

INTRODUZIONE

Nel 2007, la crescita dell'economia globale è risultata sostanzialmente in linea con quella sperimentata l'anno precedente. La decelerazione manifestatasi nel secondo semestre nei maggiori sistemi industriali ha, infatti, trovato compensazione nella buona evoluzione che ha continuato a contrassegnare le aree emergenti, sospinte, da un lato, dai tassi di sviluppo persistentemente elevati dei paesi asiatici (Cina in testa) e, dall'altro, dalla dinamica molto positiva delle economie produttrici di materie prime (Russia, paesi OPEC, economie latino-americane).

Fino ai mesi estivi il quadro internazionale appariva ancora incardinato sui binari di una solida espansione. Successivamente, l'esplosione della crisi dei *subprime* negli Stati Uniti ha fatto venire rapidamente al pettine i nodi degli squilibri accumulati negli ultimi anni in tale economia, peggiorandone gli andamenti congiunturali e deteriorando vieppiù le prospettive a breve termine. A partire dall'estate si è manifestato un progressivo sgonfiamento del settore immobiliare americano, si sono evidenziati fenomeni di rarefazione del credito bancario, è drasticamente aumentata l'incertezza tra gli operatori, ha preso a crescere la volatilità dei mercati finanziari. In Europa, il rallentamento dell'attività produttiva è risultato più graduale e di entità contenuta, risentendo dell'effetto di freno sulle esportazioni esercitato dall'apprezzamento dell'euro e della perdita di dinamismo delle componenti della domanda interna, a seguito di un appesantimento del clima degli investitori e, soprattutto sul finire dell'anno, dell'erosione di potere d'acquisto subita dai consumatori.

Il forte aumento delle quotazioni petrolifere e dei prodotti agricoli se, da un lato, ha sottratto reddito reale alle economie importatrici nette, ha, dall'altro, favorito il consolidamento dell'espansione dei paesi produttori. Il reimpiego da parte di quest'ultimi di una quota delle maggiori entrate da esportazioni in acquisti sui mercati internazionali di beni di investimento e intermedi ha contribuito a sostenere il commercio mondiale, alimentando una domanda rivolta principalmente ai sistemi industriali. Accanto a ciò, gli investimenti di portafoglio e diretti, consentiti dai maggiori proventi da esportazioni, hanno continuato ad assicurare un certo flusso di finanziamenti nelle aree maggiormente colpite dalla crisi.

Le difficoltà del credito negli Stati Uniti e il rapido deterioramento dell'economia reale hanno spinto l'autorità monetaria d'oltre Atlantico a intervenire con decisione, fornendo liquidità al sistema e operando tra ottobre e dicembre ripetuti tagli dei tassi di interesse per un ammontare complessivo di un punto percentuale. In Europa, invece, la diversa posizione ciclica che ha caratterizzato la prima metà del 2007 ha indotto la BCE a proseguire l'azione

di rialzo dei tassi, avviata alla fine del 2005, con un aumento di 50 punti base. Nella seconda metà dell'anno, l'Istituto di Francoforte si è affiancato all'azione di altre banche centrali iniettando liquidità nel sistema creditizio, al fine di assicurarne la funzionalità e di ridurre i rischi di ripercussioni sulle decisioni di spesa degli operatori.

In Italia, la crescita è risultata nel 2007 leggermente inferiore a quella registrata l'anno precedente (1,5%, tre decimi di punto in meno rispetto al 2006). Gli indicatori congiunturali evidenziano una frenata più intensa che nei *partner* europei occorsa negli ultimi mesi dell'anno.

Dal lato dell'offerta, la dinamica produttiva è stata principalmente trascinata dai servizi (soprattutto quelli per l'intermediazione monetaria e finanziaria e per le attività immobiliari e imprenditoriali) e dalle costruzioni, mentre l'attività manifatturiera ha sperimentato un andamento meno brillante rispetto all'anno precedente; stagnante è risultato il valore aggiunto dell'agricoltura.

