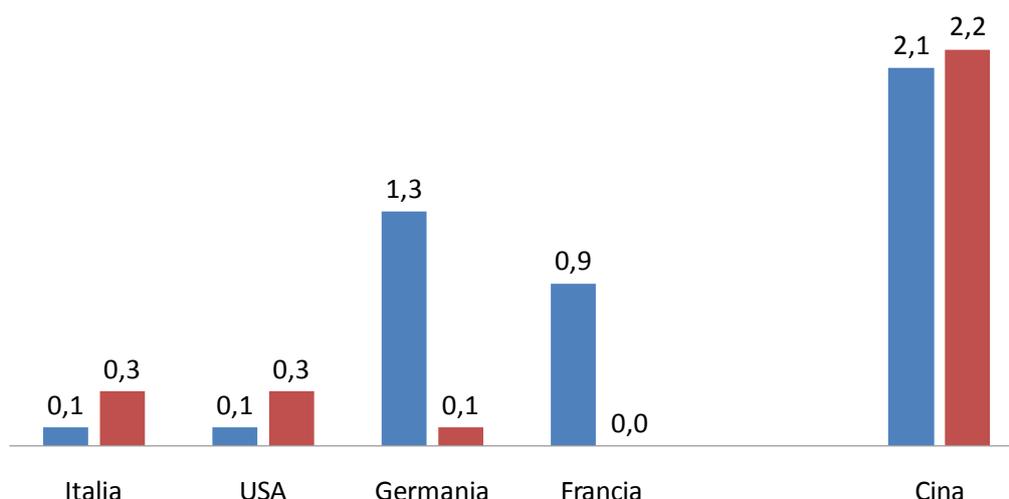


Crescita del PIL reale nei primi due trimestri del 2011

(var. % t/t; fonti: Eurostat e NBSC)

■ 2011 I ■ 2011 II



Il netto calo della fiducia delle imprese e la flessione degli indici borsistici attirano l'attenzione sulle **prospettive di crescita dell'economia americana** per la quale si paventano rischi di "double dip". La rimodulazione della politica monetaria e il dinamismo della componente più innovativa dell'industria americana potranno contrastare il ritorno alla recessione.

I dati di PIL del secondo trimestre segnalano un **rallentamento della crescita nella "core Europe"**. Gli effetti della crisi dei rischi sovrani, verosimilmente, incidono negativamente sui consumi e sugli investimenti in Germania e Francia. Se negli USA e in Europa il rallentamento economico viene subito, **in Cina la moderazione in chiave anti-inflazionistica della crescita è voluta** e governata dalla politica economica e monetaria.

Banca Nazionale del Lavoro - Gruppo BNP Paribas
Via Vittorio Veneto 119 - 00187 Roma
Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002 del 9/4/2002

Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.



BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

33

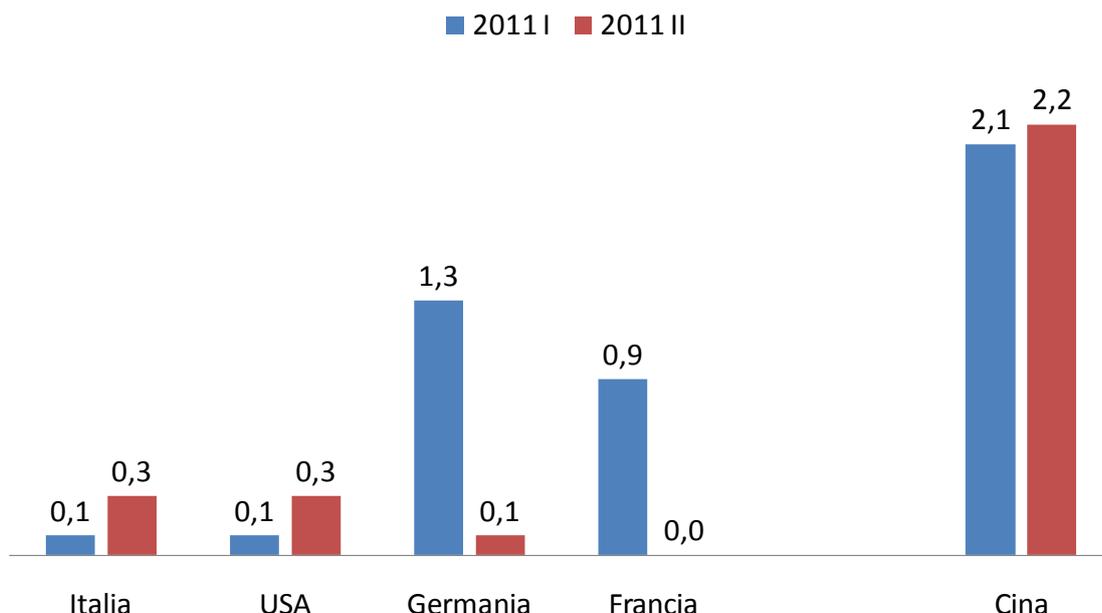
22 agosto
2011

Direttore responsabile:
Giovanni Ajassa
tel. 0647028414
giovanni.ajassa@bnlmail.com

