



PREVISIONI PER L'ECONOMIA ITALIANA

RAPPORTO DI CONSENSO PREDISPOSTO PER IL CNEL

9 LUGLIO 2013

A CURA DI:

CER
CENTRO EUROPA RICERCHE


prometeia

ref.
ricerche

INDICE DEL RAPPORTO

INTRODUZIONE.....	3
1. IL QUADRO ECONOMICO INTERNAZIONALE.....	5
2. LE PROSPETTIVE PER L'ECONOMIA ITALIANA.....	20
3. LE BANCHE E LA LIQUIDITA' DELLE IMPRESE	30
4. LA RIDUZIONE DEI RITARDI DI PAGAMENTO DELLA PA.....	40

Il presente rapporto è stato curato per il Cer da Stefano Fantacone, Felice Cincotti, Petya Garalova, Carlo Milani; per REF Ricerche da Fedele De Novellis, Valentina Ferraris e Sara Signorini; per Prometeia da Stefania Tomasini, Lucia Cossaro e Monica Ferrari.

INTRODUZIONE

L'economia italiana sta affrontando un passaggio drammatico, sotto il profilo economico e sociale. La necessità di un'inversione di tendenza in tempi rapidi si scontra con le difficoltà del settore creditizio, gli scarsi margini di manovra della politica fiscale, il basso livello delle aspettative degli operatori.

Allo scopo di cogliere le possibilità concrete di inizio di una fase di ripresa, tre sono i temi rilevanti sui quali occorre concentrare l'attenzione in questa fase:

1. il traino della domanda mondiale alle nostre esportazioni;
2. i margini di discrezionalità della nostra politica di bilancio e la possibilità di passare gradualmente verso una *stance* neutrale;
3. i problemi di trasmissione della politica monetaria e il *credit crunch*.

Il primo punto attiene alla definizione dello scenario economico internazionale. In particolare, un contesto più dinamico dal lato della domanda internazionale potrebbe consentirci di rafforzare il ciclo dell'export. Su questo aspetto vi sono però ancora diverse incognite aperte, e in particolare con riferimento ai cambiamenti della posizione competitiva delle diverse economie europee, tenuto anche conto delle tensioni sui mercati valutari internazionali.

Il secondo aspetto è quello delle politiche di bilancio. Anche nel 2013 la politica fiscale italiana è restrittiva; d'altra parte, sull'orizzonte della politica fiscale iniziano a premere gli obiettivi definiti dal fiscal compact e questo indurrebbe ad avanzare addirittura il rischio di una ulteriore manovra di correzione. Alcuni spazi paiono però aprirsi nel dibattito recente. Innanzitutto, prevale una lettura della nozione di saldo "strutturale"

che, partendo dalla stima di un output gap ampio, porta a valutare valori del saldo di bilancio corretto per il ciclo anche molto migliori rispetto ai livelli assoluti. Inoltre, si inizia a discutere della possibilità che alcune misure “una tantum”, si pensi alla riduzione dei ritardi di pagamento della Pa, possano essere accettate anche dalle autorità europee.

Ma quali possono essere gli effetti in termini di crescita di un anticipo dei tempi di pagamento della Pa? Entra in gioco il terzo tema del rapporto, quello del razionamento del credito, e quindi dei problemi di liquidità delle imprese. La capacità delle banche italiane di erogare credito si è di fatto esaurita. Per questo motivo un anticipo dei pagamenti della Pa può sortire effetti positivi sui livelli della domanda interna.

La complessità del quadro giustifica i timori che la ripresa dell’economia italiana si manifesti con tempi lunghi e senza particolari vivacità. Le previsioni restano pertanto molto caute e, dopo un 2013 che vedrà ancora una significativa contrazione del Pil, i ritmi di uscita dalla crisi resteranno modesti.

1. IL QUADRO ECONOMICO INTERNAZIONALE

La crisi del 2012 e il cambiamento delle politiche economiche

L'economia mondiale nel corso del 2012 è stata caratterizzata da una fase di relativa debolezza legata principalmente alla recessione dei paesi della periferia europea. La crisi di queste economie ha condizionato lo scenario economico internazionale attraverso due canali: il primo è quello degli scambi commerciali, dato il crollo delle importazioni e il drastico miglioramento del saldo dei conti con l'estero; il secondo è quello finanziario, e in particolare per effetto del generalizzato aumento del grado di avversione al rischio degli investitori internazionali.

D'altra parte, la crisi dei paesi periferici ha colpito un contesto internazionale ancora relativamente fragile, e caratterizzato da ritmi di crescita modesti. Si è verificata quindi non solo una caduta dei livelli produttivi particolarmente accentuata nei paesi della periferia, ma anche una decelerazione delle altre economie che, accompagnandosi ai timori di una nuova fase di tensioni sui mercati, ha prodotto dei cambiamenti nell'impostazione delle politiche monetarie, e riaperto il dibattito sulla *stance* della politica fiscale più appropriata.

Il dibattito sui moltiplicatori fiscali

Uno dei fattori che concorrono a spiegare le incertezze nella ripresa dell'economia mondiale è costituito dal fatto che molti paesi non hanno ancora completato il processo di *deleveraging*, ovvero di rientro dalla fase di accumulazione del debito registrata nel corso degli anni duemila. L'eredità di un elevato grado di indebitamento condiziona le decisioni di spesa degli operatori, considerando la contestuale riduzione dei livelli degli stock di ricchezza – finanziaria e reale – avvenuta nel corso degli ultimi anni in diversi paesi.

D'altra parte, una caratteristica della attuale fase di recessione è che in diverse economie il contributo della politica fiscale alla crescita è risultato di segno restrittivo già nel corso delle prime fasi della ripresa¹, con un comportamento che è stato condizionato dal fatto che diversi paesi presentavano livelli del rapporto fra debito pubblico e Pil elevati. Di fatto, uno dei costi di un livello troppo elevato del debito pubblico sarebbe rappresentato dalla perdita di uno strumento di politica economica da utilizzare per contrastare le fasi di recessione dell'economia.

L'adozione di misure di correzione dei conti pubblici quando di fatto la crisi è ancora in corso, e l'economia è ancora caratterizzata da ampi spazi di capacità produttiva inutilizzati, è uno fra i fattori su cui è stata puntata l'attenzione nel corso della recente discussione sui "moltiplicatori fiscali", che ha sottolineato come le perdite di output prodottesi nei paesi che hanno realizzato misure di correzione dei conti pubblici, siano risultate molto elevate, e superiori rispetto a quanto suggerito dalle quantificazioni tradizionali.

Nel dibattito sui moltiplicatori fiscali le posizioni emerse sono diverse, ma sostanzialmente riconducibili a due chiavi di lettura non escludentisi, ovvero sovrapponibili.

1) Da parte di alcuni commentatori si è sottolineato un effetto puro di elevato valore del moltiplicatore. In sostanza, in questa fase non avrebbero operato alcuni dei meccanismi che in linea teorica dovrebbero limitare l'impatto delle strette fiscali sulla crescita. In particolare, l'aggiustamento fiscale non avrebbe sortito l'effetto di indurre le famiglie a ridurre il tasso di risparmio (effetto di "equivalenza ricardiana"); nella stessa direzione il fatto che le manovre, almeno in una prima fase, non avrebbero migliorato la credibilità dell'azione di risanamento delle finanze pubbliche, per cui l'impatto sui tassi d'interesse derivante dall'azione di risanamento dei conti sarebbe risultato modesto.

2) In molte analisi si sottolinea anche come in realtà non si sia modificata tanto la relazione fra *stance* della politica di bilancio e andamento dell'economia (Banca d'Italia, 2013) essendo piuttosto rilevante l'insieme dei fattori che hanno inciso sulla crescita. In altre parole, la maggiore contrazione del Pil rispetto a quanto previsto in base agli effetti

¹ Kose A., Loungani P., Terrones M. (2013) Why is this global recovery different? Voxeu.org 13 aprile

dei “moltiplicatori fiscali” sarebbe riconducibile alla sovrapposizione di altri fattori esplicativi, intervenuti nello stesso periodo, e che avrebbero aggravato la recessione dell’area dell’euro.

La varietà di elementi che possono avere aggravato la congiuntura del 2011-2012, può essere a sua volta sintetizzata sottolineando i seguenti punti.

Un primo aspetto, messo in luce in diverse analisi, è che, in condizioni di sottoutilizzo della capacità produttiva, variazioni dell’intonazione della politica fiscale producono effetti sui livelli di attività economica con moltiplicatori maggiori rispetto a quanto accade nel corso delle fasi normali del ciclo: di fatto la contrazione di domanda avviene lungo un tratto “elastico” della curva di offerta aggregata, con un effetto massimo sulle quantità prodotte e un impatto modesto sui prezzi. In effetti, nel corso dei cicli normali le politiche di bilancio espansive dovrebbero essere assorbite quando la ripresa è ben avviata e, anzi, nelle fasi alte del ciclo politiche restrittive possono essere utili per moderare la crescita e ridurre i rischi d’inflazione. Non è quanto è accaduto nel corso della fase attuale, in cui la stretta fiscale del 2011-2013, si è materializzata quanto le economie non avevano ancora recuperato dagli effetti della recessione del 2008-2009.

Un secondo aspetto è relativo alle condizioni creditizie. In genere, durante le fasi di aggiustamento fiscale le politiche monetarie assumono una intonazione accomodante, per cui il costo del danaro si riduce e le condizioni creditizie divengono maggiormente permissive. Nella fase recente le cose sono andate invece all’opposto, per cui alla stretta fiscale si è aggiunta la stretta creditizia.

Un terzo aspetto è relativo al ruolo delle esportazioni. In genere nelle fasi di ampio aggiustamento fiscale tendono a verificarsi anche episodi di deprezzamento del cambio che assecondano la crescita delle esportazioni, compensando parzialmente la contrazione della domanda interna legata alla politica di bilancio. Ad esempio, questo effetto giocò un ruolo importante nel corso della fase di consolidamento fiscale attuata dall’Italia nei primi anni novanta. Evidentemente, nella situazione attuale l’appartenenza all’euro impedisce ai paesi della periferia di svalutare la propria moneta, riducendo quindi il set di strumenti a disposizione per affrontare la crisi.

Quarto, a ridurre ulteriormente le opportunità di aumento delle esportazioni, concorrono anche le condizioni delle altre economie dell'area euro, considerando che molte economie stanno aggiustando i propri bilanci contemporaneamente. Valgono quindi diverse fra le critiche avanzate alla politica di bilancio europea, in relazione alla contemporaneità e pro-ciclicità delle strette fiscali adottate nell'ultimo biennio. La questione della contemporaneità è poi acuita dal fatto che tutte le economie hanno adottato politiche di bilancio di segno restrittivo negli ultimi tre anni, anche quando non necessitavano di un aggiustamento del bilancio in tempi rapidi. La riduzione della domanda nell'area dell'euro è stata quindi amplificata da quello che appare a tutti gli effetti come un problema di coordinamento fra le politiche dei diversi paesi. Il tema della pro-ciclicità è ovviamente legato al fatto che la forzatura verso un aggiustamento in tempi rapidi ha portato a insistere nelle politiche restrittive anche quando le difficoltà congiunturali si sono palesate in tutta la loro gravità mentre, d'altra parte, la Bce ha dovuto attendere sino alla metà del 2012 perché i tempi fossero maturi per un cambiamento di rotta.

Molte delle concause che hanno operato negli ultimi due anni, fra cui le difficoltà dei sistemi bancari sono probabilmente la più importante, non paiono tuttora superate. Per questo motivo, le prospettive economiche dei paesi periferici, e dell'area euro più in generale, vengono oggi valutate ancora con estrema cautela.

Primi segnali di rafforzamento dell'economia globale

Dopo una fase di marcata decelerazione nel 2012, la parte finale dello scorso anno e l'inizio di quello in corso hanno messo in luce alcuni segnali di rafforzamento del ciclo economico globale. Tali segnali sono però ancora molto incerti. Fra l'altro, le indicazioni di ripresa appaiono meno nitide nell'area dell'euro, dove restano ampie divergenze fra le performance dei paesi periferici e le economie del centro.

Un tratto peculiare delle tendenze di inizio 2013 è costituito dal fatto che, sulla base delle prime stime di contabilità nazionale, l'andamento dei consumi nelle maggiori

economie è stato relativamente vivace. I consumi sono aumentati nel primo trimestre, rispetto al precedente, dello 0.8 per cento negli Stati Uniti, 0.9 per cento in Giappone e dello 0.8 in Germania. Tale recupero riflette innanzitutto l'effetto positivo sulle famiglie derivante dalla fase favorevole che ha attraversato i mercati finanziari da diversi mesi. Il *rally* delle borse, largamente spiegato dalle politiche monetarie accomodanti attuate dalle maggiori banche centrali, esercita un effetto positivo sulla spesa, sia attraverso l'impatto diretto sulla ricchezza delle famiglie, che attraverso quello sulle aspettative, legato alle *news* positive provenienti dai mercati.

Un secondo elemento a favore della ripresa dei consumi è rappresentato dalla recente flessione dei prezzi delle materie prime, su cui ci soffermiamo più avanti, e dalla conseguente riduzione dell'inflazione in corso in molti paesi.

Esitazioni sono emerse però dagli indici del clima di fiducia delle imprese in molti paesi ad eccezione del Giappone. L'andamento accidentato evidenziato dalle survey testimonia che l'intensità della ripresa globale resta incerta, ma potrebbe anche riflettere la reazione delle aspettative delle imprese alla fase di indebolimento del tasso di cambio dello yen, altro tema che discutiamo nel seguito.

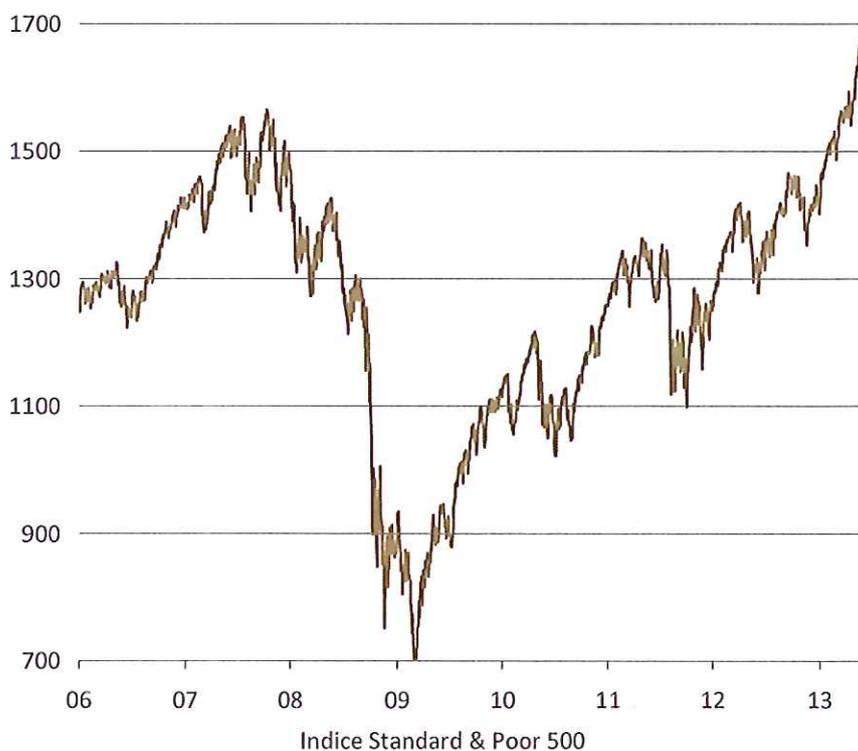
Le politiche monetarie dietro l'inversione del ciclo

L'inversione di tendenza dell'economia globale appare riconducibile principalmente alle politiche monetarie di segno espansivo messe in atto dalla metà del 2012 da parte delle maggiori banche centrali. Molte banche centrali hanno modificato la propria strategia, percorrendo ancora strategie "non convenzionali" con l'obiettivo di trovare un'uscita da una situazione che presenta difficoltà non usuali.

La Fed ha ribadito il proprio sostegno all'espansione della liquidità nel caso di timori di rallentamento dell'economia. In particolare l'enfasi sulla crescita è stata enfatizzata esplicitando un target per la politica monetaria definito in termini di tasso di

disoccupazione. In tal modo, non solo si è subordinato l'avvio dell'*exit strategy* della politica monetaria al conseguimento di ritmi di crescita sufficientemente robusti da consentire una riduzione significativa della disoccupazione, ma si è anche posticipato temporalmente l'avvio di qualsiasi decisione in materia di tassi d'interesse. L'effetto è stato quindi da un canto quello di migliorare il clima delle aspettative, e di questo hanno beneficiato evidentemente i mercati azionari, e dall'altro di mantenere il livello dei tassi a lunga su livelli molto bassi. La dipendenza dello scenario macroeconomico internazionale dalle scelte della Federal Reserve è ribadita dall'esperienza delle ultime settimane quando, alle prime anticipazioni da parte del Presidente della Fed di potere iniziare ad attenuare la fase di stimolo quantitativo, è corrisposto un ripiegamento delle quotazioni delle borse. La posizione della Fed è comunque quella di una rimozione molto graduale dello stimolo quantitativo solo a partire dalla fine di quest'anno e a condizione che vi siano conferme sulla ripresa dell'economia americana. Inoltre, qualsiasi decisione di aumento dei tassi d'interesse non verrà presa prima del 2015.

La borsa americana



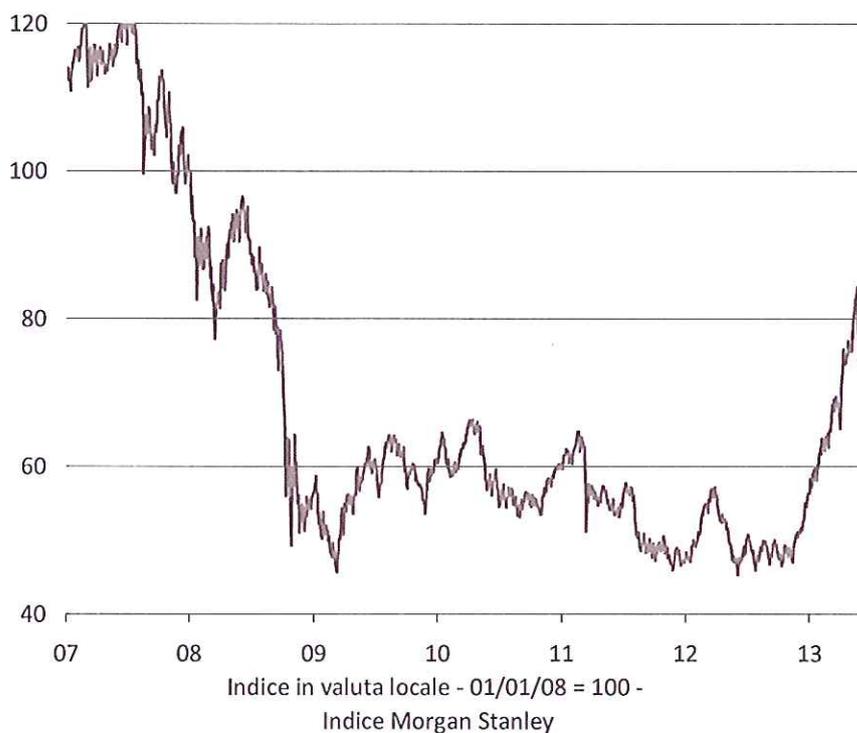
La Banca centrale europea aveva cercato di sostenere le condizioni monetarie dei paesi dell'area euro sin dal 2011, ricorrendo ad operazioni di acquisto diretto di titoli di Stato dei paesi in crisi e poi attraverso le operazioni di finanziamento a lungo termine del sistema bancario, le cosiddette LTRO (*long term refinancing operations*). Ciò che ha permesso di invertire definitivamente la tendenza è stato però solo l'annuncio, la scorsa estate, della disponibilità ad acquisti illimitati di titoli di Stato (attraverso le Omt, *Outright Monetary Transactions*). L'importanza del cambiamento di regime della politica della Bce è emersa soprattutto nei mesi scorsi quando la crisi bancaria di Cipro e le incertezze dello scenario politico italiano non hanno determinato particolari tensioni sul livello degli spread.

Infine, in Giappone la politica monetaria ha assunto l'obiettivo di riportare l'inflazione in territorio positivo in tempi rapidi, in modo da raggiungere l'obiettivo del 2 per cento, e favorire la discesa ulteriore dei tassi d'interesse reali. Questo ha favorito l'indebolimento dello yen, e migliorato le prospettive di espansione delle esportazioni giapponesi.

Il recupero dei mercati azionari

La svolta delle politiche monetarie si è tradotta in una riduzione del grado di avversione al rischio dei mercati finanziari. Vale a dire che le aspettative dei mercati hanno attribuito un rilievo inferiore al possibile realizzarsi degli scenari più sfavorevoli, proprio grazie alla propensione dimostrata dalle banche centrali ad intervenire sul mercato. Alla riduzione del premio al rischio è corrisposta quindi una fase di recupero dei prezzi delle attività più rischiose; in particolare, si è osservata una fase di ripresa dei mercati azionari e una riduzione marcata degli *spread* sui rendimenti dei titoli del debito sovrano dei paesi della periferia europea.

La borsa giapponese

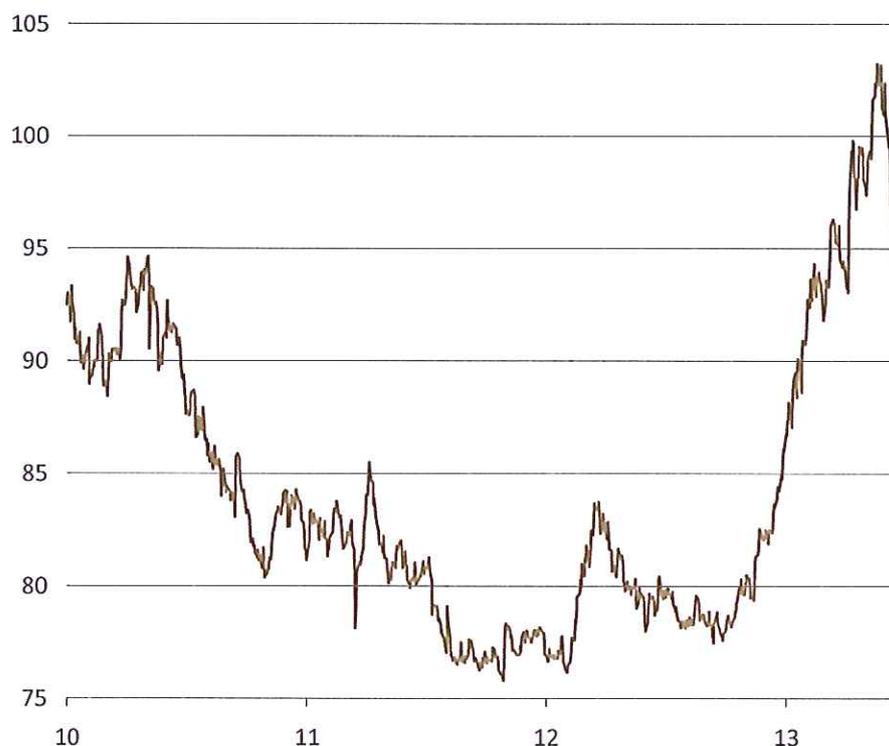


Le guerre valutarie

L'adozione di politiche monetarie così eterodosse ha mostrato di incidere sull'evoluzione dei tassi di cambio. In condizioni normali è attraverso le variazioni dei tassi d'interesse che le politiche monetarie tendono ad influenzare i tassi di cambio. Quando i tassi d'interesse sono tutti prossimi a zero, è possibile che la quantità relativa di moneta modifichi gli equilibri valutarie. In sostanza, paesi dove la base monetaria cresce di più vedono anche il tasso di cambio deprezzarsi. Naturalmente, la svalutazione potenzia l'impatto della politica monetaria espansiva sulla crescita, visto che attiva maggiori esportazioni, e riduce i rischi di deflazione del paese. D'altra parte, questo effetto avviene a spese di altre economie, che perdono quote di mercato a beneficio del paese che ha svalutato, e che si ritrovano ad importare l'altrui deflazione.

Si è così aperto il dibattito sulle cosiddette "guerre valutarie".

Cambio yen/dollaro



Le oscillazioni delle valute hanno modificato lo scenario competitivo, soprattutto per l'area dell'euro. Già da alcuni anni era emersa la tendenza del dollaro a deprezzarsi, specie nelle fasi di ripresa dell'economia mondiale. Tale andamento rispecchiava la politica monetaria espansiva della Federal reserve, e risultava almeno coerente con la necessità di un riequilibrio della posizione competitiva fra gli Stati Uniti e l'economia cinese. Da quando l'economia mondiale cresce meno, e la domanda di merci cinesi è meno vivace, si è osservato però un cambiamento della politica cinese, che ha interrotto l'apprezzamento dello yuan sul dollaro. Allo stesso modo, altre economie emergenti si sono ritrovate nella condizione di frenare il rafforzamento delle loro valute rispetto al dollaro, proprio per evitare di perdere competitività anche con l'economia cinese, oltre che con quella Usa. Ne è conseguito che in una fase come quella attuale l'economia rivelatasi più fragile, ovvero quella europea, si è ritrovata paradossalmente a registrare un apprezzamento del proprio tasso di cambio rispetto a tutti i principali concorrenti. Le

cose si sono poi complicate ulteriormente dopo la svolta nella politica monetaria giapponese che ha determinato un crollo letterale dello yen. Questo rende ancora più incoerente l'andamento del tasso di cambio dell'euro che a inizio 2013 ha iniziato ad apprezzarsi nonostante la zona euro fosse ancora indietro nei tempi della ripresa.

Divaricazioni ampie all'interno dell'area euro

Nell'area dell'euro la politica economica della Bce ha certamente favorito un rasserenamento dello scenario. Anche gli indicatori congiunturali europei hanno quindi mostrato segnali di miglioramento. Le prospettive restano però ancora profondamente divaricate, con i paesi della periferia in difficoltà, mentre le economie del centro mostrano segnali più evidenti di inversione di tendenza.

Le divergenze fra i paesi del centro e della periferia riflettono le condizioni creditizie nei diversi paesi. La Bce difatti, pur adottando un orientamento espansivo, non riesce ad incidere sulle condizioni di accesso al credito nei paesi periferici dato che la crisi delle banche nazionali interrompe il canale di trasmissione della politica monetaria. La crisi del credito è in parte una delle spiegazioni della crisi dei paesi della periferia, e in parte è essa stessa un fenomeno endogeno alla crisi stessa, data la crescita delle sofferenze bancarie determinata dalla stessa recessione.

Un secondo fattore di divergenza delle condizioni cicliche fra i paesi del centro e quelli della periferia è rappresentato dalle politiche di bilancio. I paesi periferici devono ancora completare la fase di consolidamento fiscale e in genere sono tenuti a politiche ancora di segno restrittivo.

Alla luce di tale divaricazione, si comprende come una ripresa dei paesi periferici non possa materializzarsi pienamente se non viene assecondata da un policy mix più favorevole. Se è vero che la Bce ha cercato di attenuare le difficoltà dei settori bancari modificando la propria strategia, è anche vero che questo è avvenuto con ritardo rispetto ai tempi della crisi, e subordinatamente all'adozione di misure di politica fiscale di segno fortemente restrittivo. Presumibilmente le politiche di austerità sono state una precondizione necessaria per favorire la svolta nella strategia della Bce, apertamente

osteggiata da autorevoli membri della Bundesbank, ma hanno anche concorso ad approfondire la crisi.

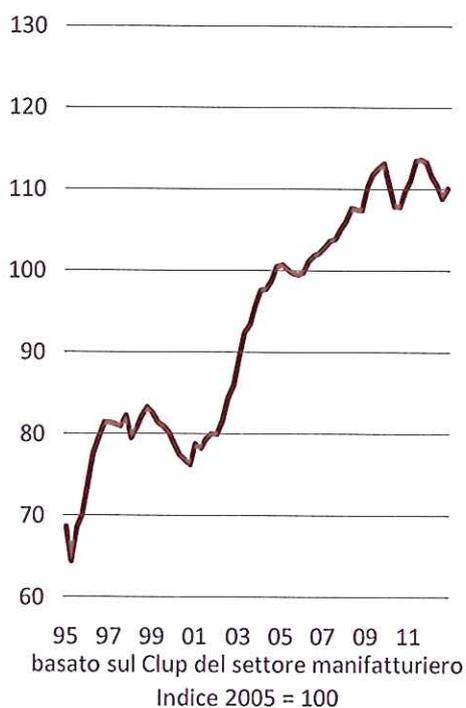
Da alcuni mesi, nella consapevolezza della gravità dei costi che la recessione sta provocando, si iniziano ad intravedere primi cedimenti nell'approccio iper-rigorista sposato dalle autorità europee. A ciò hanno contribuito anche le posizioni assunte dalla nuova presidenza francese, che ha spinto per un maggiore gradualismo delle politiche di aggiustamento dei conti pubblici.

Squilibri nei conti con l'estero e cambiamenti della posizione competitiva dei paesi dell'area euro

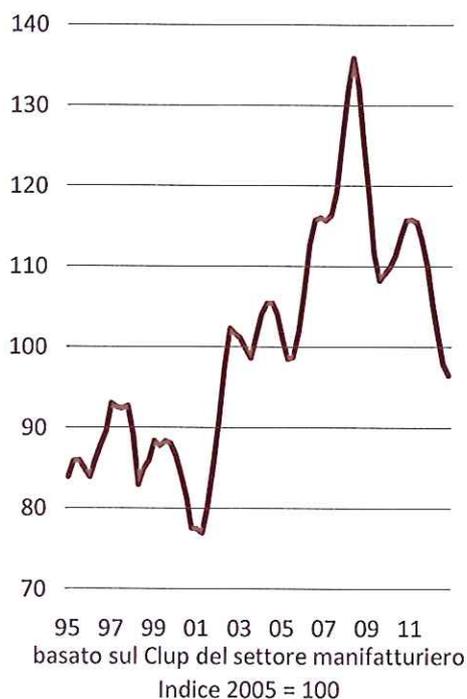
Il tema delle "guerre valutarie" menzionato in precedenza mette in luce un aspetto relativamente paradossale della fase attuale, costituito dal fatto che l'area in maggiore difficoltà, quella dell'euro, rischia di subire un apprezzamento del tasso di cambio. La questione si innesta sul tema della posizione competitiva delle economie della periferia dell'area euro. Da parte di molte analisi si è difatti avanzata l'ipotesi che la crisi dell'area euro riflettesse la mancanza di quelle proprietà – flessibilità dei prezzi, mobilità dei fattori di produzione – che definiscono un'area monetaria "ottimale" e che consentono di assecondare il riequilibrio da parte di paesi che subiscono shock di natura asimmetrica in assenza dello strumento del tasso di cambio.

Diviene quindi di interesse esaminare le caratteristiche del processo di aggiustamento in corso anche dal punto di vista del riequilibrio della posizione competitiva dei paesi della periferia. In particolare perché, ad eccezione del caso italiano, negli altri paesi periferici è in corso una fase di recupero di competitività per effetto di una fase di moderazione salariale (soprattutto nel caso greco) e grazie ad una fase di accelerazione della produttività. Gli indicatori di cambio reale effettivo basati sul Clup dell'industria indicano infatti una fase di deprezzamento da parte dei paesi della periferia. Sotto questo profilo, però, l'Italia appare in ritardo nel percorso di riequilibrio della posizione competitiva, e rischia di non riuscire a cogliere pienamente le opportunità che verranno dalla crescita della domanda mondiale.

Cambio reale effettivo - Italia



Cambio reale effettivo - Spagna



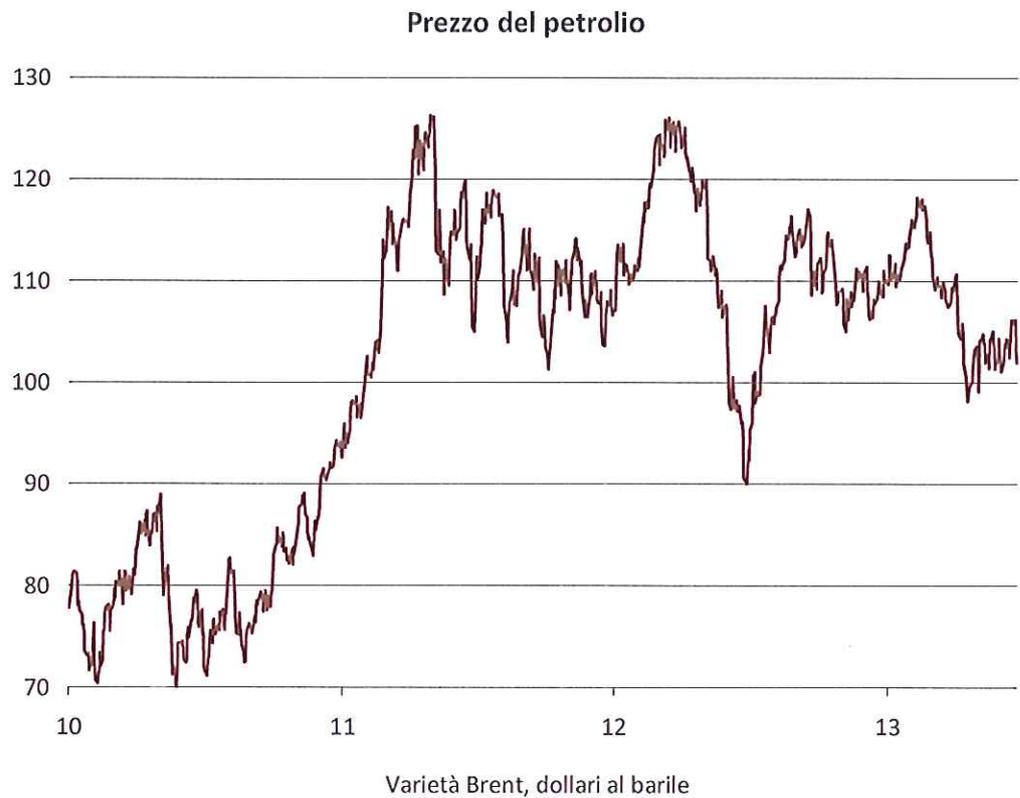
Prezzo del petrolio: uno shock favorevole?

Uno dei tratti peculiari della fase attuale è costituito dalla flessione dei corsi delle *commodities*. In particolare, la contrazione delle quotazioni del petrolio è stata relativamente accentuata rivelando un cambiamento delle aspettative del mercato su cui conviene soffermarsi. Difatti, l'impressione è che la correzione al ribasso dei prezzi rifletta non solo un segnale di relativa stabilità della domanda, quanto piuttosto condizioni distese dal lato dell'offerta.

