

INTRODUZIONE

Il 2008 si è presentato come un anno a due facce, in cui le tendenze emerse negli ultimi mesi sono risultate sensibilmente diverse da quelle che avevano segnato buona parte del periodo precedente. Nella prima metà del 2008, lo scenario internazionale è stato caratterizzato da un rallentamento più o meno intenso, ma limitato alle principali economie, e da un'inflazione in decisa ascesa. Nella parte finale dell'anno questi andamenti hanno ceduto il passo a una marcata e diffusa recessione, accompagnata dal rapido ripiegamento delle tensioni nei prezzi. Il punto di boa in corrispondenza del quale si è concretizzato il peggioramento di prospettiva è stato costituito dall'aggravarsi, dopo l'estate, della crisi finanziaria e creditizia, avviata un anno prima dall'insolvenza del settore dei mutui *subprime* negli Stati Uniti, nonché dall'inversione delle quotazioni del greggio e delle altre materie prime.

L'appesantirsi della turbolenza finanziaria dopo il fallimento, nel mese di settembre, di *Lehman Brothers* e la caduta dei corsi dei prodotti primari hanno spinto le autorità di politica monetaria nelle maggiori economie a modificare gli orientamenti rispetto a quelli che sembravano prevalere prima dell'estate. A luglio, la Banca Centrale Europea (BCE) aveva innalzato di un quarto di punto (al 4,25%) il tasso di *policy* per contrastare il rischio che l'emergere di attese inflazionistiche nella zona euro finisse col riflettersi in un inasprimento delle pressioni salariali. Anche sull'altra sponda dell'Atlantico erano andate consolidandosi, a inizio estate, aspettative di rialzi dei tassi da parte della *Federal Reserve* sotto la spinta dell'accelerazione inflazionistica determinata dai prezzi dell'energia. Dopo l'estate, tutte le banche centrali hanno preso a orientarsi rapidamente nella direzione del sostegno del sistema bancario e della congiuntura reale, con diminuzioni spesso coordinate dei tassi ufficiali di interesse e ingenti immissioni di liquidità, di dimensioni senza precedenti nell'esperienza del dopoguerra. L'obiettivo si è così spostato dall'esigenza di ridurre la moneta in circolazione nei sistemi e di bloccare le aspettative di inflazione a quello, opposto, di fornire mezzi liquidi per contenere il rischio che una brusca contrazione del credito si ripercuotesse sulle economie reali. Drastico è stato soprattutto il mutamento di rotta operato dalla BCE che a partire da ottobre ha abbassato, con tre interventi a cadenza mensile, il tasso di rifinanziamento del settore bancario portandolo al 2,5% a fine anno. Da rilevare anche l'azione espansiva adottata dalla Cina che ha ridotto il tasso di interesse nel periodo autunnale; una iniziativa sintomatica delle difficoltà di crescita interna che hanno cominciato a evidenziarsi nel sistema che ha costituito il principale volano dell'economia globale degli ultimi anni. Peraltro, la crisi finanziaria avviata nel cuore dell'area industrializzata è arrivata a contagiare in autunno anche vari paesi emergenti dell'Europa, dell'Asia e dell'America Latina, interessati, in varia misura, da fattori di fragilità.

Questo scenario in rapida modificazione ha condizionato l'evolvere della congiuntura economica italiana. La tendenza al peggioramento evidenziatasi già prima del precipitare della crisi finanziaria, a causa dei marcati rialzi delle materie prime e del rallentamento globale, si è oltremodo accentuata negli ultimi mesi dell'anno, in stretta correlazione con gli andamenti in rapida caduta sperimentati, nello stesso periodo, dai principali paesi dell'area europea. Il prodotto interno lordo dell'Italia è diminuito, nel 2008, dell'1%; le dinamiche infra-annuali dell'attività economica, corrette per gli effetti del calendario e la stagionalità, pongono in luce che, dopo la marginale contrazione nel primo semestre (-0,1% rispetto ai precedenti sei mesi), un calo molto marcato ha avuto luogo nella seconda metà dell'anno (-2% rispetto al periodo gennaio-giugno); la discesa dell'attività produttiva è apparsa, peraltro, in progressivo appesantimento tra il terzo (-0,7% sui tre mesi precedenti) e il quarto trimestre dell'anno (-1,9%).

