto è risalito a 49,8; Grafico 1.19), cioè sotto la soglia di 50 che indica produzione manifatturiera inalterata. Ad agosto ha frenato la crescita della produzione industriale (+13,5% annuo, da +14,0% a luglio). Il rallentamento è evidente nelle variazioni del PIL: +8,2% annualizzato nel secondo trimestre 2011, dal +9,0% nel primo e dal +11,1% del quarto 2010. Si sono fatte sentire le politiche restrittive varate dalle autorità cinesi per pilotare l'economia verso un atterraggio morbido e contrastare l'inflazione che a luglio ha toccato il record da 37 mesi: 6,5% annuo. Per raffreddare i prezzi al consumo la Banca centrale cinese ha

Grafico 1.18



aumentato per cinque volte da ottobre il tasso ufficiale di interesse (fino al 6,56%, dal 5,31%) e per dodici volte da gennaio 2010 il coefficiente di riserva obbligatoria, fino al record del 21,5% in giugno. Nonostante la decelerazione dei prezzi osservata in agosto (+6,2% annuo), stando alle dichiarazioni ufficiali, la stretta monetaria per contrastare le pressioni al rialzo dei prezzi continuerà nei prossimi mesi, fino al rientro dell'inflazione entro l'obiettivo del 4% annuo.

Compatibilmente con tale priorità il Governo ha ribadito la volontà di attuare le decisioni fissate nel 12mo Piano quinquennale (2011-2015), miranti alla costruzione e alla conservazione della pace sociale, più che alla crescita ad ogni costo. Dunque, oltre alla stabilità dei prezzi, si punta a: ribilanciare l'economia verso la domanda interna attraverso il sostegno a consumi e investimenti privati e lo spostamento della struttura economica dall'industria ai servizi e dai settori tradizionali a quelli nascenti, come le energie rinnovabili; ridurre le diseguaglianze all'interno del paese, tra le province e tra le aree urbane e quelle rurali. Nel breve periodo la prospettiva di un atterraggio duro (una crescita al di sotto dell'8% per il 2011 e intorno al 5-6% per il 2012) è remota; tuttavia, nel medio termine il rischio non deve essere sottovalutato. Oltre alla debolezza della domanda estera, ulteriori rischi per la crescita derivano dal rallentamento nel 2011 dei prezzi delle abitazioni in alcune grandi città, dopo il balzo nel 2009 (+25%) e nel 2010 (+19%) e, quindi, dall'eventuale scoppio della bolla immobiliare. E anche dalle poco trasparenti entità e qualità del debito accumulato molto rapidamente negli ultimi anni dalle amministrazioni provinciali cinesi; da ciò nascono dubbi e incertezze sulla situazione reale delle finanze pubbliche cinesi e sull'effettiva solidità del sistema bancario, che rischia già di venir messo a dura prova dalle possibili sofferenze emergenti dall'eventuale scoppio della bolla immobiliare.

Il PIL indiano crescerà del 7,3% nel 2011 e del 7,8% nel 2012, dal 10,4% del 2010. Sono evidenti i segnali di rallentamento indotti dalla prolungata politica monetaria restrittiva: l'incremento del PIL nel secondo trimestre 2011 (+7,7% annuo) è stato inferiore a quello nel primo (+7,8%) e nel quarto 2010 (+8,3%). Il PMI composito del settore privato (manifatturiero e servizi), in discesa da aprile, ha toccato ad agosto il valore più basso dal maggio 2009, pur rimanendo in territorio di espansione a 54,5. La crescita della produzione industriale in maggio è stata la più lenta da nove mesi (+5,6% annuo); tuttavia, il rimbalzo registrato a giugno (+8,7%) ha ricreato spazio per la Banca centrale di effettuare ulteriori interventi sui tassi di interesse. Le pressioni inflazionistiche (+9,2% la variazione annua dei prezzi al consumo in luglio) impongono, infatti, il mantenimento di un'impostazione restrittiva della politica monetaria, dopo gli undici rialzi dei tassi di interesse effettuati da marzo 2010 (dal 4,75% all'8,00% in luglio); sono attesi ulteriori inasprimenti del costo del denaro, anche a scapito della crescita, almeno fino alla fine del 2011.

Indicazioni di frenata sono evidenti anche nelle altre maggiori economie asiatiche emergenti, tranne che in Indonesia, dove la domanda cinese di petrolio e la produzione manifatturiera in forte crescita l'hanno finora meglio riparata dall'indebolimento globale, tanto che il PIL è aumentato del 6,5% annuo nella prima metà del 2011 e continuerà a espandersi a tassi superiori al 6%.

**Europa emergente:  
contagio  
dall'Eurozona**

L'Europa emergente, che pesa per il 16% sul PIL dei mercati emergenti e per il 15% sull'export italiano, risentirà in misura significativa dell'indebolimento della crescita nell'Eurozona. Ha agganciato la ripresa dalla crisi globale più tardi e nel primo trimestre

2011 ha registrato un'accelerazione rispetto al 2010. Successivamente, però, molti paesi che la compongono hanno mostrato un rallentamento della crescita nel secondo trimestre e sono previsti in ulteriore frenata nella seconda metà dell'anno e nel 2012.

La Polonia, dopo essere stato l'unico paese europeo con crescita positiva nel 2009 e aver chiuso il 2010 con un +3,8% per il PIL, continua a essere la più dinamica, grazie al buon andamento della domanda interna, in particolare dei consumi privati: +4,3% il PIL nel secondo trimestre 2011 (+4,5% nel primo). Il raffreddamento dell'inflazione a giugno (+4,2% annuo) e luglio (+4,1%), dal picco di maggio (+5,0%), e le prospettive incerte dei principali partner commerciali europei escludono ulteriori rialzi dei tassi di interesse e hanno, anzi, aperto la discussione sulla tempistica del loro taglio. Nel 2011 e nel 2012 la Polonia si espanderà a ritmi superiori al 3,0%, anche se in decelerazione a causa delle ricadute della crisi dei debiti sovrani nell'Area euro.

Ha giocato d'anticipo la Banca centrale turca, che in luglio ha tagliato i tassi di interesse di mezzo punto, al 5,75%. Considerando la straordinaria crescita nel 2010 (+8,9% il PIL), con cui in un anno la Turchia ha recuperato i livelli di attività pre-crisi, i primi due trimestri del 2011 in forte espansione (+11,0% annuo nel primo e +8,8% nel secondo), l'esplosione della domanda di importazioni (+43,4% annuo nei primi sei mesi del 2011) e l'inflazione prevista al 6,9% nel 2011 (6,7% annuo in agosto), i rischi di surriscaldamento dell'economia sono molto elevati. Tuttavia, diversamente dalle attese, la Banca centrale, che finora aveva operato solo con interventi sul coefficiente di riserva obbligatoria e non sul tasso di interesse come accaduto negli altri mercati emergenti per evitare l'eccessivo afflusso di capitali esteri, ha agito per sostenere la domanda domestica e il saldo delle partite correnti con un taglio dei tassi che mira a contenere le ripercussioni provenienti dalle turbolenze nell'Area euro sull'espansione dell'economia. La Turchia crescerà a ritmi superiori al 6% nel 2011, ma le probabilità di un atterraggio duro nel 2012 sono non trascurabili perché il Governo dovrà rallentare la domanda domestica e contenere il deficit della bilancia commerciale con misure di bilancio restrittive.