In particolare, diversi commentatori hanno sottolineato come il quadro di medio termine si sia sensibilmente modificato a seguito della diffusione delle tecnologie del fracking. L'aumento recente della produzione americana è stato significativo e ha anche portato alla progressiva revisione delle prospettive sull'offerta di petrolio nel medio termine. Secondo le previsioni dell'International Energy Agency gli Stati Uniti entro fine decennio potrebbero diventare il primo produttore di greggio al mondo. Difatti, grazie alle nuove tecnologie di estrazione, si sono rese disponibili nuove risorse e questo da un canto aumenta il grado di autosufficienza da parte degli Stati Uniti e, dall'altro, riduce la domanda rivolta agli altri produttori. Si ha quindi anche una ricomposizione di offerta a svantaggio dei produttori Opec, e a favore di un paese consumatore, che non ha quindi interessi particolari a sostenere le quotazioni pur essendo un grande produttore.

L'aumento della produzione americana di petrolio nel corso degli ultimi mesi è stato rilevante, e gli effetti sull'offerta mondiale di greggio si sono rivelati significative. L'Arabia Saudita ha quindi ridimensionato i livelli produttivi, sovrapponendosi alla caduta della produzione iraniana dovuta all'embargo, per evitare un eccesso di offerta tale da determinare un crollo delle quotazioni. Dati i prezzi più bassi, la riduzione delle entrate subita dall'Arabia Saudita è significativa.

La fase attuale è quindi di estremo rilievo nella misura in cui se effettivamente la produzione americana di petrolio e gas dovesse confermare il trend crescente già in corso, ci ritroveremmo in poco tempo dinanzi ad uno scenario energetico più favorevole rispetto a quello che si era prospettato sino a pochi mesi fa.



Elementi di schiarita

La sintesi dello scenario descritto è che l'economia mondiale, superato l'impasse della seconda parte del 2012, pare avere ritrovato la strada di un recupero il cui *driver* principale è rappresentato dalle politiche monetarie, alle quali potrebbe anche aggiungersi uno scenario energetico internazionale più favorevole.

Resta comunque l'incertezza legata al fatto che la ripresa resta subordinata alla persistenza di politiche del tutto straordinarie. Nulla assicura che la ripresa globale sia in grado di autosostenersi, e le incognite ancora aperte sono tuttora di estremo rilievo.

Il quadro internazionale

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Pil (variazione %)						
Mondo	3.1	3.4	4.0	4.4	4.3	4.2
Stati Uniti	2.2	1.9	2.6	2.7	2.8	2.8
Giappone	2.0	1.5	2.3	2.1	1.8	1.6
Economie emergenti	5.0	5.7	6.0	6.4	6.2	6.2
Economie emergenti asiatiche	6.4	7.0	7.4	7.6	7.4	7.4
UE	-0.2	-0.2	0.5	0.7	0.7	0.7
- Regno Unito	0.2	0.6	1.0	1.3	1.6	1.6
Area Euro	-0.5	-0.5	1.0	1.4	1.5	1.5
-Francia	-0.1	0.0	0.9	1.2	1.4	1.5
-Germania	0.9	0.2	1.4	1.7	1.6	1.6
-Spagna						
Prezzi:						
Petrolio (Brent) - variazione (\$-%)	0.7	-4.4	-1.4	1.9	4.3	-0.2
Petrolio (Brent) - livello (\$/b)	111.9	105.7	103.6	107.7	117.6	117.3
Materie prime non energetiche (in \$)	-10.4	-4.9	1.7	3.6	3.0	2.5
Manufatti (in \$)						
Commercio mondiale	2.4	3.8	5.9	6.7	7.2	6.9
Cambio dollaro/euro (livello)	1.289	1.302	1.281	1.296	1.290	1.285
Cambio yen/dollaro (livello)	91.4	113.2	117.6	119.2	119.3	118.4
Tasso di interesse a breve termine Us	0.4	0.3	0.3	0.6	1.7	2.3
Tasso di interesse a breve termine Uem	0.7	0.3	0.3	0.8	1.2	1.7

2. LE PROSPETTIVE PER L'ECONOMIA ITALIANA

Lo scenario descritto nelle pagine precedenti mette in luce diversi elementi problematici, che rendono complessa la definizione della prospettive per l'economia italiana. Inoltre, i dati d'inizio d'anno sono risultati particolarmente sfavorevoli, evidenziando ancora una fase di contrazione del Pil relativamente marcata. Questo non può che indurre a proporre stime sul 2013 particolarmente prudenti, tanto più che i dati di produzione del mese di aprile non depongono ancora a favore di un rafforzamento congiunturale nel corso del secondo trimestre. La variazione del Pil del 2013 si collocherà quindi intorno al -2 per cento, un valore sensibilmente inferiore alle stime che i maggiori centri di previsione avevano proposto nei primi mesi dell'anno.

I numeri del 2013 si allontanano anche dalle quantificazioni degli scenari governativi. Le ultime previsioni proponevano per il 2013 e il 2014 una crescita pari a -1.5 e + 0.6 per cento secondo le assunzioni base, che si portava a -1.3 e +1.3 per effetto del provvedimento di anticipo dei pagamenti dei debiti pregressi della Pa poi approvato.

Se è scontato che il 2013 non potrà portare i risultati attesi, anche i numeri del 2014 potrebbero presentare elementi di incertezza, soprattutto considerando che anche lo scenario internazionale resta problematico.

Le previsioni dei tre istituti, sintetizzate nelle tavole seguenti, evidenziano quindi un recupero lento nel 2014, ma anche una crescita contenuta negli anni successivi. L'ipotesi è che non vi siano ancora le premesse per una accelerazione della crescita, dato che il sistema presenterà le difficoltà di uscita dalla crisi tipiche delle crisi finanziarie, in cui la crescita resta gravata da un eccessivo grado di indebitamento.

Proprio alla luce delle difficoltà della fase in corso, anche la debole ripresa proiettata dal 2014 presenta margini di incertezza, tanto da potere celare quasi un eccesso di ottimismo. I fattori che potrebbero favorire un graduale superamento della fase più acuta della crisi sono diversi.

Il primo attiene alla **politica di bilancio**. La fase più intensa della correzione dei conti pubblici è in corso di completamento: le recenti aperture da parte della Commissione europea, con la concessione di accettare gli effetti sul deficit legati al decremento sui pagamenti, rappresentano un elemento di ridimensionamento dell'impatto restrittivo della politica di bilancio.

Un segnale dell'assorbimento delle conseguenze della stretta fiscale è rappresentato **dalla discesa dell'inflazione**, che nel corso degli ultimi due anni ha risentito in misura marcata delle variazioni della fiscalità. Tale andamento è assecondato anche dalle tendenze sui mercati delle materie prime e dal guadagno di **ragioni di scambio**.

Un altro elemento di parziale schiarita dello scenario è costituito dalla fase di riduzione dello *spread* pagati dai rendimenti dei titoli di Stato italiani rispetto a quelli tedeschi. **L'attenuazione delle tensioni sui mercati** appare però ancora insufficiente, come visto nel rapporto, per attenuare la stretta creditizia, anche perché nel frattempo la qualità degli impieghi delle banche italiane si è deteriorata.

Infine, resta il canale più tradizionale, che lega la **ripresa internazionale** all'andamento delle nostre **esportazioni**. L'andamento dell'export nei prossimi mesi dovrebbe rafforzarsi gradualmente.

A partire da questi elementi, si può affermare che anche da noi iniziano a materializzarsi le premesse per un recupero dell'economia. I segnali provenienti dagli indicatori anticipatori sono però ancora appena accennati. Dopo un primo trimestre del 2013 risultato ancora pesantemente negativo, le prospettive per la parte dell'anno sono al più di una stabilizzazione dei livelli produttivi, e per una graduale ripresa nei mesi finali. Dato questo profilo, la variazione del Pil in media d'anno risulterà necessariamente inferiore al -1.5 per cento, mentre dal 2014 dovremmo ritornare su tassi di crescita positivi.

Le principali caratteristiche del percorso che caratterizzerà la nostra economia possono essere sintetizzate come segue:

I tempi e l'intensità del recupero ciclico paiono configurare un quadro ancora non in grado di innescare una inversione di tendenze del mercato del lavoro. La **disoccupazione è ancora in aumento**, e questo condiziona anche le aspettative delle famiglie e l'andamento del tasso di risparmio. I consumatori italiani non riusciranno quindi a fornire un sostegno alla ripresa dell'economia, diversamente da quanto sta accadendo in altri paesi. In ogni caso, la contrazione dei consumi potrà essere ostacolata dal fatto che, grazie alla **discesa dell'inflazione**, dovrebbe interrompersi la fase di contrazione del potere d'acquisto delle retribuzioni.

D'altra parte il solo traino dell'export è insufficiente per riportare l'industria verso un sentiero di sviluppo, lasciando così **poche chances al recupero degli investimenti**. La stretta creditizia rappresenta poi un ulteriore elemento di freno ai già modesti programmi di investimento delle imprese. La mancanza di credito bancario concorre a mantenere molto debole il mercato immobiliare.

I ritardi nella fase di normalizzazione del ciclo della domanda interna continueranno a condizionare l'andamento delle importazioni. La forbice fra export e import in volume resta ampia e il **surplus commerciale potrebbe continuare ad aumentare**, considerando che quest'anno anche l'andamento delle ragioni di scambio gioca a nostro favore.

Italia - Quadro macroeconomico

(tassi di variazione percentuale)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PIL	-2.4	-1.9	0.7	1.1	1.3	1.2
Importazioni di beni e servizi	-7.8	-3.5	3.0	3.7	3.9	4.3
Consumi finali nazionali	-3.9	-2.2	0.0	0.5	0.5	0.8
- spesa delle famiglie residenti	-4.3	-2.5	0.3	0.6	0.8	1.0
- spesa della P.A. e I.S.P.	-2.9	-1.3	-1.0	0.3	-0.4	0.1
Investimenti fissi lordi	-8.0	-5.9	0.8	1.8	1.9	1.8
- macchinari, attrezzature e vari	-10.2	-6.2	2.2	3.1	2.8	2.5
- costruzioni	-6.3	-5.6	-0.5	0.6	1.0	1.1
Domanda fin. interna (incluse le scorte)	-5.2	-3.0	0.4	0.8	1.0	1.1
Esportazioni di beni e servizi	2.3	0.2	3.5	4.1	4.4	4.0
Saldo di conto corrente (in % del Pil)	-0.5	0.1	0.3	0.4	0.8	1.0
Saldo commerciale (mld euro)	18.6	33.1	37.6	42.1	53.2	57.7
Ragioni di scambio	-1.1	0.4	-0.6	-0.5	-1.1	-0.1
CLUP industria s.s.	2.4	1.3	0.1	1.9	1.8	1.7
Costo del lavoro per unità di lavoro (industria s.s.)	2.1	1.7	2.1	2.8	2.8	2.6
Deflatore del Pil	1.6	1.4	1.5	1.9	1.6	1.7
Retribuzioni lorde pro capite (intera ec.)	1.0	1.2	1.3	1.8	2.3	2.2
Inflazione al consumo	3.0	1.7	1.8	1.9	2.1	1.8
Reddito disponibile delle famiglie in termini reali	-4.9	-1.8	0.1	0.7	1.2	1.3
Occupazione totale (unità di lavoro standard)	-1.1	-1.3	-0.3	0.4	0.6	0.7
Tasso di disoccupazione (livello)	10.6	12.0	12.5	12.2	11.8	11.4
Tasso di interesse medio sui Btp	5.3	4.3	4.2	4.0	4.1	4.2

Le previsioni di finanza pubblica

Secondo le previsioni di Consenso, i conti pubblici sperimenteranno nel prossimo quinquennio un miglioramento. Più precisamente, dopo il lieve peggioramento atteso per l'anno in corso, a partire dal 2014 per tutti i principali saldi di finanza pubblica stimiamo un continuo e significativo miglioramento. L'indebitamento netto dopo l'aumento previsto per quest'anno (3,1% del Pil) diminuirebbe al 2,3% del Pil nel biennio 2014-2015, all'1,9% nel 2016 e all'1,6% nel 2017. Rispetto a tale quadro, il debito si differenzia solo per il fatto che il punto di svolta si colloca un anno più tardi: a partire dal

2015, il debito intraprende, secondo le nostre previsioni, un percorso di rientro che lo porterà a raggiungere il 124,4% del Pil nel 2017².

Passando ad esaminare più nel dettaglio le previsioni, sul risultato atteso per quest'anno pesa, oltre al quadro macroeconomico meno favorevole, la decisione del governo di procedere a smobilizzare i debiti che la PA ha accumulato nei confronti dei suoi fornitori. Tale decisione, a cui il governo assegna un significativo ruolo nella ripresa dell'economia, provoca per quest'anno un incremento delle spese rispetto a quelle previste a legislazione vigente³. Tale effetto è evidente nella dinamica delle spese in conto capitale diverse dagli investimenti fissi lordi, che passano da un importo di 18,6 miliardi di euro nel 2012 a 25,7 miliardi nel 2013 (un incremento del 38%), per poi scendere nel 2014 a 17,6 miliardi di euro nel 2014 (una riduzione del 31,2%). Inoltre, per il 2013 stimiamo un aumento delle entrate complessive contenuto, appena dell'1,1% annuo, su cui pesa il rallentamento delle entrate tributarie (le imposte dirette rimangono sostanzialmente stazionarie, mentre le indirette aumentano dell'1,8%), che la ripresa stimata delle altre entrate, contributive ed extra-fiscali, non riesce a compensare.

Nel 2014, le spese, anche grazie al venir meno degli effetti connessi al pagamento dei debiti commerciali della PA, si riducono dello 0,1%, per poi tornare a crescere nel triennio successivo ad un tasso medio annuo del 2%, al di sopra della dinamica sperimentata nel triennio 2010-2012, ma inferiore a quella del Pil. La ripresa della dinamica della spesa, a partire dal 2015 è però compensata da una più cospicua evoluzione delle entrate, che nello stesso triennio 2015-2017 aumentano ad un tasso medio annuo del 2,5%, grazie anche alla ripresa delle entrate tributarie, che complessivamente aumentano al tasso medio annuo del 2,3%.

Nel complesso rispetto al Pil, la spesa scenderebbe nel 2017 al di sotto del 50%, un risultato che manca, a causa anche delle difficoltà del quadro macroeconomico, dal 2008. Continua la riduzione relativa delle spese in conto capitale, la cui incidenza sulla

² Sulla dinamica del debito nel 2013-2014 influisce il maggior fabbisogno, 20 miliardi di euro annui, derivanti dalla decisione di ridurre lo stock di debito commerciale della PA verso i suoi fornitori. Cfr. DI 35/2012, recante "Disposizioni urgenti per il pagamento dei debiti scaduti della pubblica amministrazione, per il riequilibrio finanziario degli enti territoriali, nonché in materia di versamento di tributi degli enti locali".

³ Secondo le regole di contabilità nazionale, solo parte delle maggiori risorse messe in campo per consentire lo smobilizzo dei debiti commerciali della PA si traducono in maggiori spese pubbliche.

spesa complessiva si riduce di 0,4 punti percentuali, mentre quella sul Pil di 0,3 punti percentuali (passando dal 3,1% del 2012 al 2,8% del 2017). Tale riduzione si concentra sostanzialmente sulle componenti diverse dagli investimenti fissi lordi che, invece, a partire dal 2015 interrompono la dinamica negativa che li ha caratterizzati dal 2009 ad oggi. Tra le spese correnti, i consumi collettivi dopo essersi ridotti ancora nel 2013-2014, segnano una ripresa, su cui pesa la minore efficacia a partire dal 2015 delle misure di contenimento dei redditi da lavoro dipendente. La spesa per prestazioni sociali cresce nell'intero periodo del 2,9% annuo, in aumento rispetto alla media del triennio 2010-2012. La spesa per interessi passivi, infine, si riduce nel 2013 e torna a crescere negli anni successivi ad un tasso medio annuo del 2,2%.

Nella tabella riportiamo le differenze in valore assoluto e in percentuale del Pil tra le previsioni di Consenso e quelle del DEF 2013⁴.

Un confronto: differenze tra Consenso e DEF 2013

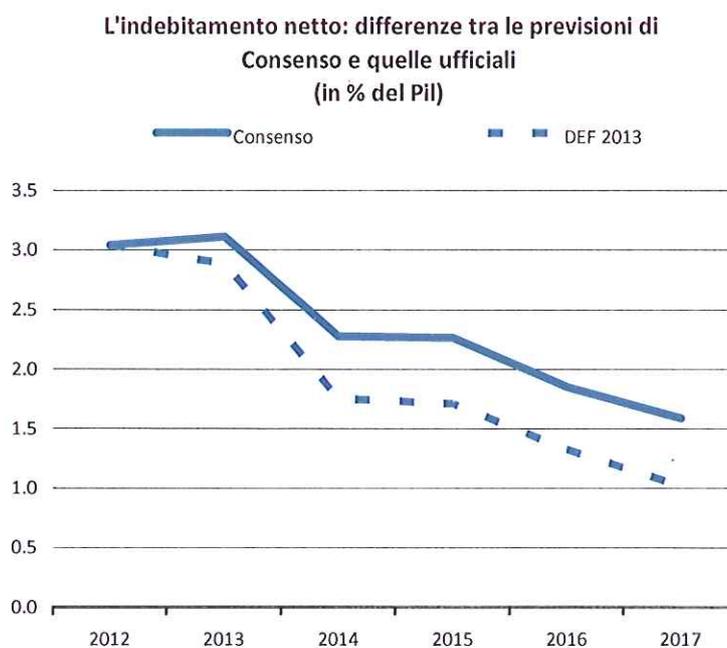
	Spesa totale	di cui Spesa primaria	Interessi passivi	Entrate
milioni di euro				
2013	-304,1	-1145,5	841,4	-3485,2
2014	-5433,9	-484,5	-4949,4	-13275,6
2015	-9064,3	1327,8	-10392,1	-17555,4
2016	-9342,8	5101,0	-14443,8	-17590,1
2017	-9899,1	7062,4	-16961,5	-19278,9
in % del Pil				
2013	0,4	0,3	0,1	0,2
2014	0,6	0,8	-0,2	0
2015	0,5	1	-0,5	-0,1
2016	0,8	1,5	-0,7	0,3
2017	0,9	1,7	-0,8	0,3

Per quanto riguarda la spesa, le previsioni di Consenso si mantengono complessivamente, in valore assoluto, al di sotto di quelle ufficiali, con un progressivo

⁴ Tali differenze risentono anche del differente scenario macroeconomico sottostante. Secondo le stime del governo, il Pil nominale cresce nel 2013 dello 0,5%, mentre nelle previsioni di Consenso diminuisce dello 0,3%. Nel periodo 2014-2017, il Pil nelle previsioni ufficiali cresce in media del 3,2% annuo, mentre in quelle di Consenso del 2,7% medio annuo.

ampliamento delle differenze. Le elaborazioni riportate mostrano come tale risultato dipenda, a partire dal 2014, da una stima della spesa per interessi passivi che nella previsione ufficiale è man mano più alta della media di Consenso. Al contrario, per quanto riguarda la spesa primaria, le previsioni di consenso si mantengono più basse solo nel biennio 2013-2014, mentre superano quelle ufficiali nei restanti anni considerati. In rapporto al Pil, invece, le previsioni di Consenso si mantengono più alte di quelle ufficiali sia per la spesa complessiva che per quella primaria. Per quanto riguarda le entrate, infine, le previsioni di Consenso si mantengono in valore assoluto al di sopra di quelle ufficiali per tutto il periodo considerato. In rapporto al Pil, invece, le entrate previste dal Consenso sono, ad eccezione del risultato del 2015, superiori a quelle ufficiali.

Ne consegue, in definitiva, che le previsioni di Consenso risultano meno favorevoli di quelle ufficiali. Nella figura abbiamo riportato la dinamica dell'indebitamento netto nei due scenari di previsione. Secondo le previsioni ufficiali, l'indebitamento netto si ridurrebbe già a partire da quest'anno (2,9% del Pil), per raggiungere nel 2017 l'1% del Pil. Come abbiamo visto, le nostre valutazioni, pur confermando il sentiero di rientro del disavanzo, non sono altrettanto ottimistiche.



Conto economico delle A.P. - andamenti tendenziali a politiche invariate

	ENTRATE						
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Imposte dirette	225 926	237 235	237 145	240 659	244 739	250 334	255 721
var. %	-0.1	5.0	0.0	1.5	1.7	2.3	2.2
- in % del Pil	14.3	15.1	15.2	15.1	14.9	14.9	14.8
Imposte indirette	222 080	233 554	237 698	242 110	247 749	254 426	261 047
var. %	1.9	5.2	1.8	1.9	2.3	2.7	2.6
Contributi sociali	216 963	216 669	218 391	221 738	228 015	235 665	242 930
var. %	1.7	-0.1	0.8	1.5	2.8	3.4	3.1
Altre entrate	59 761	59 649	61 167	62 428	63 948	65 905	67 349
var. %	5.9	-0.2	2.5	2.1	2.4	3.1	2.2
Totale entrate correnti	724 730	747 107	754 400	766 934	784 451	806 331	827 047
var. %	1.5	3.1	1.0	1.7	2.3	2.8	2.6
Totale entrate in conto capitale	11 334	6 342	7 273	6 446	5 946	5 841	5 880
var. %	58.9	-44.0	14.7	-11.4	-7.8	-1.8	0.7
Totale entrate	736 064	753 449	761 673	773 380	790 397	812 172	832 927
var. %	2.1	2.4	1.1	1.5	2.2	2.8	2.6
- in % del Pil	46.6	48.1	48.8	48.5	48.1	48.2	48.0

	USCITE						
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Consumi collettivi:	322 465	314 200	309 459	307 645	313 726	315 753	321 033
var. %	-1.4	-2.6	-1.5	-0.6	2.0	0.6	1.7
- in % del Pil	20.4	20.1	19.8	19.3	19.1	18.7	18.5
Redditi	169 209	165 366	164 390	163 524	166 798	170 067	172 883
Consumi collettivi netto redditi	153 256	148 834	145 069	144 121	146 928	145 686	148 151
Interessi	78 351	86 717	84 733	85 428	87 073	89 943	92 328
var. %	10.1	10.7	-2.3	0.8	1.9	3.3	2.7
- in % del Pil	5.0	5.5	5.4	5.4	5.3	5.3	5.3
Prestazioni sociali:	304 262	311 413	319 432	329 258	339 132	349 511	359 464
var. %	2.0	2.4	2.6	3.1	3.0	3.1	2.8
- in % del Pil	19.3	19.9	20.5	20.6	20.6	20.7	20.7
Altre uscite correnti	42 886	40 925	41 714	40 856	40 576	40 303	39 548
var. %	-3.7	-4.6	1.9	-2.1	-0.7	-0.7	-1.9
- in % del Pil	2.7	2.6	2.7	2.6	2.5	2.4	2.3
Totale uscite correnti	747 964	753 255	755 338	763 186	780 506	795 510	812 373
var. %	0.9	0.7	0.3	1.0	2.3	1.9	2.1
- in % del Pil	47.4	48.1	48.4	47.8	47.5	47.2	46.9
Totale uscite correnti al netto interessi	669 613	666 538	670 605	677 758	693 434	705 567	720 045
var. %	-0.1	-0.5	0.6	1.1	2.3	1.7	2.1
- in % del Pil	42.4	42.6	43.0	42.5	42.2	41.9	41.5
Totale uscite in conto capitale	48 116	47 827	54 923	46 510	47 112	47 870	48 132
var. %	-7.1	-0.6	14.8	-15.3	1.3	1.6	0.5
- in % del Pil	3.0	3.1	3.5	2.9	2.9	2.8	2.8
- Investimenti fissi lordi	31 097	29 224	29 239	28 895	29 403	30 607	31 336
var. %	-4.0	-6.0	0.1	-1.2	1.8	4.1	2.4
- in % del Pil	2.0	1.9	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8
Totale uscite	796 080	801 082	810 262	809 696	827 619	843 380	860 505
var. %	0.4	0.6	1.1	-0.1	2.2	1.9	2.0
- in % del Pil	50.4	51.2	51.9	50.8	50.3	50.0	49.6

	SALDI						
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Indebitamento netto	60 016	47 633	48 589	36 316	37 222	31 208	27 578
- in % del Pil	3.8	3.0	3.1	2.3	2.3	1.9	1.6
Saldo primario	-18 335	-39 084	-36 144	-49 112	-49 851	-58 735	-64 750
- in % del Pil	-1.2	-2.5	-2.3	-3.1	-3.0	-3.5	-3.7
Saldo corrente	23 234	6 148	938	-3 748	-3 944	-10 821	-14 675
- in % del Pil	1.5	0.4	0.1	-0.2	-0.2	-0.6	-0.8
Saldo in conto capitale	36 782	41 485	47 651	40 064	41 166	42 030	42 252
- in % del Pil	2.3	2.6	3.1	2.5	2.5	2.5	2.4
Pressione fiscale	42.6	44.0	44.5	44.2	43.9	44.0	43.9
Rapporto Debito/Pil	120.8	127.0	131.6	132.0	130.0	126.9	124.4

3. LE BANCHE E LA LIQUIDITA' DELLE IMPRESE

A sei anni dall'avvio della Grande recessione, imprese e famiglie italiane sono provate nei loro conti economici e patrimoniali, con il Pil che è dell'8 per cento inferiore al livello pre-crisi, la produzione industriale inferiore di circa il 20 per cento e il reddito disponibile delle famiglie del 10 per cento. Nonostante il miglioramento osservato sui mercati finanziari, la liquidità del sistema è ancora prevalentemente assicurata dalla Bce e il settore bancario è anch'esso alle prese con un processo di *deleveraging* e *de-risking* che ha reso il credito sempre più selettivo. In questo contesto, un problema certamente non nuovo, quale quello dei ritardi di pagamento della pubblica amministrazione, sta rappresentando un limite non solo all'espansione ma alla sopravvivenza stessa di molte aziende creditrici.

In linea di principio, le modalità di finanziamento delle imprese e delle famiglie non dovrebbero influenzare in alcun modo le loro decisioni di spesa ma, nella realtà, la presenza di vincoli finanziari può svolgere un ruolo non irrilevante sia nelle decisioni d'investimento delle imprese sia in quelle di consumo delle famiglie. Tali vincoli sembrano aver avviato nel nostro paese un circolo vizioso tra crisi aziendali e difficoltà delle famiglie, aumento delle sofferenze bancarie e conseguente restrizione del credito che peggiora ulteriormente la situazione di imprese e famiglie. Un processo che potrebbe aggravarsi nel caso in cui si verificasse una marcata riduzione del valore degli immobili detenuti a garanzia dei prestiti da parte delle banche.

Scopo di questo capitolo è esaminare tali fenomeni dal punto di vista sia della teoria economica sia della loro dimensione quantitativa, anche al fine di valutare il possibile beneficio del pagamento dei debiti arretrati delle Ap, tema che verrà affrontato nel capitolo successivo.

Una guida all'analisi dell'influenza della liquidità sulle decisioni economiche

1) i modelli teorici e la letteratura

Nei modelli teorici più tradizionali il legame tra investimenti e fattori finanziari è piuttosto scarso e comunque limitato al tasso di interesse che concorre a determinare il costo d'uso del capitale. Non avrebbero invece alcuna influenza la posizione finanziaria dell'impresa e, quindi, variabili quali il *cash flow*, il livello e le possibilità di indebitamento o l'onere del debito. Tuttavia, il ruolo della struttura finanziaria nelle decisioni d'investimento delle imprese è stato ampiamente indagato sia nella letteratura finanziaria che in quella economica⁵. Molti studi mostrano che le imprese vincolate finanziariamente hanno una maggiore reattività degli investimenti alle risorse finanziarie generate internamente⁶. Le imperfezioni dei mercati finanziari, derivanti da asimmetrie informative tra datori e prenditori di fondi o da costi di agenzia, sono generalmente viste come la causa principale dei vincoli finanziari. L'esistenza di queste imperfezioni può portare a una divergenza fra il costo dei fondi raccolti esternamente all'impresa e il rendimento dei guadagni generati all'interno dell'impresa (che in una situazione ideale dovrebbero coincidere, rendendo irrilevante per le decisioni d'investimento finanziarsi con fondi interni o esterni all'impresa, come recita il teorema Modigliani-Miller). Di conseguenza, gli investimenti delle imprese che fronteggiano un gap tra il costo dei fondi interni e il costo dei fondi esterni sarebbero più sensibili alla situazione finanziaria dell'impresa stessa. Questo filone della letteratura suggerisce anche che le imprese di piccola dimensione sono maggiormente vincolate finanziariamente poiché sono normalmente più "giovani", hanno meno asset, hanno associato un maggiore rischio imprenditoriale.

⁵ In questo contesto il contributo fondamentale è quello di Fazzari S., Hubbard R. G., and B. Petersen [1988], "Financial Constraints and Corporate Investment", in: *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 141-195.

⁶ Tra gli altri, cfr. Bond S., Elston J., Mairasse J., Mulkay B. [1997], "Financial Factors and Investment in Belgium, France, Germany and the UK: A Comparison Using Company Panel Data", in: *NBER Working Paper 5900*, National Bureau of Economic Research.

Per le famiglie, lo schema teorico di riferimento di tutte le analisi sul consumo è, con sfumature e formulazioni diverse, la teoria del ciclo vitale e del reddito permanente⁷, secondo la quale il risparmio privato è un meccanismo che permette a consumatori dotati di un orizzonte temporale di pianificazione piuttosto lungo (che, in linea di principio, può estendersi anche oltre quello della vita attesa di un individuo) di smussare le variazioni del reddito corrente in modo da far seguire al consumo un profilo temporale meno variabile del reddito. Una delle ipotesi fondamentali alla base di tali teorie è che vi sia una disponibilità di credito che permette di distribuire uniformemente (*smoothing*) nel corso della vita il consumo e l'investimento in abitazioni. Anche in questo caso, sono numerosi i fattori che possono allontanare la realtà dal modello teorico, ma certamente le asimmetrie informative e le imperfezioni dei mercati del credito sono fra quelli più rilevanti. Molti modelli prevedono dunque, accanto a consumatori che possono allocare liberamente nel tempo i loro consumi e investimenti, l'esistenza di consumatori razionati e numerosi studi empirici rilevano che, per tali consumatori, aumenta il risparmio precauzionale e si riduce la probabilità di acquistare una abitazione⁸.

La letteratura economica riconosce, dunque, che i vincoli finanziari possono essere rilevanti nel determinare le decisioni di spesa degli agenti economici; nella situazione attuale essi possono esserlo in misura elevata, poiché la recessione ha certamente aumentato il numero di imprese e famiglie razionate. Per alcune imprese, inoltre, potrebbe esistere una doppia restrizione, nella misura in cui il ritardo nei pagamenti dalle Amministrazioni pubbliche si potrebbe aggiungere alla restrizione del credito bancario.

2) i canali di trasmissione nell'economia italiana

Sinteticamente, per valutare quantitativamente gli effetti sull'economia italiana del circolo vizioso tra carenza di liquidità e difficoltà delle imprese e delle famiglie, sofferenze bancarie, restrizione del credito e aggravamento ulteriore della situazione

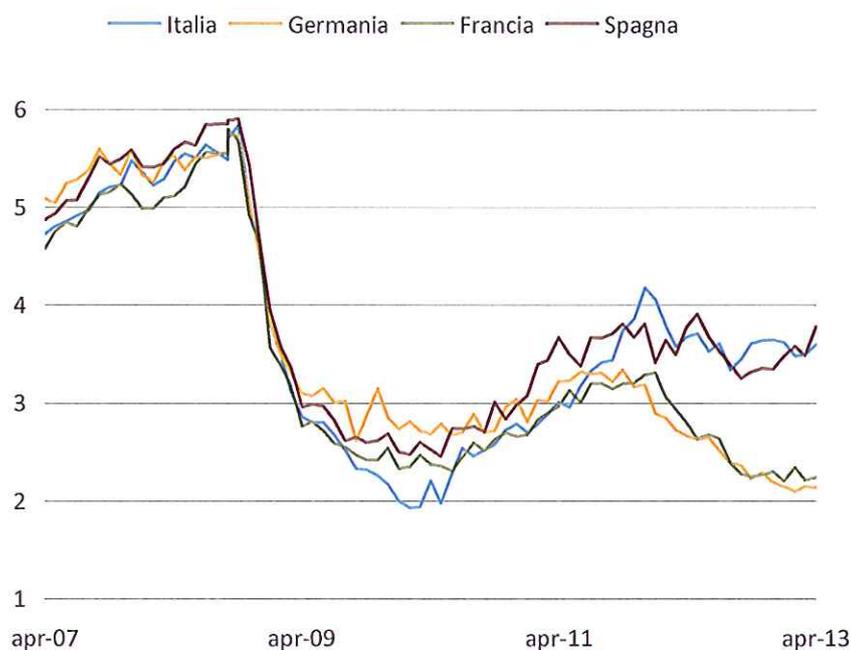
⁷ I riferimenti originali sono, rispettivamente, Modigliani e Blumberg, 1954, 1978 e Friedman, 1957.

⁸ Fra i tanti, cfr. A. Attanasio, P. Goldberg, E. Kyriazidou, Credit Constraints in the Market for consumer durables: evidence from micro data on car loans, NBER WP series, n 7694, May 2000 e T. Jappelli, M. Pagano, The welfare effects of liquidity constraints, Oxford Economic Papers, Vol. 51, 1999.

per imprese e famiglie, è necessario studiare due meccanismi di trasmissione: il primo è il tradizionale processo di trasmissione della politica monetaria, quello che opera per mezzo dei tassi di interesse; il secondo agisce invece direttamente attraverso una limitazione delle quantità di credito erogate.

Il primo meccanismo di trasmissione, tradizionale, opera via tasso di interesse sugli impieghi, che reagisce in condizioni normali al tasso di riferimento della politica monetaria, ma che è stato influenzato negli anni della Grande Recessione dalle tensioni che condizionavano gli scambi sui mercati monetari e dalla crisi dei debiti sovrani. Queste incidono sul costo effettivo al quale le banche si finanziano in una situazione di frammentazione dei mercati, in una misura che dipende dal differenziale di rendimento tra i titoli di stato decennali italiani e tedeschi, ma anche dalla situazione patrimoniale della banca, sia per i vincoli imposti dalla normativa (Basilea II e III), sia per la necessità, imposta dai mercati, di aumentare la dotazione di capitale a riserve delle banche, in relazione alla rischiosità della struttura dell'attivo. Il risultato di queste tensioni è ben noto e fa sì che i tassi sugli impieghi praticati alle imprese siano in Italia superiori a quelli mediamente praticati in Francia e Germania, pur in presenza di una medesima politica monetaria.