Editoriale: Recessioni, rallentamenti e altre sfide

Crescita del PIL reale nei primi due trimestri del 2011

(var. % t/t; fonti: Eurostat e NBSC)



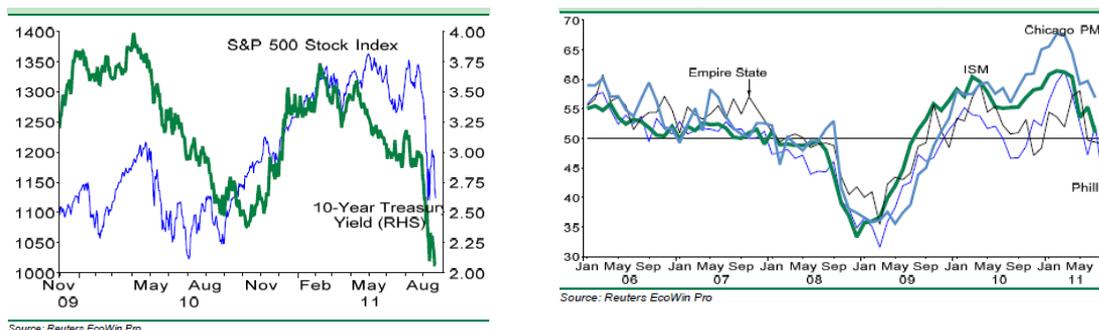
Ci sono parole in economia da usare con circospezione, perché descrivono fenomeni importanti e perché possono, a loro volta, essere origine di effetti notevoli sulle aspettative e gli umori dei mercati e delle persone. Una di queste è la parola "recessione".

Una definizione consolidata di recessione non esiste. Tutti sappiamo che una economia in recessione è un'economia in serie difficoltà. Ma quanto grandi sono queste difficoltà? Secondo una regola del pollice coniata, sulle colonne del New York Times, nel 1975 da uno statistico americano dal nome di Julius Shiskin, uno stato di recessione interviene allorché il PIL reale di un paese inanella due successive variazioni trimestrali negative. Altri economisti associano una recessione ad un aumento del tasso di disoccupazione di un punto e mezzo percentuale nell'arco di dodici mesi. Più autorevolmente, negli USA il National Bureau of Economic Research – che è un prestigioso centro di ricerca – ha da tempo insediato un comitato di esperti il cui compito è mantenere costantemente monitorata la posizione ciclica dell'economia americana. Presieduto da Martin Feldstein, professore di economia ad Harvard, il Business Cycle Dating Committee dell'NBER registra momento per momento lo stato di oscillazione dell'economia americana. Oltre all'onda ciclica del PIL reale, il sismografo del NBER legge anche i movimenti di un ampio numero di altri indicatori che includono i redditi, l'occupazione, la produzione industriale, le vendite all'ingrosso.

Sulla base di tutti questi dati i professori dell'NBER emettono settimanalmente i loro bollettini sullo stato di salute dell'economia americana.

Andando sul sito www.nber.org è confortante osservare come la lista delle recessioni americane sia ferma a quella sviluppatasi nei diciotto mesi compresi tra il dicembre del 2007 e giugno 2009. L'economia americana non è in recessione, al momento. Ma, navigando nelle ulteriori pagine web del sito del NBER si scopre come il barometro degli indici anticipatori volga da qualche tempo al brutto. Nel bollettino emesso lo scorso 12 agosto il valore del Weekly Leading Indicator (WLI) dell'economia americana si attestava a quota 123,9: un valore certamente più alto rispetto a quello registrato un anno fa (121 ad agosto 2010), al dato della fine della recessione 2007-09 (117 a giugno 2009) per non parlare dei valori inferiori ai 110 punti registrati dall'indice quando la recessione americana culminava a fine 2008 in un calo di oltre due punti percentuali di PIL reale in un solo trimestre. Il problema del dato del 12 agosto è però il fatto di marcare un brusco peggioramento rispetto ai valori dei dieci mesi precedenti. Un peggioramento che trova fondamento nella convergenza di tre elementi negativi all'interno della congiuntura americana. In primo luogo, c'è la perdita di fiducia a livello delle imprese, segnalata ad esempio dal calo dell'indice "Philly Fed" al di sotto di quella quota 50 che marca lo spartiacque tra fasi di espansione e contrazione. Incide poi negativamente lo stato di debolezza del settore immobiliare che non sembra trovare solidi spunti di rilancio nel mantenimento di tassi di interesse eccezionalmente bassi. Pesa, infine, il calo consistente degli indici azionari, con l'S&P 500 che ha perso quasi il diciotto per cento dal picco di massimo dello scorso aprile. Più che in Europa, negli USA la perdita di valore dei listini azionari incide negativamente sui bilanci delle famiglie per il tramite di un significativo "effetto ricchezza negativo" sui consumi.