Al di sotto delle attese la crescita in Russia, che vale il 3,0% del PIL mondiale PPA e il 6,3% del PIL degli emergenti: +3,4% annuo il PIL nel secondo trimestre 2011, dal 4,1% nel primo e dal 4,5% nel quarto 2010. La fragilità del recupero dalla crisi è enfatizzata dall'incapacità di trarre vantaggio dal miglioramento delle ragioni di scambio derivante dall'aumento dei prezzi delle materie prime. Il PMI manifatturiero, in calo da aprile, a luglio è sceso a 49,8 (ad agosto 49,9; Grafico 1.19), sotto la soglia di 50, cioè in zona recessiva, per la prima volta da dicembre 2009. La domanda interna non stimola a sufficienza l'industria domestica, minata nella competitività dall'apprezzamento del rublo e dall'inflazione, seppur in decelerazione: +8,2% annua la variazione percentuale dei prezzi al consumo ad agosto, dal +9,6% di aprile e maggio. Nei primi sei mesi del 2011 la crescita delle importazioni (+41,8%) è risultata superiore a quella delle esportazioni (+31,7%), che erano state il primo driver del recupero. Il CSC rivede al ribasso le previsioni del PIL per il 2011 a +4,2% e per il 2012 a +4,0%, puntando comunque su un maggiore apporto della domanda interna alla crescita, grazie al contenimento dell'inflazione e ad aspettative più che positive sul raccolto agricolo estivo, che nel 2010 fu invece gravemente danneggiato da siccità e incendi.

Il secondo trimestre 2011 è stato di decelerazione per i paesi dell'Europa centrale: Slovacchia, Repubblica Ceca, Ungheria, Bulgaria, Romania e Ucraina, accomunati dall'elevato contributo dell'export alla crescita e dalla domanda interna debole. I forti legami commerciali trasmetteranno a questi paesi gli impulsi frenanti provenienti dalla Germania e dagli altri paesi dell'Area euro, cosicché sono attesi in rallentamento nella seconda metà del 2011 e nel 2012.

Su ritmi di ripresa più elevati le repubbliche baltiche, anche perché maggiore era stata la contrazione delle loro economie durante la crisi. Hanno frenato tuttavia nel secondo

trimestre Estonia (+8,4% il PIL, dal +8,5% nel primo) e Lituania (+6,3% da +6,9%); mentre ha accelerato la Lettonia (+5,6% da 3,5%). Nei Balcani la Croazia, dopo il calo del PIL nel 2010 (-1,4%), nel 2011 esce dalla recessione: +1,3%; ma il deterioramento delle previsioni per i due principali partner commerciali, Italia e Germania, pone dubbi sulla continuità del recupero nel 2012.

### Il Brasile allenta la politica monetaria

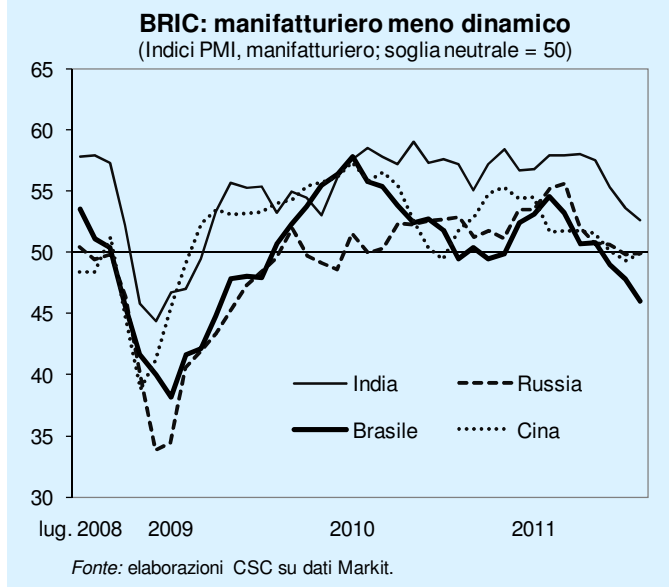
In America Latina il gigante Brasile (2,9% del PIL mondiale e 6,1% del PIL degli emergenti) ha vissuto una recessione più lieve e breve che altrove (-0,2% il PIL nel 2009) e una ripresa nel 2010 più forte del previsto (+7,5%). Sta rallentando nel 2011, come conseguenza del rialzo dei tassi di interesse: +3,1% annuo nel secondo trimestre, dal +4,2% nel primo. Il PMI manifatturiero, in calo da febbraio, ad agosto è arrivato a 46,0 (47,8 in luglio; Grafico 1.19), risultando per il terzo mese consecutivo in zona recessiva. La produzione industriale a luglio si è ridotta dello 0,3% annuo. La preoccupazione per le conseguenze della frenata globale ha indotto la Banca centrale, che in luglio aveva alzato per la quinta volta da gennaio il tasso di interesse portandolo al 12,50%, a iniziare ad allentare la politica monetaria e a tagliare il tasso guida di mezzo punto. Nonostante la lotta contro l'inflazione non sia stata vinta: in agosto +7,2% i prezzi al consumo, ben al di sopra del limite superiore della banda obiettivo 2,5-6,5%. Secondo il CSC nel 2011 e nel 2012 l'economia continuerà a svilupparsi a ritmi più contenuti: +3,8% e +3,5% il PIL rispettivamente.

Il Messico è cresciuto del 3,3% annuo nel secondo trimestre 2011 e del 4,6% nel primo, in costante decelerazione dopo il +5,5% del PIL nel 2010. Continuerà a seguire gli andamenti del maggior partner commerciale, gli Stati Uniti. Il CSC rivede al ribasso le previsioni del PIL messicano: +4,0% nel 2011 e +3,2% nel 2012.

### Nord Africa in tensione, Sud Africa frena

In Africa le economie che si affacciano sul Mediterraneo negli anni passati hanno guadagnato attrattività per le imprese italiane

Grafico 1.19



come destinazione di investimenti, grazie ai vantaggi di costo, alla vicinanza geografica e alla non eccessiva distanza culturale. Le relazioni commerciali con l'Italia si sono intensificate e continueranno a farlo (seppure temporaneamente inibite dai sommovimenti politici) in vista dell'eliminazione dei dazi tra i paesi mediterranei entro il 2012. Il Nord Africa durante la recessione ha dimostrato fondamentali solidi, tanto che il suo PIL è aumentato di oltre il 3% nel 2009, solo un po' meno del 4,3% medio nel quinquennio precedente. Il CSC prevede un aumento del PIL superiore al 4,0% annuo in Algeria, Marocco e Tunisia nel 2011-2012. Su Egitto e Libia pesano le tensioni politiche (sfociate in conflitto civile nella seconda delle due nazioni).

Nell'Africa subsahariana, il Sud Africa (1,5% il suo peso 2010 sul PIL degli emergenti) ha rallentato sensibilmente: +1,3% annuo il PIL nel secondo trimestre, seguendo il calo della produzione manifatturiera la cui corsa aveva guidato il dinamismo nel primo trimestre (+4,5% annuo). Tale andamento esclude che vi saranno nel breve termine aumenti dei tassi di interesse (attualmente al 5,5%, minimo da 30 anni), nonostante l'inflazione continui a correre verso il limite superiore dell'obiettivo (6%): a luglio si è fermata al 5,3%. La crescita è attesa proseguire nel corso del 2011 e nel 2012 a un passo compreso tra il 3% e il 4%.

#### **Prezzi ancora alti e volatili per il petrolio**

Lo scenario CSC assume un prezzo del Brent a 110 dollari al barile nell'ultimo trimestre del 2011 e nel 2012. Nella media di quest'anno la quotazione sale a 111 dollari (+38,9% rispetto al 2010).