Tassi di interesse sugli impieghi alle imprese - nuove erogazioni



In aggiunta o indipendentemente da un'azione sul tasso di interesse, difficoltà di finanziamento, necessità di rafforzamento patrimoniale, aumento della rischiosità dei prenditori di fondi, possono influire anche direttamente sulle quantità di credito erogate. Il deterioramento della qualità del credito è un altro fattore che contribuisce a frenare l'erogazione di prestiti e dunque in grado di incidere negativamente sia sugli investimenti in costruzioni (da parte sia delle imprese sia delle famiglie) che sugli investimenti in macchinari e mezzi di trasporto.

Vi è, infine, un ulteriore effetto di cui tenere conto in questo possibile circolo vizioso, ed è quello costituito dall'interazione tra la crisi economica, la caduta dei valori immobiliari e i riflessi che ciò potrebbe avere sia sui consumi delle famiglie via effetto ricchezza, sia sui conti bancari, via svalutazione del collaterale di una parte importante dei prestiti e per l'esposizione di molte banche verso le imprese di costruzioni e le società

immobiliari. Infatti, gli effetti di uno sgonfiamento rapido della bolla immobiliare innescato dalla messa sul mercato di tante abitazioni acquistate a scopo speculativo, sospinta dalle esigenze di far fronte con il disinvestimento alla caduta di reddito e dagli effetti della maggiore tassazione, potrebbe ridurre in misura considerevole il valore del patrimonio abitativo. Ma un valore minore dei prezzi degli immobili non lascerebbe indenni i consumi che, attraverso l'effetto ricchezza, dovrebbero scontare tali perdite. Non solamente la ricchezza finanziaria, ma anche quella reale influenza le scelte di consumo, con intensità diverse, a seconda della possibilità di considerare più o meno "liquida" la ricchezza abitativa.

La situazione di famiglie e imprese dopo cinque anni di recessione

La Grande Recessione ha progressivamente eroso il risparmio delle famiglie e costretto le imprese, finanziarie e non, a ridurre il proprio livello di indebitamento.

Nel 2012 le famiglie italiane hanno ridotto il flusso di attività rispetto all'anno precedente e contratto le passività, così che il risparmio finanziario (dato dal risparmio al netto degli investimenti in beni reali) è risultato sì positivo e in linea con quello del 2011 (18.8 e 16.7 miliardi rispettivamente), ma certamente su livelli molto bassi in prospettiva storica. Ciò mette in evidenza la condizione di fragilità innescata dalla prolungata contrazione del reddito disponibile, alla quale sinora le famiglie hanno cercato di far fronte riducendo in parte consumi e investimenti in attività reali, ma anche riducendo il tasso di risparmio, al punto che esso è sceso, dal 12 per cento prima della crisi, all'8 per cento della fine 2012: dall'essere le "formiche" d'Europa le famiglie italiane sono ora quelle con la propensione al risparmio fra le più basse.

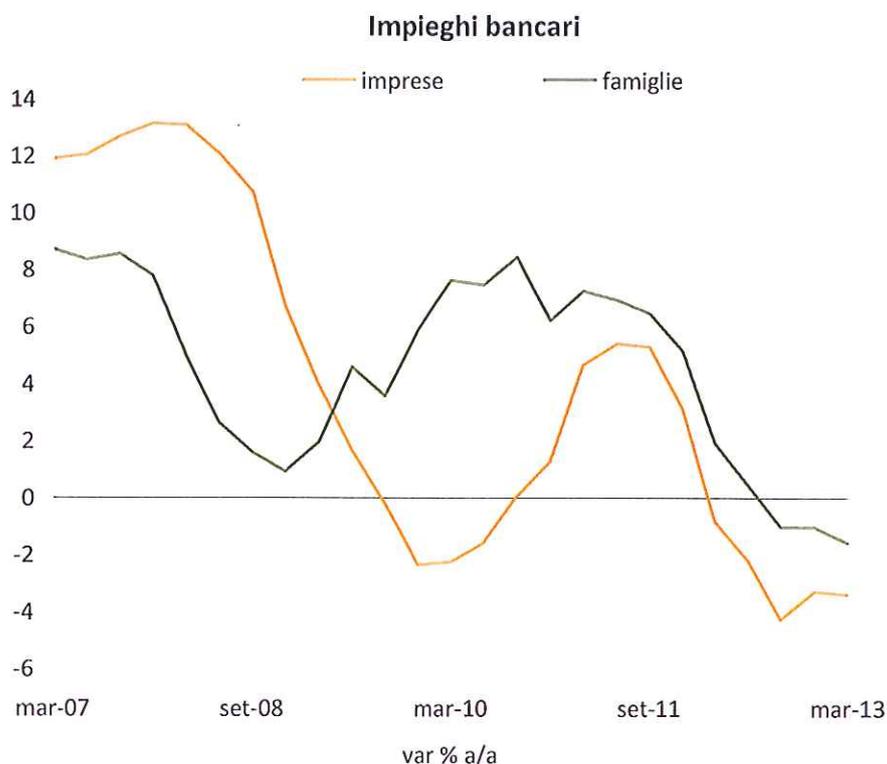
A tale dato si potrebbe però obiettare che le famiglie italiane sono ricche⁹. Una ricchezza che tuttavia è concentrata prevalentemente in attività reali, per loro natura poco

⁹ Ciò è vero soprattutto se le si confronta con le famiglie tedesche, rispetto alle quali dispongono in termini pro-capite di più ricchezza, sia finanziaria sia reale. La ricchezza è intesa come la somma di attività reali (case, terreni, ecc.) e finanziarie (depositi, titoli, azioni, riserve tecniche di assicurazione, fondi comuni, ecc.) al netto delle passività (prestiti), e rappresenta, da un lato, il risultato delle scelte passate di consumo e, dall'altro, svolge un ruolo rilevante nella determinazione dei consumi, in particolare nell'attenuare gli effetti delle fluttuazioni cicliche del reddito disponibile.

liquide, e il cui valore prospettico potrebbe essere percepito come fortemente ridimensionato, con conseguenze negative sulla domanda di beni di consumo. Politiche monetarie accomodanti e permissività del mercato creditizio avevano alimentato l'attesa di prezzi sempre più elevati, innescando anche nel nostro paese una bolla immobiliare, seppure di dimensioni inferiori a quella di Irlanda e Spagna. Un bolla immobiliare che ha visto, tra il 2000 e il 2008, i prezzi degli immobili crescere di oltre il 40 per cento. Finora il processo di correzione si è riflesso più sugli scambi (le compravendite) che sui prezzi, il cui livello è rimasto sostanzialmente fermo in termini nominali (-4 per cento nel 2012), ancora ben superiore ai valori pre-bolla. Qualora la correzione si attuasse in misura maggiore sui prezzi e questi si riportassero rapidamente su livelli inferiori, dovremmo attenderci significativi effetti di segno negativo sulla domanda aggregata.

In questo contesto di fragilità finanziarie diffuse, la seconda fase della crisi finanziaria, iniziata nel 2011 con al centro la crisi del debito sovrano italiano, ha portato a una ulteriore limitazione nell'erogazione del credito (dopo quella seguita alla prima fase della crisi, tra il 2008 e il 2009), che non pare essere ancora rientrata.

Gli impieghi a famiglie e imprese hanno velocemente decelerato nel corso del 2012 e si stanno contraendo da 11 mesi. Gli indicatori qualitativi dell'Indagine sul credito bancario (Bls) di Banca d'Italia mettono in evidenza che tale contrazione ha innanzitutto una importante componente di domanda (la recessione ha ridotto la domanda di prestiti) da parte degli operatori, ma che vi è anche una significativa componente di offerta: dall'autunno del 2011 le banche italiane hanno fatto fronte alle difficoltà di *funding* e alle necessità di rafforzamento patrimoniale anche con politiche molto selettive di erogazione del credito. Il perdurare della crisi economica, inoltre, ha accelerato il deterioramento del credito (manifesto nel continuo aumento non solo dei crediti in sofferenza rapportati agli impieghi ma anche di tutti gli indicatori della qualità del credito), aggiungendo un altro motivo alla cautela nell'erogazione del credito.



Che tale processo sia in atto è testimoniato anche dalle indagini presso le imprese, che segnalavano già nel 2011 un netto aumento delle situazioni in cui il credito era stato negato, in tutto o in parte. Aumento che appare alquanto generalizzato e non legato né alla dimensione d'impresa¹⁰ né alla propensione a esportare, anche se è vero che le imprese esclusivamente rivolte al mercato interno sono state quelle che hanno subito, come peraltro avveniva anche in precedenza, l'incremento di razionamento maggiore¹¹.

In questa prima metà del 2013, mentre alcune condizioni sembrano migliorate, poiché lo spread è stato mediamente pari a 290 pb nei primi mesi dell'anno (400pb nel 2012) e l'indagine Bls rileva un rientro dalle tensioni massime toccate tra la fine del 2011 e il 2012, altre segnalano un ulteriore aggravamento, segnatamente il livello di sofferenze bancarie, la progressiva erosione del risparmio delle famiglie e il peggioramento dei

¹⁰ Si ricordi tuttavia che questi dati sono tratti dall'Indagine Banca d'Italia che rileva imprese con più di 20 addetti e non è quindi informativa sulle piccole e piccolissime imprese.

¹¹ Si veda anche Albareto e Finaldi Russo, Fragilità finanziaria e prospettive di crescita: il razionamento del credito alle imprese durante la crisi, Questioni di Economia e finanza, n. 127, Banca d'Italia, luglio 2012.

conti delle imprese non finanziarie. In questo contesto, ci chiediamo cosa potrebbe accadere se, per ragioni interne o esterne al nostro paese (quale un aggravamento della situazione nell'area euro), l'incertezza dovesse tornare ai livelli massimi raggiunti tra la fine del 2011 e nell'estate del 2012, e con essa dovessero riacutizzarsi le difficoltà di finanziamento delle banche, in un contesto nel quale le difficoltà di imprese e famiglie potrebbero innescare una catena di fallimenti, da un lato, e di vendita di immobili tali da far precipitare i prezzi, dall'altro. Ciò si rifletterebbe sulle sofferenze bancarie e, di conseguenza, sull'offerta di credito, che metterebbe ulteriormente in difficoltà imprese e famiglie indebitate, in un circolo vizioso potenzialmente molto pericoloso.

Una valutazione quantitativa della carenza di liquidità sul Pil

Valutare quantitativamente l'entità di tale rischio è chiaramente molto difficile. Tuttavia, alcune stime sono state effettuate.

La Banca d'Italia¹², in base alla dimensione dei coefficienti stimati, valuta che durante la crisi del debito sovrano un aumento temporaneo di 100pb dello spread Btp-Bund abbia aumentato di circa 50pb i tassi per gli impieghi alle imprese e 30pb per i mutui delle famiglie; nel caso di un aumento permanente di 100pb, il *pass-through* è completo dopo un anno per i prestiti alle imprese, e pari a 83pb per i mutui alle famiglie (riflettendo la maggiore persistenza del costo di questi prestiti). L'effetto sul Pil di un aumento dello spread di 100 punti base per la scadenza decennale e di 50 punti base per quella annuale sarebbe invece negativo, portando a una riduzione di circa un punto percentuale in tre anni¹³. Infine, complessivamente le difficoltà di accesso al credito delle imprese, secondo queste stime avrebbero contribuito nel 2012 ad abbattere il prodotto per circa 0.6 punti percentuali¹⁴.

Una quantificazione solo marginalmente inferiore (intorno al mezzo punto percentuale) si ottiene con simulazioni effettuate col modello trimestrale di Prometeia. Tale effetto

¹² U. Albertazzi, T. Ropele, G. Sene e F. M. Signoretti, The impact of the sovereign debt crisis on the activity of Italian banks, Qef Banca d'Italia n. 133, settembre 2012.

¹³ Cfr Banca d'Italia, Rapporto sulla stabilità finanziaria novembre 2012

¹⁴ Cfr Banca d'Italia, Bollettino economico gennaio 2013.

negativo secondo tali stime si protrarrebbe anche nel 2013 e 2014, ritardando la ripresa degli investimenti in beni strumentali e dei consumi delle famiglie.

4. LA RIDUZIONE DEI RITARDI DI PAGAMENTO DELLA PA

Il problema dei ritardi nei pagamenti da parte dello Stato e degli enti territoriali nelle transazioni commerciali in Italia, non certo nuovo, negli anni della crisi ha assunto “carattere di vera e propria patologia, anche in conseguenza del disallineamento tra le misure di severo contenimento della spesa ... e la programmazione dell’attività delle amministrazioni”¹⁵. Nelle valutazioni più recenti, la media dei tempi di pagamento ha superato i 180 giorni a fronte dei 65 giorni rilevati nella media europea, 43 giorni nel Regno Unito, 36 in Germania. Come riflesso, si è accumulato un rilevante stock dei crediti vantati da imprese, cooperative e professionisti che, unito al peggioramento delle condizioni di offerta del credito, ha reso più critiche le condizioni di liquidità delle imprese e aumentato l’urgenza di trovare una soluzione che affronti sia lo smaltimento dello stock accumulato, sia il superamento dei “comportamenti amministrativi patologici”¹⁶ che lo hanno determinato.

Attualmente non esiste una valutazione precisa dello stock dei debiti commerciali delle Ap dal momento che non ne esiste ancora un censimento e una loro quantificazione puntuale è ostacolata da difficoltà di carattere oggettivo; infatti, i sistemi di contabilizzazione delle Ap sono insufficienti e non rendono disponibile una sistematica e organizzata documentazione sullo stato delle transazioni. Data questa lacuna, come confermato dalla Corte dei Conti, è difficile quantificare l’ammontare lordo così come è difficile avere una definizione qualitativa dei debiti, che sarebbe essenziale per l’interpretazione degli effetti associati al loro smaltimento. In altre parole, poiché “la massa dei debiti ingloba fattispecie molto diversificate e partite di dubbio fondamento” una ricognizione dei debiti dovrebbe verificare con attenzione anche la “qualità” delle passività, determinare quali sono le posizioni debitorie ancora attive, quali sono i debiti che corrispondono a risorse sottratte a imprese produttive e così via. A tale fine, la Ragioneria generale nel febbraio del 2012 aveva annunciato l’avvio di una *due-diligence* per rivedere/ripulire in modo sistematico lo stock dei debiti dello Stato, operazione la cui conclusione era stata fissata per la primavera del 2013 (ma non definita). Solo con

¹⁵ Corte dei Conti, audizione al Parlamento del 13 marzo 2012.

¹⁶ Corte dei Conti, Rapporto 2013 sul coordinamento della finanza pubblica, maggio 2013.

riferimento alle amministrazioni dello Stato la Corte dei Conti espone una ricostruzione della situazione dei debiti commerciali pregressi approssimandoli con il totale dei residui passivi e dei residui perenti, pari a 15 miliardi nel 2012 (5.2 miliardi di consumi intermedi e 9.8 di investimenti fissi).

Per i debiti delle amministrazioni territoriali, che rappresentano la quota più elevata di debito commerciale, le stime sono suscettibili di errori anche rilevanti. Le categorie economiche dei bilanci pubblici che registrano il fatturato delle imprese fornitrici sono, tra le voci di spesa corrente, i consumi intermedi e le prestazioni sociali in natura, dove ricadono gran parte delle forniture al settore sanitario (il settore maggiormente coinvolto), mentre nella spesa in conto capitale gli investimenti fissi. Categorie che incorporano capitoli di spesa molto differenziati all'interno dei quali non è immediato scorporare le posizioni debitorie.

Le stime più dettagliate sono fornite dalla Banca d'Italia e sono elaborate sulla base dei risultati delle indagini campionarie condotte su imprese operanti nel settore industriale, dei servizi privati non finanziari e delle costruzioni, e sulla base delle segnalazioni di vigilanza. Le indagini non comprendono le imprese con meno di 20 addetti né le imprese che operano nel settore dei servizi sociali e sanitari. Da tali stime risulta che lo stock di debiti iscritti nei bilanci delle imprese, dunque al netto di quelli ceduti con clausola pro-soluto¹⁷ agli intermediari bancari e finanziari, è aumentato da 61 miliardi di euro di fine 2009 a 74 miliardi a fine 2010 e a 80 miliardi a fine 2011. Considerando anche i crediti in mano agli intermediari, i debiti commerciali delle pubbliche amministrazioni a fine 2011 sono arrivati a 91 miliardi di euro, dei quali la metà fa capo a Regioni ed enti sanitari.

Altre stime sono diffuse dall'Eurostat, che ad aprile ha aggiornato la *Note on stock of liabilities of trade credits and advances* pubblicata per la prima volta nell'ottobre del 2012. Le stime, che sono effettuate dagli istituti di statistica nazionali e fanno riferimento l'ammontare dei debiti commerciali degli Stati membri relativamente alle sole forniture di beni e servizi, evidenziano una grande variabilità tra i paesi. L'Italia è

¹⁷ Con la cessione pro-soluto si rescinde il rapporto tra creditore originario (il fornitore) e il debitore (la pubblica amministrazione) e subentra il cessionario (la banca o l'intermediario finanziario), che dovrà essere pagato dal debitore. Il fornitore, pagando un costo al cessionario, si libera del credito, e del suo rischio. Con il meccanismo del pro solvendo, invece, il fornitore resta coinvolto fino al pagamento del debito ottenendo dal cessionario solo un'anticipazione di parte del suo credito, che resta nel suo conto economico e di cui continua ad avere il rischio (in solido con la banca).

quello maggiormente esposto: 65.7 miliardi di euro nel 2011, 63.1 nel 2012, pari al 4.0 per cento del Pil. Uno stock relativamente elevato si riscontra anche in Francia, 2.1 per cento del Pil, mentre negli altri paesi i livelli sono anche di molto inferiori: 0.7 per cento del Pil nel Regno Unito, 0.3 in Olanda, 0.9 in Spagna per citarne alcuni.

La necessità di limitare i ritardi nei pagamenti della Pubblica amministrazione è da tempo affrontata dalla Commissione europea e in Italia sono stati adottati interventi legislativi finalizzati a dare attuazione alle direttive comunitarie sulla materia, recepite di recente nella legislazione nazionale fissando il termine per i pagamenti a 30 (60 giorni per alcune eccezioni). La necessità di giungere alla liquidazione dei crediti in tempi ragionevoli è stata ribadita il 19 marzo di quest'anno dalla Commissione, che ha precisato come in sede di valutazione della convergenza verso gli obiettivi dei paesi non interessati da procedura per deficit eccessivo i relativi pagamenti saranno considerati come operazioni di tipo straordinario.

Il provvedimento per il pagamento dei debiti pregressi presentato in aprile dal governo e recentemente approvato dal Parlamento faceva seguito a tali aperture. Esso disciplina lo sblocco di pagamenti per 40 miliardi di euro tra quest'anno e il prossimo e avvia al contempo la verifica puntuale dell'ammontare complessivo dei crediti esistenti, imponendo alle amministrazioni di censire le loro posizioni entro la metà del prossimo settembre in modo che la Legge di stabilità per il 2014 possa programmare eventuali ulteriori *tranche* di pagamenti sul residuo.

Misure in materia di pagamento dei debiti della Pa

Già nel corso del 2012 il governo era più volte intervenuto per mettere a disposizione risorse e strumenti atti ad accelerare i pagamenti. Due decreti ministeriali, adottati dal Ministero dell'economia e delle finanze, sono relativi alla certificazione dei crediti scaduti nei confronti, rispettivamente, delle amministrazioni centrali e di regioni ed enti locali; un ulteriore decreto, sempre del Mef, in materia di compensazioni tra crediti commerciali e debiti fiscali; un quarto decreto, di competenza del Ministero dello

sviluppo economico per facilitare l'accesso al Fondo centrale di garanzia per le Pmi ai fini della cessione dei crediti.

A questi interventi si è aggiunto il protocollo sottoscritto tra l'Abi e le Associazioni delle imprese con la costituzione di un plafond di 10 miliardi per lo smobilizzo presso il settore bancario dei crediti vantati verso le Ap attraverso sconti dei crediti pro-soluto (cessione del credito alla banca), anticipazione con cessione del credito (anche con formula pro-solvendo) e anticipazioni senza cessione del credito. Infine, con un decreto di attuazione di quanto previsto dall'articolo 35 del decreto-legge 24 gennaio 2012, n.1, si disponeva che, su richiesta degli interessati, i crediti potessero essere estinti con assegnazione di titoli di Stato (per un massimo di 2 miliardi di euro). Nonostante le misure adottate lo stock di debiti si è mantenuto elevato e le istanze di restituzione si sono fatte via via più pressanti. Le risorse finanziarie messe a disposizione, circa 14 miliardi, oltre a essere decisamente inferiori alla cifra complessiva sono rimaste per lo più inutilizzate, e gli effetti dei provvedimenti non sono stati soddisfacenti. La procedura cartacea di certificazione ha portato un totale di certificazioni per 300 milioni di euro, con basse percentuali di adesione degli enti coinvolti, e in modo analogo la certificazione elettronica introdotta a novembre 2012 ha interessato debiti solo per 31 milioni di euro: solo 1700 amministrazioni si sono accreditate al sistema a fronte di un totale di circa 20mila enti potenziali debitori. I pagamenti attraverso i titoli di stato, infine, non hanno ricevuto nessuna richiesta e sono rimasti inutilizzati anche i 900 milioni dei fondi speciali per l'estinzione di residui passivi perenti.

Il decreto, approvato dal Consiglio dei Ministri il 7 aprile (decreto-legge 8 aprile 2013, n. 35, "Disposizioni urgenti per il pagamento dei debiti scaduti della pubblica amministrazione, per il riequilibrio finanziario degli enti territoriali, nonché in materia di versamento di tributi degli enti locali") e convertito in legge dal Parlamento il 5 giugno, si pone come il provvedimento che dovrebbe "voltare pagina" con pagamenti diretti e consistenti da avviare immediatamente. Per fare questo ulteriore passo erano necessari due pre-requisiti: il primo, che l'Unione europea non avrebbe sanzionato l'Italia per gli effetti che il pagamento comporterà sugli indicatori di finanza pubblica; il secondo, che il mercato fosse in grado di assorbire lo stock di collocamenti necessario a finanziare i pagamenti. I margini di flessibilità da poco riconosciuti dalla Commissione europea e il

ripristinarsi di condizioni meno tese sul mercato dei titoli di stato hanno permesso il verificarsi di queste condizioni. L'operazione si configura come straordinaria e i suoi effetti sui conti pubblici verranno valutati come una-tantum, senza dunque influenzare il livello degli indicatori strutturali su cui si valuta la convergenza agli obiettivi.

Il decreto si configura, in questo contesto, come intervento straordinario con lo scopo di raggiungere tre obiettivi: liquidazione diretta, e immediata, di 20 miliardi di euro nel 2013 e ulteriori 20 nel 2014; semplificazione e rapidità delle procedure, senza oneri o adempimenti per le imprese creditrici; rispetto della soglia del 3 per cento per il rapporto disavanzo/Pil.

Gli strumenti predisposti sono:

- Allentamento del Patto di stabilità interno, con l'esclusione per il 2013 dei pagamenti di debiti relativi a investimenti già effettuati per un importo massimo di 5 miliardi di euro per quanto riguarda Comuni e Province, di 1.4 miliardi per quanto riguarda le regioni, 500 milioni per quanto riguarda le amministrazioni centrali e 800 milioni per investimenti cofinanziati dai fondi strutturali europei.
- Creazione di un Fondo destinato al pagamento dei debiti di Regioni, Province e Comuni nel bilancio dello Stato, con dotazione di 26 miliardi di euro, articolato in tre sezioni per il pagamento dei debiti rispettivamente degli enti locali (2 miliardi nel 2013 e 2 miliardi nel 2014), delle Regioni e province autonome per debiti diversi da quelli sanitari (3 miliardi nel 2013 e 5 miliardi nel 2014) e delle Regioni e province autonome per i debiti degli enti del Servizio sanitario nazionale (5 miliardi nel 2013 e 9 miliardi nel 2014).
- Incremento delle erogazioni per rimborsi di imposta per 6.5 miliardi (2.5 miliardi nel 2013 e 4 miliardi nel 2014).
- Ampliamento del limite massimo del ricorso alle anticipazioni di tesoreria da parte degli enti locali.

L'approccio che verrà seguito per i pagamenti sarà diversificato, a seconda del tipo di spesa e del tipo di amministrazione, sulla base di un calendario ben definito. L'attuazione del decreto prevede, infatti, numerose scadenze temporali, finora

rispettate. Emanati entro il termine del 15 maggio i decreti di ripartizione e assegnazione delle risorse Sulla base delle richieste di autorizzazione ai pagamenti da effettuare giunte entro il 30 aprile dalle amministrazioni, il Ministero dell'economia ha effettuato le istruttorie e pubblicato gli importi ammessi alle anticipazioni di liquidità relativamente alla prima tranche dei debiti di parte capitale e il 14 maggio ha emanato i decreti di ripartizione e assegnazione delle risorse. Entro la fine di giugno le amministrazioni dovranno comunicare ai creditori l'importo riconosciuto come credito e la data entro la quale riceveranno il pagamento. Entro il 30 settembre dovranno pervenire alla Cdp le richieste per la seconda tranche di anticipazioni, che sarà erogata entro il 31 ottobre, ed è fissato al 31 dicembre il termine per il pagamento alle imprese creditrici di almeno il 90 per cento delle somme per le quali gli enti locali hanno richiesto e ottenuto dal Ministero dell'economia la possibilità di derogare dal patto di stabilità interno.

Il Mef valuta in 14 miliardi la capacità propria delle amministrazioni di provvedere alla spesa e in 26 miliardi l'ammontare complessivo che verrà ripartito nelle linee di credito e anticipato dalla Cassa Depositi e Prestiti. L'anticipo si configura come un prestito di durata trentennale dallo Stato agli enti locali con remunerazione pari alla media del costo di raccolta per il Tesoro (ovvero il livello del Btp a 5 anni, individuato in 3.302 per cento per l'anno in corso e sulla base di quello in emissione a gennaio prossimo per il 2014). A fronte del prestito l'ente dovrà presentare il piano di pagamenti dei debiti pregressi e sottoscrivere un apposito contratto in cui saranno specificate le modalità di erogazione e restituzione delle somme, con indicazione del piano di ammortamento e la copertura della spesa per interessi passivi. Per le amministrazioni che si avvarranno del finanziamento non vengono introdotti nuovi vincoli ai piani di spese né di investimento. I contratti saranno gestiti dalla Cassa Depositi e prestiti ad eccezione di quelli con gli enti regionali, gestiti direttamente dal Mef.

Il decreto definisce anche un ordine di priorità per i pagamenti: in via prioritaria i crediti detenuti da fornitori non finanziari, in ordine di anzianità; in seconda battuta i crediti detenuti da fornitori finanziari, in ordine di anzianità. Inoltre è introdotto un vincolo di destinazione, con l'impignorabilità delle somme messe a disposizione dei fornitori con i pagamenti.

Contestualmente dovrà essere attuato il censimento esaustivo dei crediti esistenti. Gli enti della Pa dovranno completare il processo di certificazione dei crediti vantati dai fornitori non bancari sulle piattaforme elettroniche entro il 15 settembre (entro 20 giorni dalla data di entrata in vigore del decreto è obbligatorio per gli enti accreditarsi al sistema, pena ingenti sanzioni personali) mentre le certificazioni dei crediti ceduti agli intermediari bancari e finanziari sarà gestita dall'Abi, che provvederà a stilare un elenco, sempre entro il 15 settembre. Sulla base di tale elenco, si potrà programmare il pagamento, nel corso del 2014, di tali crediti con assegnazione di titoli del debito pubblico.

Accanto a questi obblighi il provvedimento semplifica e riduce i costi del procedimento di cessione dei crediti, detassando le operazioni di cessione e dimezzandone le spese notarili; spese notarili che possono essere evitate nel caso di certificazione diretta presso le amministrazioni debitorie.

Un ulteriore strumento per accelerare lo smaltimento dei debiti è l'allargamento della possibilità di attuare compensazioni tra crediti e debiti con la Pubblica amministrazione. Il tetto per le compensazioni è aumentato da 516 mila a 700 mila euro e la possibilità già oggi esistente di compensare crediti commerciali certificati con debiti fiscali iscritti a ruolo viene allargata anche ai debiti fiscali che emergono dalle procedure di accertamento con adesione (il beneficio per le imprese è stimato nel 2013 in almeno 2 miliardi).

Allo scopo, invece, di rendere meno facile l'accumulo di ritardi nei pagamenti degli enti sanitari, il decreto introduce anche l'obbligo per le regioni, a partire dal 2013, di erogare al proprio Servizio sanitario regionale, entro la fine dell'anno, almeno il 90 per cento delle somme che la regione incassa nel medesimo anno dallo Stato a titolo di finanziamento del Servizio sanitario nazionale, e delle somme che la stessa regione, a valere su risorse proprie dell'anno, destina al finanziamento del proprio servizio sanitario regionale.

Effetti contabili dello sblocco dei pagamenti arretrati

Nel rispetto dei principi contabili cui fanno riferimento le statistiche di finanza pubblica, i debiti in essere verso i fornitori non sono contabilizzati nel debito pubblico se non per la quota ceduta dalle imprese creditrici agli intermediari finanziari con clausola pro-soluto. Il pagamento dei crediti comporterà, quindi, un analogo aumento dello stock del debito pubblico. A fronte di tale aumento ci saranno emissioni di titoli di stato, con i conseguenti effetti sui mercati, oltre che sul flusso di interessi passivi e, di qui, sull'indebitamento. Sono attesi anche effetti diretti sul flusso di indebitamento nella misura in cui alcuni debiti fanno riferimento a voci di spesa non ancora classificate né nello stock di debito né nei flussi di disavanzo. Si tratta, in particolare, di debiti relativi alle spese di investimento, mentre quelli relativi alle spese correnti sono già stati registrati nell'indebitamento secondo il principio della competenza economica. Si stima (sempre Banca d'Italia) che l'80 per cento dei debiti commerciali riguarda voci che sono già state contabilizzate come spesa nel conto economico delle Ap, mentre il restante 20 per cento non è ancora stato né pagato né contabilizzato e quindi, se liquidato, ricadrebbe sia sul disavanzo sia sul debito. L'ammontare dei pagamenti di questo tipo di debiti, dunque, dovrà essere tale da non avvicinare troppo il disavanzo al 3 per cento del Pil. Dati gli andamenti tendenziali stimati dal governo si tratta di un ammontare pari a 7.5 miliardi di euro. Il provvedimento prevede una clausola di salvaguardia che obbliga il Mef a un efficace monitoraggio dei pagamenti e delle dinamiche di finanza pubblica per evitare lo sfioramento del 2.9 per cento fissato come obiettivo.

Una valutazione quantitativa della carenza di liquidità sul Pil

Il governo valuta in 0.2 punti percentuali l'effetto espansivo di questa misura sul livello del Pil il primo anno, 1 punto percentuale il secondo anno. In altri termini, il tasso di variazione del Pil, previsto dal Documento di economia e finanza a -1.3 per cento nel 2013 e 1.3 nel 2014, sarebbe, rispettivamente, -1.5 e 0.6 in assenza del provvedimento. Poiché l'ammontare complessivo dei pagamenti è pari al 2.6 per cento del Pil, il moltiplicatore implicito si aggira intorno allo 0.5 per cento.

La Banca d'Italia (audizione del 28 marzo 2013) attribuisce al pagamento dei debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche un impatto macroeconomico certamente positivo e valuta come plausibile la stima formulata dal governo sottolineando, tuttavia, che essa è soggetta a considerevole incertezza poiché l'entità degli effetti dipende da vari fattori. Probabilmente, le attuali condizioni delle imprese e del credito sono tali da amplificare l'effetto positivo sia del pagamento dei debiti sia della riduzione dei tempi ordinari di pagamento: "In situazioni normali, interventi sulla liquidità delle imprese avrebbero effetti sul Pil relativamente contenuti. Tuttavia, nell'attuale fase ciclica il provvedimento potrebbe essere più efficace. L'entità dello stimolo immediato alla domanda sarà forte soprattutto per i pagamenti che allenteranno le tensioni di liquidità di imprese con buone prospettive di crescita, in grado di utilizzare le risorse finanziarie per riattivare l'attività produttiva e i programmi di investimento."

Il monitoraggio dell'attuazione dei piani di pagamento e l'effettiva osservanza dei nuovi limiti sui ritardi sarebbero dunque cruciali perché si possano verificare appieno gli effetti espansivi.

