

---

## Scenario. Le prospettive dell'economia globale

di Carlo Altomonte\*

### Il quadro macroeconomico: verso un ribilanciamento dell'economia globale

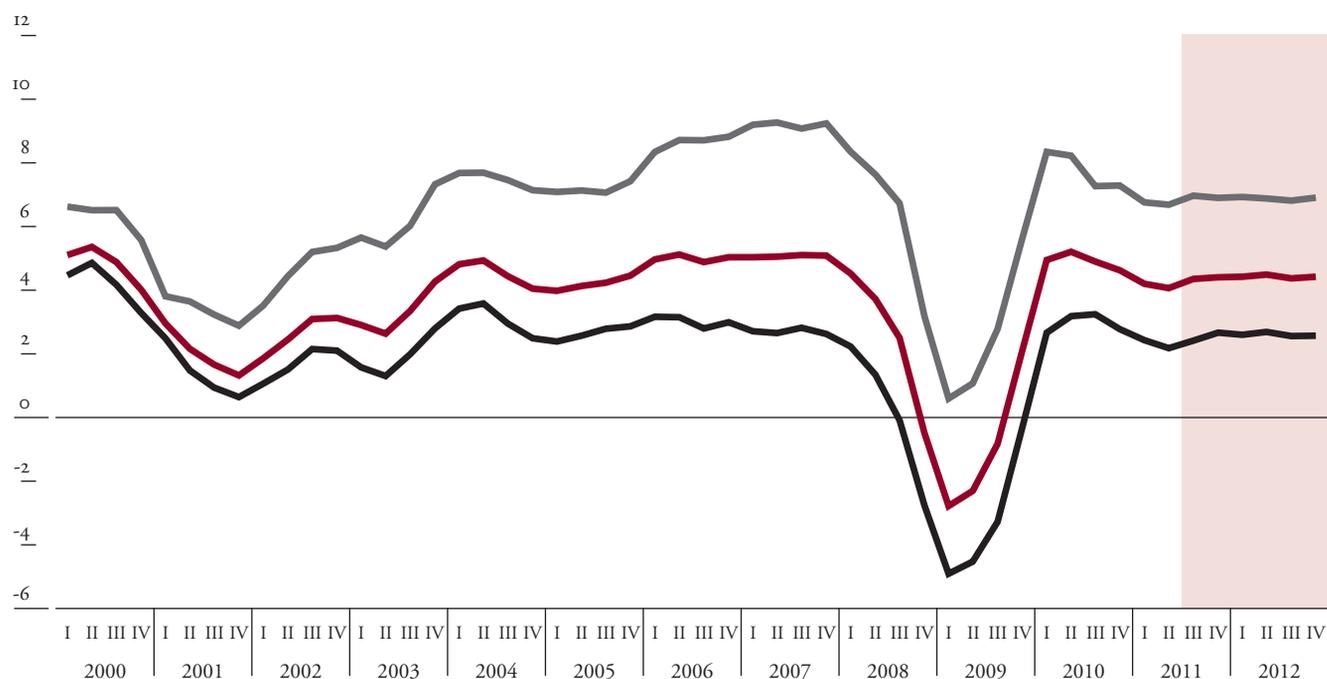
Dopo la crisi e la più profonda recessione sperimentata dal 1945 a oggi, l'economia mondiale ha beneficiato nel 2010 di una sostenuta ripresa, con una crescita superiore al suo trend (4,7%). Questo grazie alla straordinaria azione di politica economica, sincronizzata su scala globale, di banche centrali e governi. Le prime sono state impegnate a immettere liquidità sul mercato, per sostenere il sistema finanziario dopo la crisi dei *sub-prime* e il crac di Lehman Brothers. I governi hanno sostenuto la parte reale dell'economia, in difficoltà a causa dei problemi del suo "motore" finanziario, attraverso sostanziose iniezioni di spesa pubblica. Al tempo stesso, è stato in gran parte evitato l'uso di strumenti protezionistici, dunque preservando l'organizzazione dei sistemi produttivi globali, il che ha consentito anche ai flussi di commercio internazionale di tornare a crescere a tassi pre-crisi, dopo il collasso avvenuto durante il 2009. L'insieme combinato di queste politiche ha dunque evitato il ripetersi di uno scenario molto simile a quello della Grande Depressione degli anni trenta, su cui inizialmente l'economia mondiale sembrava inesorabilmente destinata ad avviarsi.

Scampato il pericolo e avviata la ripresa, nel 2011 la crescita dell'economia mondiale dovrebbe stabilizzarsi vicino al suo tasso tendenziale di poco superiore al 4% (grafico 1).