L'incertezza riguardo all'evoluzione dell'economia mondiale è stata accresciuta dalla crisi dei debiti sovrani in Europa. Le turbolenze politiche in vari paesi produttori (Libia in particolare) rendono ulteriormente intricate le prospettive del mercato del greggio nel medio termine. Ciò suggerisce di tenere prudenzialmente stabile nell'orizzonte previsivo la quotazione intorno ai livelli correnti, storicamente elevati. Vari istituti internazionali prevedono prezzi sostanzialmente invariati: *Global Insight*, ad esempio, indica il Brent a 108 dollari nella seconda metà del 2011 e a 112 dollari nel 2012.

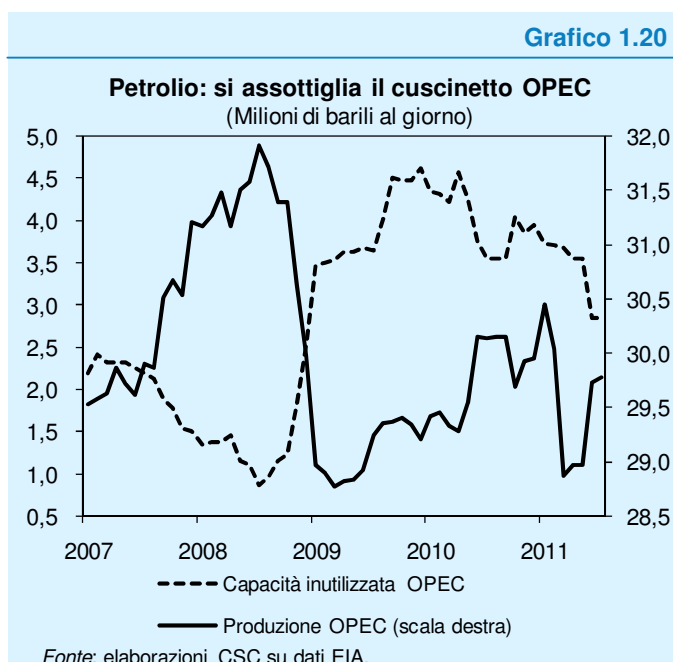
Negli ultimi mesi il prezzo del Brent ha continuato a registrare ampie fluttuazioni: è sceso a 104,0 dollari a metà agosto, trascinato giù dalla crisi dei debiti sovrani; è risalito a 115,2 dollari alla fine del mese scorso; è calato nuovamente a inizio settembre a 111,3 dollari. Il prezzo attuale è decisamente sotto i massimi storici (-23,5% dai 145,6 dollari di metà luglio 2008). Ma resta molto elevato: in media nei primi otto mesi del 2011 è stato pari a 112,2 dollari, contro i 97,3 dello stesso 2008 e i 79,9 del 2010.

#### **La domanda frena, ma supera l'offerta**

Le quotazioni sono ancora sostenute dall'aumento della domanda mondiale di greggio, sebbene tale dinamica sia stata rivista al ribasso negli ultimi mesi. Nel 2011 i consumi sono previsti in crescita di 1,4 milioni di barili al giorno (mbg), a 88,2 mbg, secondo le stime della *Energy Information Administration* (EIA), che a giugno prevedeva +1,7 mbg; l'aumento della domanda è tutto dovuto ai paesi emergenti (+0,8 mbg la Cina, +0,3 gli altri asiatici), mentre cala la richiesta sia degli USA (-0,2) sia dei paesi avanzati europei (-0,2). La domanda mondiale accelererà nel 2012 (+1,6 mbg, a 89,8 mbg), un incremento concentrato ancora negli emergenti (+0,6 mbg in Cina, +0,2 mbg in altri asiatici), ma con il contributo positivo degli USA (+0,2), a fronte dell'ulteriore discesa in Europa (-0,1).

L'offerta non tiene il passo della domanda, seppur ridotto negli ultimi mesi. L'estrazione non-OPEC aumenta nel 2011 (+0,5 mbg), sostenuta dagli emergenti (ex-URSS +0,2, Cina +0,2) e dal Nord America (+0,3), a fronte della riduzione dal Mare del Nord (-0,1). Il prossimo anno l'offerta non-OPEC aumenterà di un ulteriore +0,8 mbg. L'estrazione OPEC, invece, risente ancora del crollo della produzione in Libia (ferma a 0,2 mbg in luglio, da 1,7 a gennaio). L'offerta del Cartello è risalita negli ultimi mesi (29,8 mbg a luglio da un minimo di 28,9 a marzo). L'Arabia Saudita ha realizzato in parte il promesso incremento unilaterale della produzione (oltre 1,0 mbg), salendo da 8,9 a 9,6 mbg. Incremento che nei fatti è stato affiancato da maggiori estrazioni in alcuni paesi minori. Nonostante tale recupero, a luglio l'offerta OPEC è restata sotto i livelli di gennaio (30,5).

La capacità inutilizzata OPEC è in rapido assottigliamento: 2,9 mbg a luglio da 3,6 mbg a maggio (Grafico 1.20). Si è ridotto ulteriormente il cuscinetto disponibile, rendendo il mercato più vulnerabile in caso di eventuali nuovi shock d'offerta. Infatti, la possibilità del Cartello di accrescere rapidamente l'estrazione è scesa, pur restando di dimensioni significative. Inoltre, per la gran parte fa capo sempre alla sola Arabia Saudita (2,7 mbg). Restano forti divergenze all'interno dell'OPEC tra paesi (Arabia) che vogliono alzare la produzione per evitare che i prezzi elevati indeboliscano ancor più l'economia mondiale e altri (Iran) che la ritengono appropriata. C'è grande incertezza sui tempi del ritorno a pieno regime dell'estrazione in Libia. La EIA assume che ciò avvenga gradualmente: metà del recupero entro fine 2012. Anche in tale ipotesi, l'OPEC dovrà attingere alla residua capacità inutilizzata per aumentare la produzione.



Nel terzo trimestre 2011 l'offerta mondiale è stata insufficiente a coprire la domanda (0,6 mbg il gap), anche per la stagionalità elevata delle richieste. Nell'ultimo trimestre il divario si ampliarà ancora (1,5 mbg), ipotizzando che la produzione del Cartello non torni ancora ai livelli del primo trimestre 2011. In media, nel 2011 il mercato fisico mondiale è atteso in deficit di 0,5 mbg (a giugno si stimava di 0,8) e nel 2012 di 0,4 mbg (da 0,8). La EIA stima scorte di greggio in calo nei paesi OCSE, per 46 milioni di barili nel 2011 e per altri 71 nel 2012, seppure in misura minore rispetto alle indicazioni di giugno. Il mercato resterà però tendenzialmente scarsamente servito e ciò manterrà i prezzi su alti livelli. Le quotazioni sono sostenute, nel medio termine, anche dai costi di estrazione più alti per il petrolio non convenzionale.

**Da finanza e dollaro oscillazioni più ampie**

La volatilità delle quotazioni petrolifere è ampliata dall'accumulo e decumulo di posizioni speculative. Queste determinano fluttuazioni

che vanno a sommarsi alle tendenze dei prezzi dettate da domanda e offerta mondiale. Il calo dei prezzi tra fine luglio e metà agosto è stato accompagnato dal disinvestimento di capitali finanziari. Così come il recupero delle quotazioni nella seconda metà di agosto si è associato a nuovi investimenti.