L'importanza delle modalità di attuazione della misura risulta confermata anche da simulazioni condotte col modello di Prometeia. Pur tenendo conto dell'aumento di operatori razionati e, quindi, della rilevanza della liquidità nelle decisioni di spesa di famiglie e imprese, gli effetti macroeconomici sembrerebbero piuttosto contenuti (nell'ordine di 2-3 decimi di Pil), se non si introducono ipotesi specifiche relative all'utilizzo dei fondi erogati, quali ad esempio il pagamento di stipendi arretrati o il mantenimento in esercizio di attività produttive altrimenti destinate alla chiusura

previsioni per l'economia italiana: gli andamenti della finanza pubblica

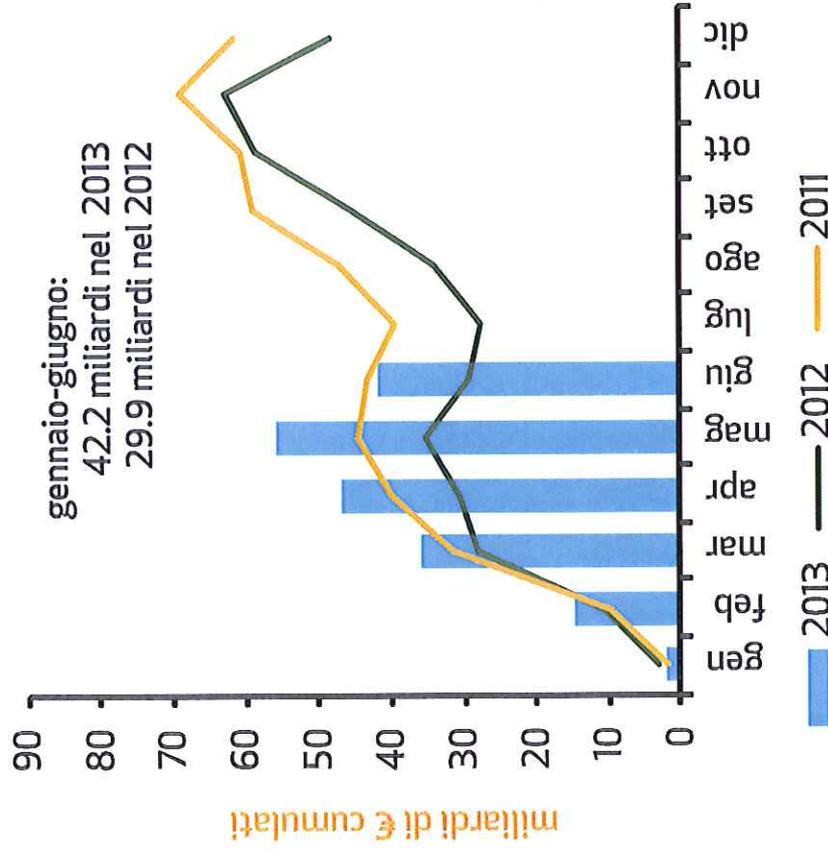
rapporto di consenso per il CNEL
9 luglio 2013

agenda

- 1| la congiuntura
- 2| la previsione
- 3| le politiche di bilancio

1. la congiuntura | effetti ciclici e finanziari sfavorevoli peggiorano gli indicatori congiunturali

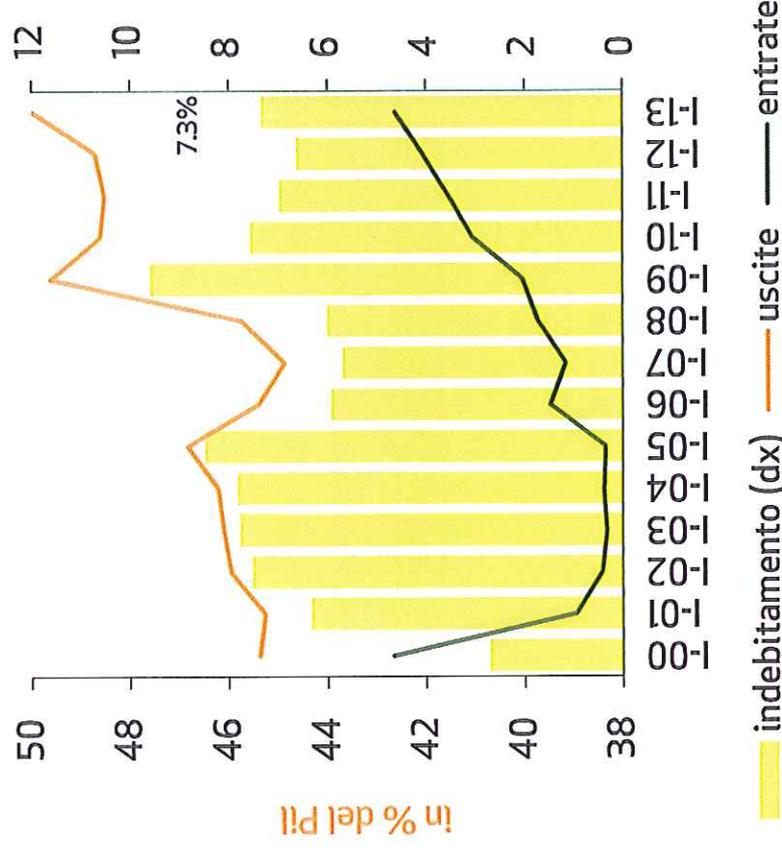
fabbisogno del settore statale



associazione
prometeia

fonte: Mef

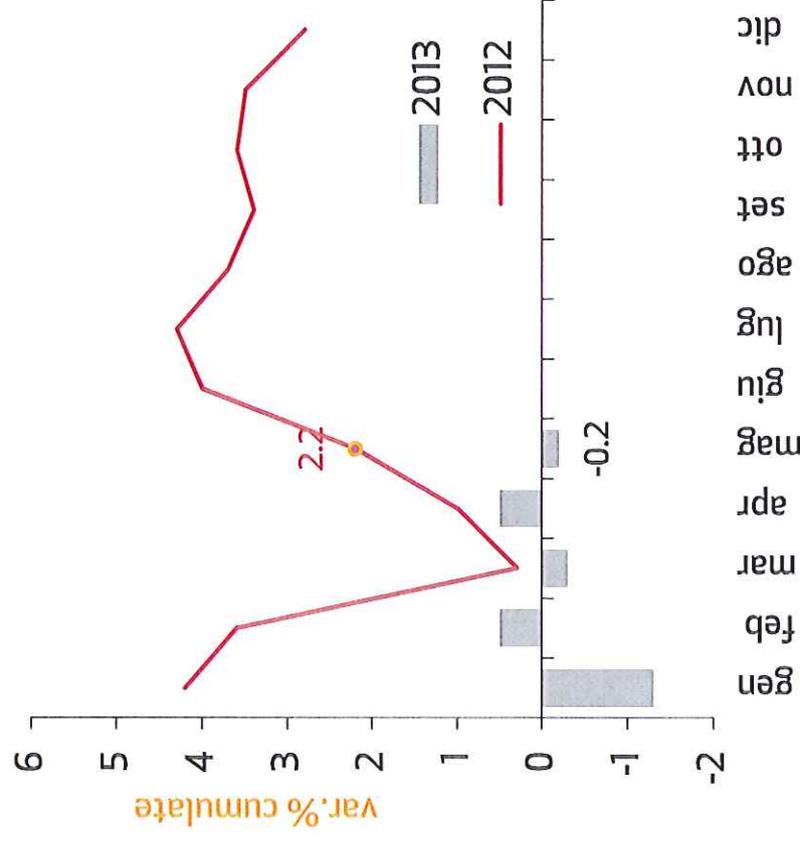
indebitamento netto, entrate e spese delle Ap



fonte: Istat

1. la congiuntura | gettito tributario in rallentamento

entrate tributarie erariali

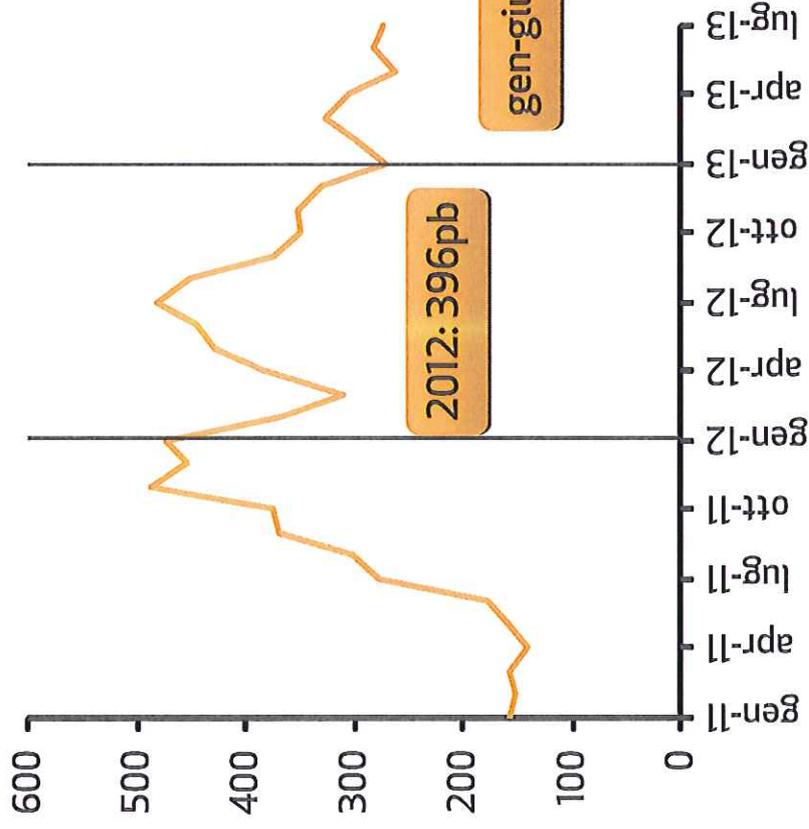


Variazione tendenziale gennaio-maggio

imposte dirette	3.1%
irpef (erario e addizionali)	+1.6%
sostitutive	+39%
imposte indirette	-3.5%
iva	-6.8%

1. la congiuntura | spazi sono attesi dalla riduzione dei tassi di interesse

spread btp-bund 10y (punti base)



Sui collocamenti effettuati tra gennaio e giugno il tasso medio ponderato all'emissione è sceso di 100pb rispetto a quello del 2012

40 miliardi di emissioni ogni mese
1600 miliardi di titoli in circolazione

fonte: Thomson Reuters

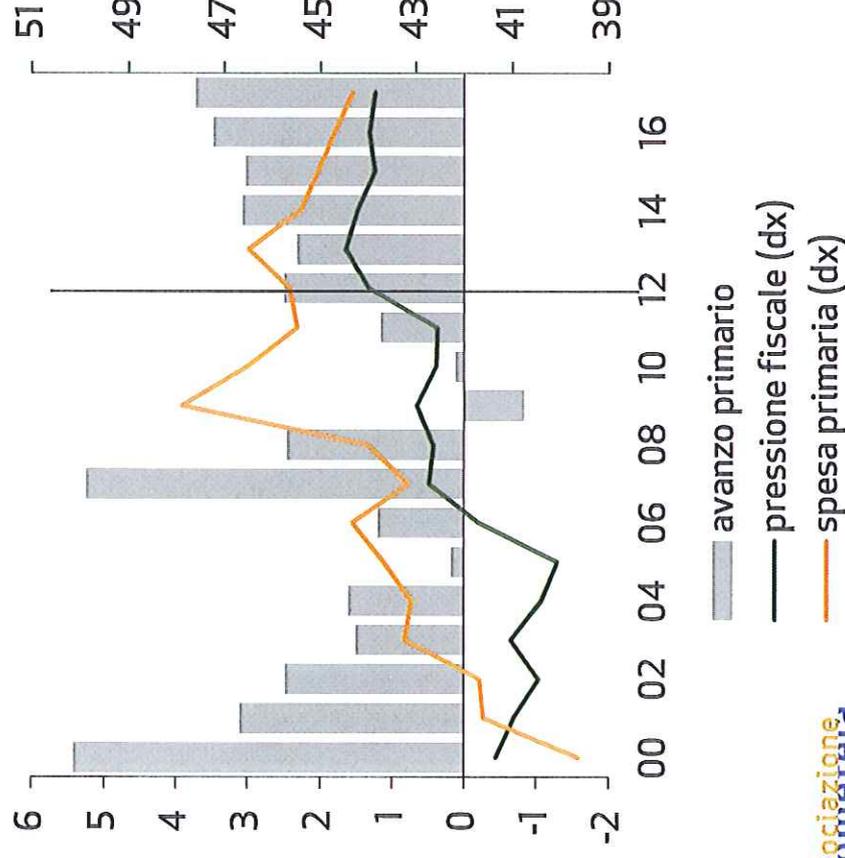
2. la previsione | disavanzo al 3% del Pil anche nel 2013

Conto economico delle A.P. - andamenti tendenziali a politiche invariate

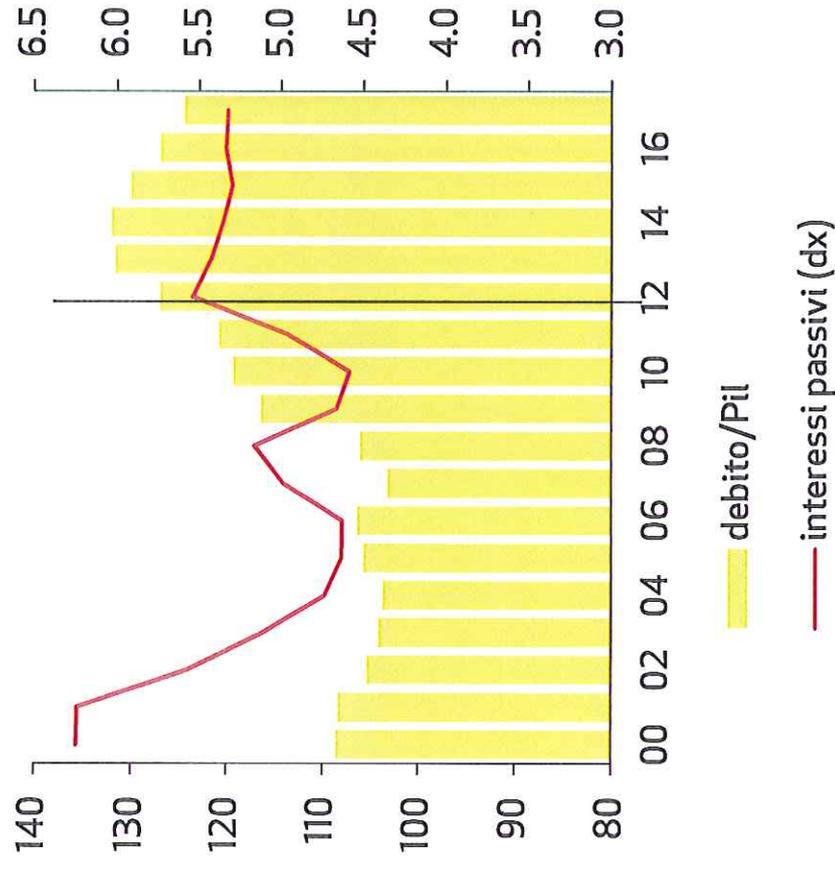
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Pressione fiscale	42.6	44.0	44.5	44.2	43.9	44.0	43.9
Interessi	78 351	86 717	84 733	85 428	87 073	89 943	92 328
var. %	10.1	10.7	-2.3	0.8	1.9	3.3	2.7
-in % del Pil	5.0	5.5	5.4	5.4	5.3	5.3	5.3
Totale uscite correnti al netto interessi	669 613	666 538	670 605	677 758	693 434	705 567	720 045
var. %	-0.1	-0.5	0.6	1.1	2.3	1.7	2.1
-in % del Pil	42.4	42.6	43.0	42.5	42.2	41.9	41.5
Totale uscite in conto capitale	48 116	47 827	54 923	46 510	47 112	47 870	48 132
var. %	-7.1	-0.6	14.8	-15.3	1.3	1.6	0.5
-in % del Pil	3.0	3.1	3.5	2.9	2.9	2.8	2.8
Indebitamento netto	60 016	47 633	48 589	36 316	37 222	31 208	27 578
-in % del Pil	3.8	3.0	3.1	2.3	2.3	1.9	1.6
Saldo primario	-18 335	-39 084	-36 144	-49 112	-49 851	-58 735	-64 750
-in % del Pil	-1.2	-2.5	-2.3	-3.1	-3.0	-3.5	-3.7

2. la previsione | pressione fiscale ai massimi storici; le riduzioni dell'incidenza della spesa guida il miglioramento del saldo

avanzo primario, pressione fiscale e spesa primaria
(in % del Pil)

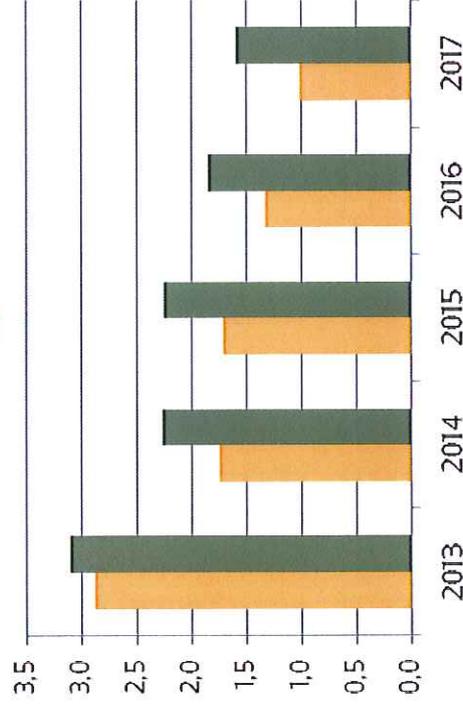


debito pubblico e spesa per interessi
(in % del Pil)

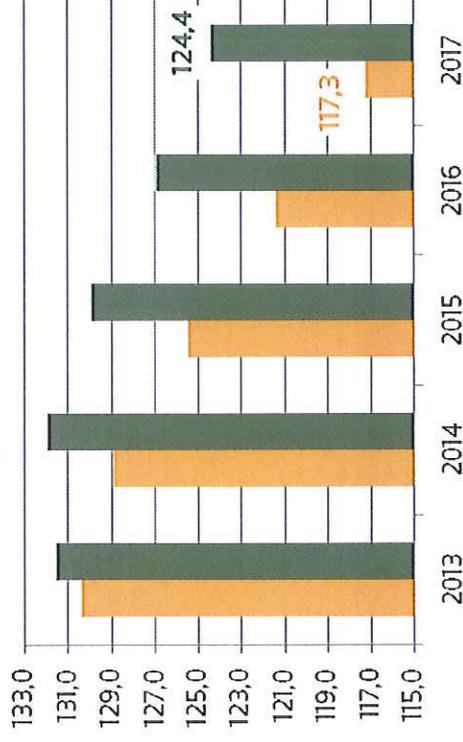


2. la previsione | distanza dagli obiettivi programmatici

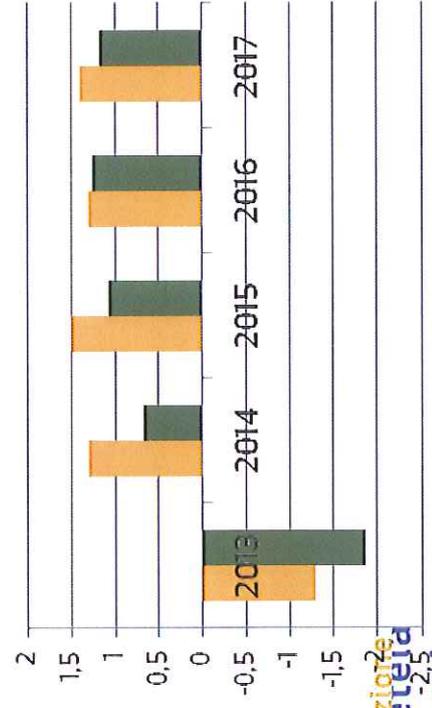
indebitamento netto delle Ap/Pil



debito delle Ap/Pil



crescita del Pil reale



Def 2013

Consenso

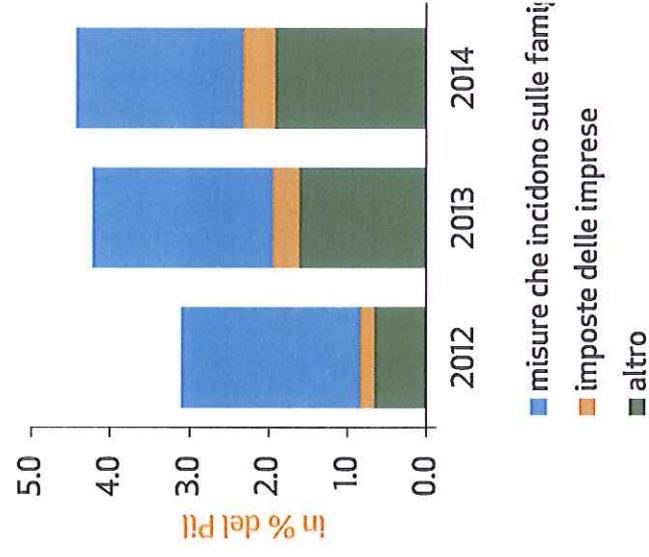
maggior disavanzo per
maggiori spese primarie
la più bassa crescita pesa
soprattutto sulla diversa
previsione di debito

3. politica di bilancio | nel 2011 e 2012 impulsi restrittivi considerevoli

ricordiamo gli effetti delle manovre approvate nel 2011-2012

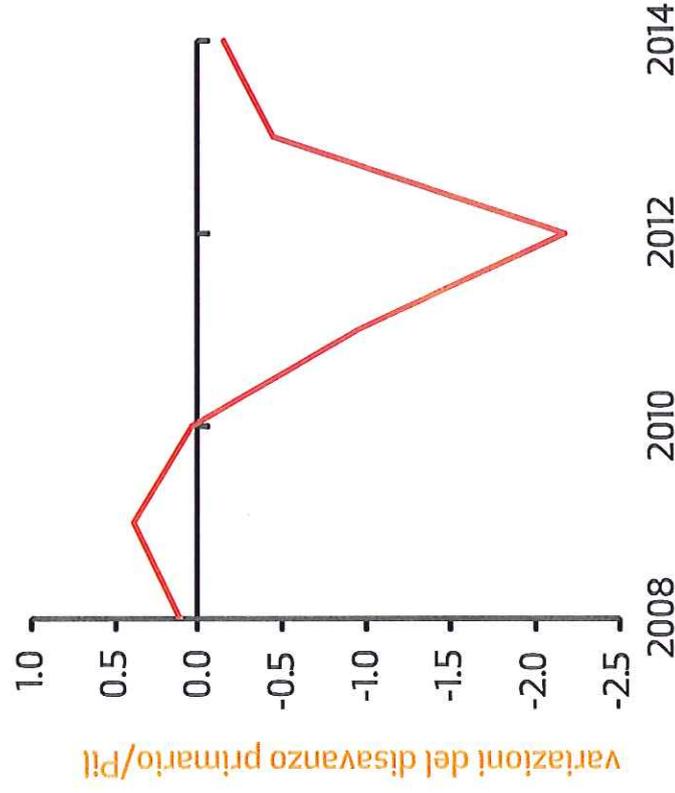
	2011	2012	2013	2014
riduzione di indebitamento in mld €				
Totale	2.8	48.9	75.7	81.3
in % del Pil	0.2	3.1	4.7	4.9
L.n. 111/2011 (dl 98)	2.1	5.6	24.4	48.0
L.n. 148/2011 (dl 138)	0.7	22.7	29.9	11.8
L.n. 183/2011 (legge di stabilità)	0.0	0.4	0.2	0.1
L.n. 214/2011 (dl 201 salva italia)	0.0	20.2	2.13	2.14
interventi adottati nel 2012				
	2011	2012	2013	2014
riduzione di indebitamento in mld €				
Totale		0.6	-2.3	0.2
in % del Pil		0.0	-0.1	0.0
DL 95/2012 (spending review)		0.6	0.0	0.0
Legge di stabilità 2013			-2.3	0.1

ex-ante, in termini di saldo di bilancio

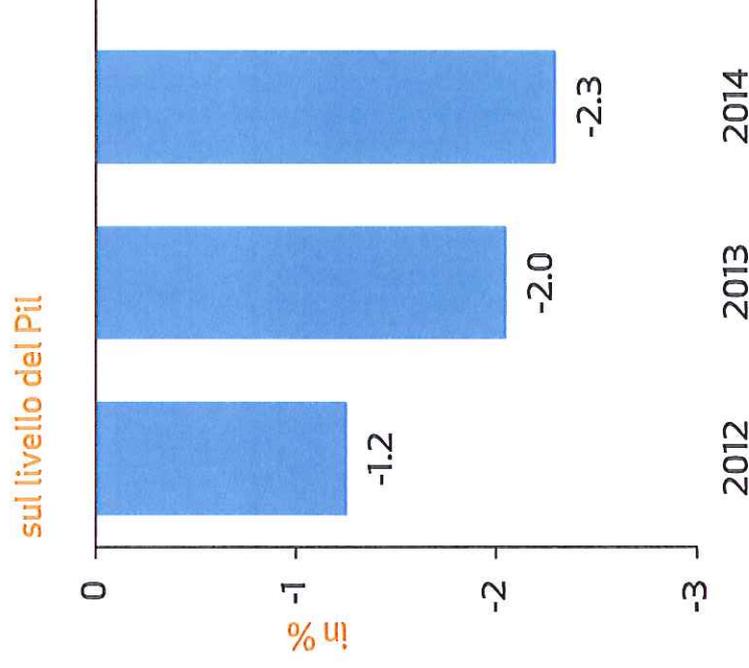


3. politica di bilancio | il consolidamento ottenuto nel 2012 è stato ingente (e costoso)

ex-post, sul disavanzo primario strutturale



— impulso fiscale (in % del Pil, Comm. Eu)



3. politica di bilancio | nuovi impulsi nei prossimi interventi? oppure ancora più vincoli che opportunità?

- fondi strutturali occupazione
- nuova golden rule sugli investimenti?

vincoli

disavanzo al 3% del Pil

Medium Term Objective: pareggio strutturale dal 2013

sensitività alla crescita: -0.5% sulla crescita +0.2%

disavanzo/Pil il 1° anno, 0.4 il 2°

sensitività ai tassi: 1000pb in più +0.15% di Pil di interessi il 1°

anno, 0.33 il 2°, 0.5% il terzo

- non è scontato il raggiungimento degli obiettivi
- non è facile trovare gli spazi per investire la stance fiscale

3. politica di bilancio | un sostegno dal pagamento degli arretrati

smaltimento dei debiti progressi: decreto 35/2013

- 2013: 20 miliardi di euro, di cui 7.5 relativi a investimenti
- 2014: 19.8 miliardi di euro, aperta la possibilità di negoziarne ulteriori tranche con l'Ue

I pagamenti programmati corrispondono a circa la metà dello stock stimato

Eurostat (2012)

Italia, 63 miliardi, 4% del Pil
Francia 2.1% del Pil
Spagna 0.9 % del Pil

Banca d'Italia (2011)

80 miliardi
91 includendo quelli ceduti pro soluto

- il decreto dettaglia un calendario di scadenze per l'attuazione delle misure che finora è stato rispettato: richieste degli spazi finanziari, ripartizione delle risorse, erogazione delle anticipazioni di liquidità, rimborsi fiscali
- censimento completo dei debiti in essere

3. politica di bilancio | un sostegno dal pagamento degli arretrati

effetti contabili

- I debiti relativi a forniture correnti incideranno solo su fabbisogno di cassa e debito
- I pagamenti relativi a spese per investimento pesano su fabbisogno e debito e anche sul disavanzo delle Ap: 0.5% del Pil lo "spazio" per non sfiorare il 3%, 7.5 miliardi
- sul disavanzo anche gli interessi passivi per finanziare i pagamenti

	2013	2014
indebitamento/Pil	0.5%	
debito/Pil	1.3%	2.4%

effetti sulla crescita

- Il Def valuta in 0.2 punti percentuali l'effetto espansivo sul Pil nel 2013 e 1 pp nel 2014: vale a dire i tassi di crescita previsti, -1.3% e 1.3, sarebbero stati -1.5% e 0.6
- la Banca d'Italia valuta "plausibili" le stime del Def, anche se soggette a incertezza

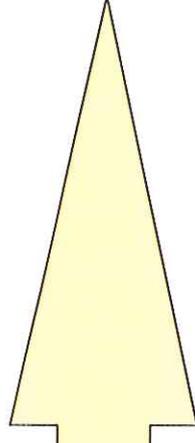
l'entità dello stimolo dipende dall'utilizzo dei fondi erogati

- effetti minori da simulazioni condotte con il modello di Prometeia (pagamenti=aumento della liquidità) 0.2% il primo anno, 0.3% il secondo

Il credit crunch e i riflessi sulle prospettive economiche italiane

AGENDA

1. Il credito scomparso



2. Le determinanti del credit crunch

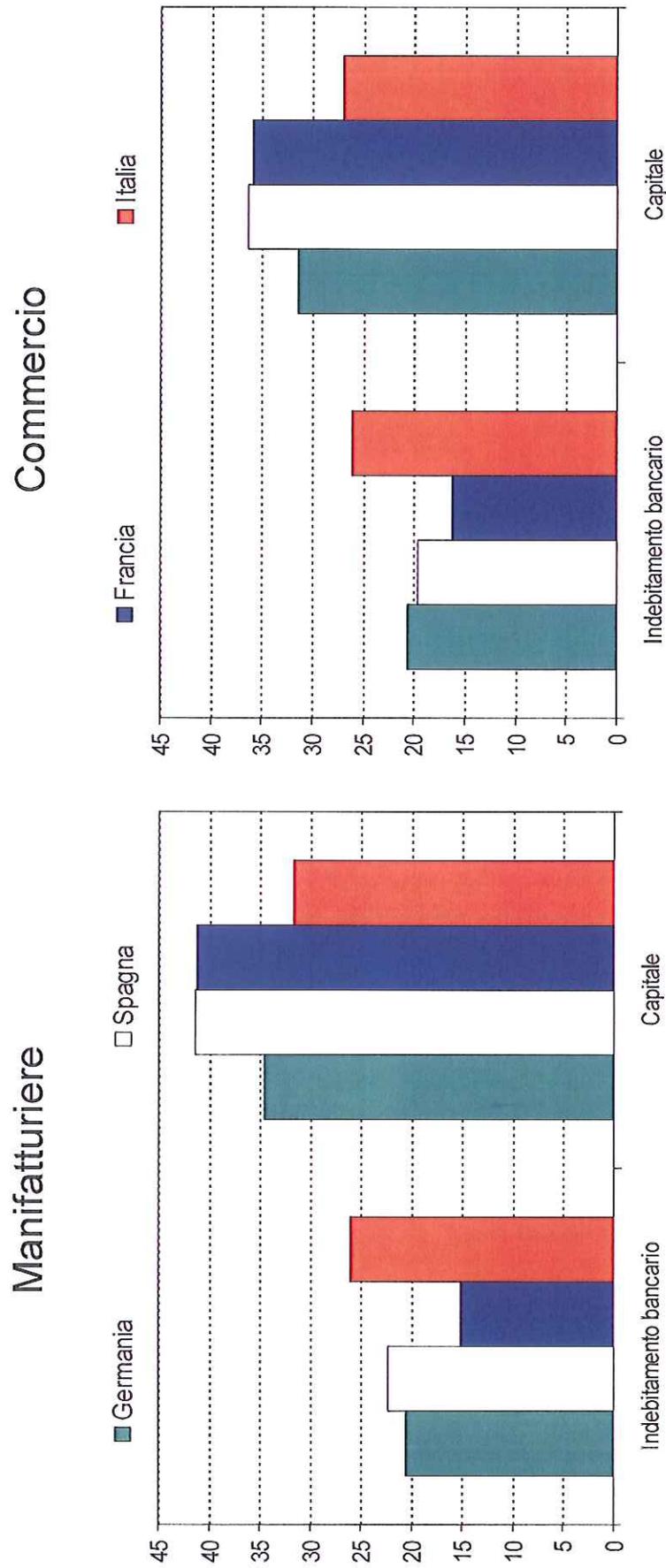
3. Le prospettive economiche per il 2013-17

4. Conclusioni

1) La dipendenza delle imprese (soprattutto piccole!) dalle banche

Indebitamento e capitale delle piccole imprese*

(dati relativi al 2010 - in % del totale attivo)

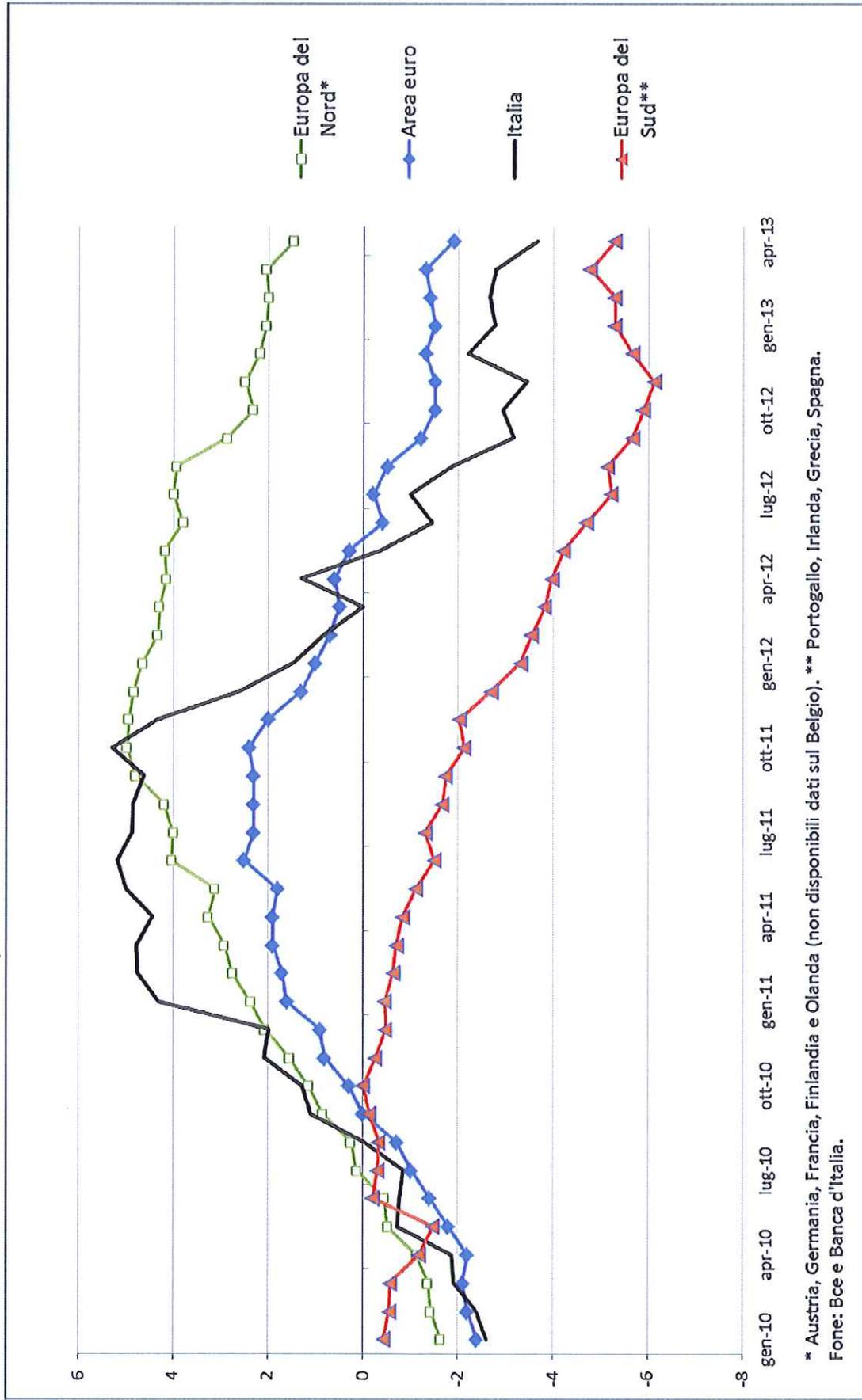


* Fatturato fino a 10 mln di €.
Fonte: Bach database.