Dal lato della domanda, la spesa delle famiglie ha segnato, in media d'anno, un'accelerazione rispetto al 2006 (aumentando dell'1,4%, tre decimi di punto in più rispetto all'anno precedente). Pur in presenza di una significativa rivalutazione del cambio dell'euro, i consumi all'estero dei residenti hanno mostrato una forte dinamica, sensibilmente superiore a quella degli acquisti degli stranieri sul territorio nazionale. In rafforzamento sono apparse, inoltre, le spese per la telefonia (in particolare, quelle per i servizi). Gli aumenti di prezzo hanno invece inciso negativamente sui consumi di energia e contribuito a frenare quelli alimentari.

In deciso rallentamento sono apparsi, invece, gli investimenti totali (+1,2%, 1,3 punti in meno rispetto al 2006). La frenata si è concentrata sulla componente delle macchine, attrezzature e prodotti vari e su quella dei mezzi di trasporto, risentendo anche del peggioramento, nella seconda metà dell'anno, del clima di opinione degli imprenditori.

Le esportazioni di beni e servizi sono aumentate a ritmi ancora sostenuti, lievemente inferiori a quelli del 2006 (+5%, 1,2 punti in meno rispetto all'anno precedente). Considerando la stima circa l'evoluzione del commercio internazionale, la dinamica delle vendite italiane all'estero ha evidenziato, nell'ultimo anno, una migliore capacità di tenuta in termini di quota di mercato rispetto agli anni precedenti, superiore, peraltro, a quella che ha caratterizzato gran parte delle economie europee. Per quel che concerne gli acquisti dall'estero, le importazioni di beni e servizi sono cresciute a ritmi leggermente inferiori a quelli delle esportazioni, evidenziando un certo rallentamento rispetto all'anno precedente (+4,4%, 1,5 punti in meno sul 2006). Tenuto conto di queste dinamiche, il contributo della domanda estera netta (esportazioni meno importazioni) alla variazione del PIL è risultato marginalmente positivo nel 2007 (per un decimo di punto).

Nel mercato del lavoro, la dinamica dell'occupazione, pur in decelerazione rispetto al 2006, è rimasta relativamente sostenuta (+1%, l'incremento delle unità di lavoro *standard*); vi hanno contribuito gli andamenti ancora favorevoli registrati nei settori dei servizi, della manifattura e, soprattutto, delle costruzioni; è invece diminuito l'*input* di lavoro nell'agricoltura. E' proseguita, nel 2007, la discesa del numero dei senza lavoro, favorendo l'ulteriore contrazione del tasso di disoccupazione, collocatosi nella media dell'anno al 6,1% (6,8% nel 2006). Grazie a questo nuovo calo, la percentuale di disoccupati sulle forze di lavoro ha continuato a situarsi sotto la media dei paesi dell'area euro.

Per quanto riguarda l'inflazione, dopo una prima parte dell'anno in cui la dinamica dei prezzi al consumo è risultata decisamente favorevole, dall'estate i rincari petroliferi e dei prodotti alimentari hanno contribuito al riemergere di tensioni. Nonostante l'accelerazione del secondo semestre, il consuntivo in media d'anno mostra un ridimensionamento del tasso di inflazione rispetto al 2006 (+1,8%, con una flessione di tre decimi di punto sull'anno precedente). L'origine essenzialmente esogena delle pressioni sui prezzi ha fatto sì che il profilo seguito dall'inflazione italiana sia stato analogo a quello riscontrato nella zona euro, ma su ritmi appena più contenuti: in termini di indice armonizzato, il divario nella dinamica dei prezzi al consumo è stato di un decimo di punto favorevole all'Italia.