Fluttuazioni analoghe ha registrato il cambio dollaro/euro. Gli andamenti della divisa USA restano una delle determinanti delle oscillazioni del prezzo del petrolio e di altre commodity quotate in dollari. Tra fine luglio e metà agosto si sono registrati il rafforzamento del biglietto verde e l'indebolimento del prezzo del barile. Seguiti, nella seconda parte di agosto, da andamenti opposti: discesa del dollaro e risalita del greggio.

### Il Brent è il riferimento per l'Italia

L'andamento del valore medio unitario (VMU) dell'import italiano di petrolio segue molto da vicino quello dell'OPEC *basket price*, una media ponderata dei prezzi di 12 greggi del Cartello (Grafico 1.21).

L'Italia in effetti acquista petrolio soprattutto dai paesi OPEC. Nel 2010, il 56% delle quantità importate proveniva da lì, di cui il 23% dalla Libia, prima della guerra, il 33% da paesi ex-URSS, lo 0,6% dal Regno Unito (che produce il Brent) e l'1,7% dalla Norvegia. Con il blocco delle esportazioni libiche nel 2011, nell'import italiano è salita la quota di altri greggi OPEC (Arabia Saudita, Iran) e di quelli dell'Asia centrale (Azerbaijani), di qualità non troppo dissimile da quella libica.

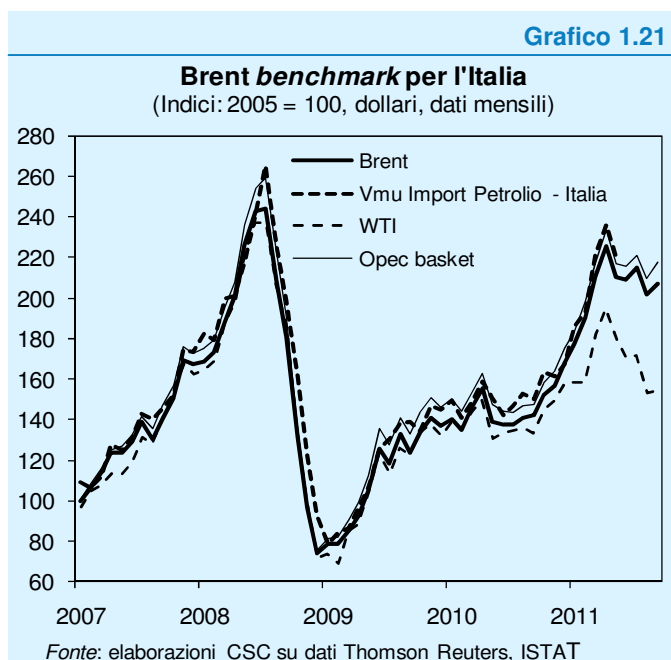
Il prezzo del Brent continua a essere molto vicino all'OPEC *basket price* e quindi al VMU dell'import petrolifero italiano, sia nei livelli sia nelle oscillazioni. Il prezzo del Brent resta perciò una buona approssimazione del prezzo

effettivamente pagato dall'Italia. Il prezzo del WTI, invece, si è allontanato molto sia da quello del Brent sia dal VMU del petrolio importato in Italia.

### Commodity non oil: prezzi giù ma alti

Lo scenario CSC assume che le quotazioni delle materie prime non energetiche rimangano stabili su livelli storicamente elevati nella parte finale del 2011 e nel prossimo anno. In tale ipotesi, nella media del 2011 i corsi in dollari di queste commodity faranno segnare rincari notevoli: la crescita annua che si avrebbe se le quotazioni rimanessero ferme sui livelli di agosto è pari a +35,2% per gli alimentari e a +18,3% per i non alimentari.

Nelle dinamiche più recenti si è osservata una discreta differenziazione tra le quotazioni delle varie commodity. In agosto molte hanno registrato flessioni (-3,0% la lana, -5,2% il nickel, -4,8% il piombo). Sono invece rimaste piatte quelle del rame e del cotone. Qualche altra è rincarata



(+5,5% il mais). Negli ultimi mesi, però, si sono in generale registrati cali dei prezzi rispetto ai livelli molto elevati raggiunti a inizio 2011, quando le quotazioni avevano segnato record per quasi tutte le commodity. Il mais aveva toccato il picco nell'aprile 2011, il cotone a marzo, il rame a febbraio. La correzione successiva in alcuni casi è stata più marcata (-16,0% le fibre da marzo; indici CSC in dollari) e in altri meno (-3,5% i cereali da giugno; Grafico 1.22).

**Stock ai minimi per i cereali**

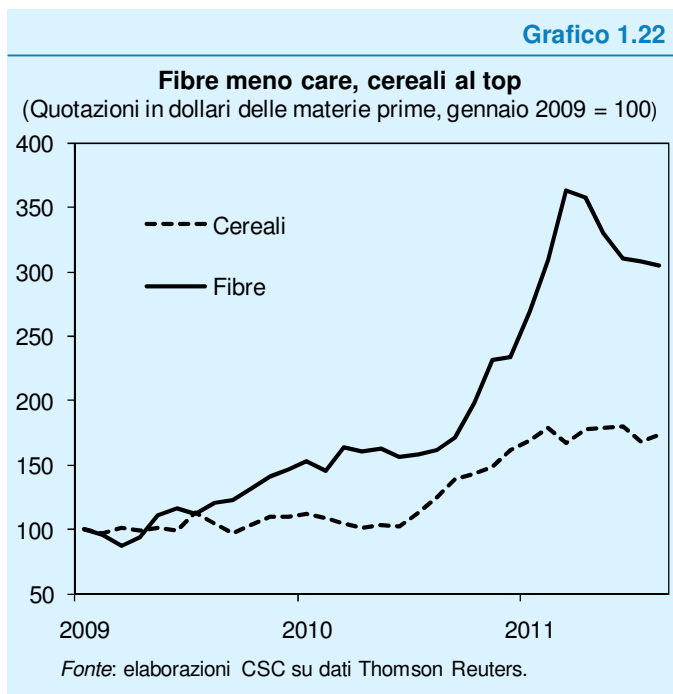
La revisione al ribasso della crescita attesa dei consumi mondiali negli ultimi mesi spiega la flessione dei prezzi di molte commodity. In diversi mercati si è attenuata la difficoltà di medio-lungo termine dell'offerta a tenere il passo della domanda e non si sono ripetute le carenze di prodotto provocate da cause naturali, come quelle che si erano verificate tra 2010 e inizio 2011 e che avevano sostenuto alcuni prezzi (alluvioni in Australia, siccità nell'Europa dell'Est).

L'aumento previsto della domanda, in particolare dei paesi emergenti, resta comunque forte e inchioda le quotazioni ancora su alti livelli. Per le commodity alimentari la richiesta è sostenuta da fattori demografici e, per i cereali, dall'assorbimento per la produzione di *bio-fuel*. In alcuni mercati di derrate agricole le scorte sono a livelli molto bassi e preoccupanti se rapportati alla domanda mondiale corrente. Secondo le ultime stime dello *United States Department for Agriculture* (USDA) le scorte di mais scenderanno al 13,2% dei consumi nella stagione 2011/2012 (bastevoli

ad appena 48 giorni di consumi) dal 18,8% del 2008/2009. Quelle di grano caleranno al 28,1% (102 giorni) dal 30,6% nel 2009/2010. Restano più consistenti gli stock di cotone (45,7%).

