



n. 1-3

2006 - Euro 10,00

Critica Sociale

Colloqui Italo-Britannici

Il ritorno della Nazione

Dai Laburisti l'idea del "Patriottismo democratico"
Responsabilità, libertà, eguaglianza, integrazione

Gordon Brown 
Britishness

1848
18-22 Marzo

Giuseppe Pisanu
Democrazia Tricolore

Sunder Katwala
Fabian Society: una costituzione
per la nuova Gran Bretagna

**Tristram Hunt, Spencer Di Scala,
Simona Bonfante, Gisela Stuart**

Rinnovare la Politica

Ian McCartney, Massimo Cacciari, Paolo Del Debbio
Documento: "Partnership in Power"

Public Diplomacy
Stephen Twigg e Foreign Policy Centre

Innovazione e Crescita
Francesco Caputo Nasseti, Walter Joffrain,
Gianpaolo Toriello, Daniela Mainini

Craxi e il Dissenso nell'Est

La testimonianza di Carlo Ripa di Meana con un editoriale di Ugo Finetti

POSTE ITALIANE SPA - SPECIALE IN APPLICAZIONE DEL D.L. 353/03 (CONV. L. 130/04) ART. 1 COMMA 1, DUE VIGNOLE - MENSA

Economia e innovazione

L'inflazione rimarrà contenuta – sostiene il responsabile del Global Market di Deutsche Bank Italia – nonostante il prezzo del petrolio, per i bassi salari in Occidente derivanti dalla competizione con Cina ed India. Tuttavia si possono prevedere ulteriori rialzi dei tassi da parte della BCE”



Economia europea in recupero nel 2006. Ma la recessione è in agguato

Francesco Caputo Nassetti

Direttore Generale Divisione Global Markets, Deutsche Bank Italia

Le previsioni macroeconomiche per il 2006 sono improntate ad un moderato ottimismo.

In generale la crescita economica rimane robusta e l'inflazione si mantiene moderata. Le banche centrali, che hanno mantenuto negli ultimi quattro anni tassi a livelli storicamente bassi facendo sì che i mercati fossero invasi da una grande liquidità, dovrebbero ridurre lo stimolo monetario gradualmente. Ciò dovrebbe comportare un lento aumento dei tassi d'interesse a lungo termine. E' bene sottolineare che il grado di aleatorietà delle presenti previsioni è maggiore del normale a causa di alcune anomalie nei mercati finanziari e di diversi sbilanci tra economie di cui si fa

cenno di seguito. Improvvisi riequilibri – che non si prevedono, ma sono possibili - potrebbero comportare rischi che descriverò oltre.

L'economia Usa continuerà la robusta crescita del prodotto nazionale lordo (“Pnl”) attorno al 4%, il Giappone è entrato ormai in una fase di crescita sostenibile alimentata dalla domanda domestica e i mercati emergenti continueranno con forti ritmi di crescita.

Anche se il 2006 sarà migliore del 2005 l'Europa è e rimane il fanalino di coda. L'inflazione, nonostante la crescita del petrolio, rimarrà contenuta.

Le forze che creano le pressioni in aumento dell'inflazione (gli aumenti del costo dell'energia) sono controbilanciate

da forze antiinflazionistiche derivanti dalla competizione dalla Cina ed India, che aiutano a mantenere i salari bassi (diversamente da quanto accadde negli anni '70 quando, a fronte della crescita dei prezzi delle materie prime e della politica monetaria simile a quella attuale, i salari crebbero in maniera assai sostenuta).

Le previsioni sull'inflazione possono essere moderatamente ottimistiche, nonostante la sostenuta crescita dei prezzi dell'energia. L'economia mondiale, infatti, è diventata meno dipendente dagli aumenti del prezzo del petrolio. Il vecchio rapporto petrolio-crescita-inflazione appare ormai superato per sei ragioni:

la crescita attuale dei costi energetici è trainata dalla domanda di petrolio e non dalla scarsità dell'offerta. Il che significa che le economie possono più facilmente aggiustarsi; le economie sono diventate più flessibili rispetto a 30 anni fa, particolarmente nel costo del lavoro grazie anche all'erosione del potere sindacale; i paesi esportatori di petrolio reinvestono più velocemente in importazioni dai paesi industrializzati; i mercati dei capitali internazionali sono diventati più integrati facilitando il reinvestimento dei surplus dei paesi esportatori di petrolio; l'occidente ha imparato ad usare meglio l'energia: il rapporto tra Pnl e importazioni di petrolio è diminuito drasticamente; la concorrenza dalla Cina ed India, come detto, ha contribuito a tenere bassi il costo del lavoro in occidente.

