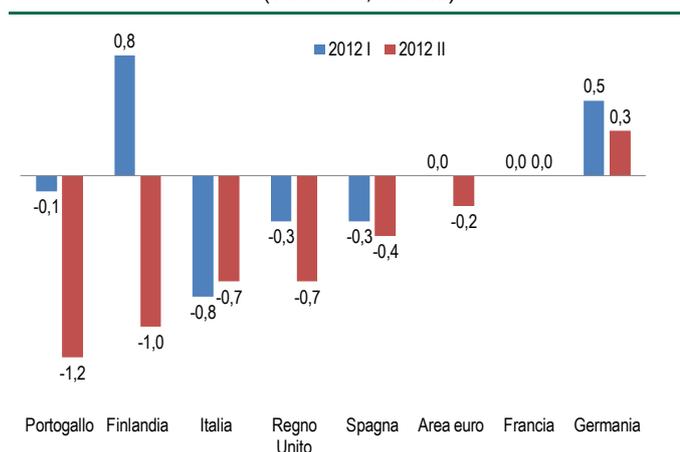


Andamento del PIL nella prima metà del 2012 (var. % t/t, volumi)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su Eurostat.

I dati sulla crescita del **PIL nel secondo trimestre 2012** confermano l'estensione del rallentamento e della recessione entro i confini dell'Area euro e dell'intera Europa. Accanto ai consuntivi, si indeboliscono le attese per i futuri sviluppi dell'attività industriale alla ripresa autunnale. Ciò vale anche per la Germania.

Tra il primo trimestre del 2008 al secondo trimestre del 2012 il PIL reale dell'Area euro si è contratto di due punti percentuali mentre è aumentato di due punti percentuali negli Stati Uniti. Sul **deficit di crescita** accusato dall'Unione monetaria europea incide il costo dei problemi di "governance" accusati dallo sviluppo della crisi greca. Prospettive di miglioramento nel livello di coordinamento e di cooperazione appaiono profilarsi anche grazie alla lungimirante azione d'indirizzo sviluppata dalla BCE.

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

La banca per un mondo che cambia

31

24 agosto

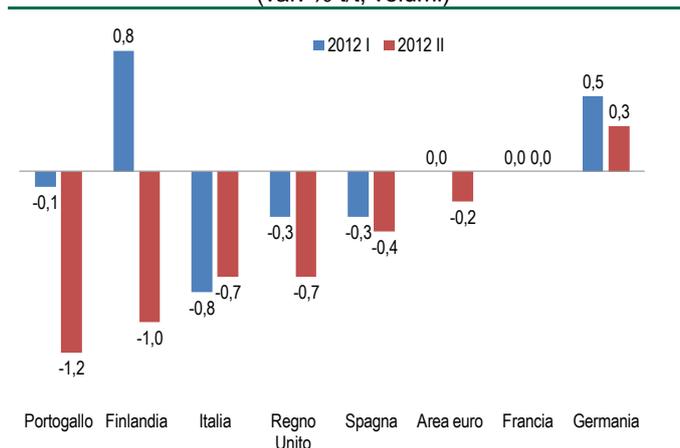
2012

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

Editoriale: Sciogliere il dilemma

G. Ajassa ☎ 06-47028414 giovanni.ajassa@bnlmail.com

Andamento del PIL nella prima metà del 2012
(var. % t/t, volumi)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su Eurostat.

Non c'è bisogno di scomodare John Nash, il grande matematico ed economista americano studioso dei modelli di equilibrio non-cooperativo. Ma è sempre più evidente che la crisi che da oltre un anno attanaglia l'Eurozona e l'intera Europa è in grande misura il frutto di un deficit di cooperazione e di lungimiranza. Sciogliere il micidiale "dilemma del prigioniero" in cui il Nord e il Sud dell'Unione monetaria europea si sono intrappolati più o meno consapevolmente è un'opera ardua quanto necessaria. Passi importanti sono stati compiuti nelle ultime settimane.

Nel dilemma del prigioniero come in altri modelli di interazione non-cooperativa ogni parte in gioco persegue una strategia che ritiene per sé ottimale a prescindere da quelle che possono essere le reazioni delle controparti. Ciò che si realizza è un dialogo tra sordi. Ognuno guarda al proprio tornaconto. Parla la propria lingua. Cerca di imporre il proprio paradigma interpretativo, senza tenere conto delle evidenze che si rendono via via disponibili. L'equilibrio che ne risulta è sub-ottimale. Per colpa dei pregiudizi e della cacofonia, alla fine tutti stanno peggio di come potrebbero trovarsi perseguendo livelli più elevati di conoscenza e di coordinamento.