**Ristagna la crescita negli Stati Uniti**

Il PIL USA è cresciuto di appena l'1% annualizzato nel secondo trimestre, confermando la debolezza della ripresa americana. Negli ultimi quattro trimestri il suo incremento è stato dell'1,6% medio annualizzato. Dopo due anni di ripresa, resta ancora al di sotto dei livelli pre-crisi. Con l'esaurimento della spinta fornita dal processo di riaccumulo delle scorte e l'attenuazione degli effetti degli stimoli di bilancio, la dinamica dell'economia americana ha visibilmente rallentato. Sono risultati stagnanti i consumi, frenati dall'eccessivo indebitamento delle famiglie, dal calo del valore degli immobili (effetto ricchezza negativo) e dall'arresto dell'aumento dell'occupazione. Nella seconda metà del 2011 e nel 2012 il rallentamento della domanda mondiale, in corso già dai mesi primaverili, decurerà anche il contributo delle esportazioni.



La dinamica del PIL si manterrà sotto il potenziale sia nel 2011 (+1,6%) sia nel 2012 (+2,0%) e raggiungerà il 2,5% appena di variazione tendenziale a fine 2012 (Grafico 1.23). Tassi di crescita più elevati saranno possibili solo dopo aver riassorbito le conseguenze dello scoppio della bolla immobiliare e aver riequilibrato i bilanci delle famiglie.

### Ferma l'occupazione ad agosto

La fase di quasi stagnazione dell'economia americana è sancita dai dati congiunturali più recenti. È risultata nulla ad agosto la crescita dell'occupazione dipendente non agricola e sono risultate in calo sia le ore lavorate (-0,2% rispetto a luglio) sia i salari orari (-0,1%), segnale preoccupante per i redditi e per la produzione. È rimasto fermo al 9,1% il tasso di disoccupazione: degli 8,75 milioni di posti di lavoro persi nel corso della recessione ne sono stati recuperati finora meno di due milioni. Restano elevati sia la durata della disoccupazione sia il numero dei disoccupati di lungo periodo (il 42,9% del totale per oltre 27 settimane): ciò indica che buona parte della perdita occupazionale tende a trasformarsi in strutturale e riduce il potenziale di crescita. La mancanza di fiducia nella solidità della ripresa e nelle prospettive di sviluppo dell'economia induce le imprese a rinviare i piani di investimento, sebbene abbiano bilanci con utili e liquidità abbondanti.

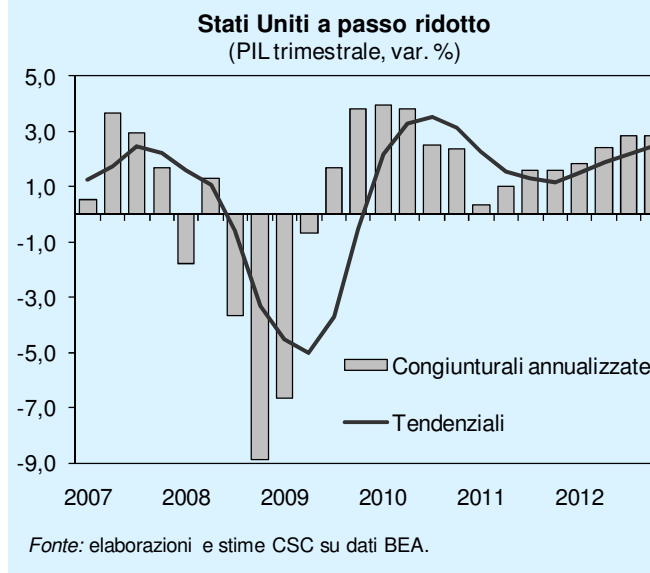
È scesa ai minimi dall'aprile 2009 (44,5 dal 59,2 di luglio) la fiducia dei consumatori, minata dalle prospettive occupazionali molto incerte, dai prezzi energetici ed alimentari elevati e dalle perdite subite nella ricchezza a causa della discesa dei prezzi delle case, degli indici di Borsa e del valore dei fondi pensione. In calo ad agosto da 50,9 a 50,6 il PMI manifatturiero, tornato ai livelli dell'estate 2009. Peggiorano, in particolare, le componenti relative alla produzione, all'occupazione e agli ordini esteri. In leggera risalita, grazie agli ordini, specialmente esteri (indicatore passato da 49,0 a 56,5), il PMI dei servizi (da 52,7 a 53,3).

### Lontano il rilancio immobiliare

La debolezza del mercato delle abitazioni continua a essere tra gli ostacoli principali alla ripresa dell'economia. È proseguita in giugno la flessione dei prezzi (-0,1% rispetto a maggio, -4,5% su base annua, indice S&P/Case-Shiller) e sono di nuovo scese a luglio, tornando ai minimi, le vendite di case sia nuove (-0,7% su giugno) sia esistenti (-3,5%), nonostante condizioni d'acquisto molto favorevoli (Grafico 1.24). Pesa l'enorme stock di unità invendute, alimentato dai pignoramenti. Senza urgenti interventi legislativi sarà difficile che il settore si riprenda prima del consolidarsi della ripartenza dell'occupazione. Solo l'uscita di molti giovani dal nucleo familiare, che tuttavia è stata ritardata negli ultimi due anni proprio a causa della difficoltà di trovare impiego, può rivitalizzare in modo decisivo la domanda di abitazioni.

La fase di quasi stagnazione dell'economia americana è sancita dai dati congiunturali più recenti. È risultata nulla ad agosto la crescita dell'occupazione dipendente non agricola e sono risultate in calo sia le