In merito agli squilibri accennati in precedenza, va segnalato che gli investitori hanno sviluppato un inusuale appetito per il rischio che ha portato a margini (premi per il rischio) storicamente bassi. In presenza di tassi di interesse storicamente bassi, gli investitori hanno cercato di alzare i rendimenti degli investimenti assumendo maggiori rischi di credito, di struttura o di complessità o investendo a durate particolarmente lunghe o perpetue.

Prima o poi questo sbilanciamento si riaggiusterà. Riteniamo che possa accadere gradualmente nei prossimi 12 mesi.

Un altro grande squilibrio non sostenibile nel lungo termine è quello del conto corrente americano: non ci sono, si badi, segnali di una riduzione del deficit di conto corrente americano nel prossimo futuro. Nel 2006 dovrebbe raggiungere 897 mld di dollari (contro i 668 del 2004).

Tale deficit crescerà anche rispetto al Pnl: 6,8% rispetto al 5,7% del 2004.

Tale livello è ben in eccesso rispetto i livelli che nel passato hanno fatto

scattare crisi valutarie. In altre parole, la visione a breve termine che l'America sia la locomotiva mondiale è in contrasto con i suoi vincoli d'indebitamento esterno. In aggiunta, la robusta crescita dell'economia reale è difficilmente compatibile con il mantenimento di bassi tassi d'interesse reali. In altri termini, prima o poi, una delle due variabili si dovrà aggiustare: o maggiori tassi o minore crescita.

Il rischio – si spera remoto- di un *rapido* aggiustamento potrebbe trovare scaturigine in un collettivo ed improvviso calo d'appetito al rischio dovuto a fattori esogeni o geopolitici: il dollaro s'indebolirebbe, conseguentemente i mercati azionari, obbligazionari e immobiliari calerebbero. L'effetto sarebbe inflazionistico in Usa e deflazionistico nei paesi con divise in aumento rispetto al dollaro.

La Fed alzerebbe i tassi di interesse, mentre gli altri paesi farebbero l'opposto per difendere l'impatto sulle esportazioni. Il calo di valore dei beni minerebbe la domanda di consumi americana. Ne potrebbe conseguire una recessione mondiale. Si deve ritenere questo scenario estremo, ma sotto la superficie queste due anomalie rimangono una minaccia per l'economia mondiale.

In merito alle materie prime il petrolio dovrebbe rimanere attorno ai 60 \$ al barile nel 2006 con il rischio d'essere più vicino ai 70 per i primi sei mesi. I fattori che dovrebbero indebolire il petrolio sono la minore domanda mondiale, in particolare da Cina ed India, l'aumento dell'offerta Non-Opec e l'aumento della produzione Opec. Il consenso vede il prezzo medio del petrolio

Il problema fondamentale dell'economia italiana è quello delle dimensioni industriali: ai livelli degli altri paesi europei la produttività aumenterebbe del venti per cento

nel 2006 a 53\$ (minimo 40 dollari, massimo 72 dollari su 29 analisti). Venendo all'Europa, l'economia ha dato buoni segnali di recupero. Nel terzo trimestre la crescita è stata di 0,6%, lo 0,1% in più delle previsioni di consenso (0,9% in Spagna, 0,6% in Germania, 0,7% in Francia e 0,3% in Italia, che ha visto due consecutivi trimestri di crescita e vari indicatori mostrano che la recessione è finita). Il recupero sta guadagnando *momentum* e dovrebbe confermarsi nel 4° trimestre. Il CPI (consumer price index, l'indice dei prezzi al consumo, vale a dire l'indice dell'inflazione) negli ultimi due mesi dell'anno è cresciuto più del previsto confermando così che l'inflazione 2005 sarà confortevolmente sopra al 2%.