La flessione del PIL in media d'anno è stata principalmente trainata dalla contrazione del valore aggiunto dell'industria in senso stretto che ha risentito in pieno dell'impatto derivante dal marcato indebolimento della domanda mondiale e dal netto deterioramento del clima di opinione degli imprenditori. In riduzione è risultata anche l'attività nelle costruzioni e, in misura alquanto più contenuta, nei servizi; in quest'ultimo caso, la modesta diminuzione del valore aggiunto è stata determinata dalla riduzione sperimentata nel commercio, alberghi, trasporti e comunicazioni, a fronte di evoluzioni favorevoli negli altri comparti. Dopo tre anni di continua caduta, l'attività agricola ha registrato un rimbalzo nel 2008.

Dal lato della domanda, contrazione dei consumi delle famiglie, riduzione degli investimenti delle imprese e brusca frenata delle esportazioni – che avevano sospinto l'ultima fase di ripresa – hanno contribuito al peggioramento dell'attività economica nel corso del 2008. In particolare, la spesa delle famiglie residenti si è ridimensionata rispetto all'anno precedente (-0,9%), risultando frenata, nella prima metà dell'anno, dall'erosione di potere d'acquisto determinata dall'accelerazione dell'inflazione e subendo poi i contraccolpi dell'aumento dell'incertezza, connessa alla crisi dei mercati creditizi e finanziari, nei mesi finali del 2008.

In deciso ripiegamento sono risultati gli investimenti fissi lordi (-3%), riflettendo una drastica caduta di quelli in macchinari e attrezzature e contrazioni significative nei mezzi di trasporto e nelle costruzioni. Il deterioramento delle prospettive di domanda interna e internazionale ha presumibilmente spinto a rimandare i piani di investimento delle aziende. Oltre all'innalzamento del livello di incertezza, la rapida diminuzione del grado di utilizzo della capacità produttiva e il timore di un possibile irrigidimento delle condizioni di accesso al credito hanno verosimilmente vie più frenato il processo di accumulazione.

Le esportazioni di beni e servizi, dopo la significativa *performance* positiva degli ultimi anni (+4,2% in media all'anno, in volume, tra il 2003 e il 2007), hanno subito un forte caduta nel 2008 (-3,7%). L'arretramento delle vendite all'estero si è soprattutto concentrato negli ultimi mesi dell'anno (-7,4% nel quarto trimestre rispetto ai precedenti tre mesi, sulla base dei dati corretti per il calendario e destagionalizzati), in concomitanza dell'approfondirsi della recessione in Europa e, in particolare, nei principali mercati di sbocco delle merci italiane (Germania, in primo luogo). Anche le importazioni di beni e servizi sono risultate in sensibile contrazione (-4,5%), riflettendo l'indebolimento dell'attività economica interna e il calo delle componenti di domanda aggregata a maggiore fabbisogno di *input* intermedi di origine esterna. Tenuto conto della maggiore caduta dell'*import* rispetto all'*export*, il contributo della domanda estera netta alla variazione del PIL si è mantenuto marginalmente positivo nel 2008.

Nel mercato del lavoro, la dinamica dell'occupazione ha cominciato a risentire, nel corso del 2008, del peggioramento dell'attività economica. In termini di "teste", sulla base della Rilevazione delle forze di lavoro, l'evoluzione complessiva è risultata ancora positiva (+0,8%) e solo lievemente inferiore a quella del 2007. In termini di unità di lavoro *standard* di contabilità nazionale, invece, l'andamento è apparso meno favorevole, evidenziando una leggera diminuzione rispetto all'anno precedente (-0,1%). La discrepanza tra le due misurazioni della *performance* occupazionale è da attribuire all'espansione del lavoro a tempo parziale e al maggiore ricorso, soprattutto sul finire dell'anno, alla Cassa Integrazione Guadagni. Sotto il profilo settoriale, nel 2008 si è registrato un aumento delle unità di lavoro *standard* solo nei servizi, a fronte di diminuzioni nell'industria in senso stretto, nelle costruzioni e nell'agricoltura. La crescita del numero dei senza lavoro ha portato, dopo circa un decennio di continui miglioramenti, al rialzo del tasso di disoccupazione (al 6,7%, dal 6% nel 2007).