Grafico 1.23

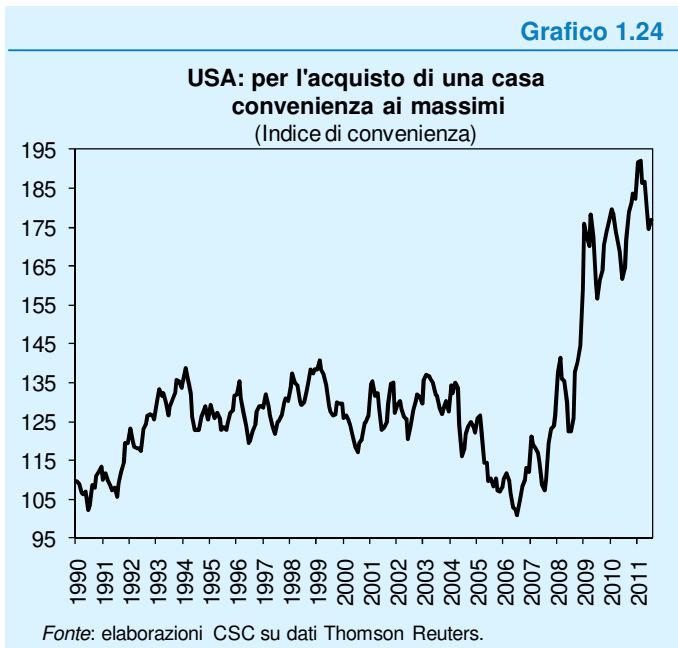


**Eurolandia avanti piano**

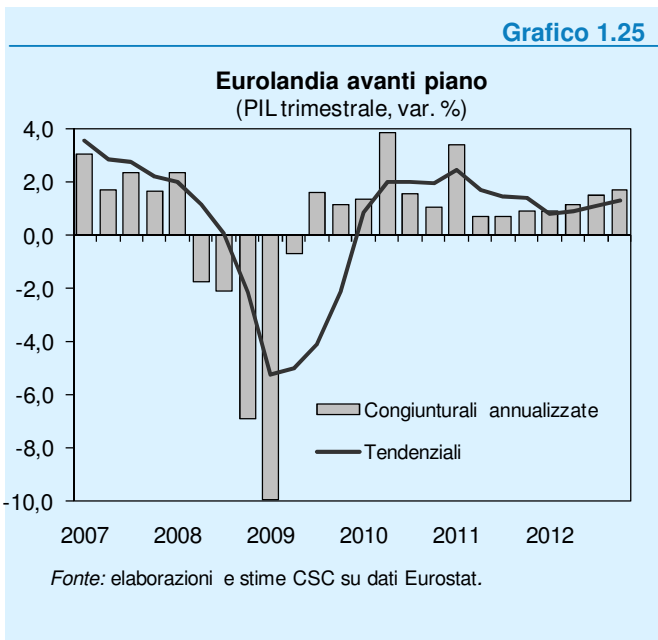
esportatori, in primo luogo la Germania, dove la crescita si è fermata al +0,1%, dopo tuttavia l'eccezionale performance nel primo trimestre (+1,3%). Le prospettive dell'economia europea sono indebolite dagli effetti della crisi dei debiti sovrani: l'introduzione di misure di bilancio restrittive volte al risanamento dei conti pubblici nei cosiddetti PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna), il rischio di peggioramento dell'accesso al credito per imprese e famiglie e i dubbi sulla capacità di finanziamento delle banche. In agosto, l'indice PMI manifatturiero è passato in territorio recessivo per la prima volta dal luglio 2009 (a 49, da 50,4 in luglio, sotto la soglia di 50 che indica un'attività inalterata) ed è sceso ai minimi degli ultimi 23 mesi

nei servizi (51,5, da 51,6 in luglio). Il consistente calo registrato in giugno dalla produzione industriale (-0,7% su maggio) e dagli ordini (-0,7%) ipotoca le possibilità di maggior slancio nel

Il PIL dell'Area euro è cresciuto dello 0,2% nel secondo trimestre 2011 rispetto al precedente, in forte decelerazione dal +0,8% nel primo. La frenata della domanda mondiale ha colpito i paesi



terzo trimestre 2011. Il CSC prevede che la crescita del PIL nell'Eurozona si attesterà all'1,7% nel 2011 e all'1,0% nel 2012 (Grafico 1.25).



Alla brusca frenata del PIL nel secondo trimestre 2011 hanno contribuito la diminuzione dei consumi delle famiglie (-0,2%), penalizzati dalle difficoltà occupazionali (si veda il capitolo 2), e della spesa pubblica (-0,2%), connessa ai tagli decisi dai governi. Notevolmente ridotto anche l'apporto degli investimenti (+0,2%, da +1,8% nel trimestre precedente) e delle esportazioni (+1%, da +2%), controbilanciato quest'ultimo da un'analogia frenata delle importazioni (+0,5%, da +1,5%).

Sono le economie centrali europee a segnare la più vistosa battuta d'arresto: peggio della Germania (+0,1%) fa la Francia, in stagnazione nel secondo trimestre (da +0,9% nel primo). Italia (+0,3%) e Spagna (+0,2%) non recuperano il divario accumulato in precedenza.

### Stoppato il rialzo dei tassi BCE

Nello scenario del CSC l'aggravamento della crisi dei debiti sovrani dei paesi PIIGS, con l'estensione dei dubbi sulla sostenibilità dei conti pubblici a Spagna e Italia, e la frenata globale non basteranno a indurre la BCE a tornare sui propri passi e a rimangiarsi il doppio rialzo dei tassi ufficiali di aprile e luglio, fatti salire dall'1,0% all'1,5%. Eviteranno però il materializzarsi degli ulteriori rincari che aveva lasciato intendere ancora a inizio agosto. Il tasso ufficiale resterà così fermo all'1,50%, mentre in Scenari Economici elaborati a giugno scorso veniva ipotizzato un rialzo a 1,75% entro fine 2011 e a 2,25% nel 2012. I mercati si attendono una svolta più brusca della BCE e disegnano un profilo discendente per i tassi: le indicazioni che vengono dai *future* sono di un taglio fino all'1,0% nella prima metà del 2012.

La decisione di aumentare i tassi si è rivelata prematura: la ripresa si è notevolmente indebolita; le pressioni inflazionistiche di origine interna sono molto contenute (in calo all'1,2% annuo in luglio l'inflazione *core*); la disoccupazione resta elevata e la domanda domestica fiacca. Il quadro per la BCE è complicato dai sempre più ampi divari tra paesi, in termini dell'andamento di PIL e prezzi. Divari accentuati dalla graduale trasmissione nei PIIGS dell'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato sui tassi pagati da famiglie e imprese.

L'Euribor a tre mesi è sceso a 1,53% a inizio settembre (1,62% a fine luglio), riportandosi appena sopra il tasso BCE (+0,03 punti percentuali il divario, +0,17 in media tra 1999 e 2006). Ciò conferma che gli operatori non si attendono più ulteriori rialzi dei tassi da parte della BCE, rialzi che l'Euribor stava in parte anticipando prima di agosto. Il calo dell'Euribor determina condizioni finanziarie più favorevoli. I tassi sono al +0,3% in termini reali (al netto dell'inflazione *core*, che esclude energia e alimentari). Non si è verificato, come accadde invece nel 2008, all'emergere della crisi, un balzo del tasso interbancario. Questo riflette solo in parte la normalizzazione del mercato, che è in realtà alimentato dai fondi erogati a rubinetto dalla BCE.

### Banche sorrette dalla BCE

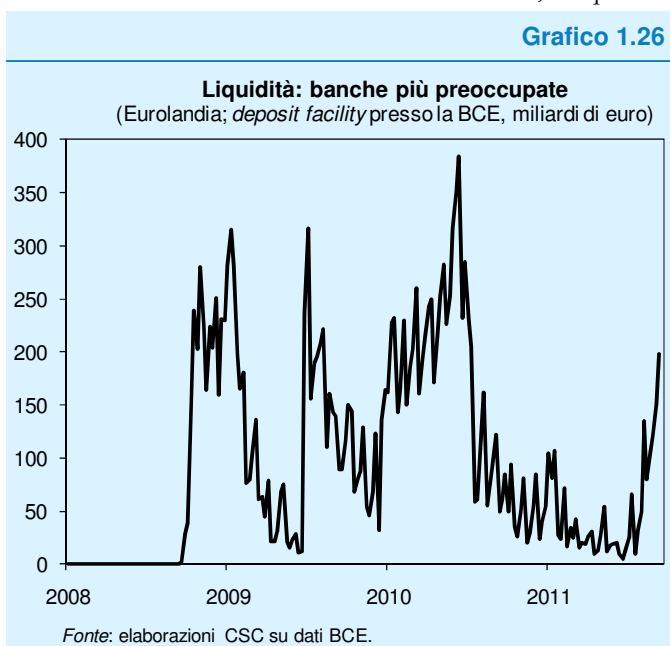
In agosto la Banca centrale ha ampliato le misure non standard. Ha ricominciato con forza ad acquistare titoli sul mercato secondario: lo stock è salito a 188,6 miliardi a inizio settembre (+54,9 miliardi da inizio agosto), fra strumenti pubblici e privati. Di questi, 128,9 miliardi sotto il *Securities Market Program* (SMP) lanciato a metà 2010. Gran parte di tali acquisti continua a riguardare i paesi periferici in difficoltà: da agosto la Banca ha iniziato a comprare anche titoli italiani e spagnoli, dopo quelli greci e portoghesi.