1) L'evoluzione del credito: un confronto europeo

Impieghi alle società non finanziarie

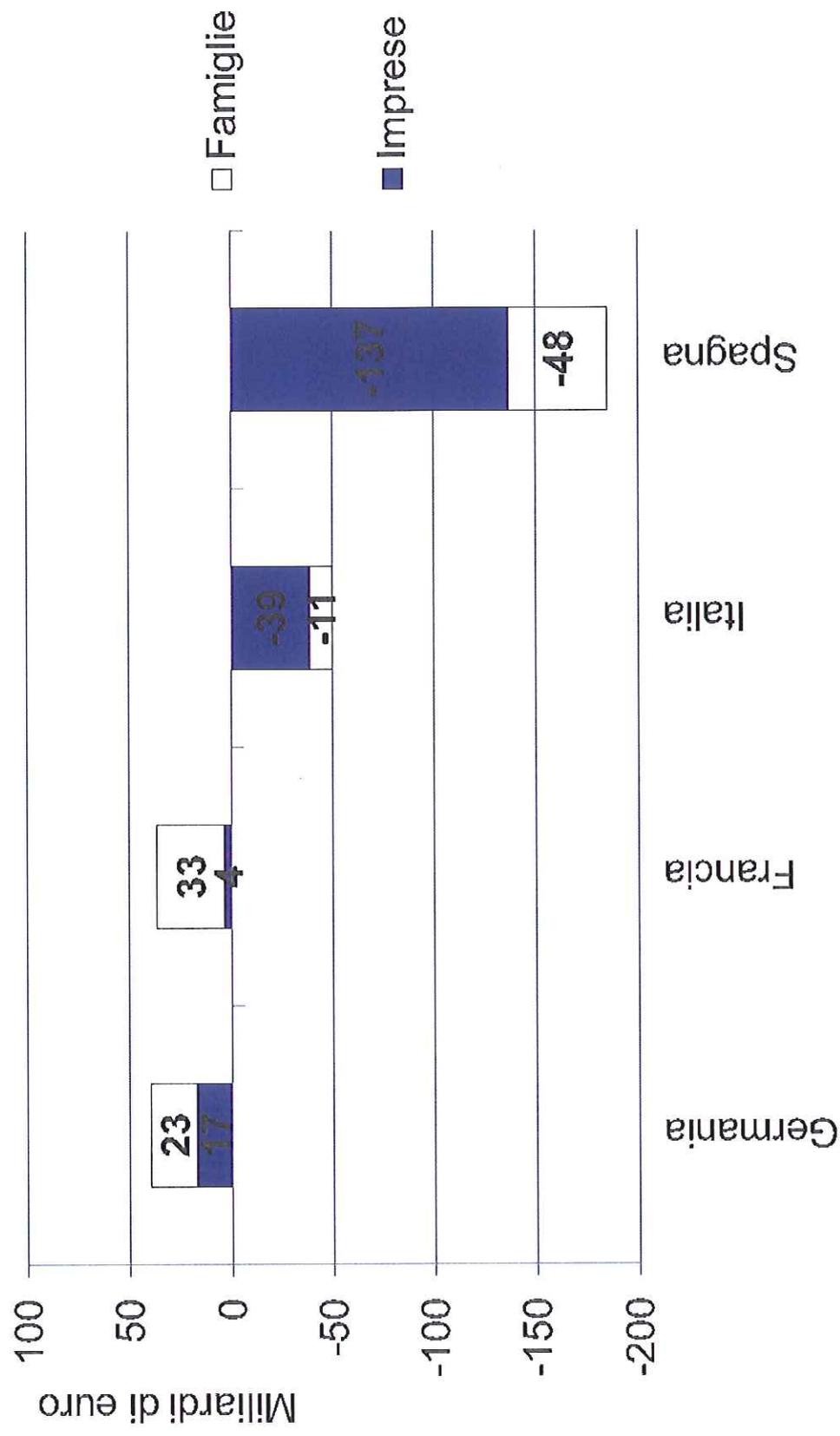
Variazioni su base annua corrette per le cartolarizzazioni



* Austria, Germania, Francia, Finlandia e Olanda (non disponibili dati sul Belgio). ** Portogallo, Irlanda, Grecia, Spagna.
Fonte: Bce e Banca d'Italia.

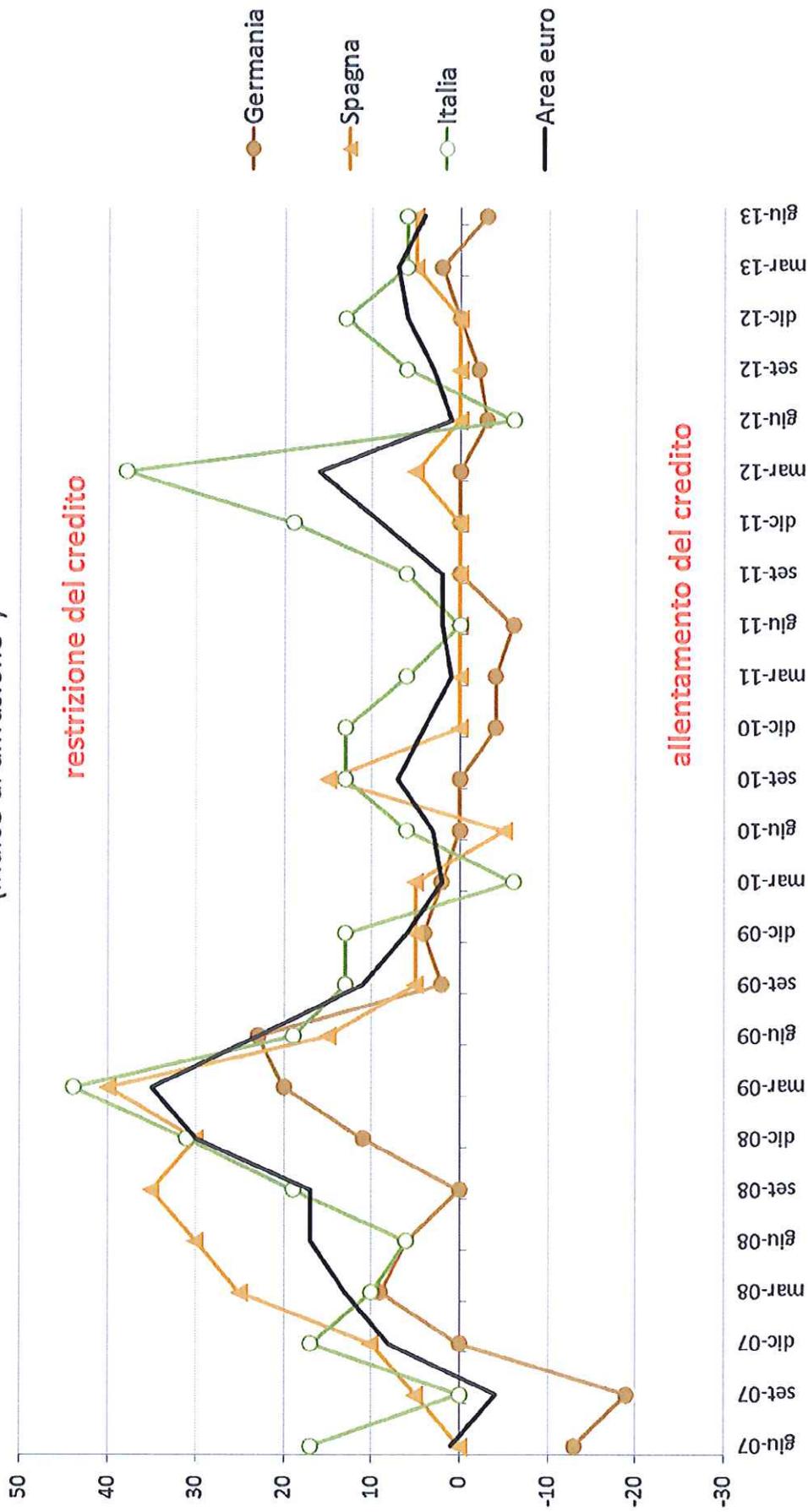
1) Il credito scomparso

Flussi di finanziamenti bancari all'economia reale (gen.12-mag.13)



1) Le condizioni di offerta

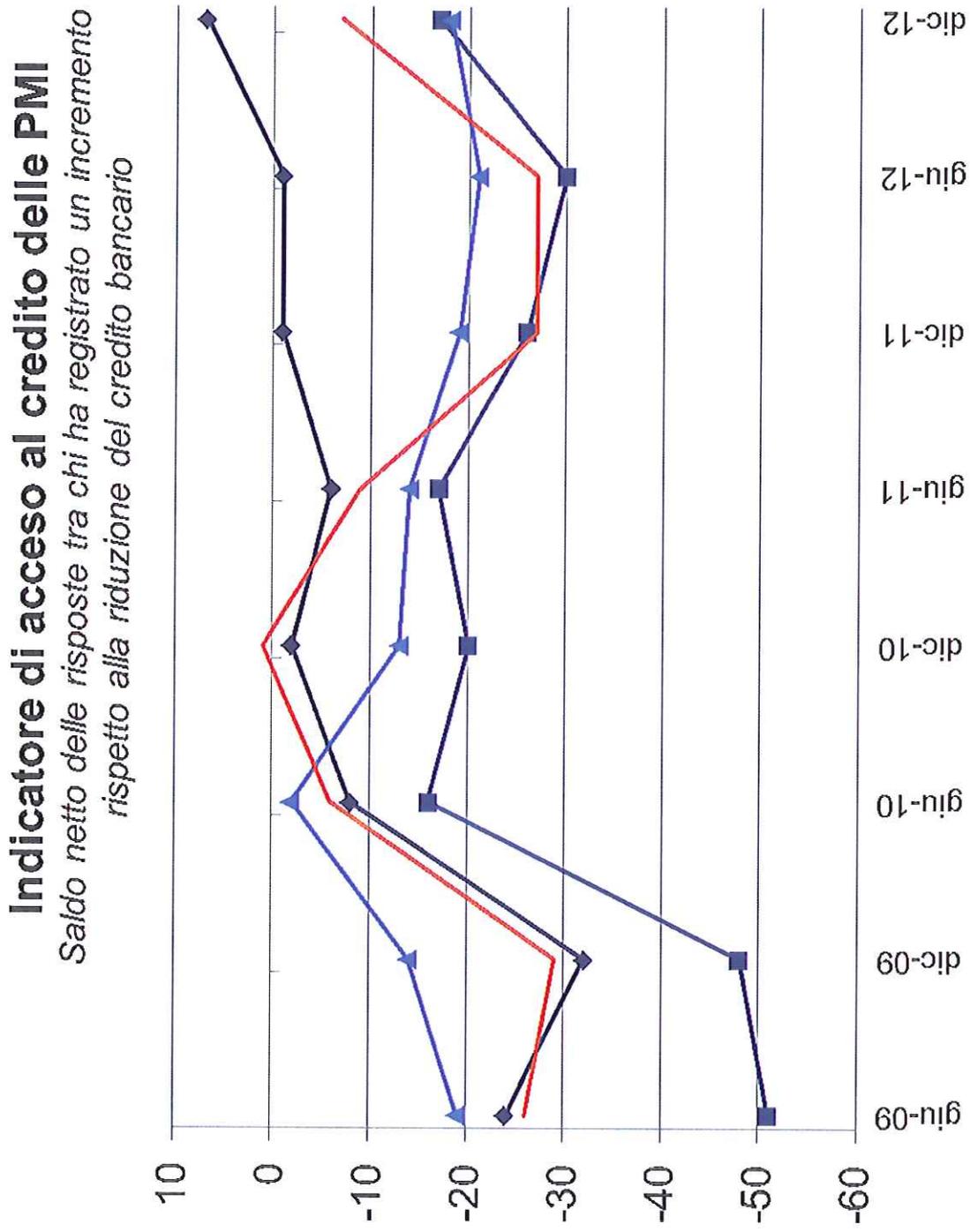
Condizioni di offerta del credito alle PMI nell'ultimo trimestre (indice di diffusione*)



* 100=massimo restringimento nell'erogazione del credito, -100=massimo allentamento

Fonte: elaborazioni CER su dati BCE.

1) ... e di domanda

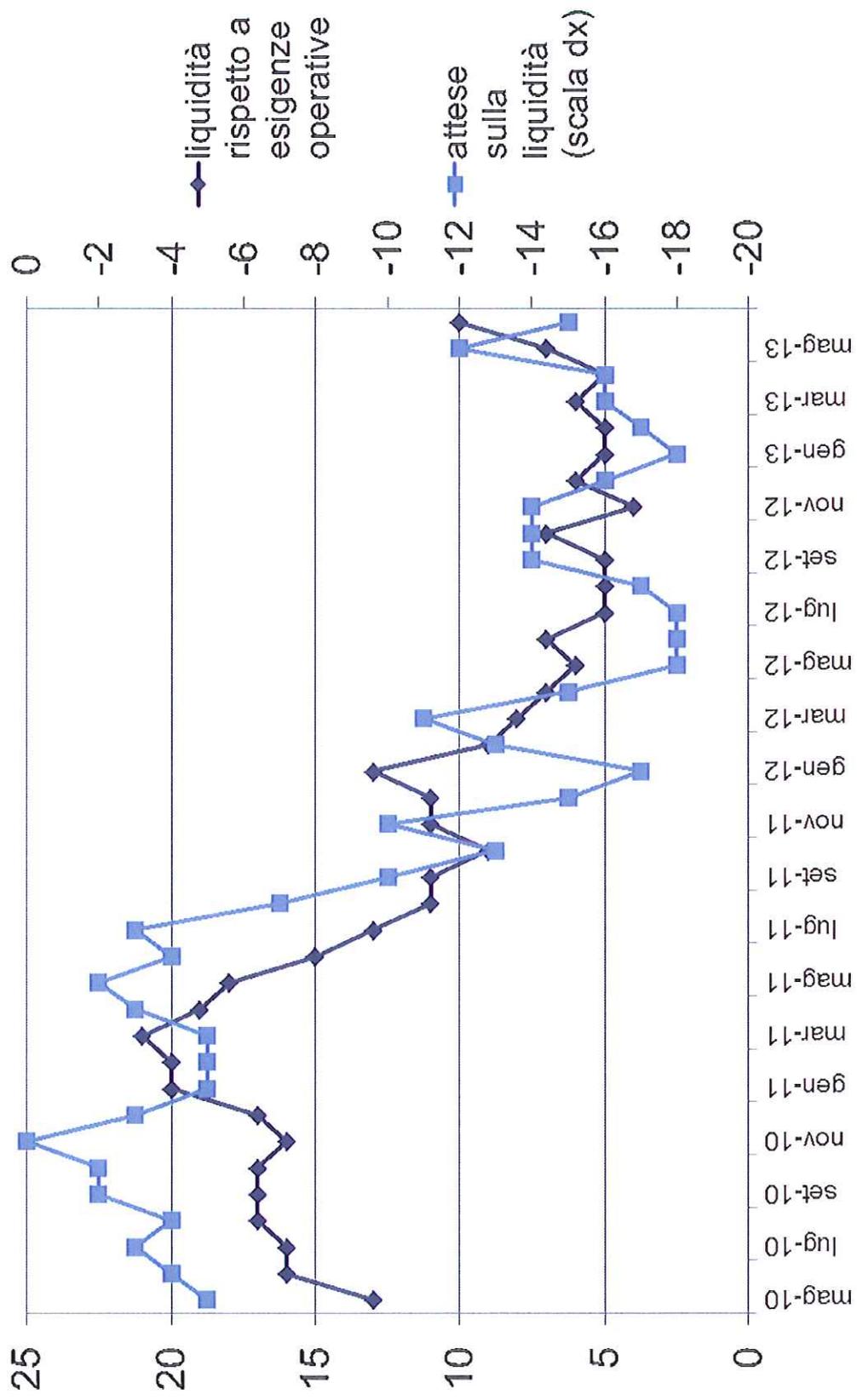


Fonte: elaborazioni su dati Bce e Commissione europea.

1) La liquidità delle imprese

Italia: indicatore di liquidità delle imprese del settore manifatturiero

(dati mensili destagionalizzati, saldi delle risposte)



Fonte: Istat.

AGENDA

1. Il credito scomparso

2. Le determinanti del credit crunch

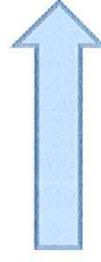
3. Le prospettive economiche per il 2013-17

4. Conclusioni

2) Le determinanti del *credit crunch*

Esistono tre diverse interpretazioni per l'Italia:

1. Le minori erogazioni di finanziamenti siano da attribuire al **gap** esistente tra la **raccolta bancaria** e gli **impieghi bancari** concessi a **famiglie e imprese** (cosiddetto *funding gap*) (Patuelli, 2013)

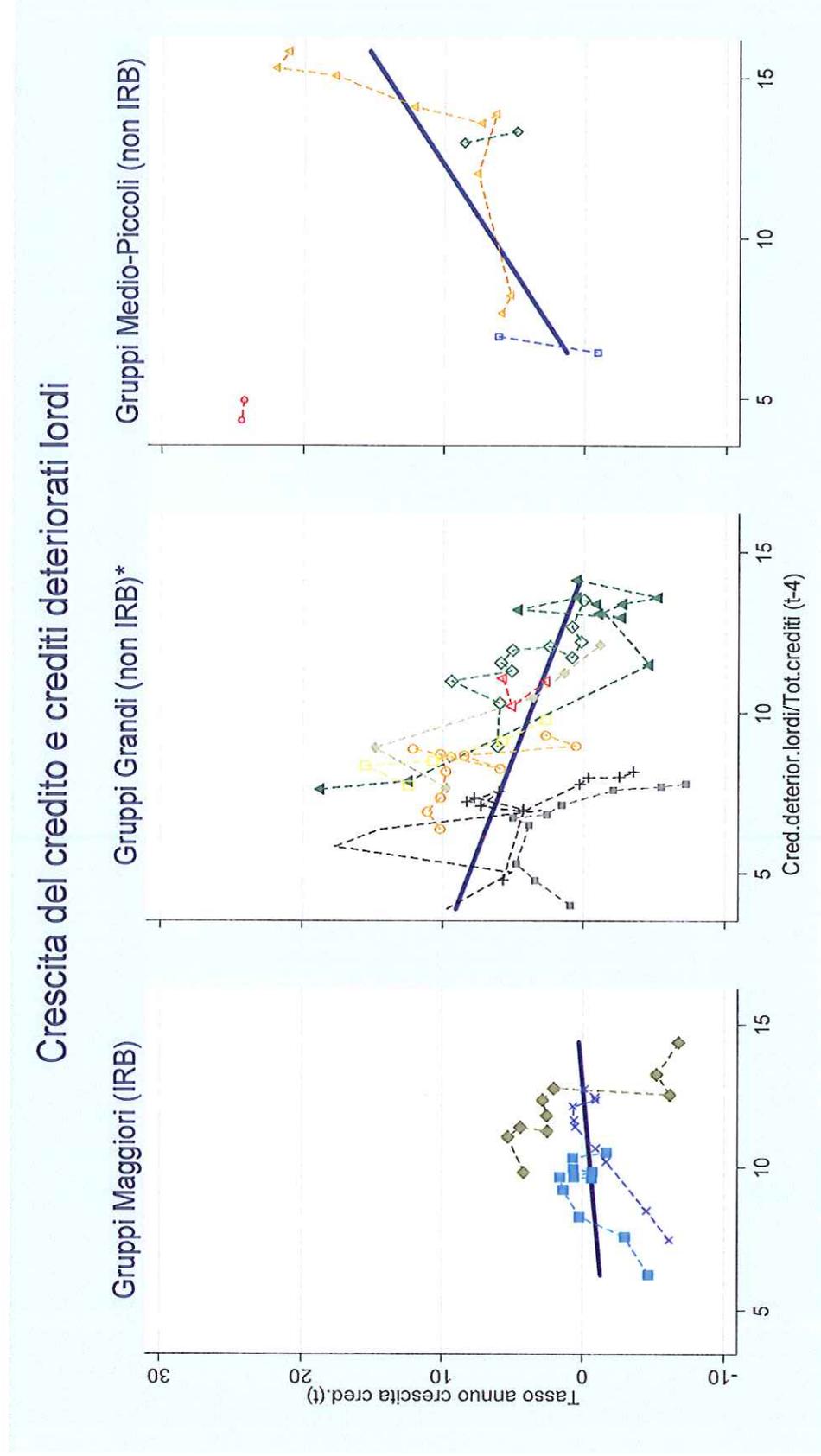


funding gap in riduzione e di livello contenuto nei rapporti con le sole famiglie e imprese (Milani, 2013b)

2. Legame tra la difficoltà dei preesistenti prenditori nel ripagare il debito contratto, con la conseguente emersione di **sofferenze** per le banche, e il **credito** (Cer, 2013; Milani, 2013a)

3. Non sufficiente **capitalizzazione** delle banche italiane (Alesina e Giavazzi, 2013)

2) Il legame tra sofferenze e credito



Note: 1° e 99° percentile della distribuzione delle due variabili considerate sono stati eliminati. I gruppi maggiori (IRB) includono Unicredit, Intesa e MPS. I gruppi grandi (non IRB) includono BNL, Banco Popolare, BPER, BPM, BPVI, Carige, Cariparma e UBI. I gruppi medio-piccoli (non IRB) includono Banca Etica, BP Spoleto, Bra, CR Bolzano, Fucino, Mediolanum e Veneto Banca

*Relazione statisticamente significativa all'1%.

Fonte: elaborazioni CER su dati Osservatorio Advantage Reply.

2) *L'analisi del Fondo Monetario Internazionale (FMI)*

Sulla base delle evidenze del **Fondo Monetario Internazionale (2013)**, che ha rilevato come **l'industria bancaria italiana sia ben capitalizzata**, tanto da poter essere in grado di resistere a condizioni economico-finanziarie particolarmente avverse, Majnoni (2013) ritiene che la 3a tesi non è fondata, privilegiando invece la

2a

L'analisi del Fmi (2013) evidenzia come il capitale attualmente disponibile è **adeguato per mantenere in vita**, senza grandi preoccupazioni per il futuro, il **settore bancario domestico**

Dagli stress test condotti dal Fmi (2013) nulla si può però desumere su quali siano le **capacità del settore produttivo**, soprattutto quello con buone prospettive di crescita nel medio-lungo termine, di sopravvivere senza l'opportuno **sostegno finanziario** da parte delle banche

2) *Sofferenze e capitale: una lettura congiunta (1)*

Le tesi che si focalizzano sulle sofferenze e sulla scarsa dotazione di capitale possono però essere lette in un unico assunto del seguente tipo:

l'ingente peso dei crediti dubbi nel portafoglio delle banche non permette di erogare ulteriore credito perché altrimenti si comprometterebbe l'equilibrio (non molto stabile!) raggiunto in termini di coefficienti patrimoniali (si veda anche Benink e Huizinga, 2013)

2) Sofferenze e capitale: una lettura congiunta (2)

Per poter sciogliere il circolo vizioso due strade:

- a) **Bad bank**
- b) Rilancio delle **cartolarizzazioni** (potenzialmente tramite BCE-BEI)

In ogni caso, se la valutazione dei crediti deteriorati verrà effettuata a valori di mercato, le banche dovranno sostenere delle **perdite** rilevanti che andranno ad **erodere il capitale accumulato**, da cui discende l'esigenza di ricapitalizzazione.

Escludendo un supporto esterno "benevolo" (tipo il TARP USA del 2008/09) c'è bisogno di **maggior capitale**...

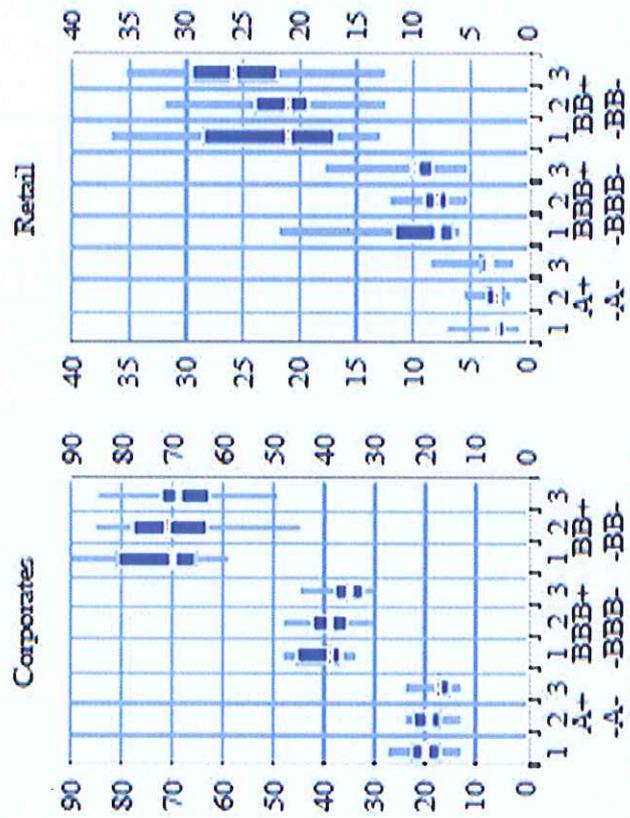
2) L'autovalutazione del rischio di credito

... vero!

Euro area large and complex banking groups' risk weights for corporate and retail credit exposures

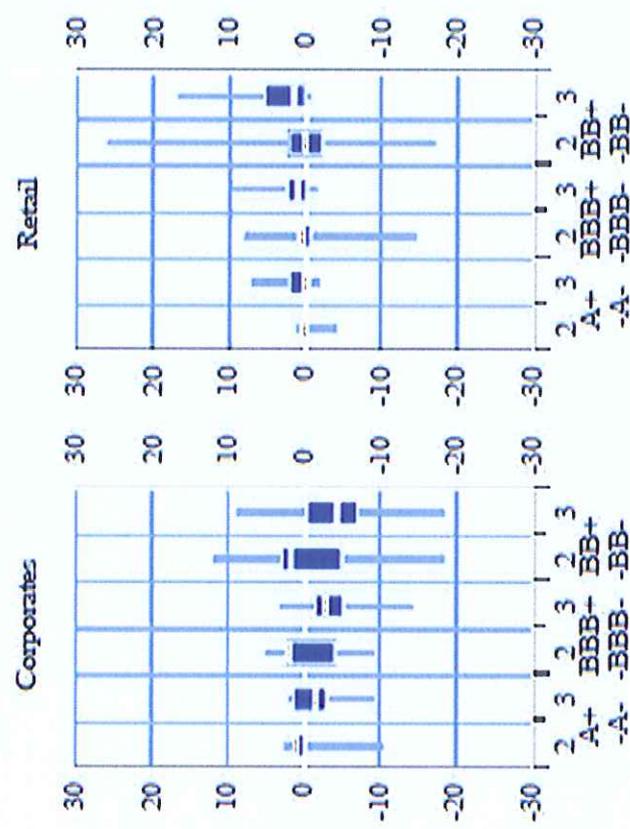
(2010 – 2012; percentages; maximum, minimum, interquartile distribution and median)

a) Levels



1) 2010 2) 2011 3) 2012

b) Changes



(annual percentage point changes; maximum, minimum, interquartile distribution and median)

Sources: Individual institutions' Pillar 3 reports and ECB calculations.

AGENDA

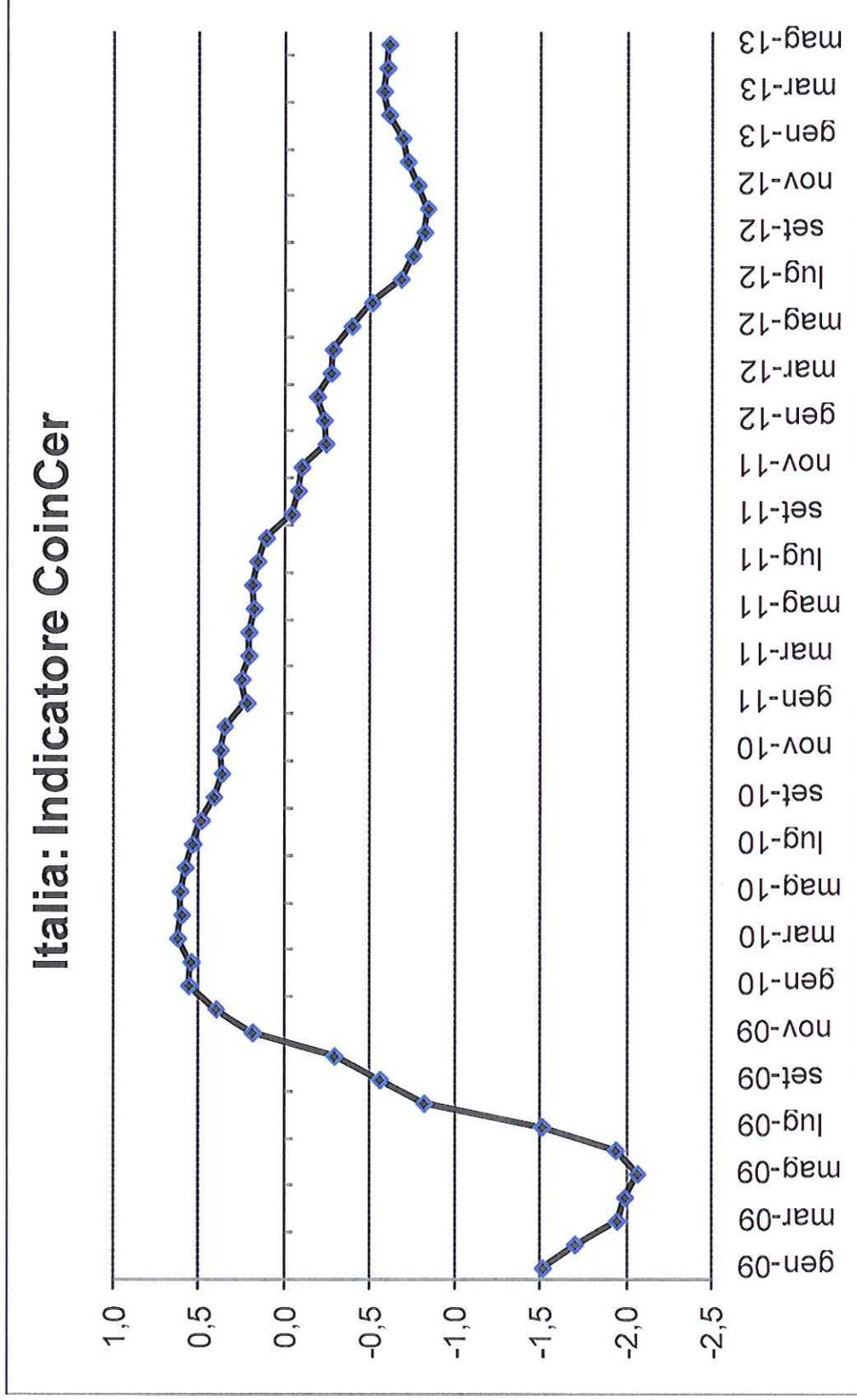
1. Il credito scomparso

2. Le determinanti del credit crunch

3. Le prospettive economiche per il 2013-17

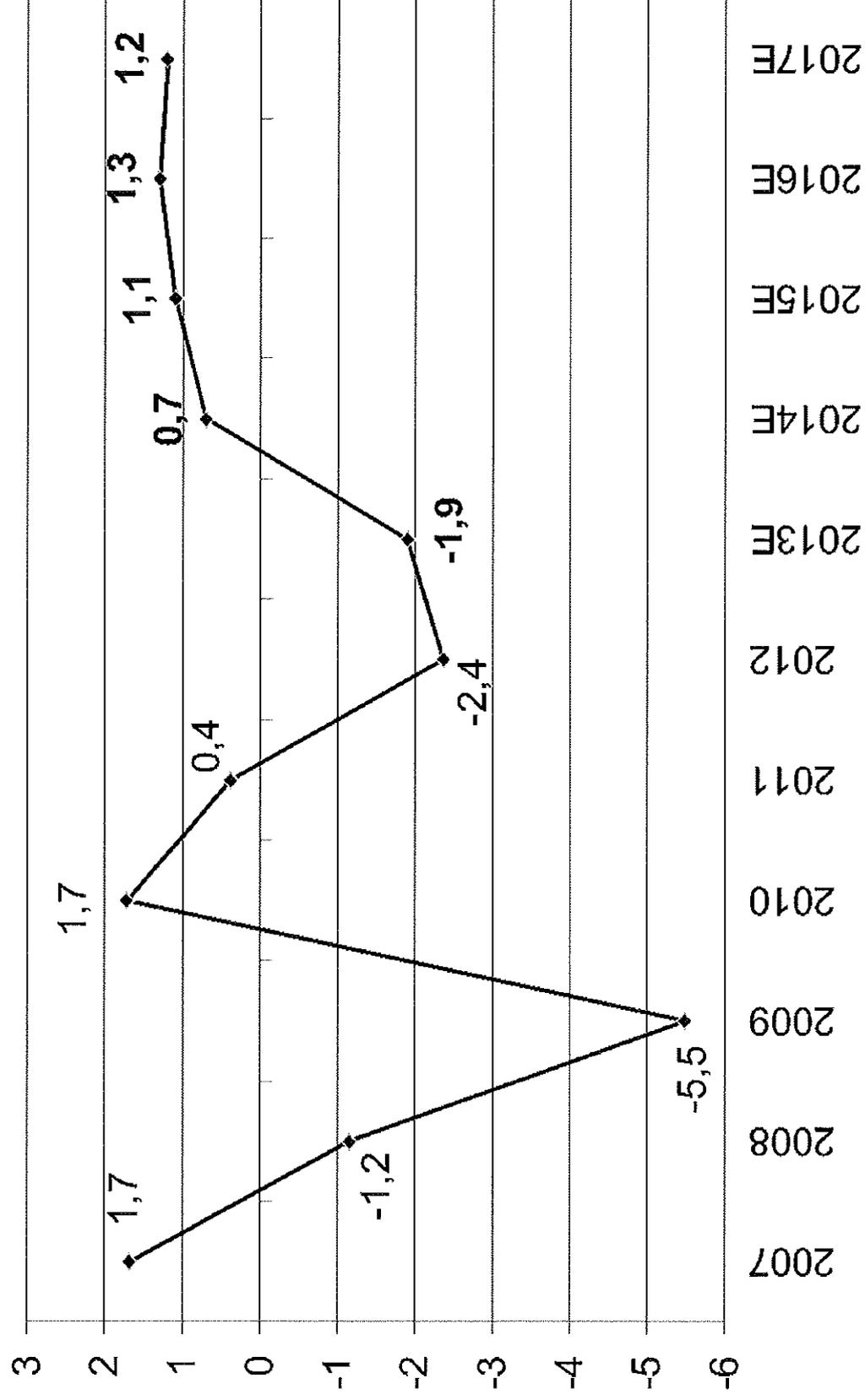
4. Conclusioni

3) Cosa segnala la congiuntura: l'indicatore coincidente del CER



3) Le previsioni sul PIL

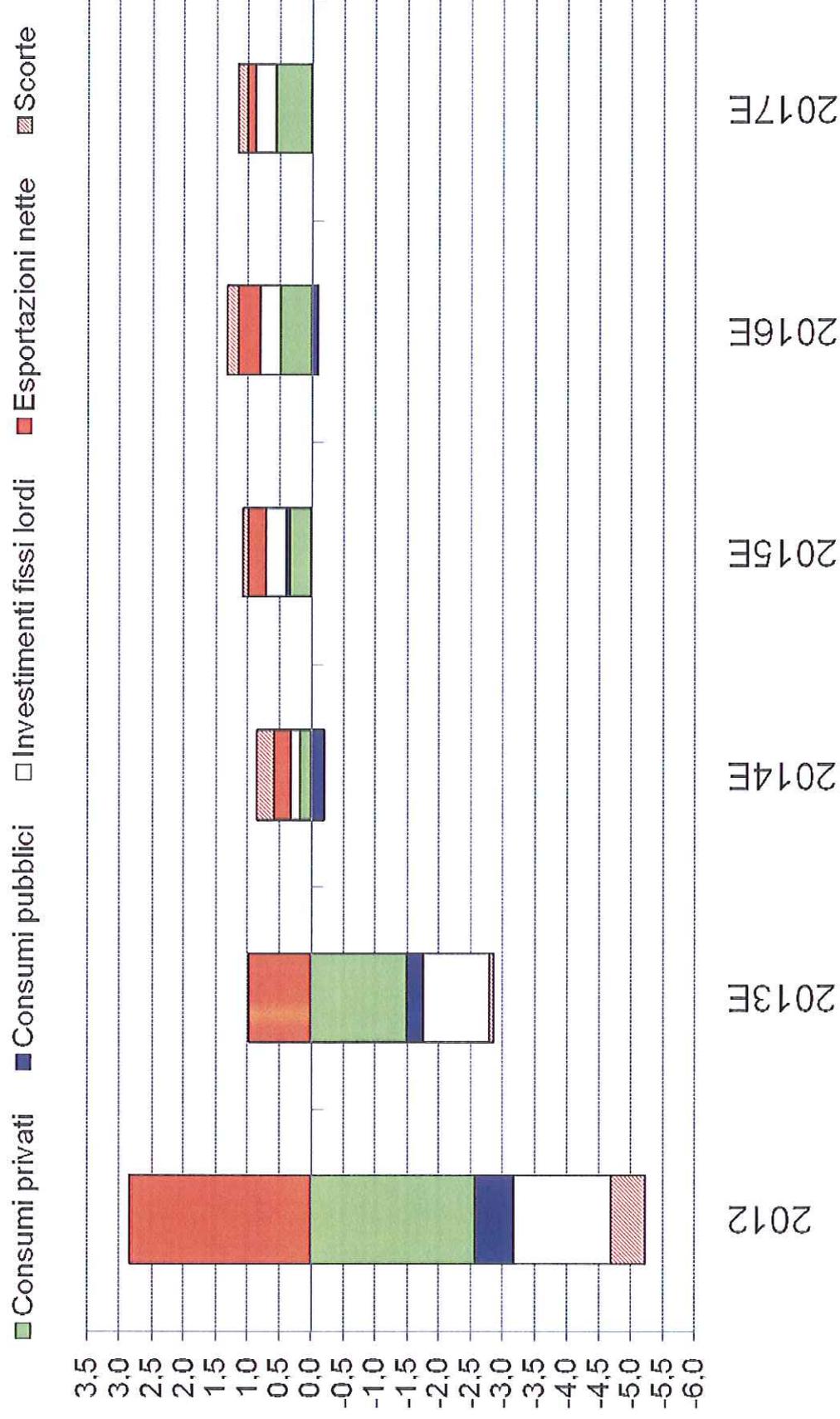
Italia: tasso di crescita del PIL reale



Fonte: Istat e Consenso Cer-Prometeia-Ref.