Nel corso del 2008, la dinamica dell'inflazione è stata guidata in misura pressoché esclusiva dagli alterni sviluppi sui mercati internazionali dei prodotti primari. Nella prima parte dell'anno, i prezzi al consumo hanno subito un forte accelerazione, riflettendo i rincari delle materie prime agricole e l'impennata a livelli *record* delle quotazioni petrolifere. Dall'estate, il repentino mutamento del quadro internazionale, con la marcata caduta del prezzo dei corsi del greggio, ha indotto un veloce rientro dell'inflazione. Il risultato in media d'anno (+3,3% con riferimento all'indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività) segnala un sensibile rialzo rispetto alla dinamica del 2007 (+1,8%), sottendendo, però, il raggiungimento di un picco estivo (+4,1% in luglio e agosto) e una ripida discesa nei mesi successivi (fino al +2,2% in dicembre).

Sul fronte dei conti pubblici, nel 2008 si è realizzato un peggioramento ascrivibile alla difficile situazione congiunturale, al rinvio dall'anno prece-

dente di alcune spese e all'impatto di alcuni provvedimenti di contrasto alla contrazione del ciclo economico nella parte finale dell'anno. L'indebitamento netto delle Amministrazioni Pubbliche si è attestato al 2,7% del PIL, dopo l'1,5% registrato nel 2007. L'avanzo primario è tornato a scendere dopo il rialzo dell'anno precedente (2,4% in rapporto al PIL, contro una percentuale del 3,5% nel 2007), riflettendo in massima parte la maggiore incidenza delle spese al netto degli interessi, a cui si è associata anche una riduzione delle entrate. L'onere per il servizio del debito ha continuato a crescere, anche se meno intensamente che nel recente passato. Il rapporto debito/PIL si è collocato al 105,8% (103,5% del 2007).

1. L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1.1 – SINTESI

Nel 2008 l'economia mondiale ha sperimentato una marcata decelerazione del tasso di espansione rispetto agli anni precedenti: tale dinamica ha riguardato sia la crescita nelle economie avanzate, sia quella delle aree emergenti.

Nonostante la crisi creditizia statunitense, fino ai mesi estivi le prospettive di espansione dell'economia internazionale non sono sembrate compromesse. Nelle economie avanzate, ci si attendeva un rallentamento dell'attività negli Stati Uniti, paese epicentro della crisi; gli effetti sull'economia europea sono apparsi più incerti a causa della scarsità di informazioni sulla reale esposizione delle banche ai titoli "tossici". D'altro canto, l'attività economica nelle aree emergenti è rimasta sostanzialmente robusta. Grazie alla solidità macroeconomica raggiunta da molte di queste economie, nonostante una correzione al ribasso dei mercati azionari, non si sono registrati episodi di "fuga verso la qualità"; inoltre i paesi produttori di materie prime hanno continuato a beneficiare delle crescenti quotazioni del greggio e delle principali *commodity* agricole, che hanno raggiunto i livelli più elevati mai registrati.

Con la fine dell'estate l'evoluzione della crisi creditizia ha subito una accelerazione. Negli Stati Uniti, il fallimento e il salvataggio pubblico delle più importanti banche d'affari, delle due agenzie semigovernative operanti nel settore dei mutui e di una primaria compagnia di assicurazione hanno delineato la concreta possibilità di una crisi globale dei mercati finanziari. In seguito, l'onda d'urto partita dagli Stati Uniti ha pienamente investito l'Europa, mettendo in discussione la certezza, più volte ribadita dalle massime autorità politiche ed economiche, di una minore vulnerabilità dovuta ad un sistema finanziario più regolamentato (o meno de-regolamentato) rispetto agli Stati Uniti.