Inoltre, nel finanziamento al sistema creditizio la BCE ha ripristinato le aste straordinarie a 6 mesi e prolungato la decisione di effettuare tutte le aste con importo illimitato e a tasso fisso. I prestiti netti forniti dalla BCE alle banche di Eurolandia stanno oscillando ampiamente nelle ultime settimane: sono saliti a 393,3 miliardi a metà agosto da 295,1 a luglio. Poi sono scesi di nuovo (246,5 miliardi a inizio settembre). Tali valori sono inferiori a quelli pre-crisi (422,8 in media nel 2006) e lontanissimi dal picco di 678,2 miliardi registrato nel dicembre 2008. In particolare, le aste a lungo termine sono salite a 392,1 miliardi, poco più della metà del picco di 728,6 miliardi nel 2009.

Tuttavia, sommando ai prestiti netti lo stock di titoli del SMP si arriva a cifre non lontane dai livelli pre-crisi. Ma la liquidità immessa con gli acquisti di titoli viene poi ritirata con operazioni di segno opposto. Soprattutto, è cambiata la distribuzione di tali fondi. Le banche dei paesi PIIGS hanno una dipendenza alta e in crescita dai prestiti BCE. Negli ultimi mesi il finanziamento BCE agli istituti greci è tornato a salire (103,1 miliardi in giugno, da 86,9 in aprile), arrivando al 20,5% del loro passivo (1,4% in media nel 2007). Per alcuni istituti nei paesi PIIGS i prestiti della Banca centrale sono diventati la principale o addirittura l'unica fonte di finanziamento.

Nonostante gli interventi di sostegno della BCE, ci sono segnali di riduzione della fiducia tra le banche. Non ancora ai picchi registrati nel maggio 2010, con l'incertezza sulle misure di sostegno alla Grecia. Pesano, comunque, i timori sui debiti sovrani di un numero crescente di paesi: le banche hanno in bilancio ingenti quantità di titoli pubblici soprattutto dei rispettivi paesi di appartenenza, nonostante il significativo disinvestimento attuato nell'ultimo anno, e quindi i dubbi sulla sostenibilità dei debiti

degli Stati diventano dubbi sulla qualità degli attivi bancari. Sono così tornati a crescere i fondi depositati dalle banche presso la BCE: 197,8 miliardi a metà settembre, da 10,3 a metà luglio, lontani ma in rapida ascesa verso il top del giugno 2010 (384,3 miliardi; Grafico 1.26). Questi depositi sono un termometro della minor fiducia tra le banche: gli istituti che hanno eccedenza di fondi, piuttosto che impiegarli in prestiti ad altre banche attraverso il mercato monetario, preferiscono riversarli alla BCE. D'altronde, la paura di non veder coperto dal mercato l'intero proprio fabbisogno, induce a scopo precauzionale molte banche a un maggior tiraggio di fondi erogati dalla BCE e ciò rende più facile che si formi liquidità in eccesso rispetto a quanto è necessario al normale funzionamento del mercato creditizio.



Lo scenario del CSC assume che la quantità di fondi forniti dalla BCE alle banche resti nel complesso intorno ai livelli correnti nei prossimi mesi. Sotto questa ipotesi l'Euribor sarà stabile, in linea con il tasso ufficiale. In media d'anno si attesterà all'1,40% nel 2011 (da 0,81% nel 2010) e salirà all'1,55% nel 2012. In termini reali, al netto dell'inflazione *core*, il tasso interbancario a tre mesi sarà pari a zero in media nel 2011. Salirà a +0,2% nel 2012.

Sempre che, invece, la BCE non sia costretta dal peggioramento del contesto a ritornare sui propri passi e abbassare di nuovo i tassi. Evento che ha una discreta probabilità di verificarsi, specie in un contesto di ritorno a un maggior coordinamento internazionale delle politiche economiche.

### FED: tassi fermi anche nel 2012

La politica monetaria negli USA resta iper-espansiva. Il CSC sconta che la FED tenga fermo il tasso di riferimento al minimo storico (0,25%) per tutto il 2012. In Scenari Economici di giugno ipotizzavamo invece un rialzo che, partendo a inizio 2012, lo portasse all'1,25% alla fine dell'anno. Il tasso ufficiale FED rimarrà molto inferiore rispetto a quello BCE: nel 2011 il differenziale sarà in media di 1,04 punti percentuali (0,75 nel 2010) e nel 2012 salirà a 1,25 punti. Resta forte quindi il sostegno fornito all'euro rispetto al dollaro. La Banca centrale USA mantiene l'impostazione iper-accomodante di fronte a una ripresa economica che fatica a diventare autosostenuta. La FED giudica l'attuale dinamica del PIL troppo bassa per ridurre rapidamente la disoccupazione ed è per nulla preoccupata riguardo alla stabilità dei prezzi: l'inflazione *core* resterà moderata, seppure di recente sia salita (1,8% a luglio), mentre quella totale calerà (dal 3,6% attuale).

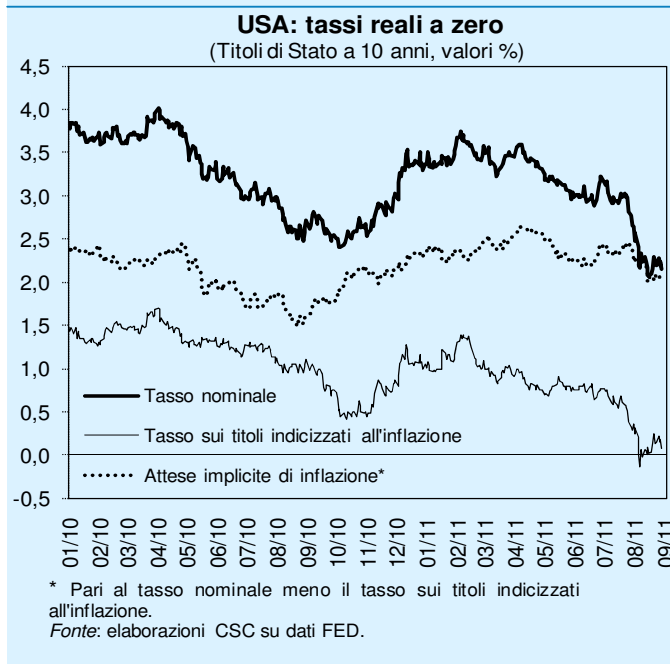
### Bilancio gonfio, specie di titoli di Stato

Resta lontano l'avvio di un'*exit strategy* dalle misure non standard. La FED ha completato a giugno la fase due di espansione quantitativa monetaria (QE2), cioè di acquisti di titoli per 600 miliardi di dollari, varata nel novembre 2010 per contrastare la minaccia deflazionistica e stimolare l'economia. L'ammontare di titoli nel suo portafoglio è salito a 2.651 miliardi a fine agosto, di cui 1.648 formato da obbligazioni pubbliche. Il bilancio della Banca si è perciò ampliato a 2.863 miliardi, +559 miliardi rispetto a un anno prima. Per confronto, il bilancio BCE arriva a 2.073 miliardi, quindi circa un terzo in meno, ma non è altrettanto trasparente da indicare l'entità dei titoli pubblici. Vari analisti ipotizzano nuovi interventi quantitativi da parte della FED, che non sono però ancora stati annunciati ufficialmente. Il bilancio resterà comunque sui livelli correnti, dato che la FED reinvestirà in nuovi titoli gli incassi derivanti da quelli che scadranno.