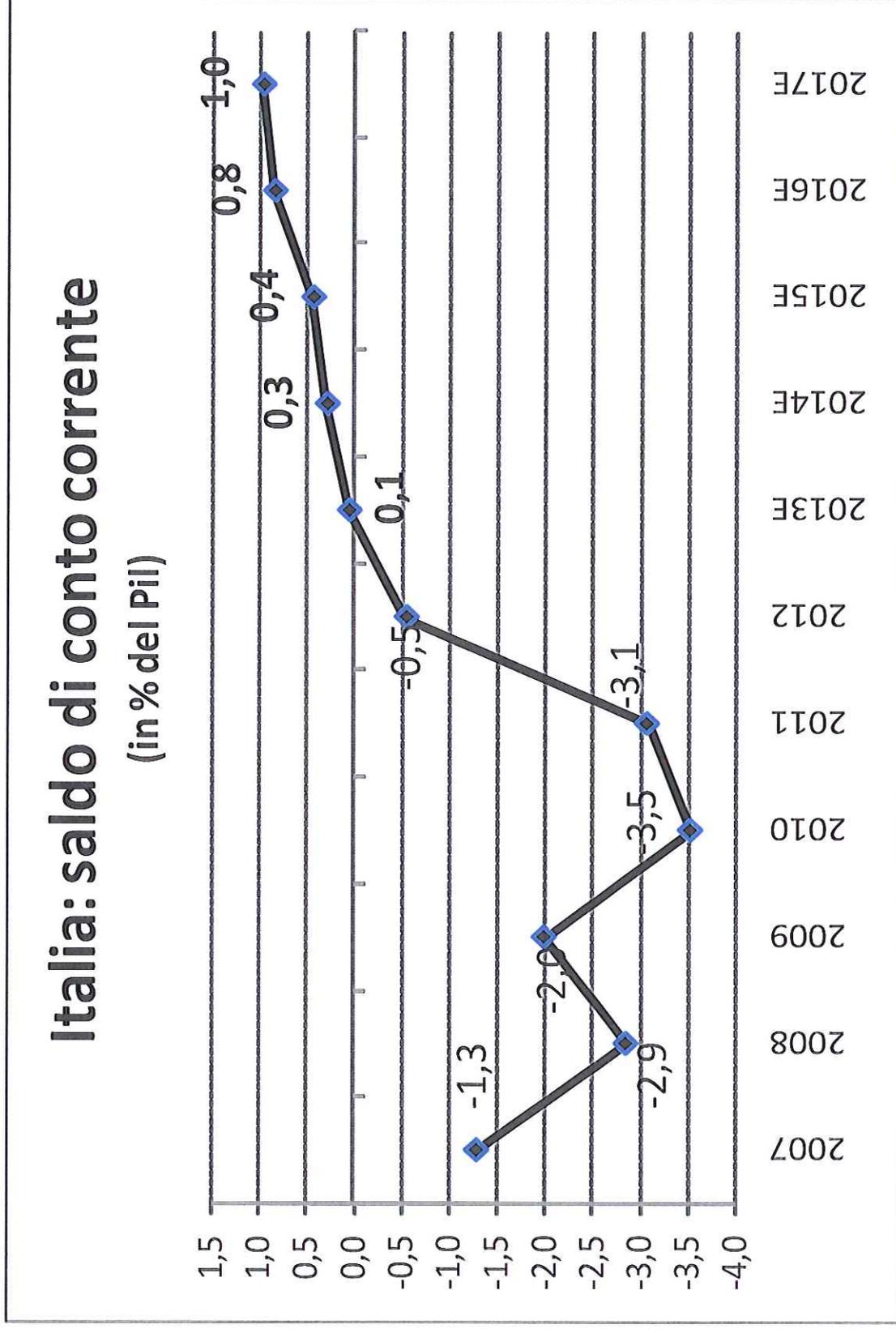
3) ... e le sue componenti

Italia: contributi alla crescita del PIL



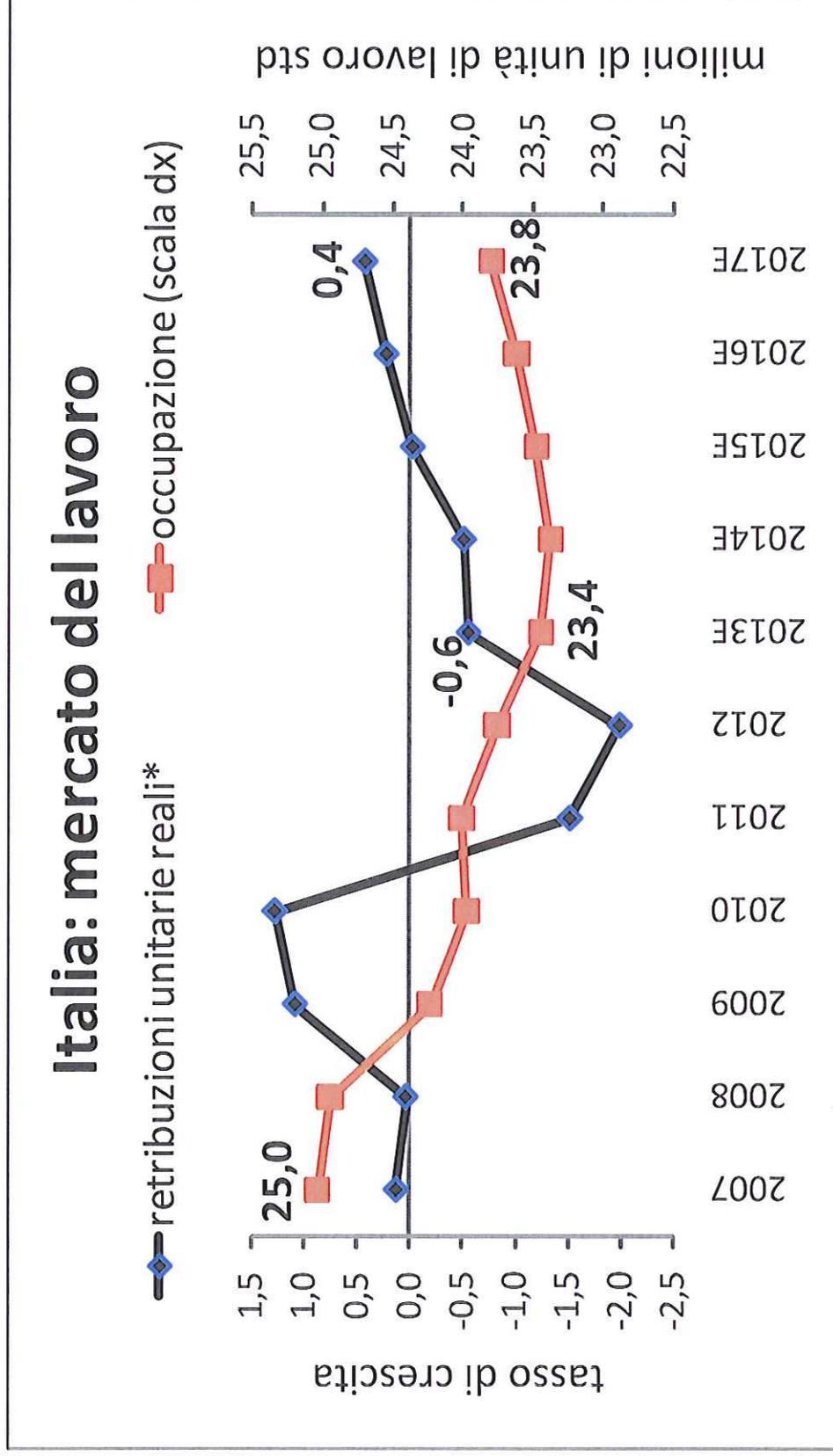
Fonte: Istat e Consenso Cer-Prometeia-Ref.

3) Migliorano le attese sul saldo di conto corrente ...



Fonte: Istat e Consenso Cer-Prometeia-Ref.

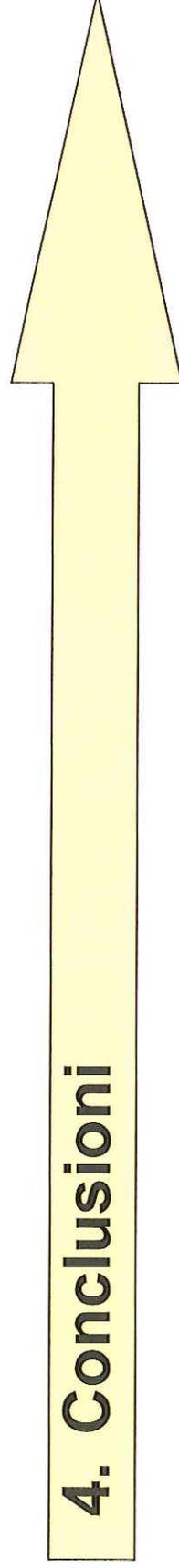
3) ... soprattutto "grazie" alla deflazione salariale



* Deflazionate con l'indice dei prezzi al consumo.
Fonte: Istat e Consenso Cer-Prometeia-Ref.

AGENDA

- 1. Il credito scomparso**
- 2. Le determinanti del credit crunch**
- 3. Le prospettive economiche per il 2013-17**
- 4. Conclusioni**



4) Conclusioni

- L'economia italiana si avvia verso una **graduale ripresa**, soprattutto nella seconda parte dell'anno in corso
- Molte sono le **incognite** internazionali che pesano su questo scenario:
 - La debolezza **dell'Area euro** e l'instabilità politica (Portogallo)
 - Lo stop del **QE** da parte della **FED**
 - Turbolenze finanziarie in **Cina**
 - Il riaccendersi delle contestazioni in **Egitto**, con riflessi sul petrolio
 - Potenziale nuovo default dell'**Argentina**
- Tra i fattori prettamente domestici il **credito bancario** ricopre un ruolo fondamentale:
 - il «**peggioramento delle condizioni di finanziamento, considerando sia l'aumento dei tassi sia la minore disponibilità di credito per famiglie e imprese, [ha] sottratto un punto percentuale alla dinamica del PIL nel 2012**» (Panetta, 2013, vicedirettore Banca d'Italia).

Bibliografia

- Alesina A. e F. Giavazzi (2013) "A corto di idee e senza capitali", Corriere della Sera del 3 aprile 2013.
- Benink H. e H. Huizinga (2013) "The urgent need to recapitalise Europe's banks", voxeu.org del 5 giugno 2013.
- CER (Centro Europa Ricerche) (2013) "Rapporto Banche", n. 1/2013.
- FMI (Fondo Monetario Internazionale) (2013) "Transcript of the Press Briefing on the Global Financial Stability Report", 17 aprile 2013.
- Majnoni G. (2013) "Il blocco del credito e dello sviluppo", lavoce.info del 28 maggio 2013.
- Milani C. (2013a) "La coperta corta degli istituti di credito", lavoce.info del 16 aprile 2013.
- Milani C. (2013b) "Il falso problema della raccolta bancaria", lavoce.info del 10 maggio 2013.
- Panetta F. (2013) "Il credito e il finanziamento delle imprese", intervento presso la Federazione delle BCC di Lazio, Umbria e Sardegna.
- Patuelli A. (2013) "La strada per avere più prestiti? Famiglie e imprese investano nelle banche", intervista al Corriere della Sera del 18 marzo 2013.



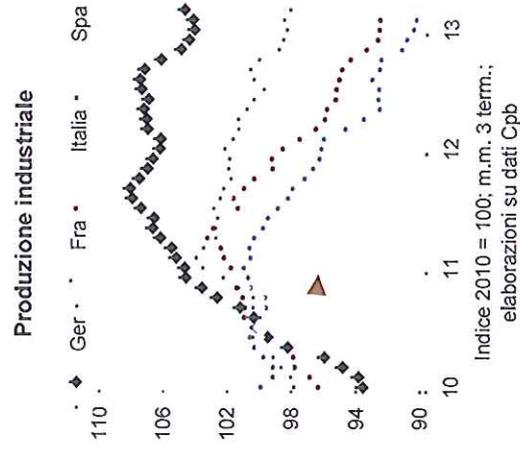
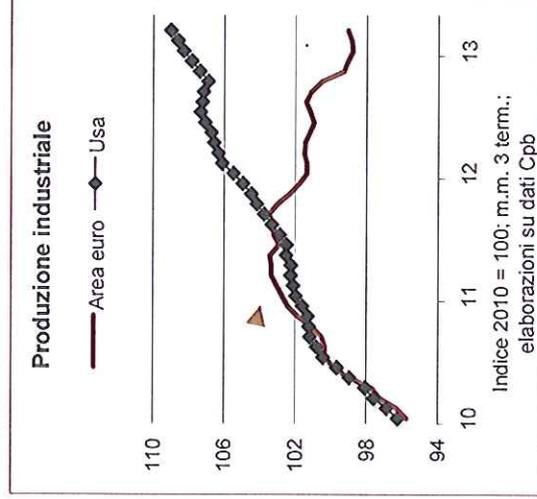
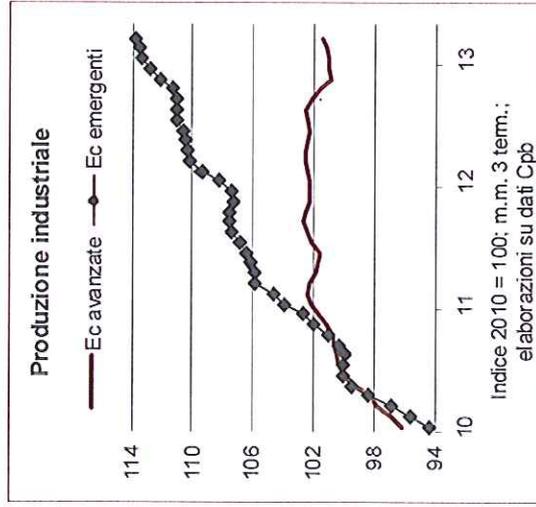
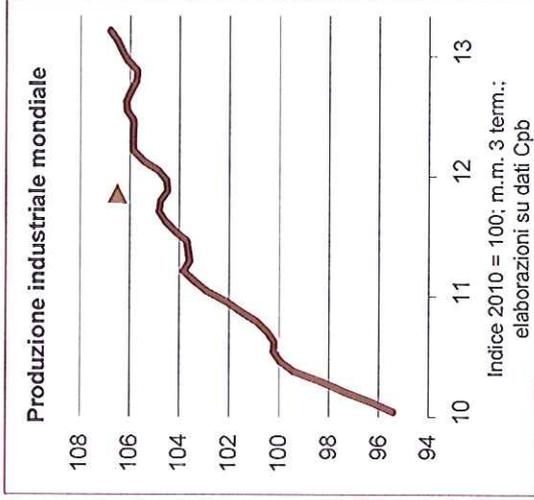
Scenario economico internazionale

Roma, 9 luglio 2013

www.refricerche.it

Dal rallentamento del 2012 all'inizio di una ripresa nel 2013

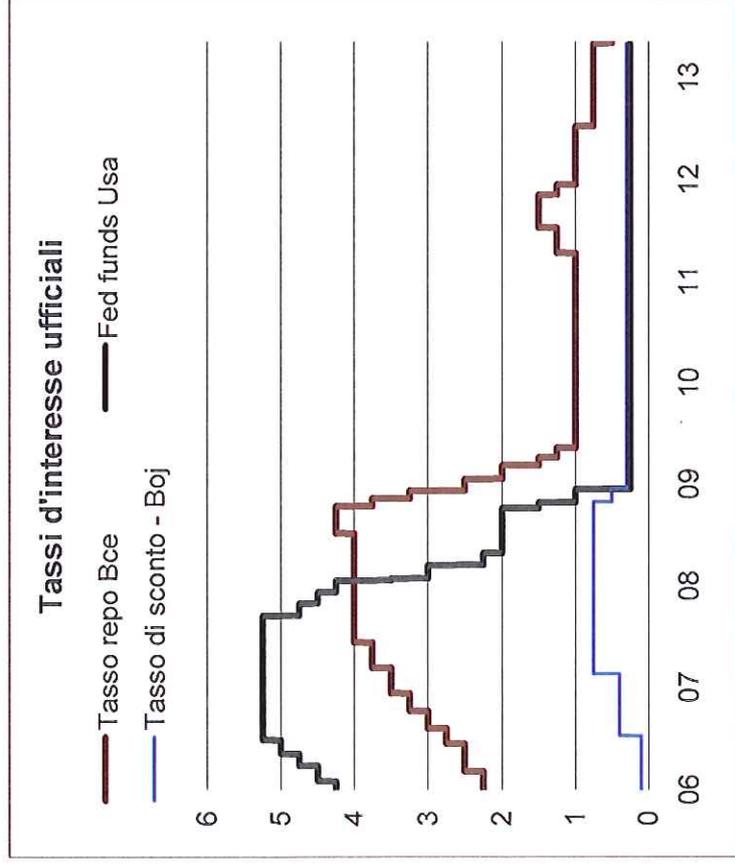
● **Rallentamento economia globale nel 2012 (crisi della periferia europea)**



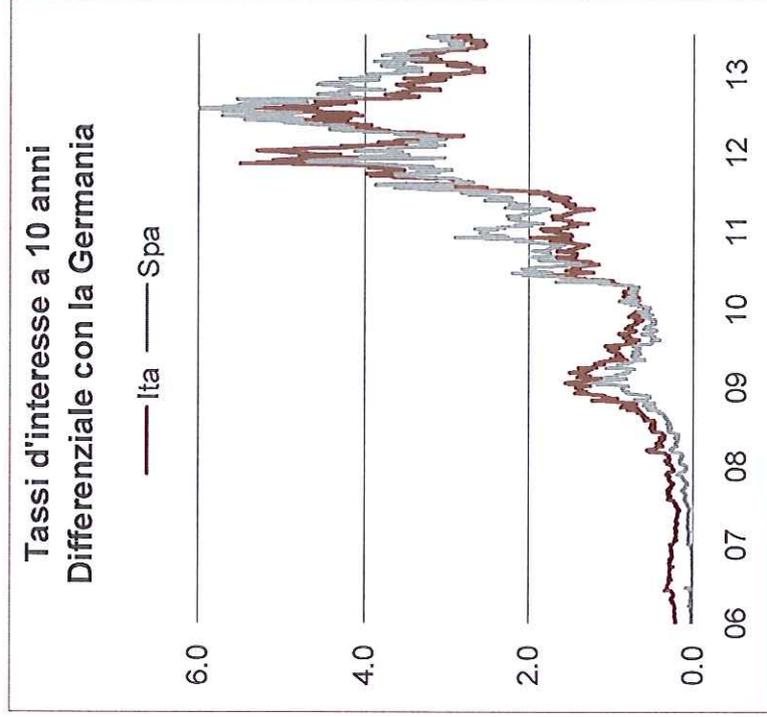
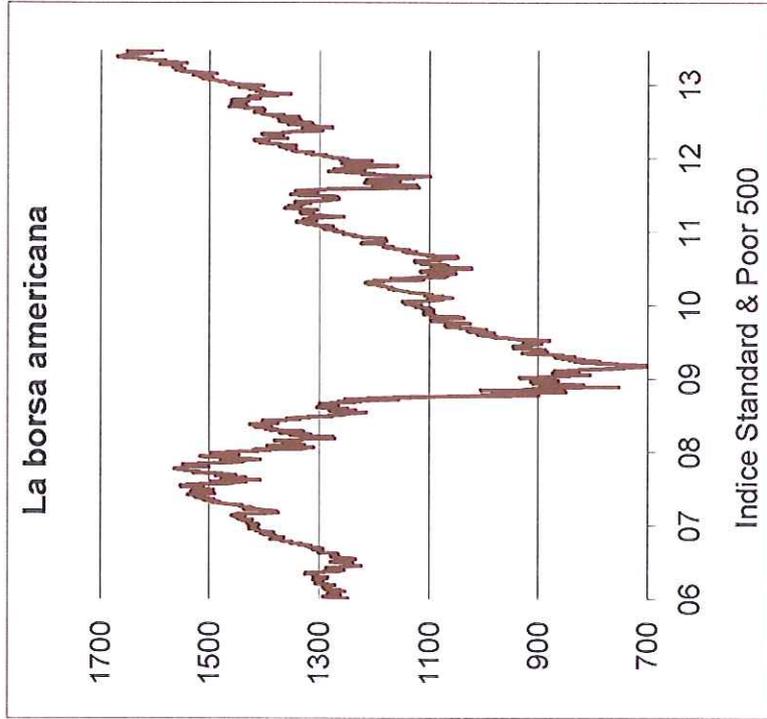
- Su quali premesse poggia la ripresa internazionale?
 - ✓ Spinte dai mercati finanziari: effetti ricchezza, riduzione del costo del capitale.
 - ✓ Flessione prezzi delle materie prime

Reazione politiche monetarie

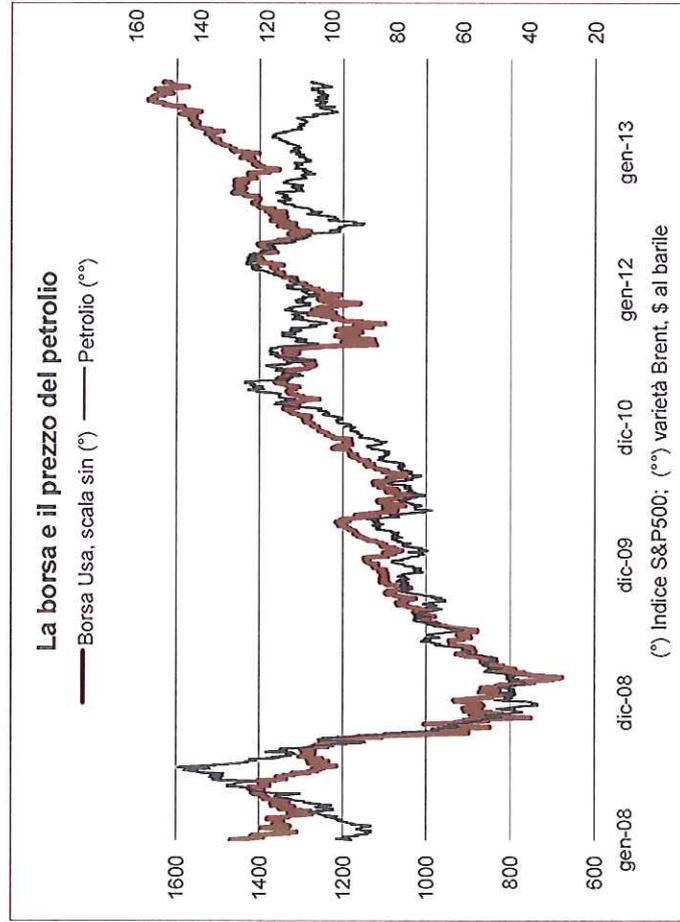
- Debolezza economia reale contrastata da banche centrali
 - ✓ Fed (quantitative easing, revisione target politica monetaria con obiettivo su disoccupazione, giugno 2013 annuncio avvio *exit strategy* dal 2014)
 - ✓ Bce (Ltro: operazioni di finanziamento a lungo termine delle banche; Omt: disponibilità ad acquisti immediati di titoli di Stato a breve termine della banche)
 - ✓ Boj (quantitative easing e obiettivo d'inflazione al 2.5 per cento entro il 2014)

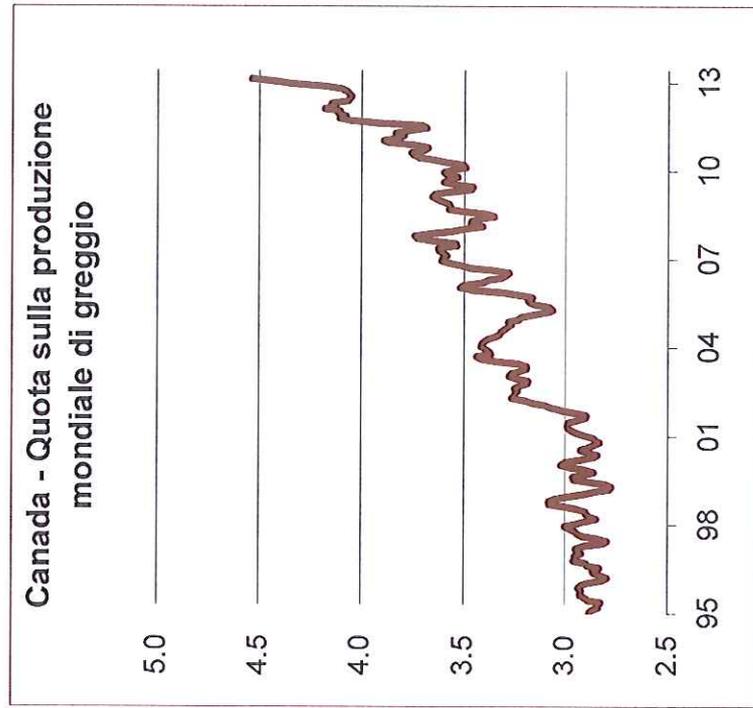
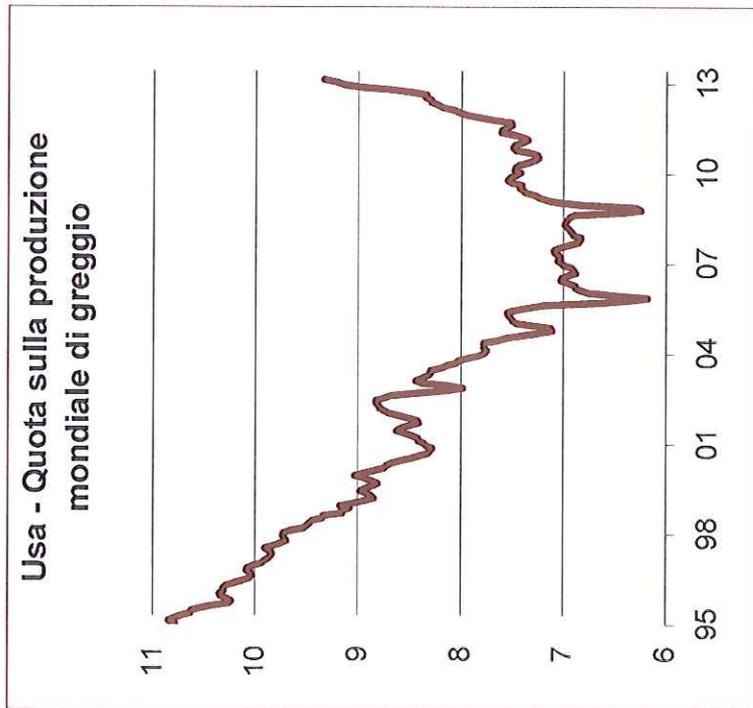


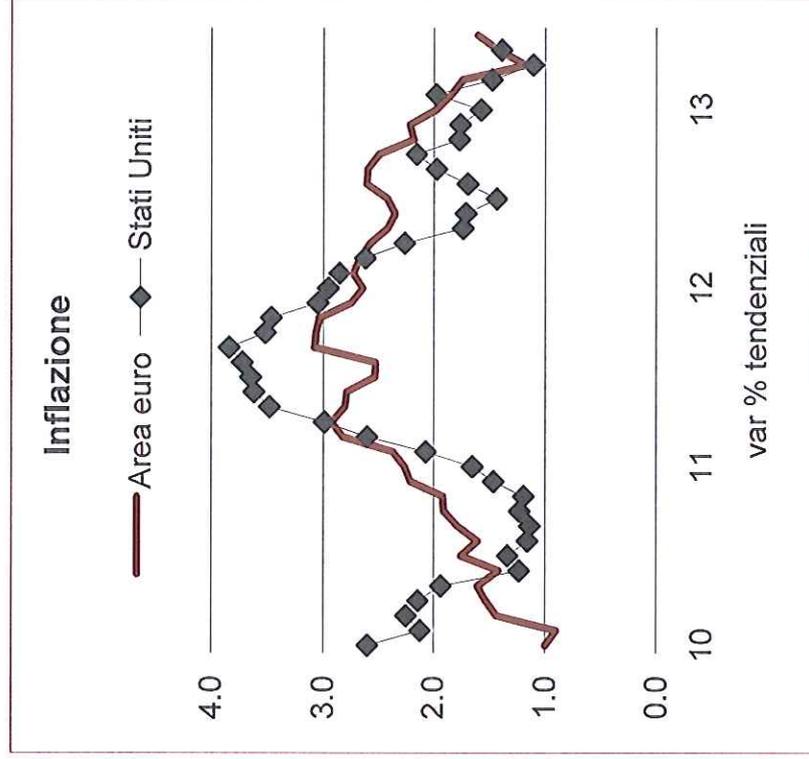
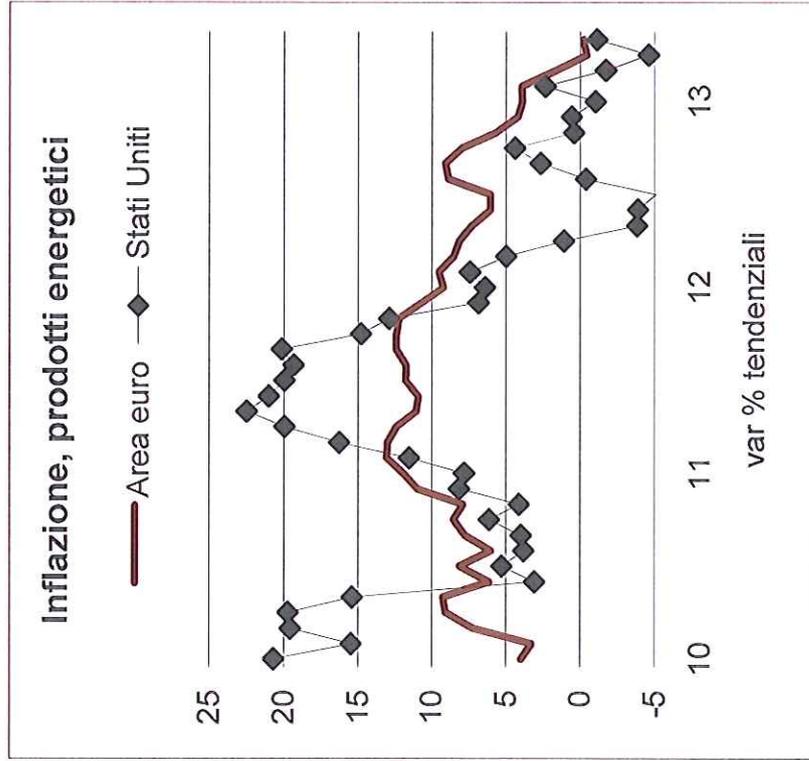
Effetti positivi sui mercati finanziari



Assecondati da un quadro energetico più favorevole

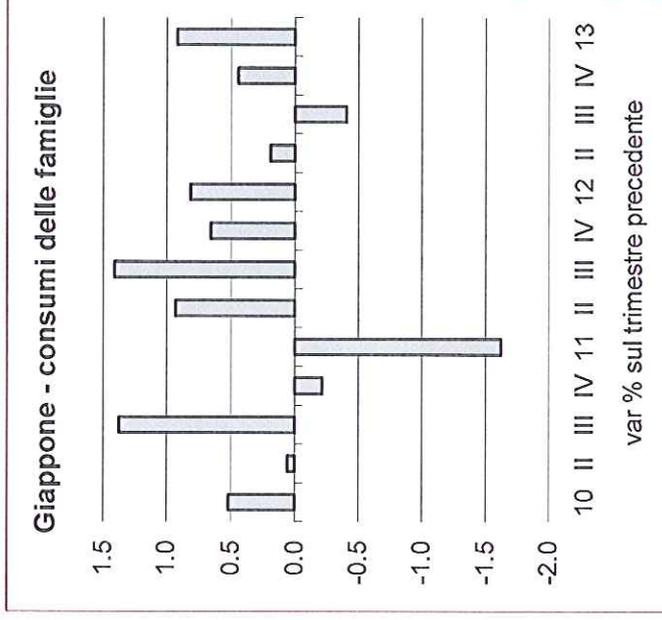
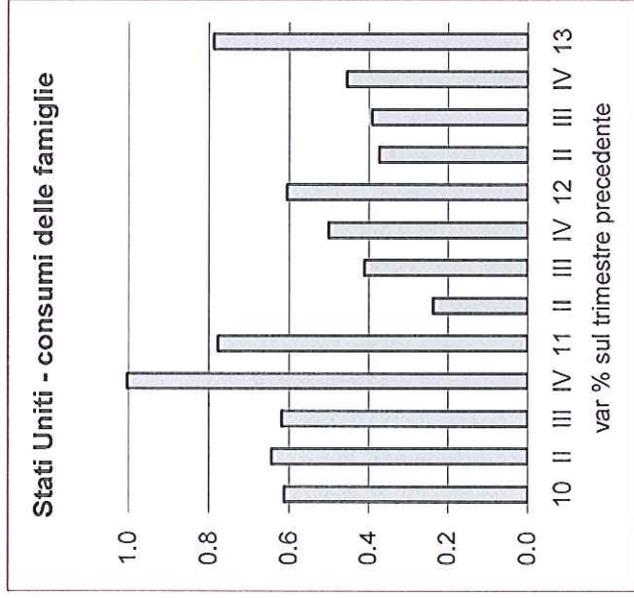






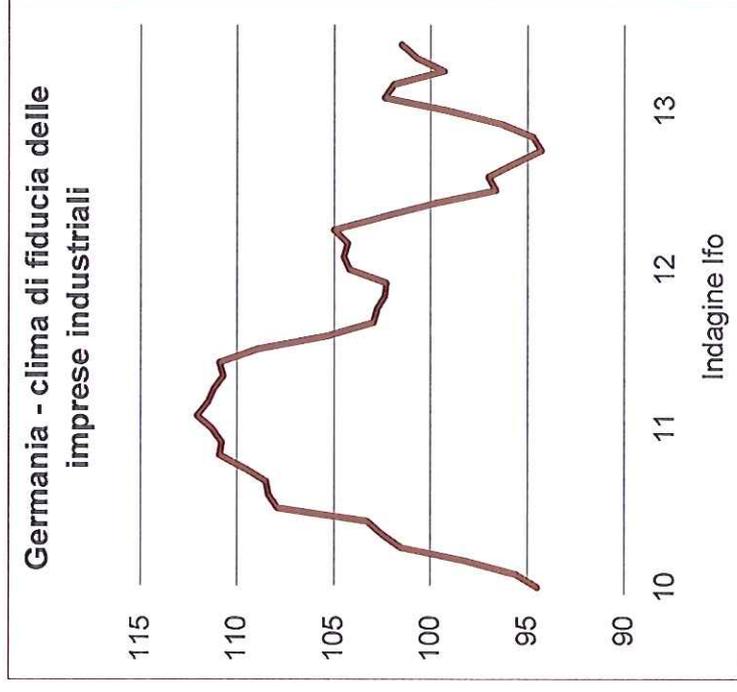
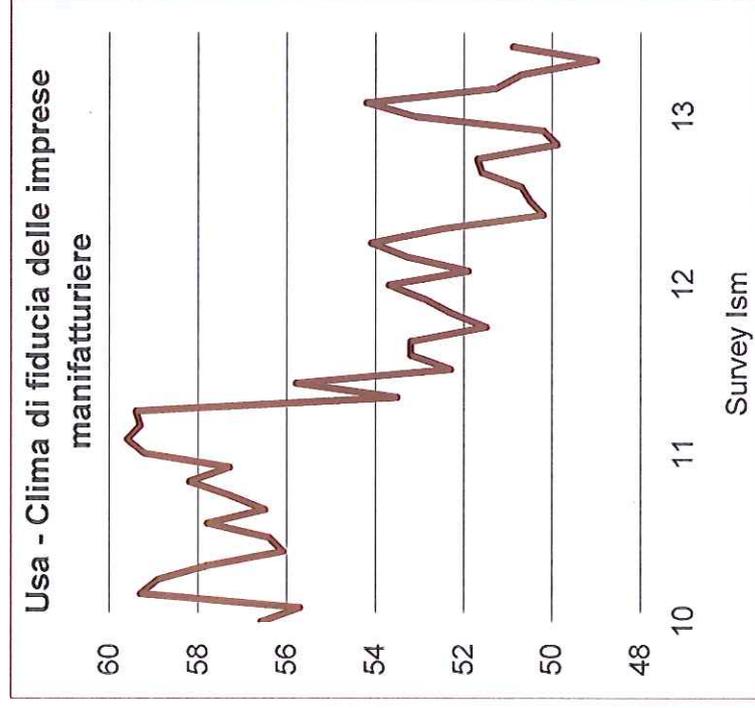
Primi segnali positivi dai consumi

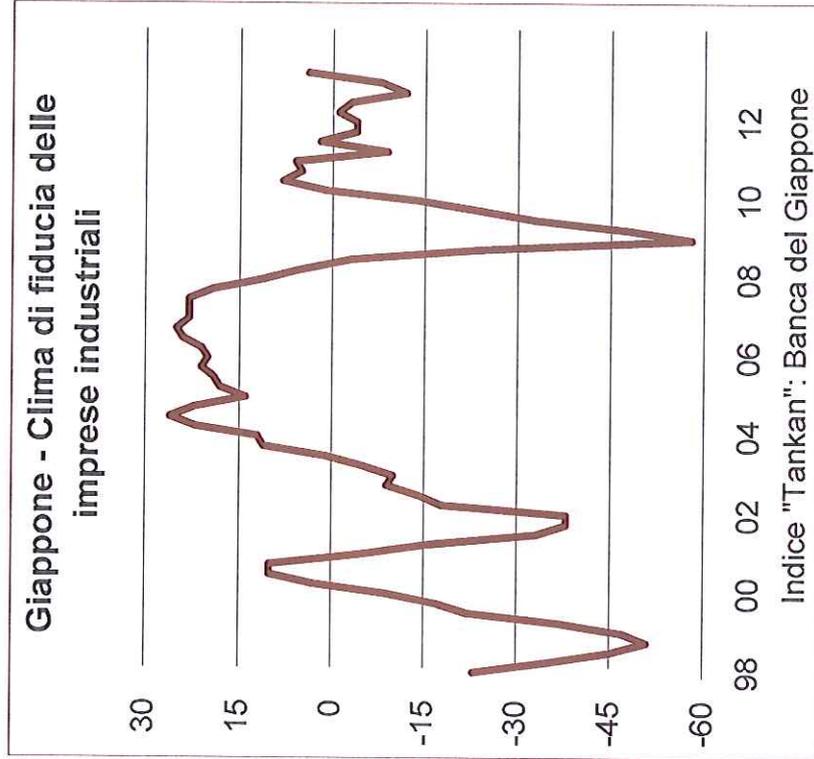
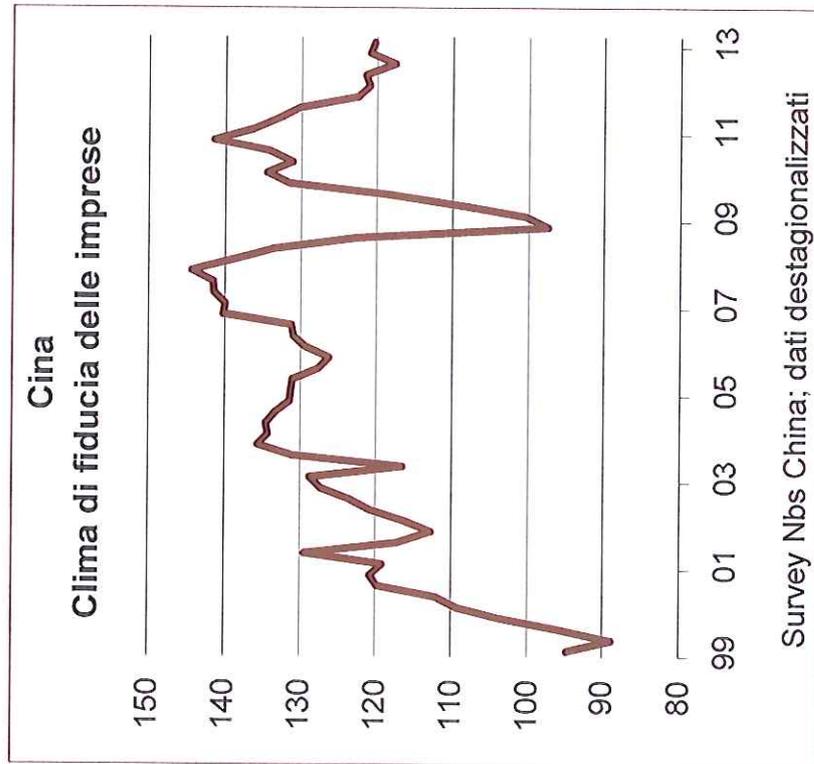
*Recupero mercati
finanziari e caduta
inflazione iniziano a
sostenere le famiglie*



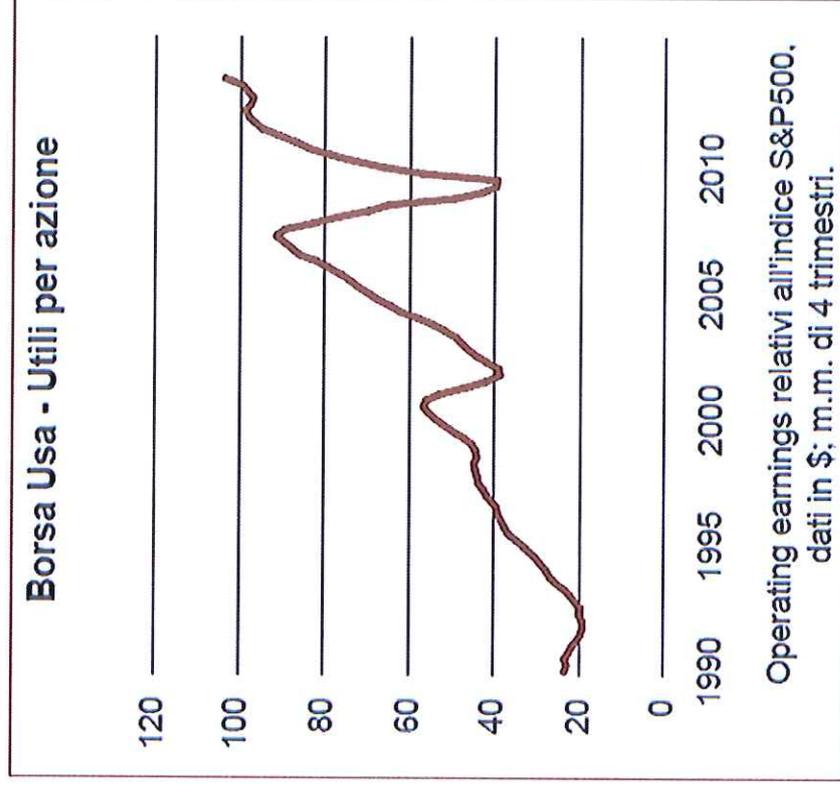
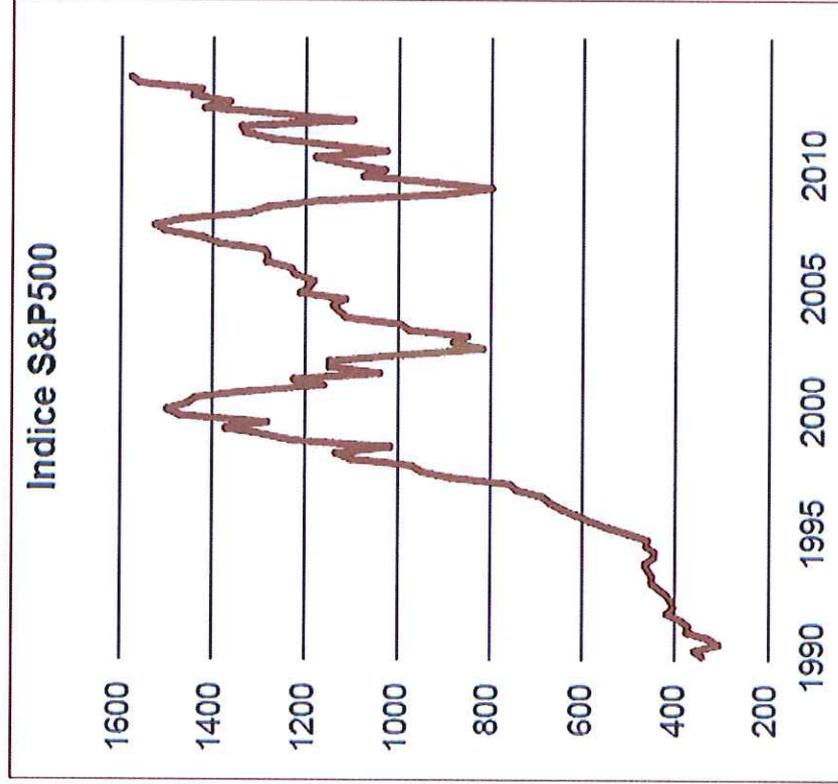
Riscontri più incerti da parte delle imprese

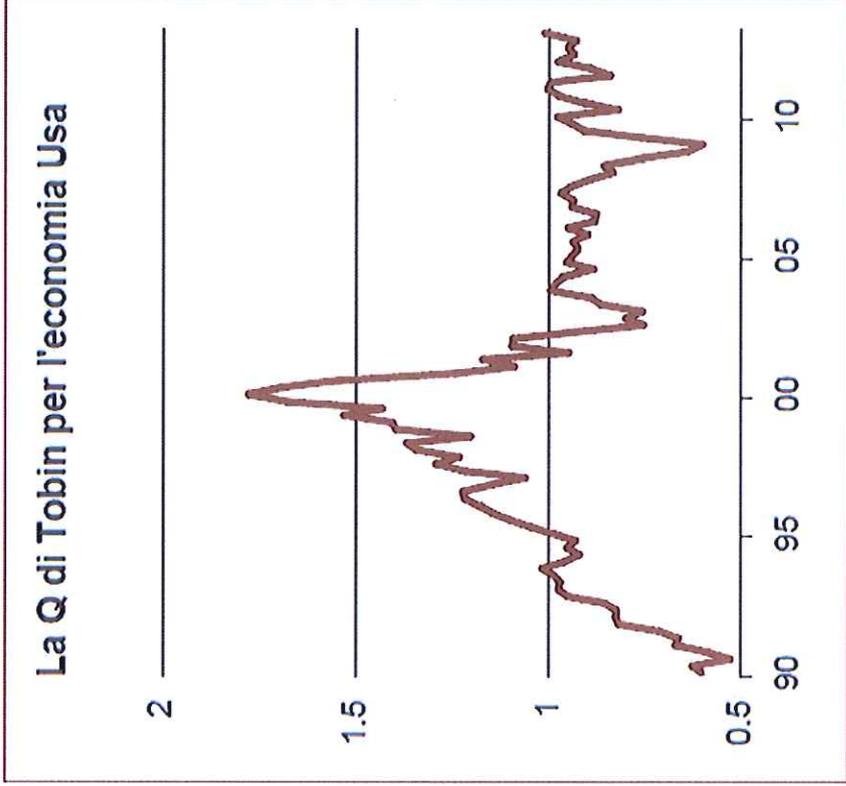
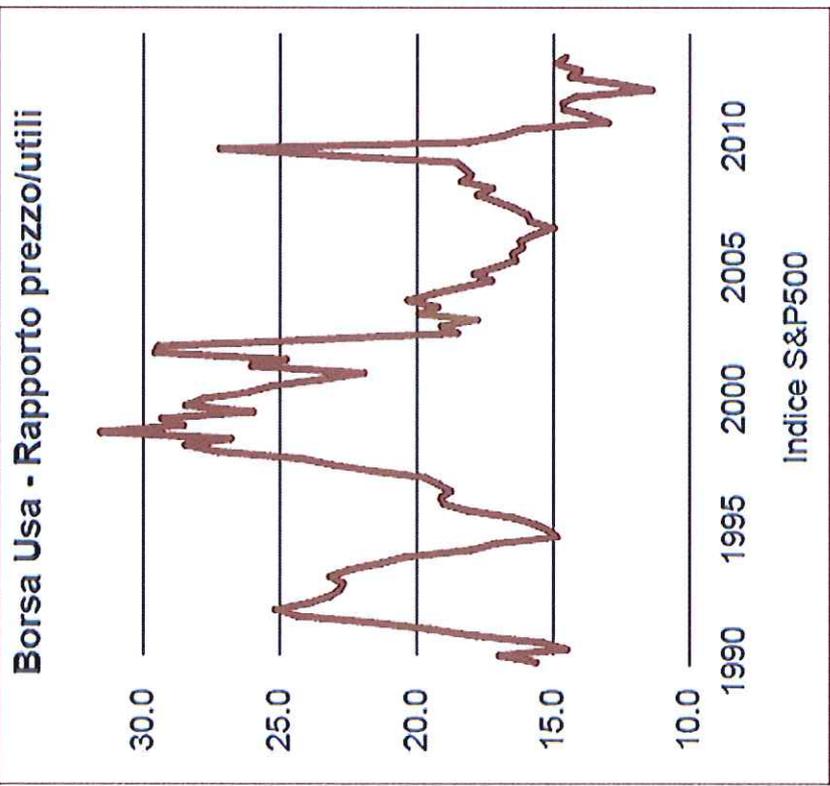
- Effetto yen debole
- Ancora non vi sono le condizioni per la riattivazione del ciclo degli investimenti



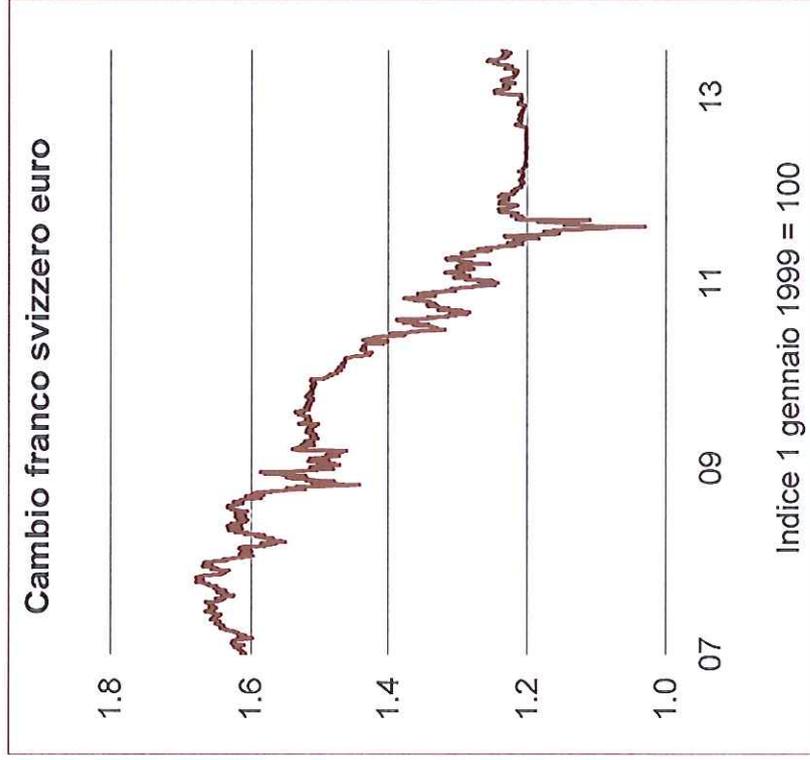
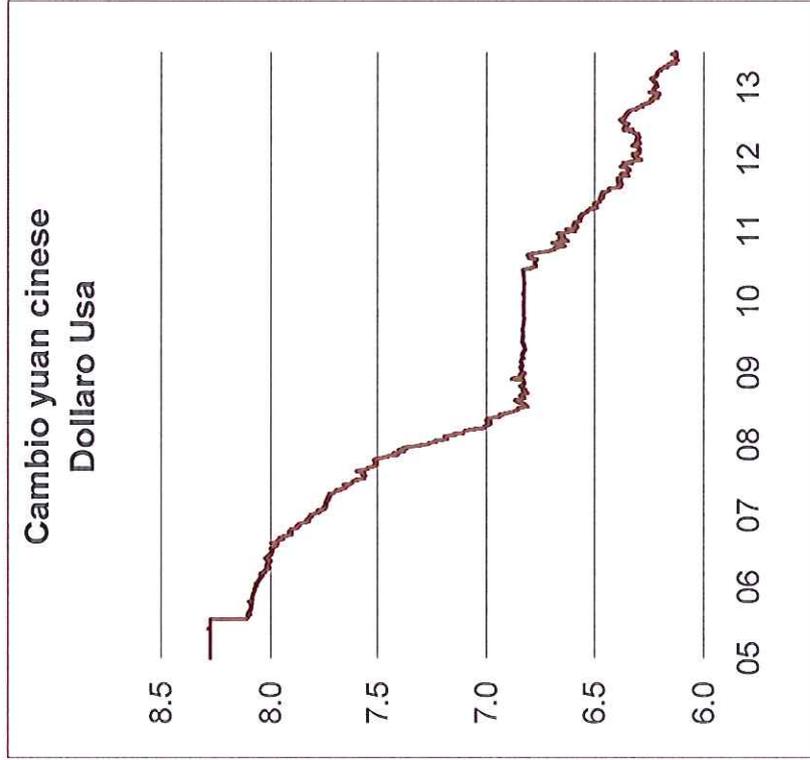


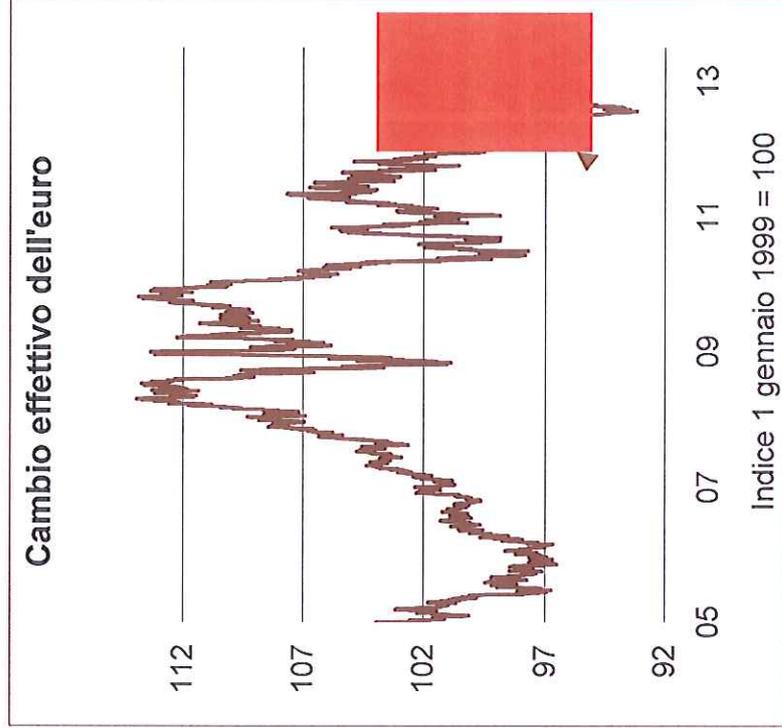
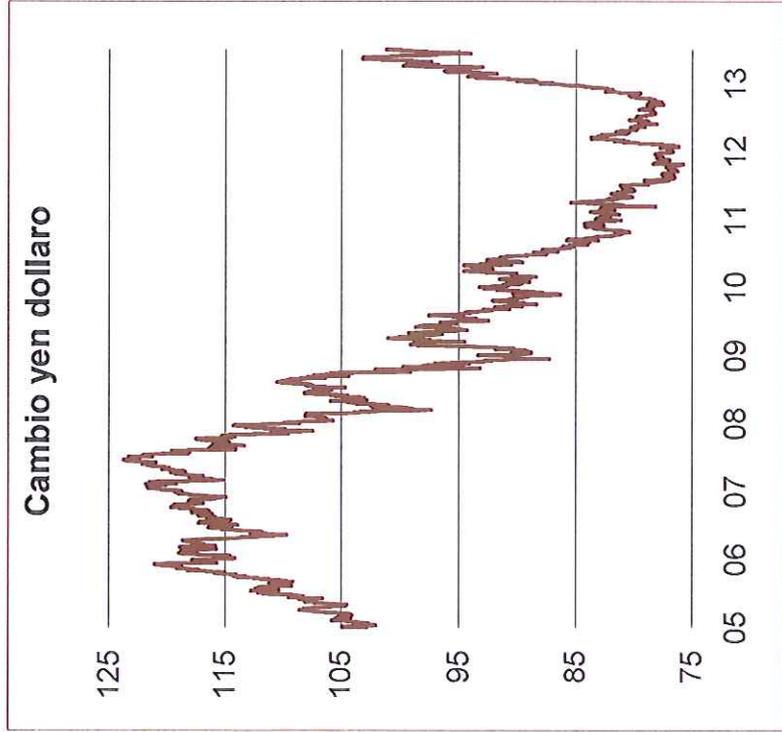
Il rischio di sopravvalutazione del mercato azionario americano





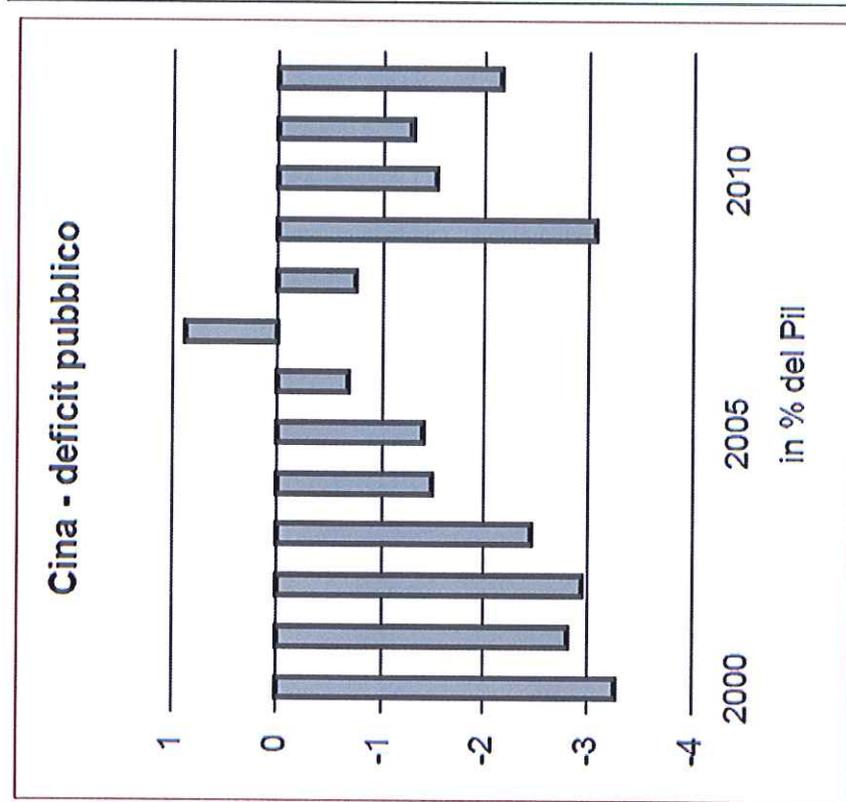
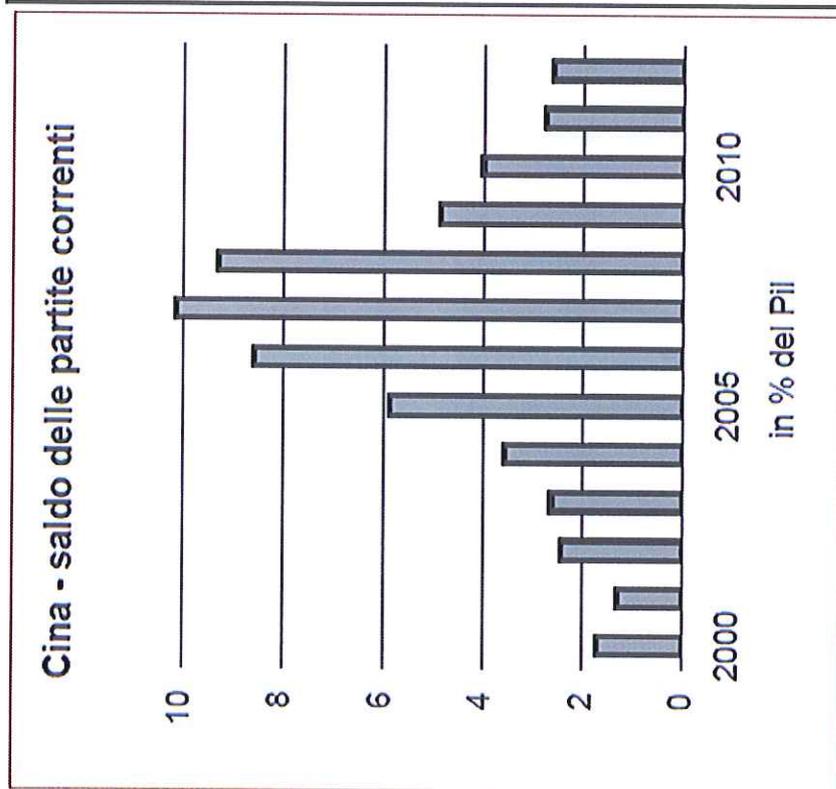
Attriti valutari



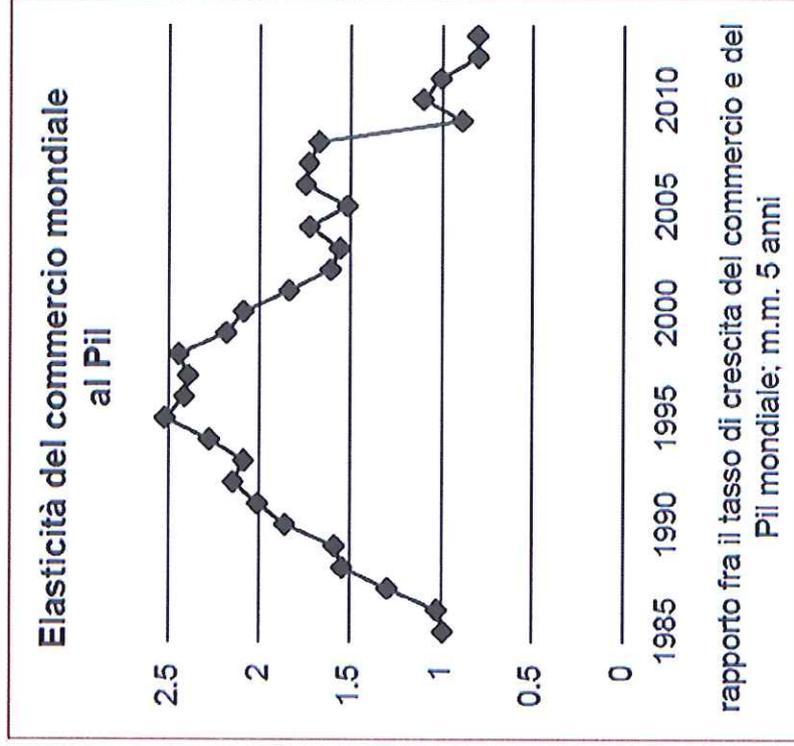
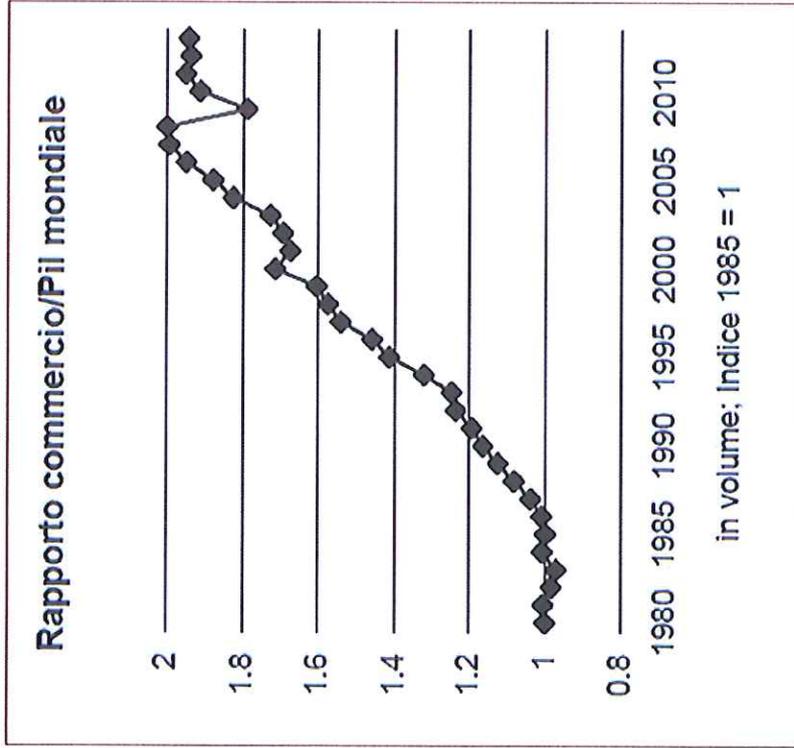


Apprezzamento dell'euro

Rallentamento cinese

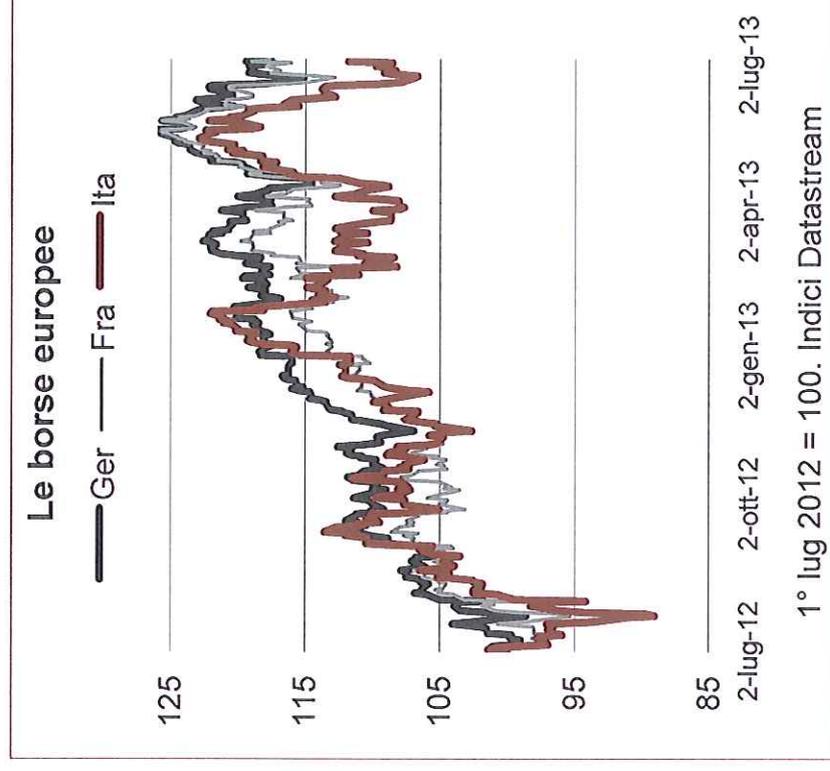
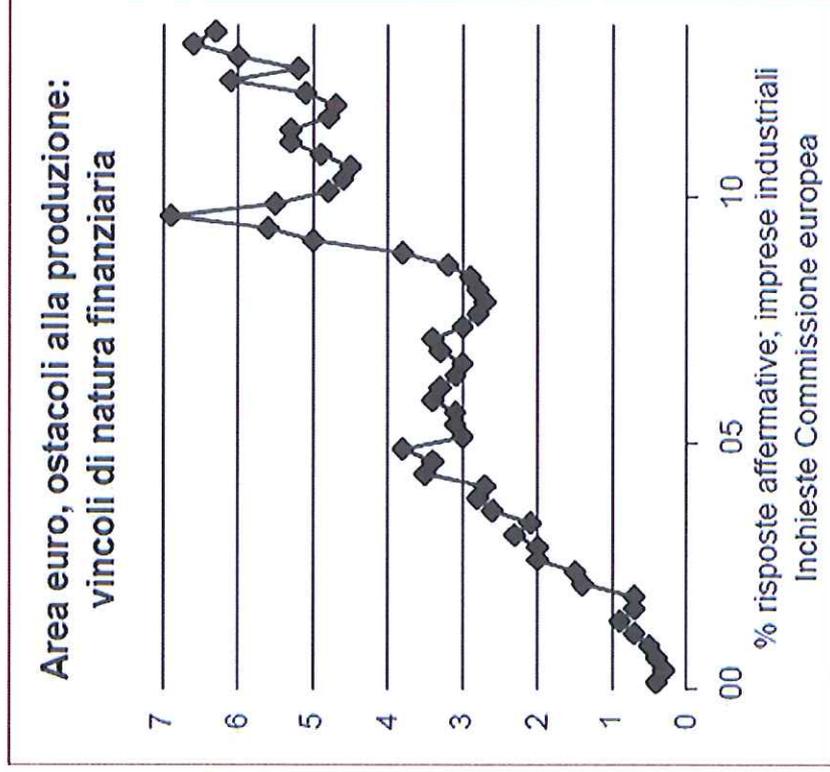


Frenata del commercio mondiale

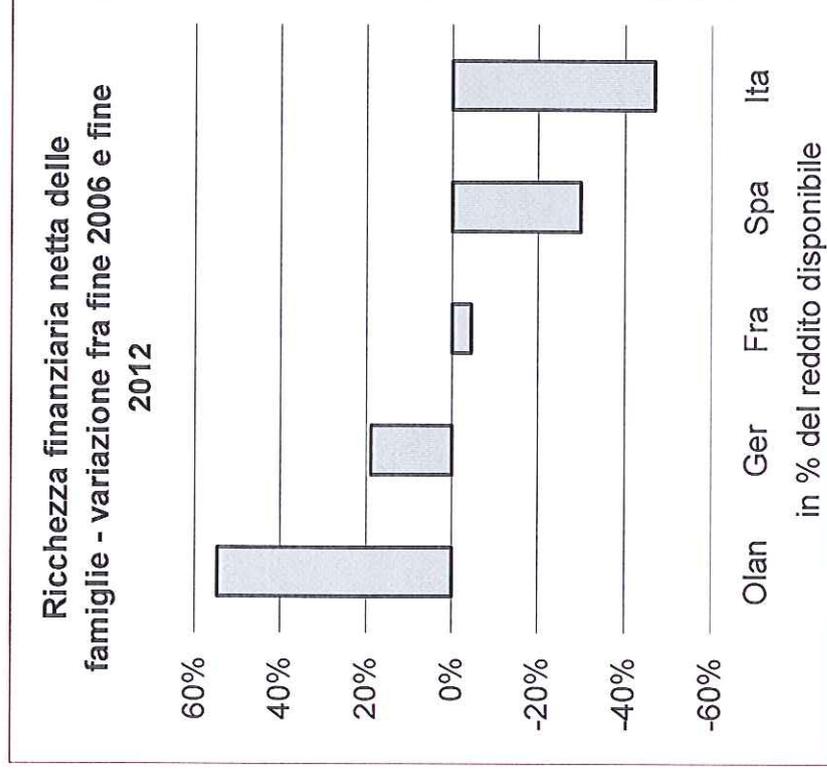
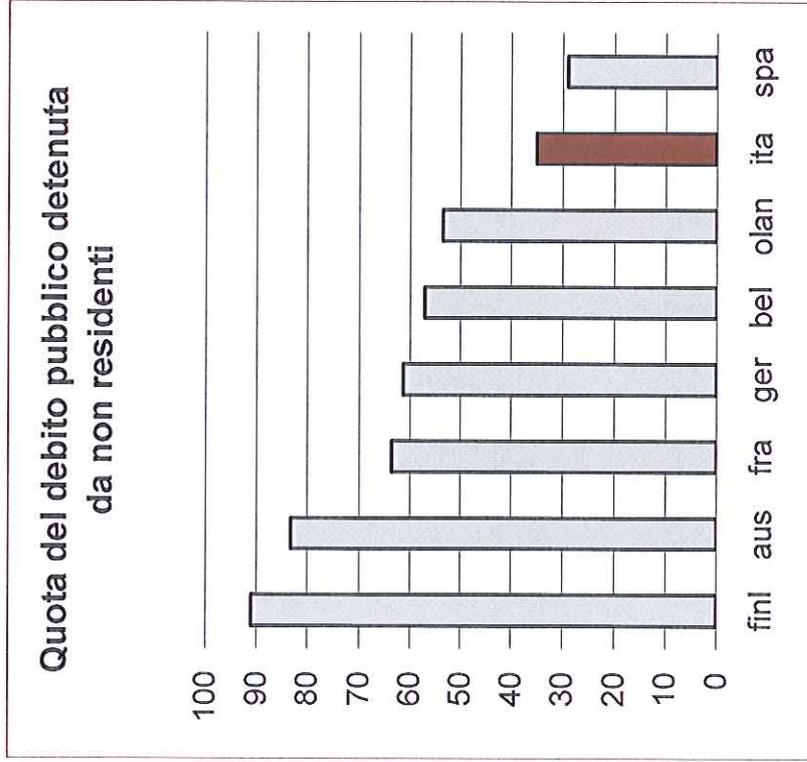


- Ancora indietro nella ripresa
- Fattori di potenziale miglioramento:
 - ✓ Impatto positivo della ripresa internazionale e stabilizzazione prezzi commodities
 - ✓ Miglioramento condizioni finanziarie
 - ✓ Attenuazione stretta fiscale
 - ✓ Graduale stabilizzazione aspettative
- Elementi di incertezza
 - ✓ Ancora difficile l'uscita dei paesi della periferia dal *credit crunch*
 - ✓ Tenuta mercati ancora legata alla Bce

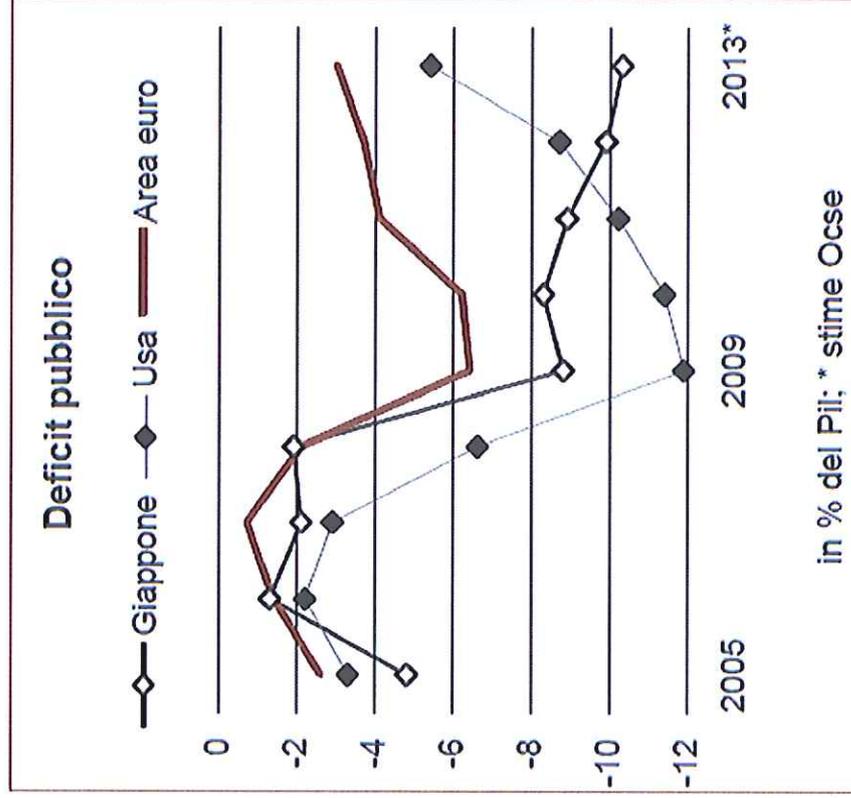
Qualche segnale di miglioramento dai mercati, ma peirferia dipende ancora troppo dal sostegno della Bce, razionamento del credito



e c'è molto terreno da recuperare.....



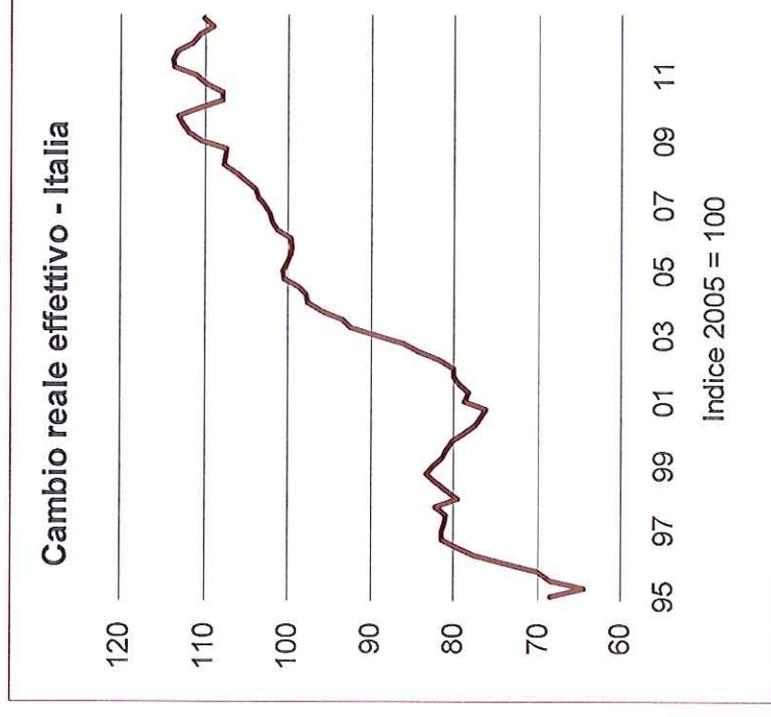
Attenuazione stretta fiscale

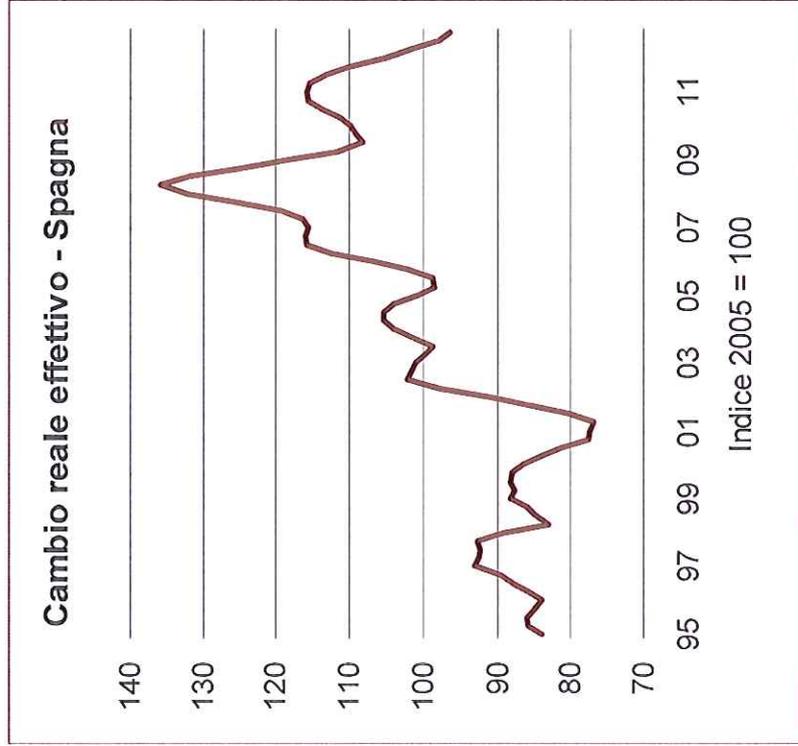
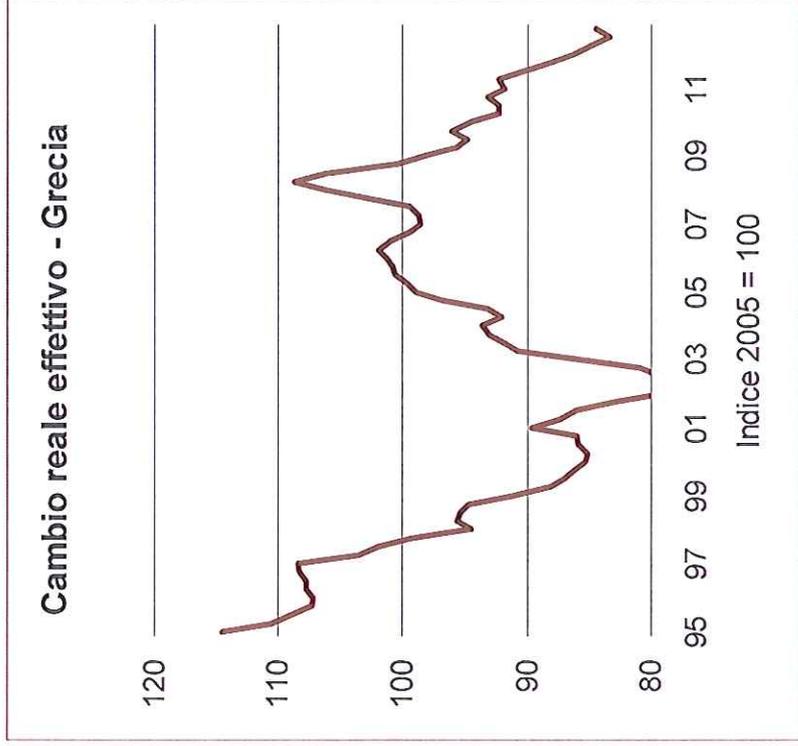


- Rispetto alle altre aree, il consolidamento fiscale è in una fase più avanzata. Dal 2014 la stretta inizia a rientrare per fare posto ad una stance neutrale della politica di bilancio

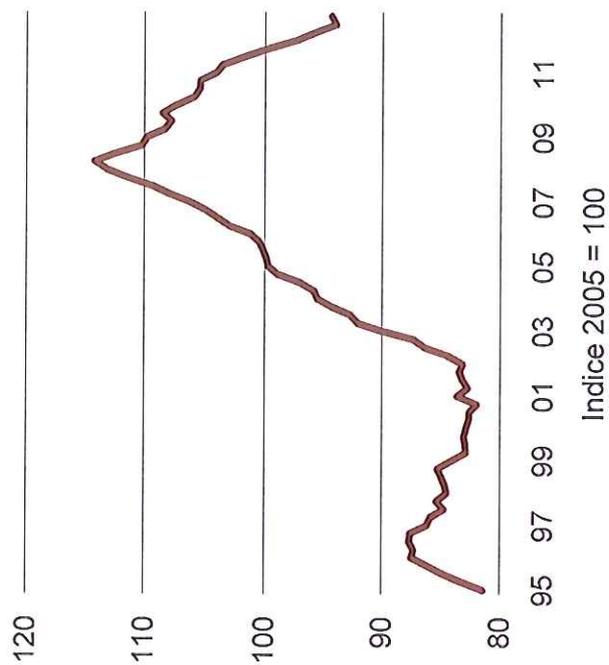
Il percorso di aggiustamento dei paesi della periferia non è completato

- Indicatori di cambio reale effettivo basati sul Clup del manifatturiero
- L'Italia ha smesso di perdere competitività
- La Germania ha smesso di guadagnarne
- Molti paesi stanno recuperando posizioni (Spagna, Grecia, Portogallo, Francia) essenzialmente verso l'esterno dell'area euro

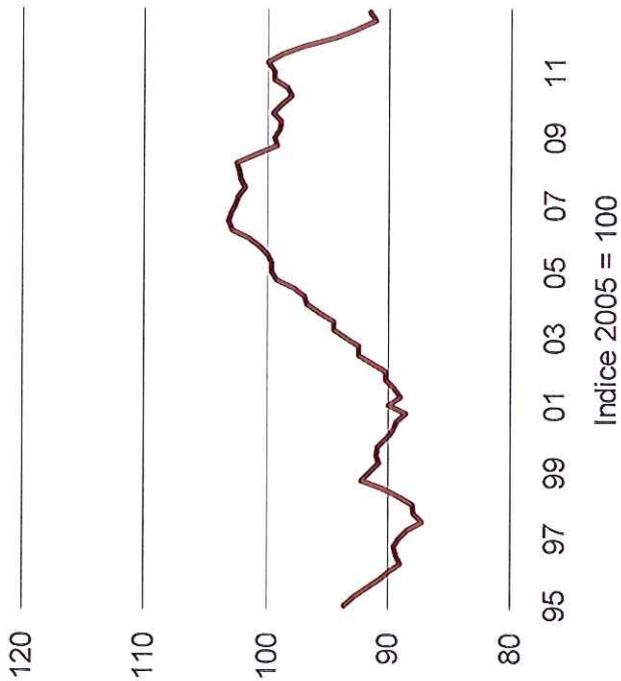




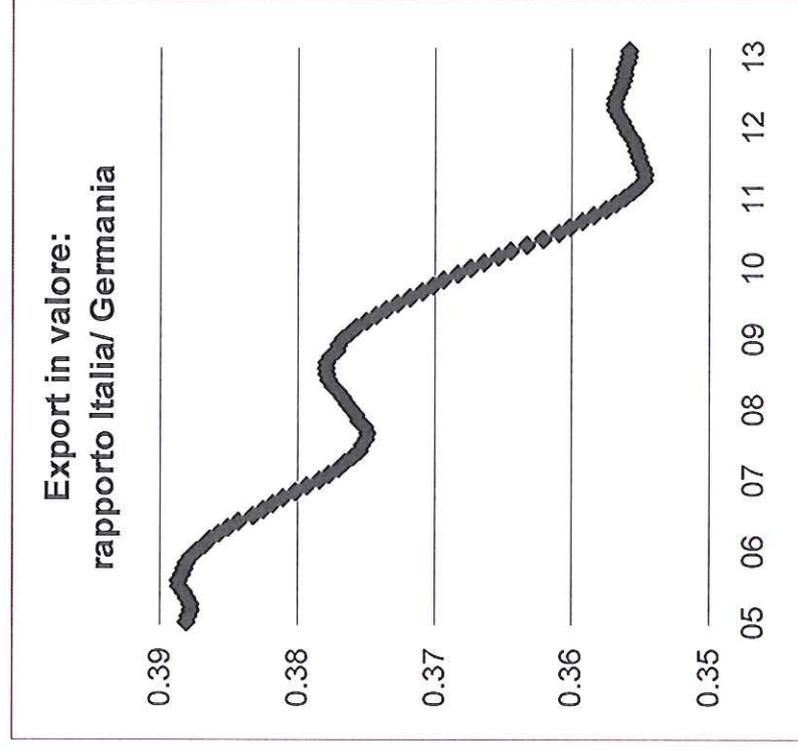
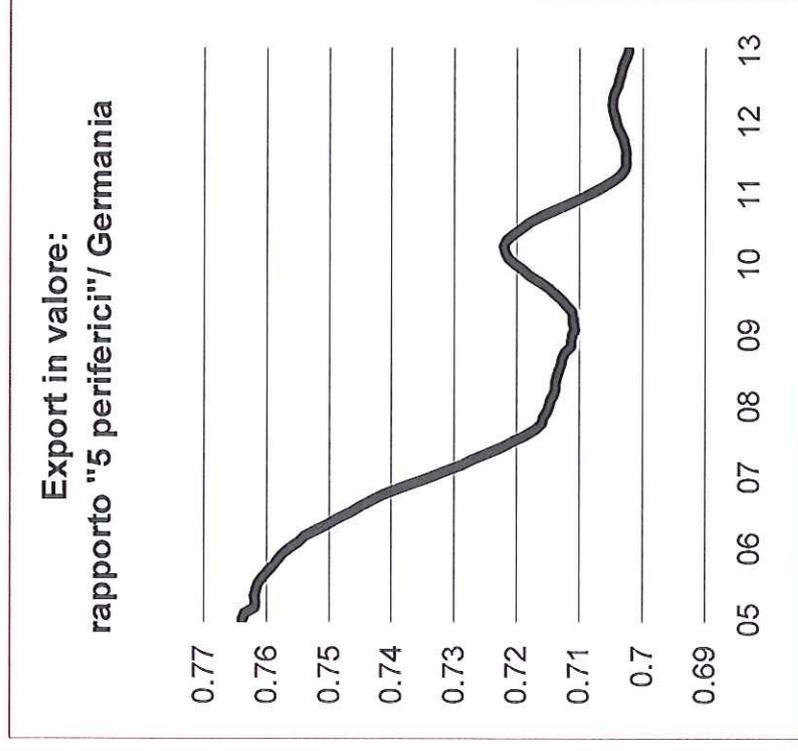
Cambio reale effettivo - Francia



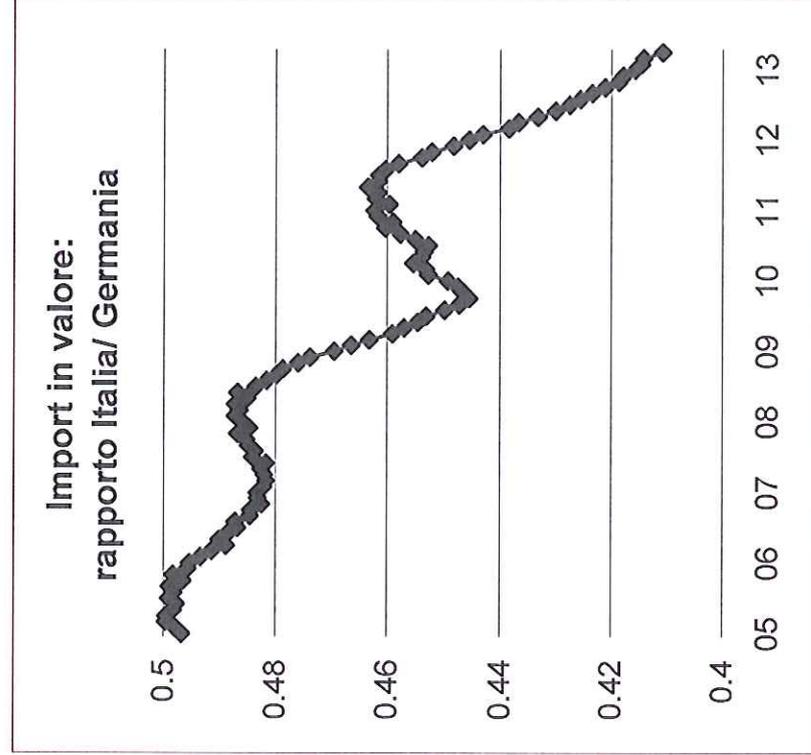
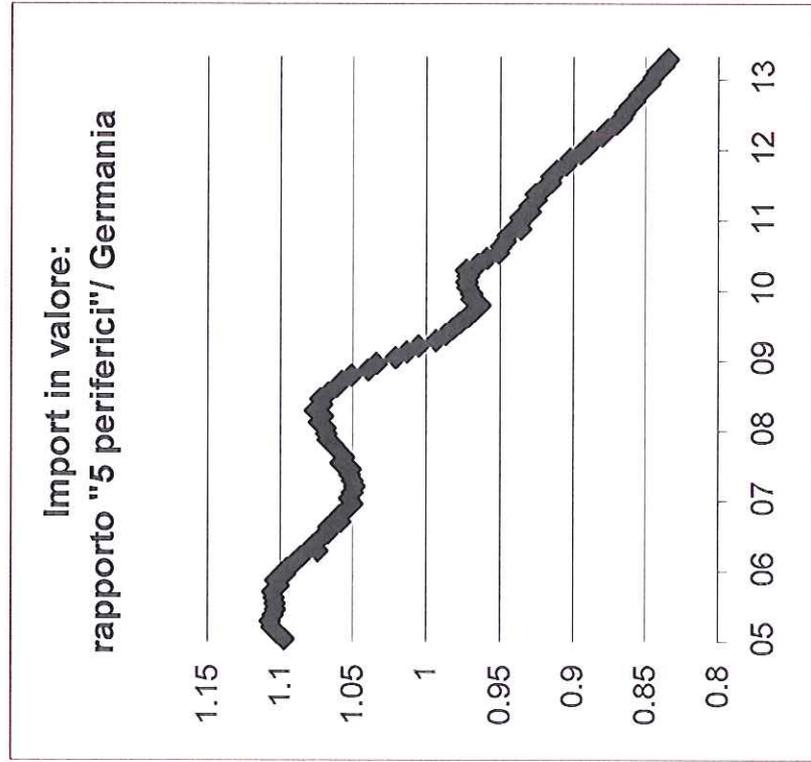
Cambio reale effettivo - Portogallo



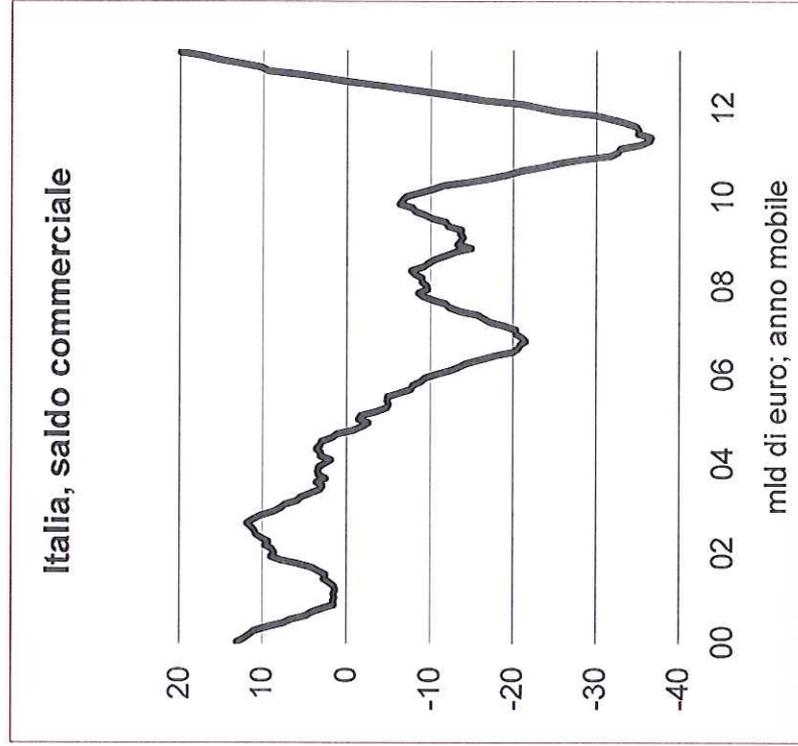
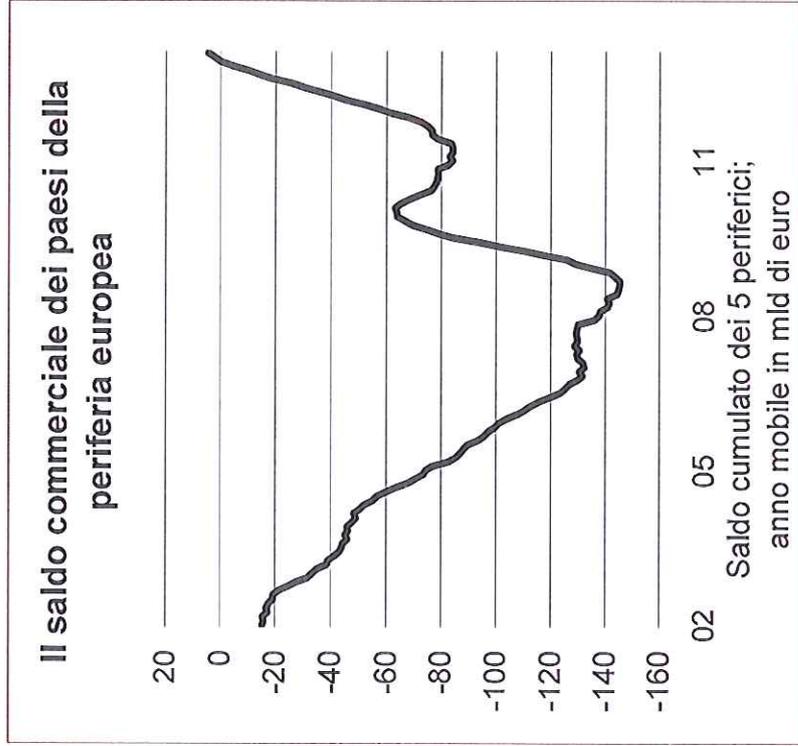
Il processo di aggiustamento: primi miglioramenti per l'export.....



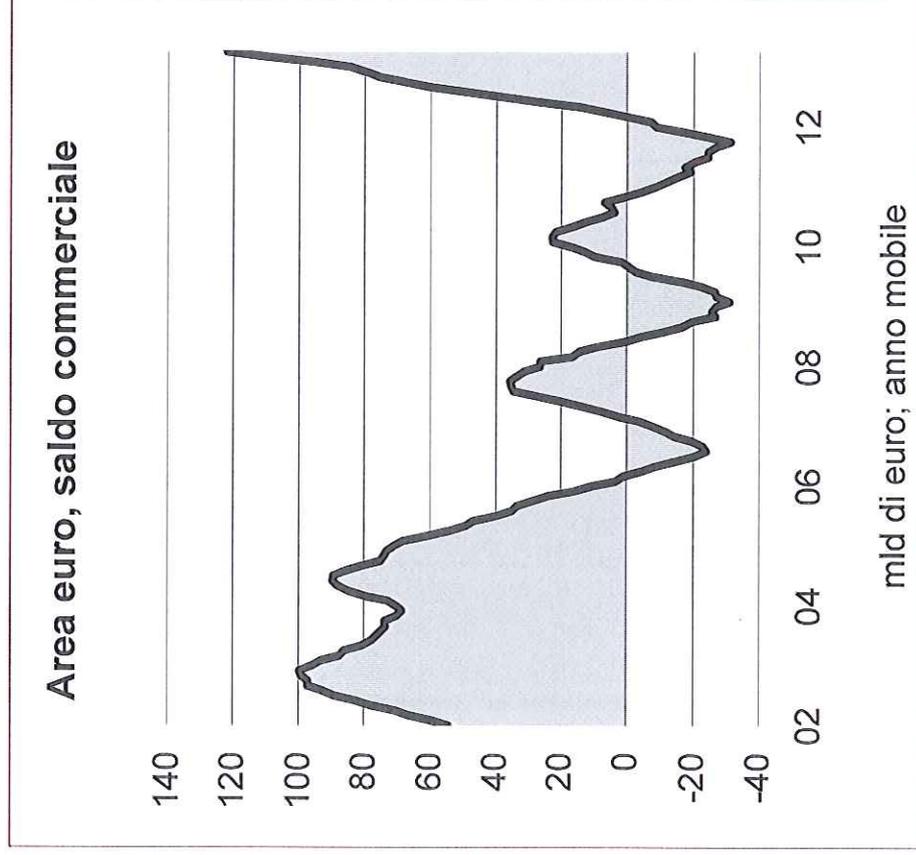
.....ma l'andamento dei saldi è dominato dall'import



La recessione determina un surplus crescente dei paesi della periferia



Surplus record dell'area euro e rischi valutari



- In media l'area euro ha guadagnato competitività verso l'esterno durante gli anni scorsi
- L'Italia è fra i periferici il paese che ha migliorato meno la propria posizione competitiva.
- **Rischi da cambiamenti scenari valutari e possibilità euro forte**