Nelle ultime settimane i dati dell'economia europea hanno ulteriormente evidenziato come la crisi di "governance" dell'Eurozona danneggi tutti i membri dell'unione monetaria e produca effetti negativi anche all'esterno dell'area. Alcuni esempi. Nella prima metà del 2012 la crescita tedesca si è più che dimezzata rispetto a quanto registrato nello stesso periodo di un anno fa. Il tasso composto di variazione del PIL è

sceso in Germania da circa due a meno di un punto percentuale su base semestrale. Su base trimestrale l'incremento si è ridotto a soli tre decimi di punto. Oltre ai consuntivi, peggiorano anche gli indici anticipatori. A luglio l'indice PMI del manifatturiero è sceso in Germania a quota 47,5, ben sotto quella quota 50 che separa l'attesa di una fase di espansione dalla percezione di una prospettiva di contrazione dell'economia. Si tratta del terzo calo mensile consecutivo, che riporta il livello delle attese sull'economia tedesca ai livelli di giugno 2009. Oltre alla Germania, nel nord dell'Eurozona sono anche altri i paesi che segnano il passo. La Finlandia, ad esempio, nel secondo trimestre vede il proprio prodotto interno lordo calare in termini reali di un intero punto percentuale. È una riduzione che supera il meno 0,7 per cento segnato dall'Italia. Un segno meno compare davanti alla variazione del PIL registrata dal virtuoso Belgio. Fuori dall'Eurozona, ma dentro l'Europa, l'Ungheria entra in recessione. Il Regno Unito, nonostante la felice stagione olimpica, aggrava la misura della già conclamata propria recessione.

Il dilemma del prigioniero che stringe l'Eurozona determina un deficit di crescita che discende dai difetti di un'unificazione incompleta, monetaria, ma non anche fiscale, bancaria, politica. La salvaguardia di interessi e di punti di vista individuali crea il rischio di una asfissia della crescita comune. Il costo di questo irrisolto dilemma è difficile da quantificare. Per darsi dei punti di riferimento un paragone può però essere tentato con gli Stati Uniti, un paese dove l'unione monetaria si accompagna a quella fiscale, bancaria e politica. Fatto cento il valore del primo trimestre 2008 – l'avvio della lunga crisi economica e finanziaria – nel secondo trimestre del 2012 il PIL americano risulta salito a quota 102. Quello dell'Area euro appare invece sceso a 98. Oggi gli USA sono due punti percentuali sopra i valori ante crisi. L'Eurozona è, invece, due punti sotto. Detta la stessa cosa in miliardi di euro, se l'Area dell'euro si fosse comportata come gli Stati Uniti di America, nel secondo trimestre del 2012 il volume reale del prodotto generato dai 17 paesi dell'unione monetaria sarebbe risultato di cento miliardi di euro più alto di quello che è stato¹.

Cento miliardi di euro per trimestre, netti di inflazione, sono tanti. Moltiplicati per quattro, su base annuale, assommano ad un ammontare di risorse pari, in termini nominali, al PIL di un paese delle dimensioni del Belgio. Cento miliardi di euro a trimestre rappresentano una stima certamente per eccesso del costo del dilemma europeo. Gli USA, oltre che godere dei vantaggi di una piena unione fiscale e politica, praticano infatti una politica dei conti pubblici certamente meno virtuosa di quella europea. Nondimeno, anche depurando il "delta" tra USA e Europa dall'inclinazione americana al "deficit spending", l'onere imposto dai problemi di "moral hazard", dalla litigiosità e dalla insufficiente cooperazione intra-europea appare comunque assai elevato. Abbatte lo vuol dire restituire una prospettiva di crescita al Vecchio Continente in un momento in cui la crescita diventa un bene più scarso a livello mondiale, visti i segni di "global slowdown" che si affermano con sempre maggiore evidenza dalla Cina all'India agli stessi Stati Uniti.

¹ Il conteggio è effettuato sulla base di valori trimestrali del PIL relativi al secondo trimestre 2012 pari a 2.141 miliardi di euro per l'Area euro e a 2.724 miliardi di euro per gli USA. Dati in volume pubblicati da Eurostat.