Le misure super-espansive hanno raggiunto gli obiettivi intermedi, ma non hanno ottenuto finora i risultati sperati in termini di crescita economica. Primo, le aspettative sui prezzi sono su livelli appropriati. L'inflazione attesa implicita nei titoli di Stato è scesa al 2,1% a fine agosto. Da un lato, è stabilmente più alta dei livelli dell'agosto 2010 (1,5%) che avevano fatto temere la deflazione; rimuovere tale minaccia è un traguardo raggiunto. Dall'altro lato, le attese sono sotto il 2,5% di luglio (e il 2,6% di aprile), livelli superiori al voluto, che avevano alimentato timori inflazionistici.

Secondo, i tassi a lunga in termini reali hanno accelerato il calo: 0,1% in agosto da 0,7% a luglio (Grafico 1.27). Nonostante quest'altro traguardo raggiunto, gli investimenti

Grafico 1.27



hanno frenato e gli effetti sul mercato immobiliare sono deludenti. Sebbene si potrebbe argomentare che senza gli interventi della FED il quadro sarebbe stato perfino peggiore.

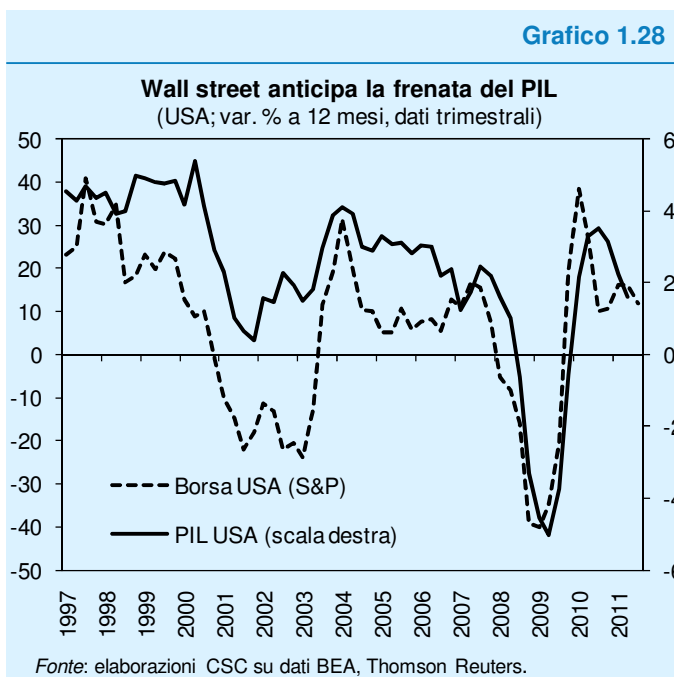
I tassi a lungo termine sono, inoltre, scesi in misura marcata in agosto, indicando attese ribassate di crescita dell'economia. Il rendimento dei titoli di Stato USA a trent'anni è arrivato al 3,5% a fine agosto (dal 4,3% in luglio). Quello sulle obbligazioni tripla A di imprese USA è sceso al 4,3% in agosto (dal 5,0% in luglio).

L'espansione monetaria ha inizialmente abbassato il tasso interbancario a tre mesi USA al livello di quello FED (0,25% a luglio), ma poi è risalito allo 0,33% a inizio settembre, gli stessi valori di marzo. Un aumento modesto, che però annulla una parte dello stimolo all'economia americana. Nello scenario assunto dal CSC l'ampia liquidità negli USA manterrà l'interbancario sui livelli correnti, vicino al tasso FED, fino alla fine del 2012 (0,29% in media d'anno nel 2011 e 0,30% nel 2012, da 0,34% nel 2010); livelli storicamente molto bassi e mai mantenuti per un periodo di tempo così prolungato.

**La Borsa anticipa la caduta del PIL?**

La conclusione a giugno del QE2 attuato dalla FED ha fatto venir meno un supporto importante ai prezzi delle attività rischiose. Le quotazioni di Borsa sono poi crollate in agosto (-16,5% negli USA rispetto a luglio) contemporaneamente al riacutizzarsi della crisi dei debiti sovrani in Europa. Nella prima metà del 2011 i prezzi delle azioni si erano stabilizzati su livelli comunque inferiori a quelli pre-Lehman, soprattutto in relazione agli utili. Il *sentiment* della Borsa (misurato dalla relazione di lungo periodo tra il rapporto prezzi/utili e il rendimento dei titoli di Stato a dieci anni) è di nuovo bruscamente calato: a settembre è su livelli tra i più bassi di sempre, superiori solo a quelli di fine 2008. Ciò segnala la riduzione dell'appetito per il rischio a fronte del netto peggioramento del quadro economico internazionale e interno.

Wall Street è un buon previsore del PIL? La discesa degli indici di Borsa indica come probabile un'ulteriore frenata del PIL USA (e in generale nelle economie avanzate) tra il quarto trimestre di quest'anno e il primo del 2012 (Grafico 1.28). La correlazione tra Borsa e PIL negli USA è in effetti molto forte, soprattutto dal 2007 in poi, con l'andamento delle quotazioni che anticipa quello del PIL di 1-2 trimestri. La correlazione tra le quotazioni azionarie e la dinamica dell'economia americana va nei due sensi: l'andamento delle prime influenza ricchezza, fiducia e costo del capitale e quindi contribuisce a determinare il PIL; la dinamica di quest'ultimo è importante per il



fatturato e gli utili aziendali e quindi per il valore delle azioni. I prezzi di Borsa variano in reazione alle notizie macro, alla variazione dei prezzi delle materie prime, alle notizie sui debiti sovrani e a quelle sugli utili aziendali, attesi e realizzati, alle variazioni dei tassi a breve e a lunga, alle decisioni della FED e a tutto ciò che può influenzare l'appetito per il rischio degli investitori.

### L'euro perde colpi sul dollaro

Il dollaro negli ultimi tre mesi si è rafforzato nei confronti dell'euro (+6,5%), aiutato dalla crisi dei debiti sovrani che ha colpito cinque paesi dell'Eurozona (Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna e Italia). Nonostante le gravi turbolenze che hanno interessato l'Unione monetaria, fino a metterne in dubbio secondo alcuni la stessa sopravvivenza, il cambio della moneta unica fino ai primi di settembre non era mai sceso sotto la soglia di 1,40 dollari; un livello elevato rispetto a molti indicatori del tasso di cambio di equilibrio (per esempio, a luglio l'*Economist* con il Big Mac index lo stimava in 1,18 dollari). Dall'8 settembre, dopo che la stessa BCE ha preso atto del cambiato contesto e lasciato intendere un nuovo cambio di rotta della politica monetaria, l'euro ha iniziato ad accusare i colpi della difficile situazione economica e finanziaria dell'area, scendendo a 1,36.

Le tendenze valutarie in questa fase sono ancor più difficili da tracciare. Oltre ai consueti fondamentali, costituiti dai differenziali di rendimento corrente e atteso (tassi di interesse, ritorno degli investimenti azionari, tassi di crescita dell'economia) e dal saldo delle partite correnti da finanziare, sono cruciali le variabili politiche che incidono sulla capacità di governare l'economia. Tra queste ultime spiccano in USA il braccio di ferro tra l'Amministrazione Obama e il Congresso a maggioranza repubblicana e nell'Eurozona la fragilità istituzionale messa in luce nell'affrontare le difficoltà sui conti pubblici dei PIIGS.

Perciò lo scenario CSC incorpora l'ipotesi di lavoro (che non è una previsione) di un cambio stabile a 1,38 dollari per euro, cioè attorno ai valori correnti, fino al termine del 2012. Ciò statisticamente determina valori medi annui di 1,40 nel 2011 e di 1,38 nel 2012.

