

L'unione fa la forza. Si moltiplicano i segnali di una corralità positiva nel movimento di ripresa dell'economia e l'Europa non resterà indietro

Prove tecniche di exit strategy

Israele e Australia hanno aumentato i tassi. Ma due rondini non fanno ancora primavera

Indicatori reali

L'estate si è chiusa con conferme. L'autunno si è aperto con dubbi. Conferme di inaffidabile ripresa, sebbene per molti altri economisti la parola suoni ancora come insulto, perché continuano la carestia di ordini e la moria di posti di lavoro. Conferme basate su statistiche *soft*, come fiducia e indici anticipatori, e pesanti come la produzione, il fatturato, gli ordini e l'export (quest'ultimo anche globale).

Dubbi sulla tenuta della svolta, inseriti in una granitica certezza: il recupero sarà graduale e lento. Gli economisti (vil razza dannata) escludono in massa che il domani possa riservare sorprese positive e gli fanno eco nel predicare prudenza a policymaker di ogni angolo del pianeta. Pochi osano immaginare che il rimbalzo risulti direttamente proporzionato nell'intensità alla violenza della caduta. Ma i segnali degli indicatori avanzati dell'Ocse sono corali e consolanti. L'effetto elastico, che si è sempre verificato nelle recessioni passate, sarebbe negato questa volta dalla fragilità del sistema finanziario che continua a lessinare il credito. Ciò appare sicuramente più vero in Europa (dove pure il risveglio della produzione industriale in agosto - mese difficile da interpretare - è promettente) che negli Usa. Non è soltanto una differenza di condizioni della finanza, perché se è vero che il credito bancario non

si è ristretto al di là dell'Atlantico meno che al di qua, è anche vero che le banche pesano per una frazione dei canali di finanziamento e che la Fed è intervenuta in modo massiccio e deciso a sbloccare tutti gli altri.

L'economia americana è infatti molto più avanti nel realizzare gli aggiustamenti degli squilibri. Lo scossone all'occupazione (7,2 milioni di posti in meno in 21 mesi, -5,2%) è stato feroce ma ormai è agli sgoccioli (il ritmo di espulsione è ora

IN VISTA YUAN PIÙ FORTE

Usa, Ue, Fmi chiedono ribilanciamenti delle valute e in particolare un rafforzamento della moneta cinese

quello normale di una lieve recessione); in Europa invece proseguirà e raggiungerà un'entità analoga. Ciò ha consentito un rapido ripristino dei margini di profitto e le imprese a stelle e strisce godono di una posizione finanziaria che non è mai stata così solida all'uscita da una recessione; sono pronte perciò a investire e stanno già ricominciando a farlo. Nonostante il basso utilizzo della capacità? Sì, perché gli investimenti in nuove iniziative o in miglioramenti di prodotto e processo non sono legati agli impianti esistenti

e spesso anzi sono la componente della domanda che tende a saturarne l'impiego. Se ripartono gli investimenti, l'occupazione, il reddito e la spesa delle famiglie seguiranno rapidamente. Tanto più che il tasso di risparmio è risalito e che la ricchezza netta, grazie al riavvio dei prezzi delle case (altra correzione ultimata, ma non in molte nazioni europee), al recupero dei prezzi di Borsa e al rimborso dei debiti è tornata a salire.

Se si rimette in moto la locomotiva Usa, tutto il convoglio globale avanzerà a ritmi decisamente più spediti dell'atteso. Nell'area euro, e in particolare in Italia, invece, la dinamica dei margini di profitto e in generale dei profitti non ha ancora dato segnali significativi di progresso e il processo di rilancio della domanda di macchinari impiegherà più tempo, ostacolata peraltro in maggior misura dalle difficoltà del credito e da una situazione finanziaria delle imprese molto meno rosea, specie in Italia. Perciò la ripresa nell'eurozona farà più fatica a ingranare.