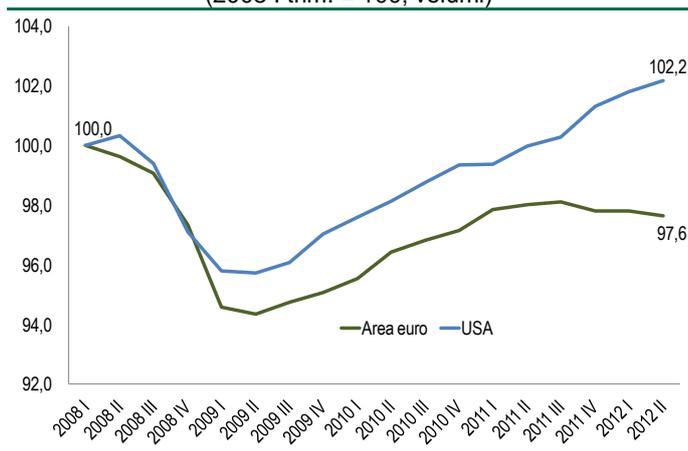
Il numero di agosto delle previsioni economiche censite da Consensus prevede un calo di mezzo punto per la crescita economica mondiale dell'anno in corso rispetto al 2011. A luglio, l'aggiornamento delle proiezioni del FMI hanno certificato un significativo rallentamento della crescita nelle economie emergenti. In questo contesto il costo del dilemma europeo, dei deficit di "governance" e delle visioni parziali, è un lusso che 330 milioni di residenti nell'unione monetaria non possono più permettersi. Occorre cercare di guardare più avanti e più a fondo. È un salto culturale, un cambio di passo che, fortunatamente, qualcuno ha già avviato in maniera importante ed autorevole. È quanto hanno fatto il Presidente e il Comitato Esecutivo della Banca Centrale Europea.

*"Exceptionally high risk premia are observed in government bond prices in several countries and financial fragmentation hinders the effective working of monetary policy. Risk premia that are related to fears of the reversibility of the euro are unacceptable, and they need to be addressed in a fundamental manner. The euro is irreversible."*²

Più che il termometro dello stato di avanzamento del risanamento dei conti pubblici dei singoli paesi, negli scorsi mesi gli spread tra i rendimenti dei titoli pubblici europei hanno dato voce ad una irrazionale scommessa sul futuro della moneta unica europea. Merito dei vertici della BCE è aver apertamente denunciato questa fallace e costosa "convenzione". In un'unione monetaria non c'è spazio per ritorni carsici di "parità scoperte" tra i tassi dell'interesse. Al di là delle coerenze degli economisti, la tutela della moneta unica europea rappresenta oggi per tutti, dalla Germania alla Grecia, una condizione necessaria per superare i dilemmi europei e affrontare l'autunno di "global slowdown" della crescita.

PIL a confronto: USA ed Area euro

(2008 I trim. = 100; volumi)

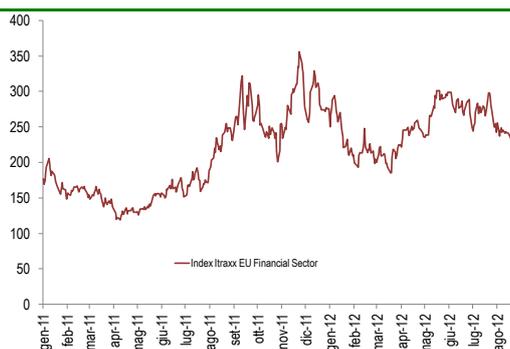


Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Eurostat

² ECB, Introductory statement to the press conference (with Q&A) of the President of the ECB, Francoforte, 2 agosto 2012.

Un cruscotto della congiuntura: alcuni indicatori

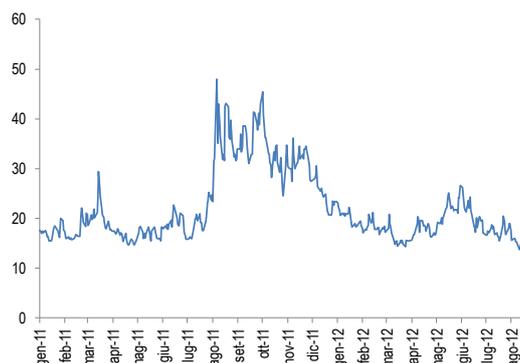
Indice Itraxx Eu Financial



Fonte: Thomson Reuters

I premi al rischio nell'ultima settimana oscillano intorno a 240 pb.

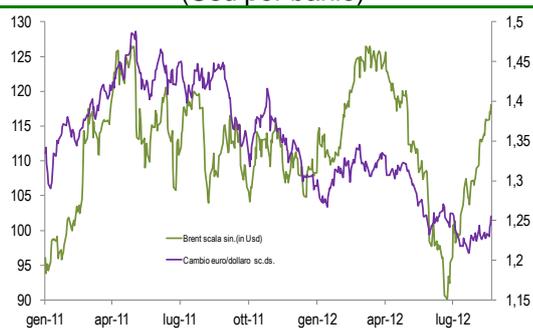
Indice Vix



Fonte: Thomson Reuters

L'indice Vix, in salita passa a 16 da 14 della scorsa settimana.