Inoltre, anche nel 2006 è probabile che questo livello sarà superato. Infine, l'aumento dell'Iva in Germania previsto nel 2007 dovrebbe contribuire a mantenere l'inflazione al di sopra del 2%.

L'inflazione, quindi, rimane saldamente sopra al 2%: attorno a 2,5% in ottobre (misurata anno su anno). L'inflazione ha toccato in particolare i settori tessile, trasporti e vacanze.

La *core inflation* (che esclude energia, tabacco e cibo) dovrebbe rimanere stabile. Ci si può aspettare che la Banca Centrale Europea ("BCE") modifichi verso l'alto la sua previsione d'inflazione per il 2006 dall'attuale 1,9%. La generalizzata previsione è per 2,5%, un livello al limite della stabilità dei prezzi.

La BCE è confortata dalla riaccelerazione della crescita, ma ha fatto capire che i mercati si devono attendere un rialzo dei tassi.

Dopo la mossa del dicembre scorso è probabile una serie di rialzi nel corso del 2006. Se ci fosse, però, un indebolimento del ciclo internazionale e/o la ripresa del cambio dell'Euro, la graduale crescita dei tassi potrebbe rallentare fino ad interrompersi. L'atteso rialzo dei tassi euro non gioverà al cambio: tassi

più elevati in una fase in cui la ripresa economica si vede ma non è ancora consolidata favorisce un atteggiamento prudente. Sull'euro i rischi ribassisti potrebbero non essere ancora svaniti. Prosegue l'espansione del settore manifatturiero, il livello degli ordini è ulteriormente cresciuto e la produzione tiene il passo con le anticipazioni dei produttori. Segnali positivi anche dai settori dei servizi e delle costruzioni.

L'intenzione d'aumento della forza lavoro da parte delle imprese evidenzia che la ripresa dell'occupazione non è esaurita. Anche se la dinamica salariale rimane contenuta, l'aumento del reddito del lavoro ed il calo della disoccupazione contageranno in positivo la fiducia dei consumatori. I consumi dovrebbero, quindi, ritrovare smalto nei prossimi trimestri soprattutto per quanto riguarda i beni favoriti dai tassi bassi.

Per quanto riguarda l'Italia il quinquennio 2001-2005 si è configurato come il più difficile attraversato dalla nostra industria negli ultimi decenni. Anche tenendo conto del recente migliora-



mento, la produzione industriale registrerà un calo anche nel 2005.

Le performance sono state eterogenee: in negativo i settori automobilistico, moda ed intermedi, mobili ed elettrodomestici, moda consumo, elettronica, mezzi di trasporto per industria ed agricoltura, casa manufatti vari, casa beni edilizia. In positivo farmaceutica, elettrotecnica, imballaggi, tempo libero e largo consumo.

Note positive dalle esportazioni che sono tornate a crescere ed il saldo manifatturiero sta migliorando.

Anche le esportazioni di prodotti del sistema moda stanno reagendo alla domanda mondiale, dopo anni di forti difficoltà, mostrando, peraltro, una forte sensibilità all'andamento del cambio.

E' proseguito l'andamento crescente dei valori medi unitari delle esportazioni italiane, che segnalano uno spostamento su fasce qualitative più elevate.

S'iniziano a vedere segnali di miglioramento anche sui margini, soprattutto per le imprese di maggiori dimensioni.

Esistono settori industriali italiani per i quali l'export cresce di più della domanda mondiale: pelletteria, fili e cavi, motori industriali non elettrici, cosmesi, macchine utensili, viterie e bulonerie, vino, organi di trasmissione, carrelli industriali semoventi, motori elettrici, carta, apparecchi elettromedicali, industria laniera, impianti di sollevamento e trasporto, macchine per imballaggi.

La crisi di competitività colpisce in maniera difforme: un quarto delle imprese moda tra il 2000 ed il 2003 ha registrato una crescita del fatturato superiore al 15%, mentre un altro quarto ha accusato una perdita di ricavi superiore al 27%.

Il problema fondamentale dell'economia italiana rimane quello dimensionale: la produttività dell'industria manifatturiera italiana aumenterebbe del 20% se l'industria italiana avesse la stessa struttura produttiva e dimensionale dei principali paesi europei.

Francesco Caputo Nassetti