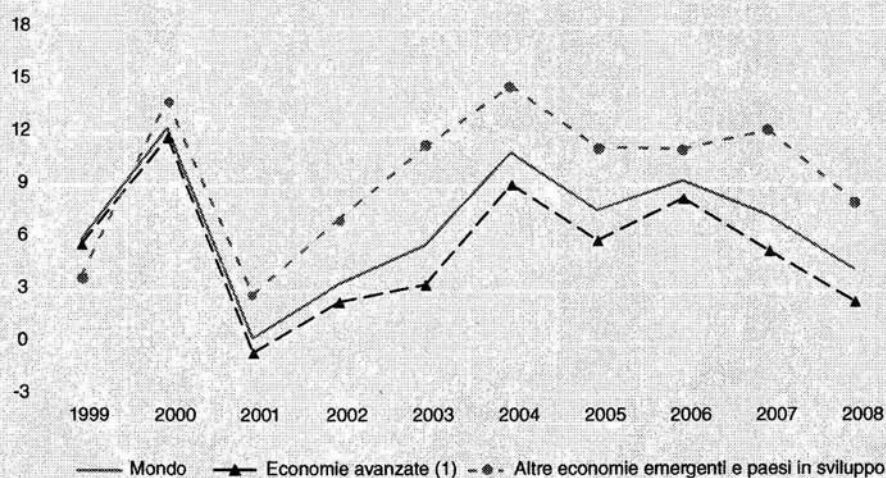
Di pari passo con l'accentuarsi delle turbolenze sul mercato dei capitali, dal mese di agosto si è determinata una brusca inversione di tendenza nelle quotazioni del petrolio e delle principali *commodity* alimentari e industriali, che hanno preso a registrare forti ribassi fino alla fine dell'anno. Se nella prima parte del 2008 si erano alimentati i timori di una recrudescenza dell'inflazione, la discesa dei prezzi delle materie prime ha aperto nuovi spazi di manovra per la politica monetaria. L'intonazione espansiva delle principali banche centrali si è quindi accentuata: la *Federal Reserve* ha complessivamente operato tagli ai tassi di riferimento per 400 punti base nell'intero anno (di cui 175 negli ultimi 3 mesi). La BCE, che in luglio aveva innalzato di 25 punti base i tassi di *policy*, a seguito del rapido deteriorarsi delle prospettive di crescita dell'economia e rassicurata dalla prosecuzione dell'allentamento delle tensioni sui prezzi, ha invertito in ottobre il proprio orientamento, effettuando un allentamento dei tassi di riferimento di 75 punti base.

1.2 – IL COMMERCIO MONDIALE E I PREZZI DELLE MATERIE PRIME

Gli scambi
mondiali

Gli scambi mondiali di beni e servizi in volume dovrebbero essere aumentati, nel 2008, del 4,1%, in decisa decelerazione rispetto alla *performance* dell'anno precedente (7,2%) che aveva peraltro registrato già un rallentamento rispetto all'andamento del 2006 (9,3%).

Grafico 1 – COMMERCIO MONDIALE (media tra importazioni ed esportazioni; variazioni percentuali sui dati in volume)



(1) Comprende anche i paesi di nuova industrializzazione asiatici

Fonte: FMI, World Economic Outlook, Update gennaio 2009.