Sul fronte dei conti pubblici, il 2007, come già avvenuto per il 2006, si è chiuso con risultati più favorevoli di quanto atteso in corso d'anno. Grazie a queste evoluzioni, il *deficit* pubblico è tornato abbondantemente sotto il limite europeo (attestandosi all'1,9%, contro il 3,4% del 2006), l'avanzo primario ha raggiunto livelli che non si sperimentavano da alcuni anni (3,1%, in rialzo dall'1,3% del 2006) e la tendenza all'aumento del debito pubblico in rapporto al PIL si è invertita (la percentuale del debito rispetto al prodotto lordo è stata pari al 104%, contro il 106,5% dell'anno precedente). In presenza di una lieve riduzione della spesa in percentuale del PIL, a riflesso di una minore incidenza di quelle al netto degli interessi, il miglioramento dell'indebitamento netto delle Amministrazioni Pubbliche è scaturito soprattutto da una dinamica molto favorevole delle entrate.

PAGINA BIANCA

1. L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

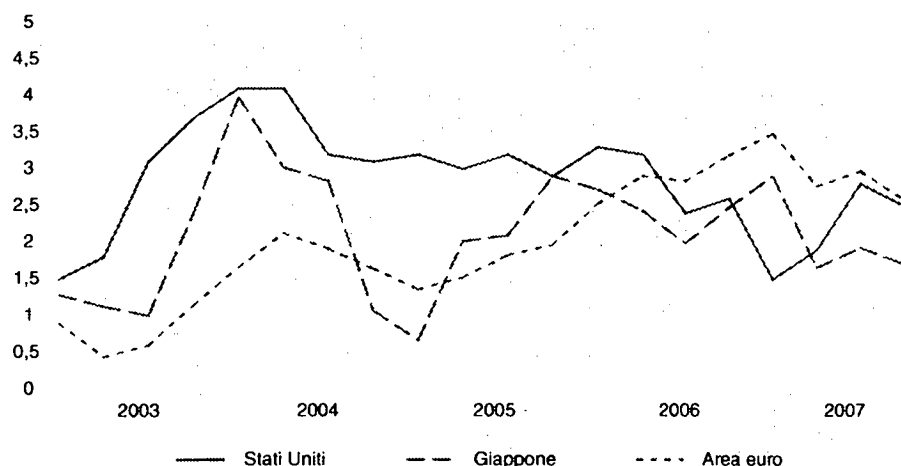
1.1 – SINTESI

Nel 2007 si è determinato un tasso di espansione dell'economia mondiale sostanzialmente in linea con la *performance* dell'anno precedente: a una fase di decelerazione della crescita nelle economie avanzate si è contrapposto il dinamismo delle aree emergenti, poco coinvolte dagli effetti della crisi creditizia statunitense nella seconda metà dell'anno.

Fino ai mesi estivi, le prospettive di espansione dell'economia internazionale apparivano robuste. In seguito, l'aumento del premio a rischio sulle attività di credito ha gradualmente aumentato le attese di un contagio sull'economia reale, se pur limitato al paese epicentro della crisi. In Europa, indipendentemente dagli effetti di *spillover* dagli Stati Uniti, l'apice della fase espansiva è stato raggiunto tra la fine del 2006 e l'inizio del 2007; in corso d'anno si è quindi assistito a un rallentamento dell'attività economica, guidato dal graduale restringimento delle condizioni monetarie attraverso l'apprezzamento dell'euro e la fase di rialzo dei tassi di interesse nominali, in un contesto in cui l'apporto alla crescita da parte delle componenti esterne di domanda non è stato rimpiazzato da un rafforzamento di quelle interne.

D'altro canto, l'attività economica nelle aree emergenti è rimasta robusta. I paesi produttori di materie prime hanno beneficiato delle crescenti quotazioni del greggio e delle principali *commodity* agricole. Pur in presenza di

Grafico 1 – PRODOTTO INTERNO LORDO - ECONOMIE SVILUPPATE
(variazioni percentuali annue)



Fonte: Thomson Datastream.

una correzione nei paesi avanzati, i mercati azionari non hanno evidenziato, fino alla fine dell'anno, alcun episodio di "fuga verso la qualità", con conseguenti crisi finanziarie e/o reali analoghe a quelle del 1997, grazie alla solidità macroeconomica raggiunta da molte di queste economie.