Inflazione

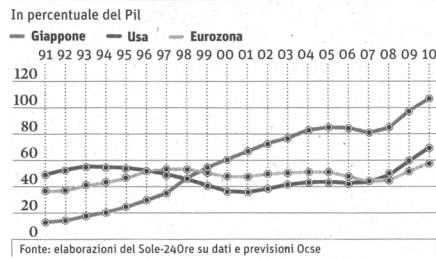
La dinamica dei prezzi al consumo rimane confortevolmente fredda. Non soltanto quella totale, che risente ancora del favorevole confronto su base annua con l'epoca delle materie prime gonfiate dalla bolla e che sta comunque gradualmente risalendo,

ma anche quella *core*, che si sta abbassando e avvicinando all'1% sia in Usa sia nell'Eurozona. Mentre i corsi delle commodity, dopo essere rimbalzati, stanno oscillando senza particolare direzione, poiché c'è il calmier dell'abbondanza di offerta. Difficile immaginare una ripartenza dell'inflazione in queste condizioni, che sono invece le più favorevoli per i lavoratori in termini di conforto al potere d'acquisto e dovrebbero perciò rendere facile rinnovare i contratti, quando non si vogliono fare autogol competitivi.

Tassi di interesse, valute, moneta

Le valutazioni che sottendono la decisione delle banche centrali di aumentare i tassi (di un quarto di punto - in settembre in Israele e in ottobre in Australia) sono analoghe: il miglioramento delle prospettive di crescita da un lato e la volontà di uscire dal livello eccezionalmente basso dei rispettivi tassi-guida, dall'altro. In quanto tali, le due decisioni si annunciano come prime e timide "prove tecniche" di una strategia di uscita dalle politiche monetarie fortemente espansive. Ma due rondini non fanno primavera. Di qua e di là dell'Atlantico i tassi delle banche centrali sono saldamente installati vicino allo zero, e c'è una promessa, implicita o esplicita, di tenerli fermi per

Debito pubblico netto



un tempo considerevole.

Se però queste "prove tecniche di rialzo" servono a rassicurare i mercati sulla volontà delle banche centrali di aumentare il costo del danaro e strangolare nella culla l'idra dell'inflazione, ben vengano gli aumenti. Che saranno in ogni caso gradualmente e in presa diretta con il miglioramento - un miglioramento che deve essere duraturo e non episodico per dar via libera a ulteriori aumenti dei tassi - della congiuntura interna e internazionale. I timori dell'inflazione sono naturalmente legati ai due fattori distintivi della possente risposta delle politiche economiche. Il mare di liquidità che è stato creato e che scroscia nei mercati, e il balzo dei deficit e dei debiti pubblici. Balzo che procura, ai sospettosi di profes-

sione, un brivido di inquietudine: "inflazione aiuti i debitori, e potrebbe essere nell'interesse dei governi di diluire il debito con l'inflazione. Come tutte le teorie del complotto, anche questa è fondata più su fantasmi che sulla realtà. D'altronde, è il mercato stesso a smentire queste ipotesi complottarde. Se questi timori fossero veri e diffusi, i tassi sui titoli pubblici lunghi li rifletterebbero fin d'ora. Se è vero che i debiti pubblici (al netto delle attività) in percentuale del Pil sono saliti dappertutto (vedi grafico), è anche vero che, come afferma uno studio dell'Ocse, il rientro dall'inchiostro rosso è ambizioso ma non impossibile.

Certo se, come è possibile, ci sono oggi rischi verso l'alto per la crescita, il peso dei debiti sa-

rebbe diluito dall'aumento del denominatore nel rapporto debito/Pil. E se alle manovre tradizionali di contenimento del deficit (maggiori entrate e riduzioni di spese) si aggiungono i benefici di una nuova ondata di privatizzazioni, la "missione impossibile" potrebbe avere lo stesso successo di quelle del famoso telefilm.

I timori sul dollaro sono naturalmente legati ai deficit gemelli, il cui combinato disposto (deficit corrente-deficit pubblico) ha raggiunto nuovi record. Tuttavia, questo nuovo primato degli squilibri americani è meno preoccupante di quanto sembri. Il deficit corrente, che negli anni scorsi aveva sfiorato il 7% del Pil, è calato (secondo trimestre 2009) fino al 2,7%, e il record è dovuto solo al deficit pubblico, che è invece schizzato all'11,7 per cento. A parte il fatto che quello stratosferico livello contiene alcune imputazioni contabili *non-cash*, l'esperienza Usa dice che il peso del deficit è riassorbibile in situazione di crescita. Il ribilanciamento delle valute è un utile ingrediente nello scioglimento degli squilibri, ma è improbabile che il dollaro possa rivisitare i minimi del 2008 contro euro. Mentre è probabile che riprenda la rivalutazione dello yuan: il *non-defivable forward* a 12 mesi ha ripreso ad apprezzarsi.

fabrizio@bigpond.net.au
i.polarizzi@confindustria.it