Questo è dunque il primo anno di un periodo che potremmo definire di ribilanciamento degli squilibri globali: innanzitutto, è evidente che politica monetaria e politica fiscale non possono restare espansive così a lungo, e dunque è necessario un loro graduale rientro, tarato in maniera tale da non compromettere tuttavia quella che in alcuni paesi è ancora considerata una ripresa potenzialmente fragile. Inoltre, occorre prendere atto che il quadro globale è la risultante di due scenari molto diversi: da un

---

\* Carlo Altomonte – Professore di Politica economica europea presso l'Università Bocconi di Milano.



**Grafico 1 – Tassi di crescita del PIL globale**  
(anni 2000-2012 – valori percentuali trimestrali)  
Fonte: IMF, World Economic Outlook 2011.

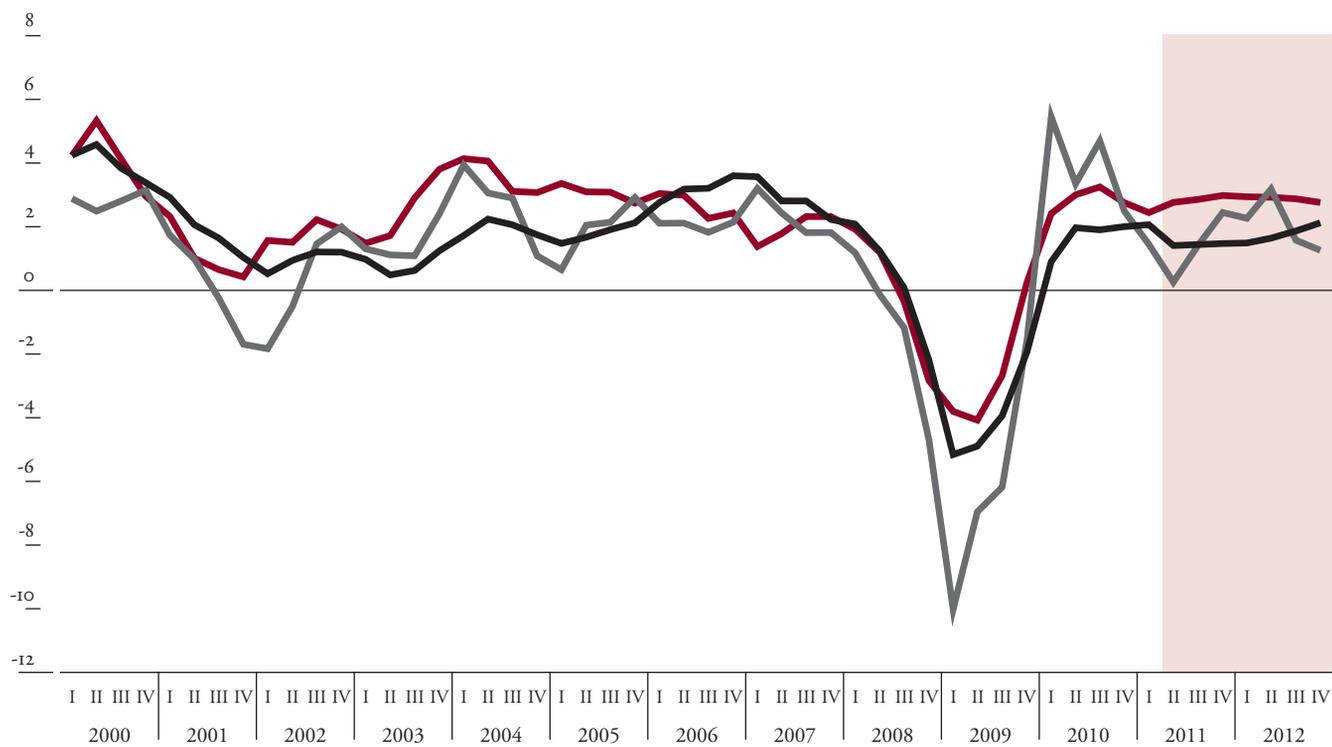
— mondo  
— economie avanzate  
— economie emergenti

lato, le economie, in particolare quelle sviluppate, che sono state duramente colpite dagli effetti dello scoppio delle bolle immobiliari, dalla crisi del credito e, per quanto attiene alcuni paesi europei, da quella successiva del debito sovrano; dall'altro lato, quei paesi, soprattutto emergenti, che hanno subito solo indirettamente, e in misura peraltro eterogenea, le ricadute della diminuzione dell'attività globale.

Il primo gruppo di paesi, in particolare gli Stati Uniti e gran parte dell'Europa (a eccezione della Germania), ha subito tra il 2009 e il 2010 un forte calo di produzione rispetto al trend, associato a un aumento della disoccupazione e a rischi deflazionistici. La ripresa avviata nel 2010 non è stata tuttavia così forte da compensare il calo del 2009, con tassi di crescita per gli USA del 2,8% e per la media UE intorno al 1,7% (con un dato inferiore per l'Italia, pari a circa l'1%), a fronte di un calo nel 2009 di quattro-cinque punti di PIL. Poiché le stime di crescita per il 2011 sono simili a quelle del 2010, a scenario invariato saranno dunque necessari più anni (almeno fino al 2012-2013) per colmare completamente gli effetti sull'attività economica generati dalla crisi (grafico 2).

Il secondo gruppo di paesi, in particolare i cosiddetti BRIC (Brasile, Russia, India, Cina), ha mostrato solo un modesto calo dell'attività economica rispetto al trend precedente (a eccezione della Russia), dunque dovrebbe continuare con un tasso di crescita sostenuto nel prossimo anno, stimabile intorno al 6,5% in media (nel dettaglio, come si vede nel grafico 3, Brasile e Russia 4%, India 8,5%, Cina 9%).

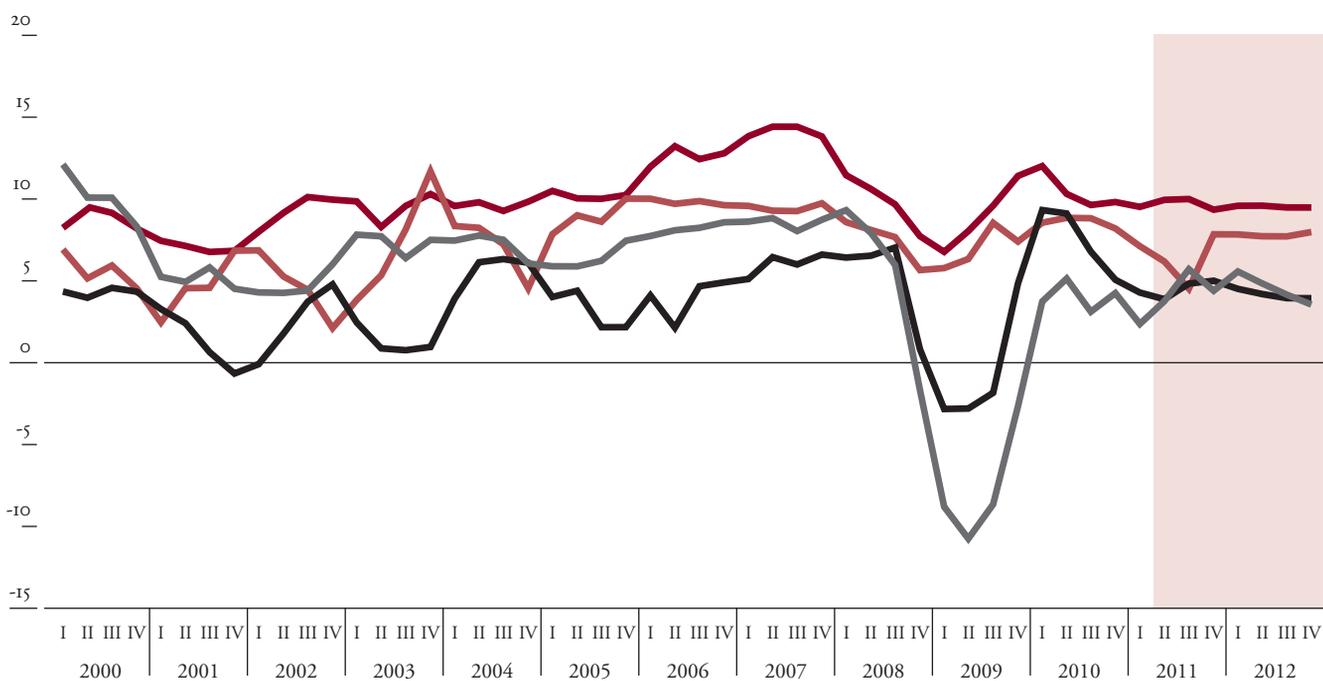
In questo quadro, si è avviato il ribilanciamento delle politiche monetarie e fiscali: infatti, la ripresa sostenuta nel 2010 ha fatto in modo che anche l'inflazione abbia iniziato a crescere su scala globale rispetto allo scenario deflazionistico della crisi. Il 2011 si sta dunque caratterizzando per il graduale ritorno della politica monetaria a tassi di interesse più ele-



**Grafico 2 – Tassi di crescita del PIL nei paesi avanzati**

(anni 2000-2012 – valori percentuali trimestrali)  
Fonte: IMF, World Economic Outlook 2011.

- Stati Uniti
- Area Euro
- Giappone



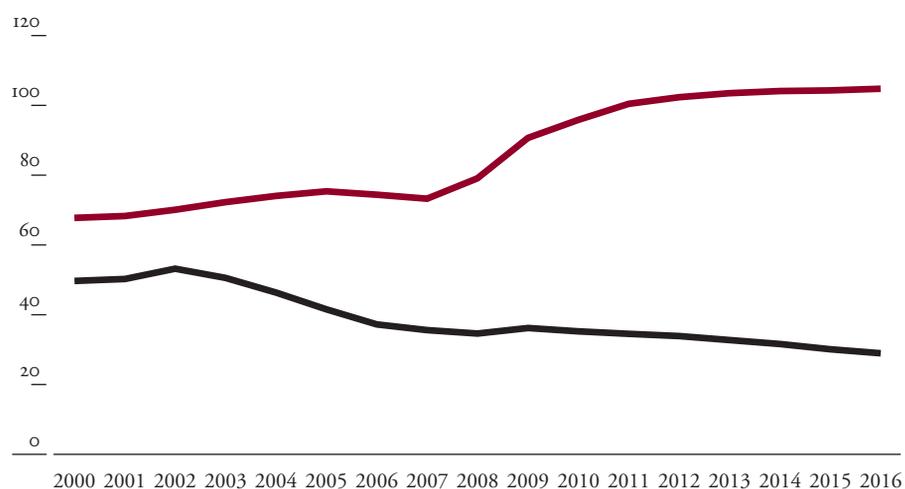
**Grafico 3 – Tassi di crescita del PIL nei paesi BRIC**

(anni 2000-2012 – valori percentuali trimestrali)  
Fonte: IMF, World Economic Outlook 2011.

- Cina
- India
- Brasile
- Russia

vati. Brasile, India e Cina sono ormai da qualche mese in fase di continuo rialzo dei tassi di interesse e anche la Banca Centrale Europea ha iniziato il suo percorso di rientro della politica monetaria, con un rialzo di 25 punti base in aprile e un ulteriore rialzo previsto tra luglio e settembre. Negli Stati Uniti si prevede invece che la Federal Reserve cessi da giugno la sua politica di acquisto di titoli del debito pubblico finanziati con l'emissione di nuova moneta (*quantitative easing*), un primo passo verso il graduale innalzamento dei tassi, previsto a partire dal 2012.

Per quanto attiene la politica fiscale, i livelli di debito rischiano di diventare insostenibili per le economie avanzate (grafico 4) e, dunque, tutti i paesi europei sono ormai su un sentiero di austerità, poiché in fase di crescita positiva occorre tornare a rispettare la regola del 3% quale massimo rapporto possibile tra deficit e PIL, mentre l'aggiustamento di bilancio negli USA dovrebbe avviarsi a partire dal 2012. Anche i BRIC hanno ormai eliminato tutte le misure di extra-stimolo fiscale messe in piedi durante la crisi e stanno gradualmente orientando di nuovo i loro sistemi economici da un modello di crescita stimolato da esportazioni e investimenti a uno centrato sulla crescita dei consumi interni (questo lo spirito, per esempio, del nuovo piano quinquennale di sviluppo cinese, lanciato a partire da gennaio di quest'anno).



**Grafico 4 – Evoluzione del rapporto debito/PIL**

(anni 2000-2016 – valori percentuali)

Fonte: IMF, World Economic Outlook 2011.

—■— economie avanzate

—■— economie emergenti

Rispetto a questo quadro macroeconomico, che sembra implicare un graduale e ordinato ritorno a una certa normalità del ciclo economico nei prossimi anni, vi sono tuttavia almeno tre fattori di rischio di cui tenere conto nel medio periodo. Innanzitutto, i possibili elementi di instabilità generati negli Stati Uniti e in Europa (in particolare nei paesi periferici dell'Euro Zona) dal graduale riequilibrio delle politiche monetarie e fiscali; in secondo luogo, la capacità delle economie emergenti, in particolare asiatiche, di riportare sotto controllo i tassi di inflazione senza un uso eccessivo della leva monetaria; infine, le tensioni geo-politiche in Medio Oriente, che hanno evidenti implicazioni sul prezzo delle materie prime.

### **I fattori di rischio: debito pubblico, tassi di cambio e commodity**

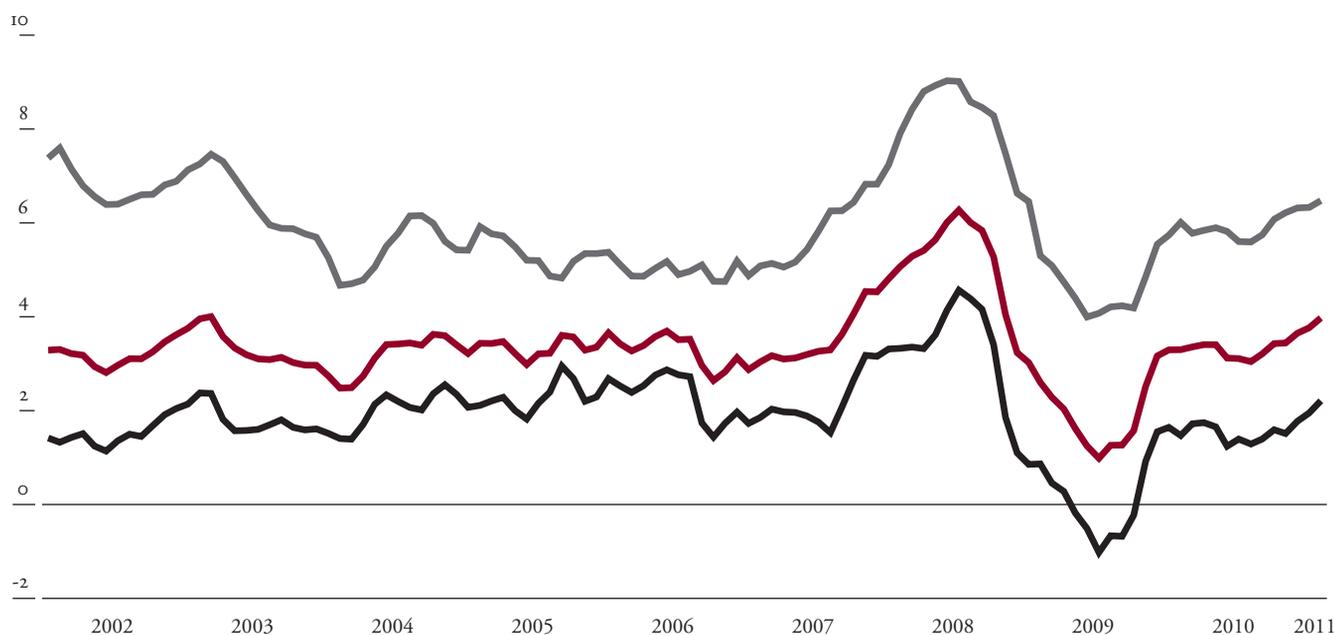
Lo scenario di ribilanciamento della politica monetaria e fiscale ha già avuto inizio in Europa, con il graduale rientro dei deficit pubblici sotto il livello del 3% rispetto al PIL e l'avvio della stretta monetaria da parte della BCE. Questi aggiustamenti potrebbero generare un moderato rallentamento nella crescita economica europea, e dunque un allungamento dei tempi necessari ai sistemi produttivi dei paesi periferici per uscire dalla crisi del debito che ha caratterizzato sia il 2010 (con le finanze pubbliche di Grecia e Irlanda poste sotto tutela da parte degli altri partner) sia i primi mesi del 2011 (con il Portogallo costretto a ricorrere al fondo di stabilizzazione europeo). Tali incertezze al momento non sembrano creare situazioni di particolare tensione sui mercati, in virtù dell'accordo politico trovato al Consiglio europeo del 24 e 25 marzo scorso sulla riforma complessiva della governance economica europea, in cui si è decisa la creazione di un meccanismo permanente di gestione del rischio di default (*European stability mechanism* – ESM), meccanismo che dal 2013 rimpiazzerà l'attuale fondo di stabilizzazione (*European financial stability facility* – EFSF), in vigore sino al 2012. In particolare, l'ESM sarà dotato di un capitale di 700 miliardi di euro in grado di concedere sino a 500 miliardi di prestiti ai paesi dell'Euro Zona in difficoltà, in cambio di una stretta condizionalità sulla riforma delle finanze pubbliche dello Stato interessato. Tuttavia, in caso di dati negativi sulla crescita di Grecia, Irlanda o Portogallo, o qualora il percorso di uscita dalla crisi del sistema bancario europeo, in particolare spagnolo, dovesse rivelare perdite superiori a quanto sino a esso preventivato, non si può escludere, durante il 2011, un riacutizzarsi delle tensioni sui titoli del debito pubblico europeo, con la conseguente volatilità per il tasso di cambio dell'euro.

Per l'Italia, una possibile implicazione nel medio termine è invece legata al nuovo accordo sul patto di stabilità e crescita: le linee guida di quest'ultimo prevedono un nuovo meccanismo che identifica un percorso quantitativo di rientro dal debito pubblico, accanto al tradizionale impegno sul deficit. Nello specifico, l'accordo imporrà un rientro in ogni anno pari a un ventesimo della quota eccedente il 60% nel rapporto debito/PIL. Per l'Italia, che ha un rapporto eccedente il 110%, questo implica una riduzione compresa tra due e tre punti percentuali di tale rapporto, almeno per i primi anni (ossia almeno fino a quando la quota di PIL eccedente il 60% sarà ancora superiore al 100%). Si tratta di un aggiustamento importante, pari in valore assoluto a oltre 40 miliardi di euro l'anno, cifra sostenibile per la finanza pubblica solo in presenza di un'adeguata crescita economica (il target dell'aggiustamento è il rapporto tra debito e PIL: quanto più veloce è la crescita del PIL, tanto meno forte diventa dunque la necessaria riduzione del debito). Ne consegue dunque che in presenza di una crescita del PIL non superiore all'1% l'anno, il costo dell'aggiustamento per la finanza pubblica italiana potrebbe velocemente diventare di difficile sostenibilità, soprattutto nei confronti del mercato finanziario.

L'altro fattore di rischio, se così possiamo definirlo, riguarda sorprese positive da parte del mercato americano. Al momento attuale, la politica monetaria e quella fiscale negli USA restano su un orientamento fortemente espansivo, in quanto la risposta dell'economia statunitense agli stimoli di politica economica sembra ancora debole e nessun aggiustamento è al momento previsto per il 2011. Tuttavia, negli ultimi mesi gli USA hanno sperimentato una ripresa consistente dell'inflazione (anche in virtù di una crescente inflazione sui beni intermedi importati dalla Cina), nonché dati positivi in termini di mercato del lavoro, con il tasso di disoccupazione ridottosi di quasi un punto percentuale negli ultimi tre mesi, la caduta più rapida registrata sin dagli anni cinquanta. La continuazione di tale trend potrebbe portare la stima della disoccupazione negli USA a fine 2011 al di sotto delle attese della FED. Se a questo aggiungiamo la componente di inflazione importata, se ne deduce che uno scenario di tassi invariati negli USA sino a fine anno potrebbe non essere interamente compatibile con l'attuale stato dell'economia. Una volta che questo dato è internalizzato dal mercato, ciò potrebbe portare a un'aspettativa di correzione anticipata della politica monetaria americana, in attesa poi della stretta fiscale prevista nel 2012. La magnitudine di questi aggiustamenti è epocale: la FED deve riassorbire oltre 2.000 miliardi di dollari immessi nell'economia a sostegno del sistema finanziario, mentre il bilancio federale deve correggere un'evoluzione del debito pubblico che ormai viaggia pericolosamente oltre il 100% del rapporto debito/PIL. In virtù di questa combinazione, vi è dunque il rischio di una certa volatilità che da oltreoceano si può scaricare sul rapporto euro-dollaro, con la moneta europea che potrebbe prima indebolirsi (a seguito dell'avvio della stretta monetaria) e poi rafforzarsi ulteriormente (una volta che gli USA entrino nella fase di riduzione del debito pubblico) nei prossimi mesi. Non è neanche da escludere un target di inflazione negli USA per qualche tempo significativamente superiore all'obiettivo storico della banca centrale (intorno al 2%).

Per quanto riguarda i paesi emergenti, il rischio principale, come detto, è legato alle tensioni inflazionistiche (grafico 5), derivanti da una serie di fattori: da un lato, la maggiore correlazione dell'inflazione di questi mercati con i prezzi internazionali delle *commodity*, in particolare alimentari (circa il 30% del paniere dei beni di consumo è legato a questi prodotti nei paesi emergenti, a fronte del 15% nei mercati sviluppati); dall'altro, il fatto che in molti dei mercati nascenti la crescita dell'economia è molto vicina al pieno impiego delle risorse. Queste preoccupazioni hanno portato negli scorsi mesi a un deflusso di capitali da mercati emergenti, in attesa della stretta monetaria da parte delle banche centrali.

La situazione tuttavia è in rapido mutamento, con un orizzonte positivo: i fondamentali macroeconomici restano molto buoni in quasi tutti i paesi, lo shock dell'aumento dei prezzi delle materie prime alimentari inizia a essere assorbito dalle economie emergenti, e quasi tutte le banche centrali, sia pure con velocità differenti, hanno iniziato a reagire alle pressioni inflazionistiche. Evidentemente, il rischio è che la stretta monetaria necessaria per sta-



**Grafico 5 – L’inflazione nel mondo**  
(anni 2002-2011 – dati mensili)  
Fonte: IMF, *World Economic Outlook* 2011.

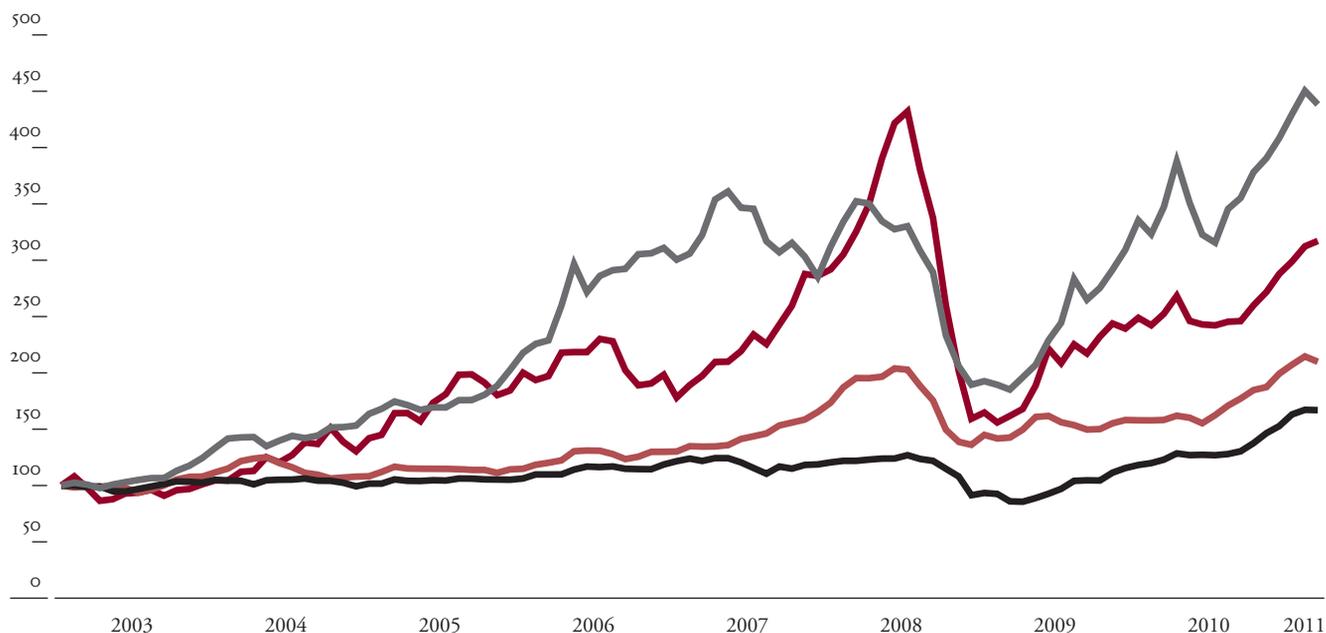
— mondo  
— economie avanzate  
— economie emergenti

bilizzare l’inflazione in alcuni paesi sia talmente elevata da produrre una brusca, sia pur temporanea, riduzione della crescita attesa (nell’ordine di un paio di punti percentuali), con conseguenze importanti in termini di nuovo afflusso di capitali verso i paesi emergenti (per i tassi più elevati), rivalutazione del cambio e scossoni sui prezzi internazionali delle materie prime, che potrebbero scivolare in alcuni mercati bruscamente verso il basso. Dunque non uno scenario necessariamente negativo per l’Europa, ma sicuramente un quadro di nuovo caratterizzato da una possibile elevata incertezza.

Incertezza che è infine il tratto principale anche dell’ultimo fattore di rischio, quello geo-politico. Qui occorre considerare due tipi di variabili: dal lato politico, l’evoluzione della situazione libica e la probabilità di un effetto domino, con il rischio che la crisi politica dopo Tunisia, Egitto e Libia possa sfociare in un cambio di regime anche in altri paesi dell’area già oggi instabili (Bahrein, Yemen, Siria). Dal lato economico, l’effetto di tale scenario sull’instabilità dei prezzi petroliferi e, da qui, sui prezzi delle *commodity* (grafico 6) e sullo scenario di crescita globale.

Per quanto attiene al primo punto, i mercati hanno rapidamente superato le tensioni emerse in Egitto e altrettanto stanno facendo con la Libia. La vera chiave di volta dello scenario geo-politico resta dunque la stabilità della penisola arabica, in cui minoranze sunnite sono al potere su maggioranze sciite della popolazione. Tensioni su questo fronte porterebbero a una rapida radicalizzazione anche religiosa dello scontro (un fenomeno sinora evitato) e il diretto interessamento del principale produttore mondiale di petrolio, l’Arabia Saudita, vera “banca centrale” dell’oro nero, in quanto unico paese capace di pompare liquidità (questa volta in senso letterale) in misura tale da influire direttamente sul prezzo del petrolio.

Una riduzione, anche solo teorica, della capacità produttiva saudita porterebbe verosimilmente a un *super-spike* del prezzo del petrolio, che schizzerebbe verso quota 150 o più dollari al barile. In questo caso, gli ef-



**Grafico 6 – I prezzi delle principali commodity**  
(anni 2003-2011 – 2003 = 100, dati mensili in dollari)  
Fonte: IMF, World Economic Outlook 2011.

- energia
- food
- agricoltura
- metalli

fetti sull'economia globale sarebbero pesanti, con riduzioni di PIL di oltre due punti percentuali e dunque, verosimilmente, il rischio di una nuova recessione nei paesi sviluppati. Questo scenario evidentemente riporterebbe indietro le lancette del ribilanciamento in atto e aprirebbe una fase nuova, tutta da costruire, nell'evoluzione del ciclo.

In assenza di tale *worst-case scenario*, tuttavia, l'economia mondiale è in grado di convivere abbastanza bene con un prezzo del petrolio compreso tra 100 e 110 dollari al barile (media tra WTI e Brent). Da un lato, oggi la capacità produttiva mondiale è ancora di circa il 15% inferiore ai livelli massimi che nel 2008 contribuirono a ridurre i prezzi petroliferi, quando il barile arrivò a toccare i 140 dollari, e dunque a scenario geo-politico invariato i livelli attuali di prezzo, anche in assenza della produzione libica, sembrano sostenibili. Inoltre, la relazione storica tra livello del prezzo del petrolio e inflazione è ormai attenuata dalla capacità delle banche centrali di gestire le aspettative inflazionistiche: quello che oggi conta davvero per l'inflazione è la variazione improvvisa del prezzo del petrolio rispetto alle attese. Questa è però già stata incorporata nelle attuali proiezioni di aumento dei prezzi rispetto alle quali si stanno muovendo le banche centrali (per esempio, la BCE) e dunque lo shock petrolifero sta per essere gradualmente riassorbito dall'evoluzione della politica economica. Infine, rispetto ai grandi shock degli anni settanta, la stessa elasticità del ciclo economico del petrolio è diminuita, in quanto il consumo di greggio rappresenta oggi una frazione relativamente piccola del PIL, meno del 5% nei paesi OECD e meno del 10% nei mercati emergenti. Ne consegue che, anche ipotizzando un temporaneo aumento del prezzo petrolifero a 120 dollari al barile a fine 2011, le stime effettuate per l'economia americana portano a una riduzione della crescita non superiore a -0,2 punti percentuali l'anno.

La visione corretta con cui interpretare lo scenario geo-politico è dunque che quest'ultimo, in assenza di un coinvolgimento diretto dell'Arabia

Saudita nelle tensioni mediorientali, non sembra al momento rappresentare un rischio aggiuntivo rispetto al quadro di riferimento macroeconomico, ma piuttosto, per gli effetti che sta generando sull'inflazione, un potenziale fattore catalizzatore dell'evoluzione dell'economia globale verso un suo più rapido riequilibrio, soprattutto sul fronte monetario. Potenziali buone notizie in prospettiva macroeconomica, ma di nuovo con implicazioni negative per la volatilità dei mercati.

### **Le implicazioni per le imprese: internazionalizzazione e rischio volatilità**

Nello scenario post-crisi, dunque, l'attuale percorso di evoluzione dell'economia mondiale dovrebbe avere come risultato finale un graduale ribilanciamento della crescita, con effetti maggiori per i paesi adesso "emergenti", la cui lista, oltre che i classici BRIC, è in fase di espansione e comprende anche Turchia, Indonesia, Malesia, Perù e Sudafrica. Nel tendere verso questo equilibrio positivo di lungo periodo, tuttavia, vi sono alcuni fattori di rischio che, combinati con la maggiore interconnessione dei mercati, possono quindi generare un aumento strutturale della volatilità di alcune importanti variabili economiche, e dunque creare incertezza rispetto all'orizzonte di investimento.

Ne consegue che, dal punto di vista della strategia aziendale, l'imperativo categorico per le imprese italiane resta quello dell'internazionalizzazione, in quanto solo l'aggancio ai mercati globali può consentire alle nostre aziende di recuperare quei tassi di crescita che ne hanno determinato lo sviluppo in passato. Peraltro, ciò non vuol dire necessariamente solo esportazione, ma piuttosto anche la capacità di approvvigionamento sul mercato di adeguati input produttivi caratterizzati da un buon rapporto tra qualità e prezzo. In generale, l'obiettivo strategico da perseguire è quindi l'inserimento della propria azienda all'interno di quelle catene globali del valore che oggi contraddistinguono il sistema produttivo mondiale.

Nel perseguire tale obiettivo occorre tuttavia imparare a integrare il paradigma strategico dell'azienda, storicamente centrato sulla massimizzazione del vantaggio competitivo interno, con la capacità di gestire l'aumentata volatilità che inevitabilmente deriverà dall'evoluzione, sia pure positiva, del ciclo economico. In tale contesto, anche in presenza di strategie di internazionalizzazione ottimali dal punto di vista aziendale, i margini possono essere facilmente azzerati se non si considera che alcune delle variabili "di fondo" (tassi di cambio, tassi di interesse, prezzo degli input intermedi), sino a oggi ritenute più o meno costanti e rispetto alle quali si è magari impostata la strategia di investimento, possono facilmente assumere valori "estremi" in poco tempo.

In altre parole, accanto alle strategie di internazionalizzazione, la messa a punto di adeguate strategie di *risk management* rispetto allo scenario economico diventa oggi un nuovo, importante fattore chiave di successo che occorre sviluppare per ottimizzare la crescita e lo sviluppo delle imprese nel nuovo contesto globale.