L'evoluzione della crisi creditizia statunitense ha guidato l'azione di politica monetaria da parte della *Federal Reserve*, che tra ottobre e dicembre ha operato un taglio dei tassi di riferimento di un punto percentuale complessivamente. La differente condizione ciclica nella prima metà del 2007 ha invece permesso alla BCE di proseguire l'azione di rialzo dei tassi a breve termine, iniziata alla fine del 2005, aumentando i tassi a breve di 50 punti base. L'apprezzamento dell'euro ha in parte aiutato la banca centrale nel contenimento degli effetti sui prezzi determinati dalle quotazioni delle materie prime.

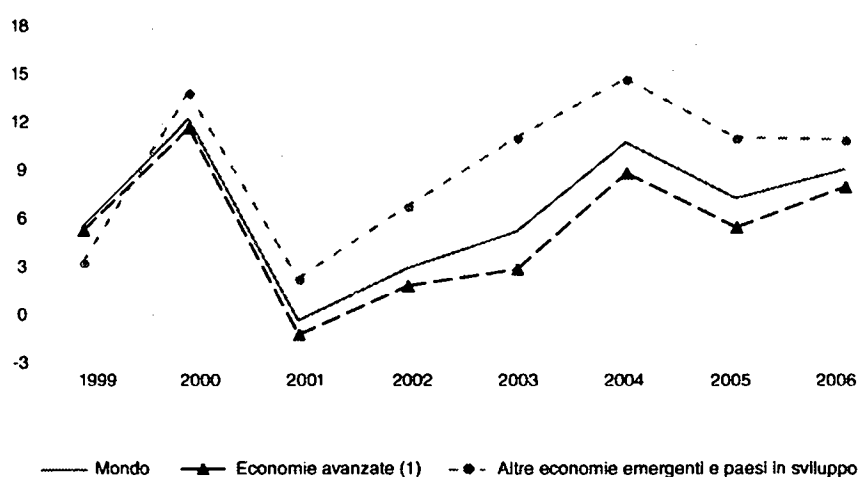
1.2 - IL COMMERCIO MONDIALE E I PREZZI DELLE MATERIE PRIME

Gli scambi
mondiali

Gli scambi mondiali di beni in volume sono aumentati, nel 2007, del 6,9%, in decisa decelerazione rispetto alla *performance* dell'anno precedente (9,3%) che aveva peraltro rappresentato un picco notevolmente superiore alla media di lungo periodo.

Per quanto riguarda l'evoluzione in corso d'anno, nel primo semestre si è determinato un rallentamento degli scambi mondiali; il commercio è risultato invece assai vivace nel corso del terzo trimestre, prima che si evidenziassero sui mercati finanziari, e quindi sulle prospettive di crescita reale, gli effetti della crisi creditizia statunitense.

Grafico 2 – COMMERCIO MONDIALE (media tra importazioni ed esportazioni; variazioni percentuali sui dati in volume)



(1) Comprende anche i paesi di nuova industrializzazione.

Fonte: FMI, World Economic Outlook, settembre 2007.

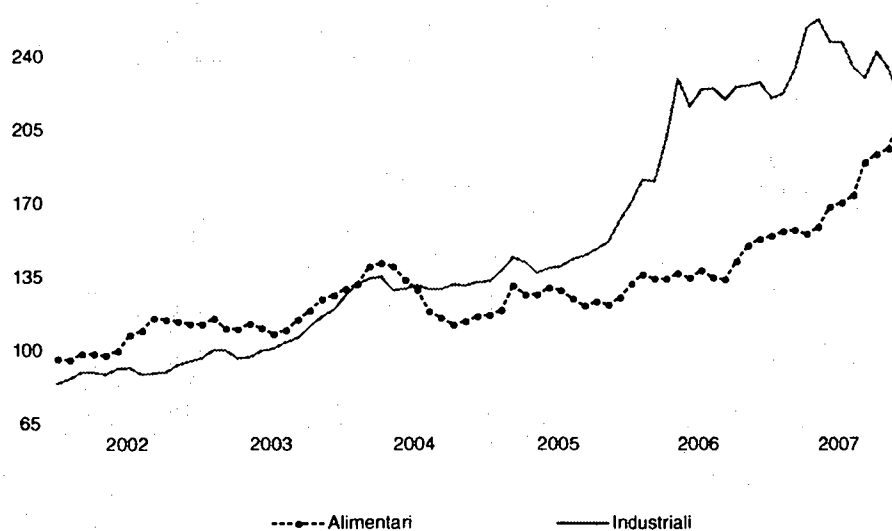
Nel 2007 gli scambi delle economie emergenti hanno evidenziato un rallentamento, sia dal lato dell'*import* che dell'*export*, rispetto ai livelli *record* dell'anno precedente. La decelerazione ha riguardato tutte le principali aree geografiche. Poco dinamico è stato l'andamento degli scambi per le economie industrializzate; il dato è tuttavia stato fortemente distorto (verso il basso) dal problema statistico relativo alle frodi fiscali nel Regno Unito.

I prezzi delle *commodity* sui mercati internazionali hanno mostrato, nel corso del 2007, una generalizzata tendenza al rialzo; le dinamiche, tuttavia sono apparse molto diversificate.

I prezzi delle
materie prime

Le materie di base per l'industria, dopo i forti incrementi del 2006, hanno registrato un andamento dei prezzi assai più moderato, con decrementi consistenti nella seconda metà dell'anno; le materie prime agricole, proprio nel secondo semestre del 2007, hanno invece iniziato a evidenziare una notevolissima accelerazione, spinte da fattori di tipo congiunturale e strutturale. Tra i primi, va ricordato lo sfavorevole elemento climatico, in grado di condizionare, per il secondo anno consecutivo, i raccolti e assottigliare le scorte internazionali, con effetti immediati sui prezzi. Tra i secondi è da annoverare l'incremento di produzione delle materie agricole di base legate alla produzione dei bio-carburanti: la messa a coltura di terreni da dedicare a queste produzioni (mais, colza, soia, girasole) da un lato ha spiazzato le coltivazioni di altri beni alimentari, con effetti sulle quantità, dall'altro ne ha diminuito l'offerta per uso alimentare.

Grafico 3 – PREZZI INTERNAZIONALI DELLE MATERIE PRIME IN DOLLARI
(Indici Economist, 2000 = 100)



Fonte: The Economist.

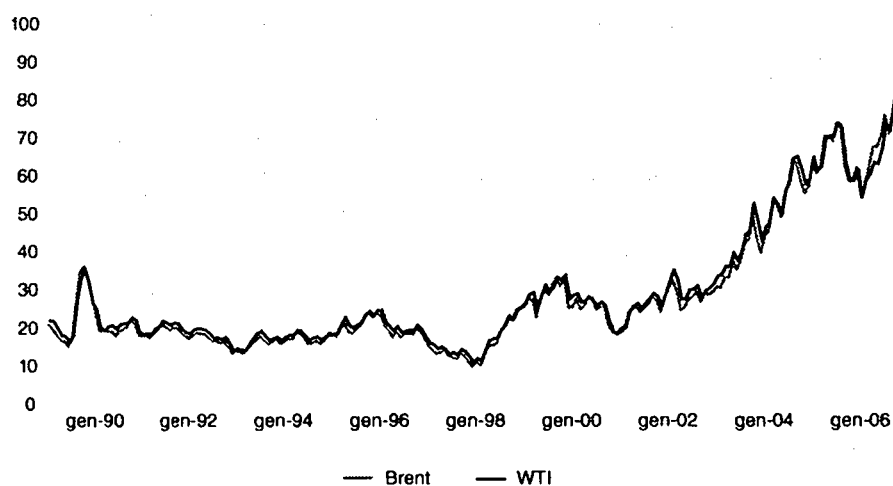
Su tali elementi si sono innescate inoltre, pressioni speculative: flussi di capitale in uscita dalle Borse, in particolare dopo le turbolenze estive nei paesi avanzati, si sono indirizzate sui mercati delle materie prime.

1.3 - LA CORSA DEL PREZZO DEL PETROLIO, TRA CAUSE CONGIUNTURALI E STRUTTURALI

Dopo gli elevati incrementi del 2006, anche nel corso del 2007 il prezzo del petrolio ha continuato a evidenziare un *trend* costante di crescita. La quotazione del *Brent*, il greggio di riferimento per il mercato europeo, ha registrato un livello medio appena inferiore ai 73 dollari a barile, con una variazione del 10,7% rispetto all'anno precedente.

Nel 2007 si è quindi determinato il sesto anno consecutivo di aumento; tale tendenza è in atto dal 2002, quando il livello medio del greggio era pari a poco più di 25 dollari a barile. L'accelerazione dei prezzi registrata nel corso del 2007 è stata impressionante: dai 51 dollari di inizio gennaio si è arrivati a sfiorare più volte i 100 in novembre e dicembre. L'incremento è stato costante lungo tutto l'arco dell'anno, con una sola riduzione registrata nel mese di agosto, in coincidenza dell'episodio di crisi finanziaria, quando il prezzo del greggio è stato spinto al ribasso dai realizzi di posizioni speculative.

Grafico 4— PREZZO DEL BRENT E DEL WTI (dollari a barile, medie e mensili)



Fonte: Thomson Datastream.

Le principali determinanti dell'andamento delle quotazioni internazionali del greggio in questo quinquennio vanno ricercate sia dal lato della domanda che dell'offerta; hanno inciso elementi sia di carattere congiunturale

che strutturale; tuttavia, anche altri fattori hanno assunto una importanza crescente, contribuendo in maniera rilevante alla corsa dei prezzi.

Gli anni 2002-2007 sono stati caratterizzati da un tasso di espansione dell'economia internazionale molto sostenuto. La ripresa dell'economia statunitense, dopo la recessione di inizio decennio, è stata vivace, con una decelerazione nella parte finale del quinquennio: gli effetti di stimolo per il resto delle economie avanzate sono stati evidenti. Ma la prima metà del decennio è stata soprattutto caratterizzata dall'esplosione delle economie emergenti, in particolare di quelle dell'area asiatica, dove Cina e India hanno assunto un ruolo di primo piano negli scambi internazionali. Il crescente fabbisogno energetico di questi paesi ha mantenuto una pressione costante dal lato della domanda, indipendentemente dall'evoluzione congiunturale dei paesi avanzati.

Fattori di
domanda

D'altro canto, prezzi crescenti hanno avuto una incidenza negativa minore, rispetto al passato, sulla capacità di espansione delle economie, grazie al ridotto peso della componente energetica, in particolare nelle economie industrializzate. Gli effetti della aumentata concorrenza internazionale hanno inoltre determinato il contenimento del passaggio ai beni finali dei rincari degli *input* energetici, prolungando, in ultima analisi, la possibilità di mantenere da parte delle banche centrali una intonazione espansiva di politica monetaria.

Diversi sono i fattori dal lato dell'offerta che hanno contribuito al *rally* dei prezzi.

Fattori di offerta

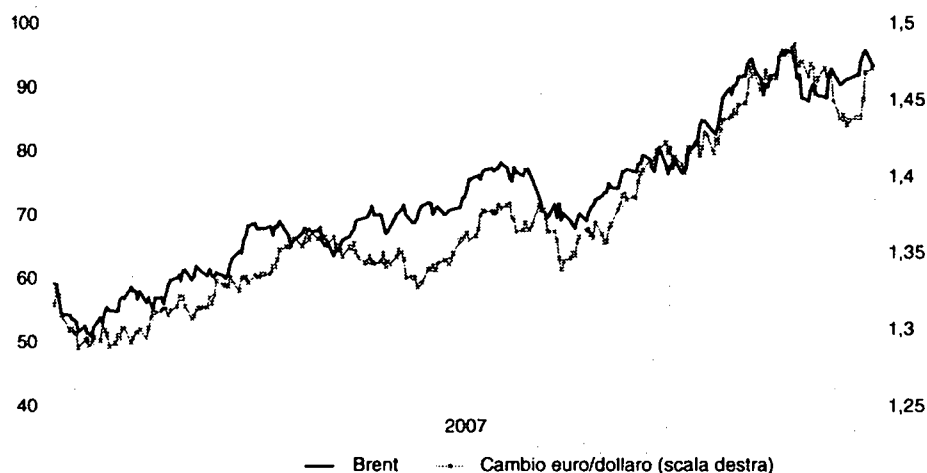
Tra i principali sono da annoverare le ricorrenti tensioni geopolitiche, che hanno da un lato determinato cali nella produzione in diverse aree del mondo, dall'altro innescato attese di scarsità di offerta, alimentando tensioni speculative. Nel corso del 2007, in particolare, si sono susseguiti episodi di crisi in Venezuela e Nigeria, oltre a ricorrenti tensioni nei confronti dell'Iran; a questi si sono aggiunti problemi di produzione legati ad eventi atmosferici, come nel caso degli uragani nel golfo del Messico.

Anche strozzature dal lato della raffinazione, in particolare negli Stati Uniti, hanno condizionato l'offerta di carburante, mettendo pressione sui prezzi in occasione di picchi di domanda, quali quelli relativi alla stagione estiva.

Un ulteriore importante elemento di offerta sembra essere costituito da una ritrovata capacità di incidenza sui prezzi da parte del cartello dei paesi produttori. I membri dell'OPEC, che forniscono più di un terzo del petrolio mondiale, hanno stabilizzato la produzione a partire dalla fine del 2006. Nonostante le forti tensioni sui prezzi in corso d'anno, è stata più volte manifestata la convinzione che il livello dell'offerta fosse adeguato alle necessità e che la corsa dei prezzi fosse da imputare a fattori diversi, in particolare al ruolo della speculazione finanziaria.

Quest'ultimo elemento ha giocato indubbiamente un ruolo crescente negli ultimi anni, in coincidenza dell'elevata liquidità internazionale, favorita da politiche monetarie espansive nei principali paesi avanzati, e della crescente integrazione dei mercati dei capitali. Nel 2007, in particolare, gli episodi

Mercati
finanziari e
andamento del
dollaro

Grafico 5 – PETROLIO E TASSO DI CAMBIO EURO/DOLLARO (dati giornalieri)

Fonte: Thomson Datastream.

di correzione dei mercati azionari, in primavera e successivamente al manifestarsi della crisi dei mutui *subprime* nel secondo semestre, hanno favorito gli afflussi di capitale speculativo da parte degli *Hedge Funds*, Fondi pensione e grandi banche internazionali nel mercato delle *commodity*.

L'entità del fenomeno appare oramai evidente: a fronte di un consumo giornaliero di greggio pari a 86 milioni di barili, i volumi scambiati sui mercati finanziari sono 15 volte superiori. Secondo alcune stime, nel periodo 2004-2006 l'incidenza dei fattori diversi da quelli di domanda e offerta sul prezzo del barile (colli di bottiglia nel processo di raffinazione, effetti non lineari nella capacità utilizzata dei produttori OPEC, attese di variazione dei prezzi riflesse nel mercato dei *futures*) sarebbero ammontati a circa 26 dollari. Questo elemento spiegherebbe quindi parte della recente dicotomia tra andamento dei prezzi e prospettive di crescita internazionale.

Nell'ultimo anno, infine, un ruolo importante è stato giocato dalla fase di deprezzamento del dollaro, guidato sia da fattori ciclici, come il rallentamento congiunturale e gli squilibri statunitensi, sia da una tendenza di più lungo periodo, quale il ridimensionamento del suo status di moneta internazionale, testimoniato dai dati sulla composizione delle riserve delle banche centrali.

La scarsa diversificazione economica di molti paesi produttori, che determina una dipendenza pressoché totale (in Arabia Saudita il 90% delle entrate governative dipende dal petrolio) delle prospettive di crescita dall'oro nero, rende necessario, a fronte di una diminuzione di valore della valuta nella quale