USA: Andamento dei mercati finanziari e aspettative delle imprese



Fonte: BNP Paribas Market Economics, US Daily Economic Spotlight, 22 agosto 2011

L'economia americana sta rallentando. Non è in recessione, come indica la successione delle variazioni del PIL reale del primo e del secondo trimestre del 2011, pari rispettivamente al +0,1% e al +1,3%. Nel primo semestre dell'anno gli USA hanno però marcato una crescita congiunturale che ha le stesse dimensioni di quella dell'Italia. Al di là dei più recenti indicatori sopra menzionati basterebbe forse solo questa uguaglianza di passo con la debole crescita italiana a suggerire un attento monitoraggio degli sviluppi a breve della situazione americana. Il rischio di un "double-

dip”, di un ritorno in recessione, non è trascurabile, ma interventi di “policy” mirati a tonificare lo stato di fiducia e a contrastare la caduta dei mercati finanziari potrebbero offrire degli spunti di miglioramento. L’attenzione si focalizza sull’importante intervento che il Presidente della Fed Ben Bernanke terrà il prossimo 27 agosto a Jackson Hole. È verosimile che la fase espansiva della politica monetaria della Fed venga confermata, con la possibilità anche di interventi mirati a riarticolare il rapporto tra tassi a breve e tassi a lungo termine secondo quella che, ai tempi dell’Amministrazione Kennedy, venne chiamata “operazione twist”.

Al di là di quello che potrà essere il rinnovato supporto della politica monetaria, un fattore a sostegno dell’economia USA è rappresentato dalla vitalità delle sue imprese innovative e dalla loro capacità di volgere gli attuali rischi dei mercati finanziari in opportunità di espansione industriale. Sfruttando il calo di borsa delle ultime settimane Google ha recentemente lanciato l’acquisizione di Motorola. È un esempio.

Al di qua dell’Atlantico i segni del rallentamento economico sono egualmente evidenti. Anche qui un “benchmark” della debolezza congiunturale segnata dalle maggiori economie continentali potrebbe essere rappresentato dal paragone con il debole passo dell’economia italiana. Nel secondo trimestre del 2011 l’Italia è cresciuta del +0,3%, la Germania si è fermata a +0,1% e la Francia ha addirittura marcato una variazione nulla del PIL reale. Ovviamente, se mediate con i risultati del primo trimestre, le performance sul primo semestre delle due principali economie dell’eurozona rimangono confortevolmente positive, cosa che non vale per l’Italia. Ma la sensazione è che anche la “core Europe” paghi un prezzo alla crisi dei mercati – nel caso di specie, dei rischi sovrani e dei debiti pubblici europei – nei termini di una minore fiducia delle imprese e dei consumatori. Nelle prossime settimane conosceremo i dettagli sulle componenti dei risultati di PIL del secondo trimestre. È verosimile che siano le componenti interne, investimenti e consumi, ad avere segnato un rallentamento più netto.

Di fronte ai rallentamenti di USA e Europa il rischio più grande è quello che l’appannamento della crescita investa anche le grandi locomotive extra-europee. Se anche la Cina frenasse massicciamente, lo scenario di una nuova “global recession” diventerebbe palese. È quanto è stato paventato in alcune recenti analisi.

Prima di chiedersi in che condizioni si trovi il ciclo economico cinese, una precisazione va fatta sul termine “global recession”, recessione globale. Secondo le convenzioni consolidate tra gli economisti e la stampa economica internazionale, una recessione globale si ha quando la crescita del PIL del Mondo scende al di sotto, non dello zero, ma del tre per cento. Il tre per cento corrisponde al valore medio del prodotto mondiale registrato negli scorsi decenni. L’Outlook di giugno del Fondo monetario internazionale conferma per il 2011 e per il 2012 una proiezione di crescita del PIL reale del mondo compresa tra il quattro e il cinque per cento. Siamo, quindi, ben al di sopra della soglia di una crescita globale “recessiva”.

Guardando alla Cina, i dati trimestrali del PIL reale segnano una crescita di 2,1 punti percentuali nel primo trimestre e di 2,2 punti nel secondo trimestre. Ben al di sopra, quindi, dello zero della recessione. Valutato a prezzi correnti e al cambio di 9,2 RMB per euro, il flusso di nuovo prodotto cinese ha raggiunto ben 2.222 miliardi di euro nel secondo trimestre. Negli stessi tre mesi il flusso nominale di PIL della Germania si è attestato a 629 miliardi di euro, poco più di un quarto del valore generato dalla Cina. Un anno fa il PIL creato nel trimestre corrispondente dalla Germania era un terzo di quello cinese.

La differenza tra la Cina e l’Euroamerica è che in Cina un graduale rallentamento dell’economia è voluto, viene governato in chiave anti-inflazionistica, mentre negli USA e in Europa l’indebolimento della crescita e rischi di “double-dip” vengono subiti. La

nuova locomotiva del mondo continuerà a marciare, magari ad un tasso di crescita reale dell'otto-nove per cento rispetto ad un nove-dieci per cento annuo. Crescerà, nel contempo, la competizione tra americani ed europei per rimanere agganciati al driver asiatico. E questa, per noi, sarà una sfida ulteriore.

Giovanni Ajassa

Flussi di PIL nominale

(miliardi di euro; elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Destatis e NBSC)

■ 2010 II ■ 2011 II