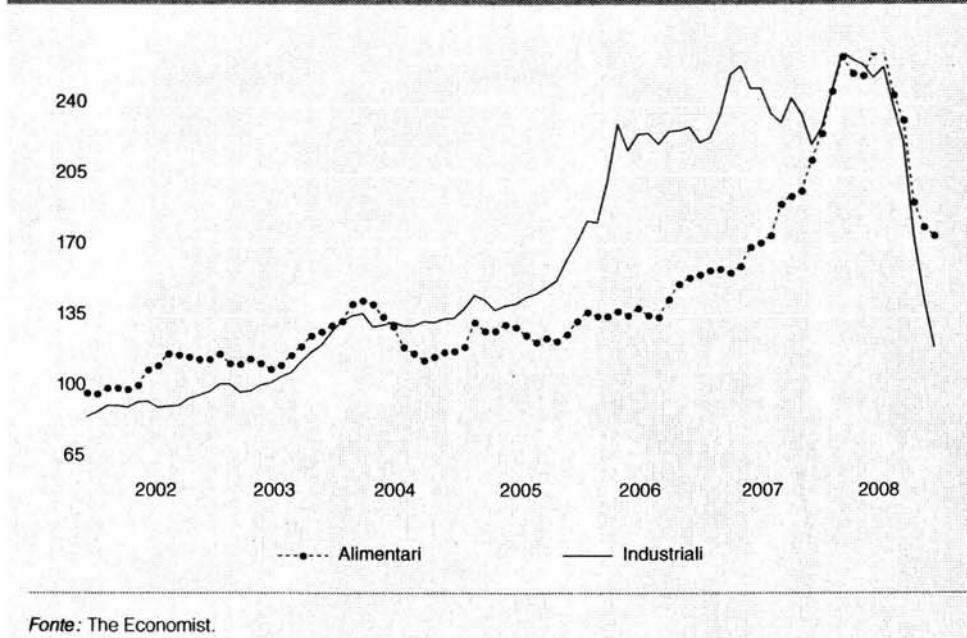
Il commercio mondiale ha quindi pesantemente risentito della fase recessiva. Nella seconda metà del 2008, gli scambi hanno riflesso la contrazione in atto nelle economie avanzate; a ciò si è sommato il forte rallentamento delle economie emergenti, con una consistente riduzione dei flussi commerciali. Anche il commercio intra-regionale, particolarmente dinamico nell'area asiatica, ha subito un marcato ridimensionamento.

I prezzi delle
materie prime

I prezzi delle *commodity* sui mercati internazionali hanno mostrato, nel corso del 2008, una dinamica di estrema volatilità, caratterizzata nei primi otto mesi dell'anno dalla prosecuzione della fase di rialzo in atto dal 2007; in seguito si è invece determinata una violenta fase di discesa.

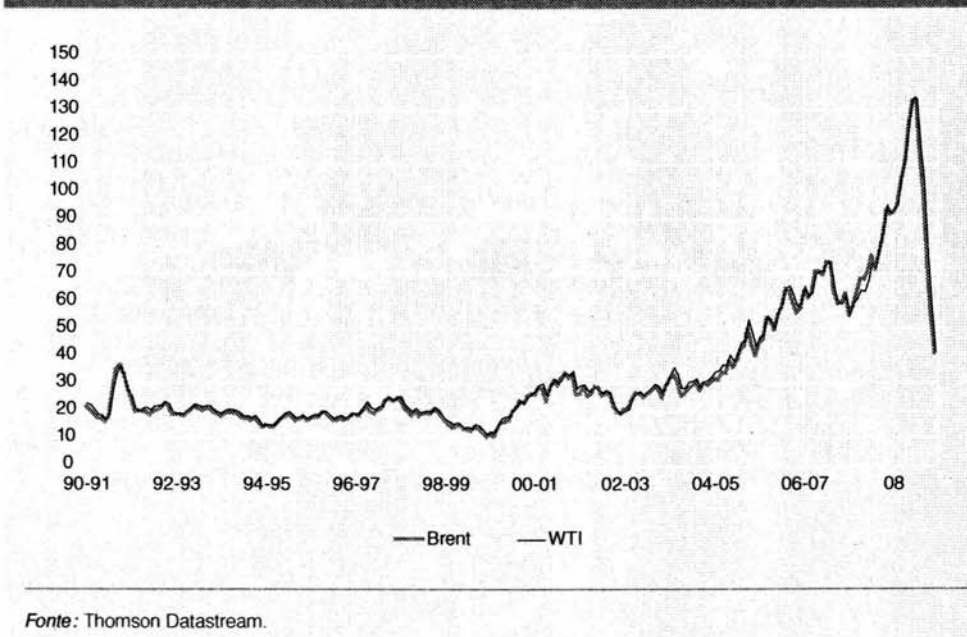
Le quotazioni del *Brent*, il greggio di riferimento per il mercato europeo, appena inferiori ai 100 dollari a barile a inizio anno, hanno raggiunto un picco di 145 dollari all'inizio di luglio; nei mesi successivi, in coincidenza con l'acuirsi della crisi finanziaria, il prezzo ha subito una rapida caduta, ritornando a fine anno sui livelli prevalenti a fine 2004 (40 dollari a barile). Alla repentina discesa ha contribuito non solo il deteriorarsi delle prospettive di crescita

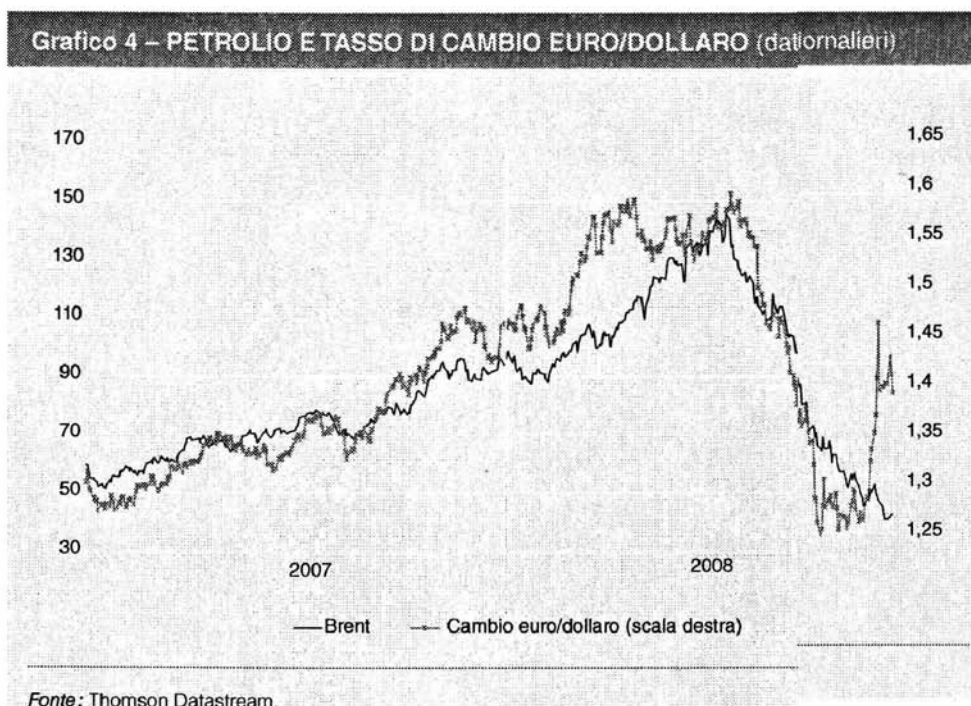
Grafico 2 – PREZZI INTERNAZIONALI DELLE MATERIE PRIME IN DOLLARI
(indici Economist, 2000 = 100)



dell'economia internazionale, con conseguente diminuzione delle attese sulla domanda di combustibili, ma anche il rientro delle posizioni speculative aperte in precedenza sul mercato delle *commodity* da parte di *Hedge Funds*, Fondi pensione e grandi banche internazionali.

Grafico 3 – PREZZO DEL BRENT E DEL WTI (dollari a barile, medie e mensili)





Tale fenomeno ha riguardato anche le materie prime non energetiche, come quelle agricole: secondo l'indice *Economist*, queste ultime hanno registrato una caduta dei prezzi di circa il 35% dai picchi di luglio alla fine del 2008. Le materie prime industriali, più sensibili alle prospettive di rallentamento ciclico nelle aree industrializzate, hanno registrato un *trend* discendente già a partire dal mese di aprile: l'entità della discesa dei prezzi è risultata quindi più consistente (circa il 55%).

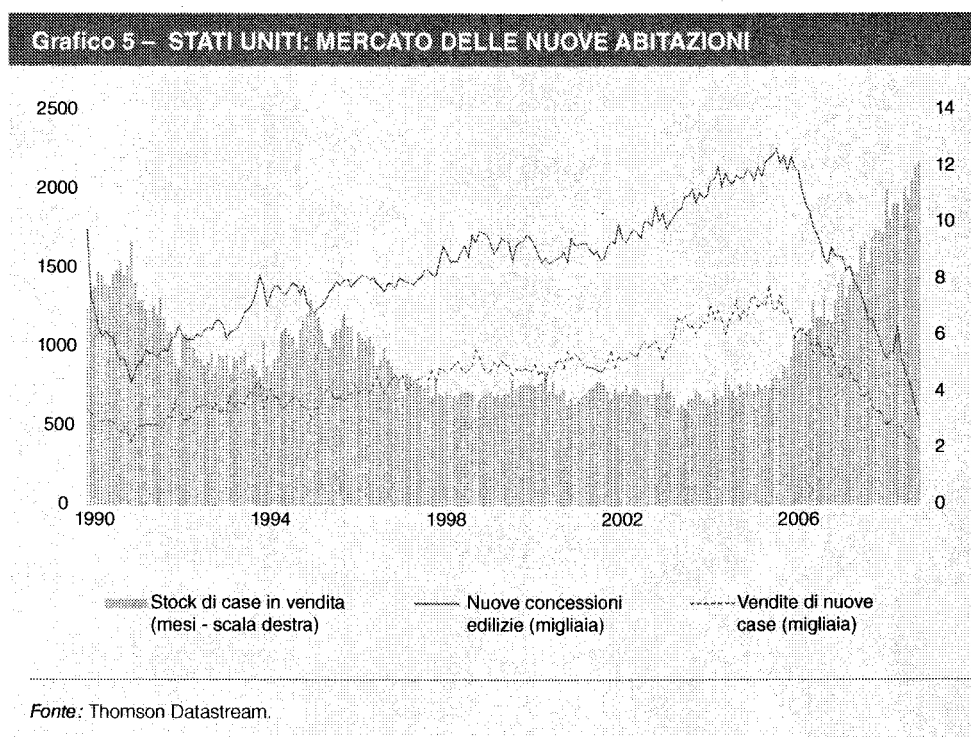
1.3 – LE ECONOMIE SVILUPPATE

Stati Uniti

Nel corso del 2008, l'andamento del ciclo economico statunitense è andato progressivamente deteriorandosi, tanto che sul finire dell'anno il prodotto interno lordo ha registrato una pesante contrazione (-6,3% il risultato congiunturale annualizzato del quarto trimestre). Nel complesso dell'anno la variazione è risultata comunque positiva (1,1%), pur evidenziando una marcata decelerazione nei confronti del 2007 (2%). Rispetto agli ultimi anni si è decisamente indebolito l'apporto dei consumi privati e degli investimenti non residenziali che hanno contribuito, ciascuno, per circa due decimi di punto percentuale. In leggero incremento rispetto al 2007 è risultato l'apporto della spesa pubblica (6 decimi); le esportazioni nette hanno beneficiato dell'indebolimento della domanda interna attraverso una riduzione delle importazioni maggiore di quella delle esportazioni; ne è conseguito un apporto positivo per 1,4 punti. Il crollo

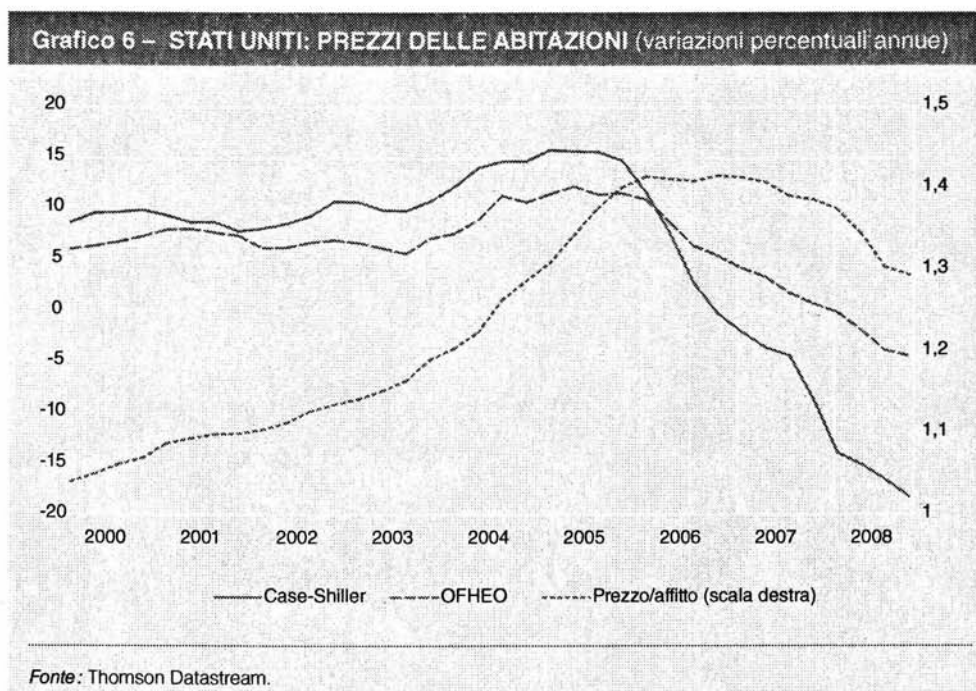
del settore immobiliare residenziale ha notevolmente ridimensionato gli investimenti in questo comparto, contribuendo così in modo negativo alla crescita del PIL per 9 decimi di punto. Le scorte di prodotti finiti si sono ridotte, nel complesso dell'anno, in modo marginale, sottraendo così solo tre decimi alla produzione totale.

Il progressivo deterioramento dell'attività economica ha avuto ripercussioni immediate sulla produzione industriale che è passata, tra inizio e fine d'anno, da una variazione tendenziale positiva del 2,2% ad una negativa, con una contrazione annua del 2,2% per cento.



La fase discendente del ciclo, iniziata secondo l'NBER a gennaio 2008, ha mostrato gli effetti negativi sul mercato del lavoro già a partire dal primo mese di recessione; nel complesso dell'anno le posizioni lavorative si sono ridotte di oltre 3 milioni e la disoccupazione è passata dal 4,9 al 7,2 per cento.

La contrazione del mercato immobiliare è proseguita, per il terzo anno consecutivo, anche nel 2008, raggiungendo per molti indicatori livelli minimi mai registrati. È il caso delle statistiche relative alle nuove abitazioni: in ogni fase dell'avanzamento, dalla richiesta d'autorizzazione fino alla vendita, hanno rilevato valori più che dimezzati rispetto ai picchi raggiunti nel 2005. Allo stesso tempo, sono più che raddoppiate le scorte, espresse in mesi equivalenti di vendite, di case invendute.



Il rallentamento dell'attività economica e il rientro delle quotazioni delle materie prime hanno prodotto una repentina decelerazione del tasso di inflazione. Tra la primavera del 2008 e la fine dell'anno, la variazione tendenziale dell'inflazione al consumo è passata rapidamente dal 5% a un valore lievemente al di sotto dello zero. Le sette riduzioni del tasso di riferimento effettuate dalla Riserva Federale, unitamente agli interventi di iniezione di liquidità messi in atto per tentare di stabilizzare i mercati finanziari in seguito all'aggravarsi della crisi, non hanno modificato il *trend* decrescente della dinamica dei prezzi; alla fine dell'anno i tassi di riferimento fissati dalla banca centrale americana erano praticamente nulli (0-0,25%).

Se i prezzi al consumo hanno mostrato una forte decelerazione, quelli delle azioni hanno subito un vero e proprio crollo. Per l'intero 2008, i corsi azionari hanno subito una flessione consistente, tra il 34 e il 38% a seconda se calcolata sull'indice *Dow Jones* o *Standard e Poor's 500*.

Giappone

Malgrado la minore esposizione del settore finanziario giapponese ai titoli derivati, la contrazione del prodotto interno lordo è iniziata, rispetto agli Stati Uniti, con un trimestre in anticipo. Già dal secondo trimestre del 2008, infatti, il PIL ha mostrato variazioni negative, fino ad arrivare al -3,2% su base congiunturale (-12,1% annualizzato) nel periodo ottobre-dicembre. Nel complesso del 2008, il prodotto si è contratto, per la prima volta dopo otto anni di espansione, dello 0,6 per cento. Il più consistente contributo alla contrazione è stato fornito dagli investimenti: sia la componente privata, residenziale e non (rispettivamente per -0,2 e -0,6 punti percentuali), sia quella pubblica (per -0,2 punti percentuali), sia le scorte (-0,1 punti) hanno