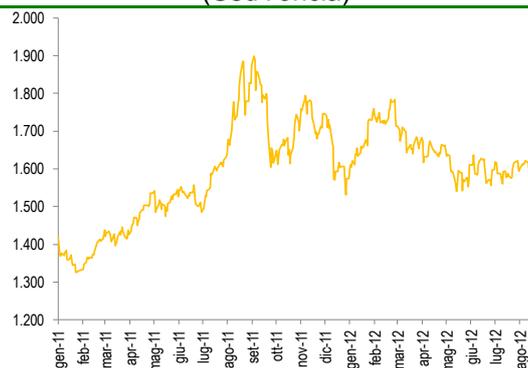
Cambio euro/dollaro e quotazioni Brent (Usd per barile)



Fonte: Thomson Reuters

Il tasso di cambio $\text{€}/\text{\$}$ sale a 1,26. Il petrolio di qualità Brent quota 118\$ al barile.

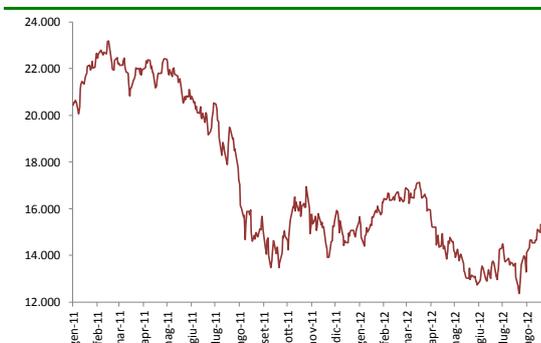
Prezzo dell'oro (Usd l'oncia)



Fonte: Thomson Reuters

Il prezzo dell'oro si avvicina ai 1.650 dollari l'oncia.

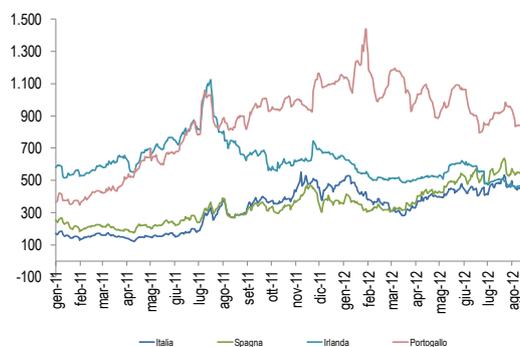
Borsa italiana: indice Ftse Mib



Fonte: Thomson Reuters

Il Ftse Mib nell'ultima settimana si avvicina a 15.000. Nell'ultimo mese l'indice è aumentato del 21%.

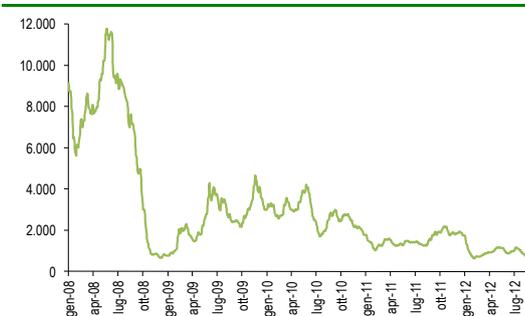
Tassi dei benchmark decennali: differenziale con la Germania (punti base)



Fonte: elab. Servizio Studi BNL su dati Thomson Reuters

I differenziali con il Bund sono pari a 775 pb per il Portogallo, 452 pb per l'Irlanda, 500 pb per la Spagna e 431 pb per l'Italia.

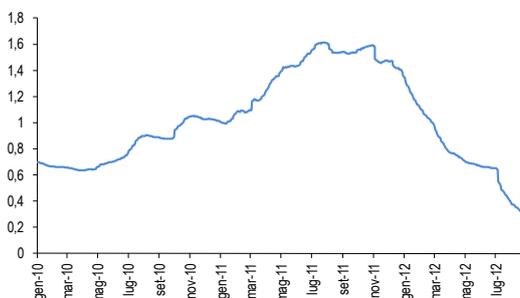
Indice Baltic Dry



Fonte: Thomson Reuters

L'indice, su valori minimi, rimane poco sopra quota 700.

Euribor 3 mesi (val. %)



Fonte: Thomson Reuters

Continua la flessione dell'euribor 3m che scende a 0,3%.

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari.