

Scenario Macroeconomico

Servizio Studi e Ricerche

Giugno 2005

Scenario Macroeconomico

23 giugno 2005

Cosa è cambiato nelle nostre previsioni	3
Torna il rischio petrolio	4
Lo scenario per le quotazioni petrolifere	7
Stati Uniti: l'economia rallenta mentre l'inflazione alza la testa	9
Politica monetaria: Fed: economia "solida", qualche rischio di inflazione, aumento dei rischi sul mercato immobiliare	10
Area euro	16
Crescita sotto il trend, inflazione sopra il target: la normalizzazione dei tassi è rimandata	16
Politica monetaria: sarà come nella primavera 2004?	21
Germania	26
Francia	27
Italia	30
La situazione in un'occhiata	32
Regno Unito	33
Giappone: un paese "normale"	34
Cina: torna a correre l'export	38

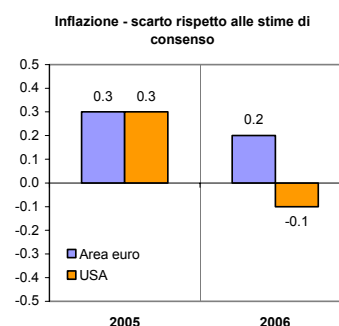
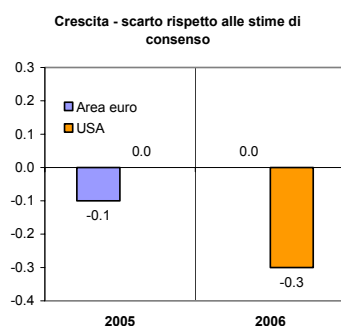
Cosa è cambiato nelle nostre previsioni

- Le proiezioni per il prezzo del petrolio sono state alzate su tutto l'orizzonte di previsione.
- Riviste marginalmente al ribasso le previsioni sulla crescita economica di Stati Uniti (2005 e 2006) e Area Euro (2005).
- Sono state riviste al rialzo le stime di inflazione per gli Stati Uniti e per l'area euro (solo 2005).
- Il primo rialzo dei tassi ufficiali BCE è atteso non prima di fine 2005.
- Ci attendiamo una rivalutazione del renmimbi entro la fine dell'anno.

Tassi di crescita del Pil

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Stati Uniti	1.9	3.0	4.4	3.4	3.0	3.1
Giappone	-0.3	1.4	2.6	1.5	1.0	1.5
Area Euro	1.0	0.7	1.7	1.4	1.9	2.0
Europa Orientale	4.0	6.1	6.5	5.0	4.6	4.7
America Latina	-0.7	1.6	5.9	4.0	3.8	3.9
OPEC	1.3	2.0	7.5	6.9	4.9	5.5
Asia orientale	5.7	6.1	7.2	6.4	6.6	6.8
Africa	3.0	3.1	3.8	4.2	4.3	4.6
Crescita mondiale	2.8	3.8	5.2	4.4	4.2	4.5

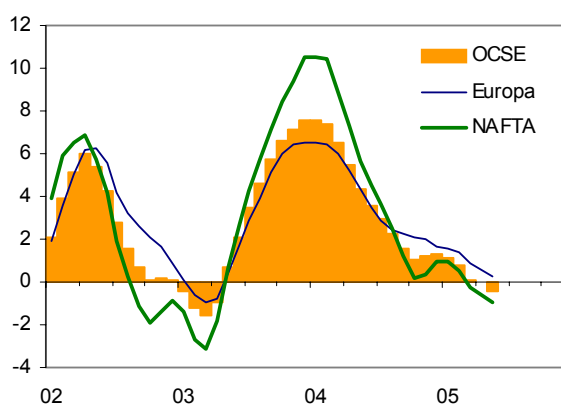
Variazioni medie annue.



Torna il rischio petrolio

Il grafico degli indici anticipatori OCSE continua ad apparire poco rassicurante: la discesa iniziata nei primi mesi del 2004 non si è ancora interrotta e non sostiene in alcun modo le aspettative di stabilizzazione del ciclo economico mondiale. Sebbene l'andamento della produzione industriale non sia così negativo come l'andamento degli indici OCSE potrebbe suggerire, tuttavia la mancanza di segnali di svolta alimenta l'inquietudine per il futuro tra gli investitori e gli imprenditori. D'altronde, non sono entusiasmanti neppure le indicazioni che provengono dal fronte del trasporto marittimo, che è correlato con l'andamento del commercio mondiale: l'indice Baltic Freight, per quanto in lieve ripresa su base tendenziale, risulta in netto calo rispetto alla fine del 2004 (v. grafico a p. 7).

Indici anticipatori OCSE



La globalità del rallentamento economico potrebbe derivare dall'azione di qualche fattore comune. Per esempio, la crescita della liquidità, che è stata molto sostenuta fino al primo trimestre 2004, con la restrizione monetaria nei paesi anglosassoni è diventata negativa per la prima volta dal 1994 (v. p. 7). Tuttavia, la massa di liquidità creata da Stati Uniti, Giappone, area euro e Cina dal 2001 è stata appena intaccata dalla stretta del 2004; inoltre, il rialzo dei tassi ufficiali di interesse (peraltro limitato a pochi paesi) non ha comportato significativi aumenti dei tassi di interesse a medio e lungo termine, né cali degli indici di borsa o dei prezzi immobiliari. È dunque improbabile che questo fattore possa essere all'origine di un rallentamento persistente dell'attività economica. Condizioni monetarie espansive prevarranno per molto tempo in Europa e Giappone, e anche negli Stati Uniti non è in previsione il passaggio a condizioni effettivamente restrittive nel corso dei prossimi mesi.

Una seconda sorgente globale di rallentamento, almeno per il settore industriale dei paesi avanzati, potrebbe essere rappresentata dallo spiazzamento della produzione interna a opera delle importazioni. Sia gli Stati Uniti, sia l'area euro mostrano una forte accelerazione delle importazioni nel corso del 2004: da 4,9% a 9,8% a/a nel primo caso, da 2,7% a 6,4% a/a nel secondo, sempre a prezzi costanti. Attualmente, nonostante il rallentamento della domanda mondiale, le esportazioni cinesi crescono a tassi nominali nell'ordine del 30% a/a, andamento che è associato a un rapido aumento delle quote di mercato. Sul grande mercato americano, l'import dalla Cina cresce del 20% a/a, contro il 3,5% del flusso dall'area euro e il +7-8% di Canada e Messico. L'accelerazione della dislocazione

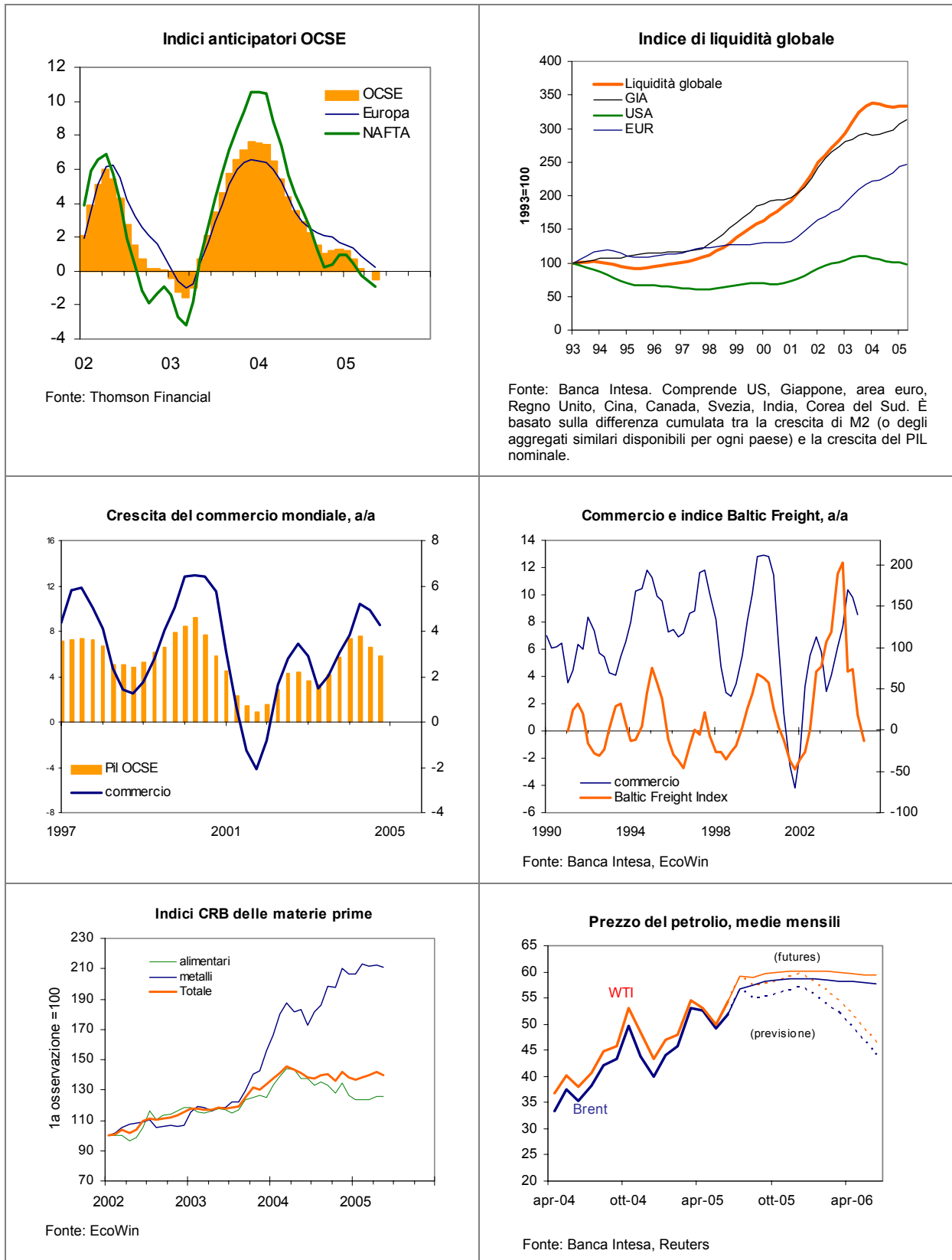
produttiva verso i paesi emergenti, favorita anche dall'euro forte e dalla cessazione dell'accordo multifibre, potrebbe spiegare l'andamento più debole degli indici di produzione industriale nei paesi industrializzati, particolarmente in Europa.

Il rincaro del petrolio, che è continuato a un ritmo pressoché costante dalla fine del 2003 a tutto il secondo trimestre 2005, rappresenta un terzo fattore comune dalle rilevanti implicazioni negative per la crescita economica mondiale. Tenuto conto della dimensione del flusso di importazioni di petrolio greggio dei paesi consumatori, ciò ha comportato un trasferimento verso i produttori che oscilla tra i 60 e i 140mld di dollari al trimestre, per un drenaggio che mediamente si è avvicinato allo 0,5% del PIL di area euro e Stati Uniti nel 2004. A tale riguardo si possono fare due considerazioni. In primo luogo, la crescita delle importazioni dei paesi produttori compensa soltanto in minima parte l'aumento della rendita petrolifera, che tende piuttosto ad alimentare l'esportazione di capitali verso le grandi piazze finanziarie mondiali: nel 2004 la sola Arabia Saudita ha registrato acquisti netti di attività finanziarie estere per 20mld di dollari, flusso che potrebbe salire a oltre 30mld quest'anno. In secondo luogo, nonostante il livello apparentemente elevato degli stoccaggi il mese di giugno si sta chiudendo con nuovi massimi per le quotazioni del petrolio e le prospettive per il terzo trimestre non appaiono favorevoli: ci si rende conto, infatti, che la domanda sta reagendo troppo poco ai rincari della materia prima e che il modesto margine di capacità ancora disponibile potrebbe ancora causare scarsità di greggio a seguito di incidenti o eventi geopolitici. Il petrolio rappresenta un rilevante fattore di rischio per il resto dell'anno e riteniamo che sarà di freno alla crescita anche nel 2005.T3..

L'attenzione per i fattori globali dietro l'attuale rallentamento non deve farci dimenticare la notevole (e talora determinante) diversità delle condizioni locali. L'economia americana, diversamente da quella europea, rimane caratterizzata da elevati ritmi di espansione della domanda interna e parte del rallentamento riflette l'assestamento dello sviluppo su livelli di maggiore sostenibilità. E, all'interno dell'Europa, la dispersione della performance economica sta aumentando, rendendo sempre più necessaria un'analisi disaggregata. Come sarà evidente dalla lettura delle analisi per area, a livello locale appaiono dei segnali di vitalità (per esempio nell'ambito del ciclo delle scorte negli Stati Uniti) che consentono di guardare a questa fase come un temporaneo rallentamento congiunturale: perfino in Europa vi sono segnali anticipatori, per quanto flebili, di una possibile riaccelerazione fra il terzo e il quarto trimestre 2005.

In questa cornice, riteniamo che il deprezzamento dell'euro sarà di aiuto alla stabilizzazione dell'economia mondiale. Anche una rivalutazione del renminbi cinese contribuirebbe a migliorare le prospettive future. A tale riguardo, la pressione internazionale sulla Cina si è molto accresciuta negli ultimi mesi e le autorità monetarie locali potrebbero intervenire in ogni momento. Purtroppo, però, è probabile che la mossa sia di proporzioni troppo modeste per incidere significativamente sui flussi commerciali mondiali.

(Luca Mezzomo)



Lo scenario per le quotazioni petrolifere

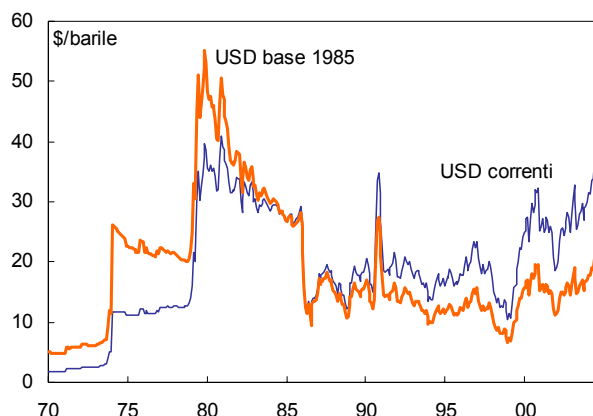
Le nostre assunzioni riguardo all'andamento delle quotazioni petrolifere risultano intermedie tra il profilo corrente dei *futures* (sostanzialmente piatto) e le stime di consenso (che scontano un netto ribasso delle quotazioni). Ipotizziamo che il mercato possa correggere al ribasso nel corso dei prossimi 2 mesi, ma che nel corso del semestre mediamente continui lungo il recente trend di rialzo. La previsione a più lungo termine è condizionata da fattori contrastanti:

- Da una parte, le quotazioni appaiono elevate rispetto alle condizioni correnti di domanda e offerta e all'andamento delle scorte. La svolta dell'Opec, che ora appare disposta ad approvvigionare il mercato in eccesso rispetto alla domanda finale per consentire la costituzione di un adeguato *buffer* di scorte, dovrebbe preservare l'equilibrio di domanda e offerta.
- Dall'altra, la crescita della domanda sembra destinata a superare quella dell'offerta nell'arco del prossimo biennio. A fronte di un incremento medio di domanda di 2,1mln di b/g, dovuto per un terzo alla Cina e per un sesto agli Stati Uniti, si prevede un incremento di offerta medio di 0,9 mln di b/g. Il problema strutturale è perciò destinato ad acuirsi nel tempo.

Il secondo fattore ci porta ad escludere un calo delle quotazioni sotto i minimi di quest'anno e rende probabili nuove tensioni nel corso del 2006. Tuttavia, non esclude la possibilità di correzioni al ribasso, dovute a ondate di *profit taking*, nel caso, non improbabile, in cui non emergessero concretamente segnali di scarsità della materia prima. Per questo motivo abbiamo ipotizzato una media annua per le quotazioni del Brent Crude di \$48,8 nel 2006, dopo i \$53 del 2005.

Bisogna essere consci che i rischi della previsione sono prevalentemente al rialzo. Se il problema strutturale continuerà ad essere affidato al mercato, e se l'economia mondiale non rallenterà più di quanto attualmente previsto, saranno necessari in futuro aumenti dei prezzi verso livelli alquanto più elevati. Ai prezzi correnti il rallentamento della domanda appare ancora modesto e, in effetti, gli shock petroliferi degli anni '70 portarono le quotazioni su livelli reali corrispondenti oggi a prezzi di \$80-100 al barile.

Andamento del prezzo del petrolio, nominale e reale



Dato che ormai il prezzo viene fatto dalla domanda (più dinamica, a fronte di un'offerta quasi rigida), i governi dei paesi che fino a oggi hanno fatto poco uso

della leva fiscale (come gli Stati Uniti) dovrebbero chiedersi se non sia arrivato il momento di intercettare parte della rendita che deriva dall'eccesso di domanda mediante l'aumento delle accise; tutti dovrebbero puntare con più decisione su un aumento di efficienza dei consumi energetici, mentre i paesi dipendenti dal petrolio dovrebbero spingere per la diversificazione delle fonti. Un ripensamento ancor più urgente è necessario nei paesi dove vengono tuttora attuate politiche perverse e insostenibili di calmieramento dei prezzi dei carburanti, con danno per i conti pubblici e per la qualità dell'ambiente. I segnali di maggiore virtuosità cominciano ad emergere, ma troppo lentamente: l'India ha recentemente approvato un aumento del prezzo di benzina e diesel del 7% dopo ben sette mesi di congelamento, misura ampiamente inadeguata alle circostanze; gli Stati Uniti preferiscono spingere per lo sfruttamento dei giacimenti domestici piuttosto che frenare i consumi energetici, e non hanno neppure introdotto target per la riduzione delle emissioni di anidride carbonica, pur promettendo di incentivare l'adozione di tecnologia che potrebbe favorirla.

Proiezioni sui prezzi delle materie prime

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Petrolio (Brent, \$/barile)	25.0	28.9	38.3	53.0	48.8	54.2
	+2.4	+15.4	+32.7	+38.3	-7.9	+11.2
Materie prime escl. combustibili (1990=100)	96.7	103.5	122.8	126.4	113.0	110.8
	+0.9	+7.1	+18.6	+2.9	-10.7	-1.9
Metalli (1990=100)	87.7	98.2	134.0	151.5	117.0	103.6
	-2.7	+12.0	+36.4	+13.1	-22.8	-11.5
Agricole (1990=100)	96.7	100.4	105.9	105.6	103.5	108.1
	+1.7	+3.8	+5.5	-0.3	-2.0	+4.4

Livelli e variazioni medie annue

(Luca Mezzomo)

Stati Uniti: l'economia rallenta mentre l'inflazione alza la testa

I dati congiunturali degli ultimi mesi hanno avuto l'effetto di ridimensionare le attese di crescita per questo ed il prossimo anno. Ciò che veniva definito solo qualche mese fa come un mero *soft spot* ha iniziato ad apparire come la continuazione di un processo di rallentamento iniziato nella seconda metà del 2004. Con l'accumularsi di segnali anticipatori sempre meno rassicuranti i mercati hanno accentuato l'appiattimento della curva dei rendimenti (tant'è che si incomincia a temere una curva inclinata negativamente) mentre il mercato azionario, pur se in recupero, non è riuscito ad allontanarsi molto da livelli compatibili con una visione negativa della crescita futura.

Va detto che i profitti delle imprese hanno prodotto per lo più sorprese positive come testimoniano la tornata di trimestrali dello S&P 500 e le statistiche del Pil del 2005.T1. In percentuale del Pil, i profitti delle imprese domestiche sono prossimi ai massimi della serie ed al netto delle tasse si registrano nuovi record. La produzione, gli ordinativi e le consegne di beni capitali (ex difesa ed aerei) hanno mostrato chiari segni di rallentamento nel primo trimestre, ma tra marzo e maggio si sono registrati significativi recuperi che depongono a favore di un rimbalzo degli investimenti in macchinari e/o delle esportazioni nel secondo trimestre.

La fase più brillante della spesa in capitale è tuttavia alle nostre spalle. Ciò per due motivi. Primo: il picco della crescita dei profitti è alle nostre spalle; la redditività rappresenta una *proxy* della produttività attesa dal capitale ed un suo calo è generalmente accompagnato da un rallentamento della spesa in conto capitale. Secondo: la domanda finale, in rallentamento negli ultimi tre trimestri, è destinata a stabilizzarsi su di un tasso più in linea con il tasso potenziale (2,5-3,0%). Avendo percepito un rallentamento della crescita le imprese non sono disposte ad aumentare la capacità produttiva dei propri impianti. In entrambi i casi il risultato di queste considerazioni è lo stesso, gli investimenti fissi delle imprese si stabilizzeranno su di un tasso di crescita di appena il 7% t/t nella seconda metà dell'anno.

I consumi privati sono stati alimentati dalla crescita dei redditi personali sostenuti a loro volta dal miglioramento delle condizioni occupazionali. L'aumento dei salari e del numero di ore lavorate consentiranno ai consumi di crescere intorno al 3% nella seconda metà dell'anno. Questo scenario tuttavia sacrifica qualsiasi possibilità di un avvicinamento del tasso di risparmio verso livelli più in linea con i fondamentali economici. Il divario che separa il livello corrente di questa variabile dal suo valore di equilibrio (6-7%) è uno dei fattori di rischio più pericolosi dello scenario macroeconomico di lungo termine, perché un aumento di un punto percentuale del tasso di risparmio deprime la crescita del Pil di circa lo 0,7%. Pur ipotizzando un aggiustamento molto graduale, le implicazioni sul tasso di crescita dei consumi sarebbero dirompenti.

Un altro fattore che ha sostenuto i consumi in modo determinante potrebbe inoltre venir meno in futuro: l'aumento della ricchezza immobiliare. La lievitazione dei prezzi delle case oltre a determinare un effetto ricchezza fortemente diffuso tra la popolazione ha anche favorito l'evoluzione finanziaria dei bilanci familiari. La possibilità di rinegoziare i mutui ipotecari, non solo a tassi più bassi, ma anche su valori immobiliari in continua ascesa ha permesso di liquidare gli incrementi di *capital gain* senza peggiorare il peso finanziario del debito. L'aumento dei valori immobiliari ha inoltre creato un boom degli investimenti in edilizia residenziale che ha sostenuto la creazione di nuovi posti di lavoro non solo nel settore edile ma anche nei servizi ad esso collegato (es. finanza immobiliare). Il basso livello dei

tassi di interesse continua a favorire la domanda di mutui e l'attività di tutto il settore. Se questa è lo scenario di breve, nel corso dell'anno dovremmo assistere ad un raffreddamento dei prezzi delle case, primo segnale di un calo di attività del settore edile che si manifesterà più chiaramente nel 2006.

Astraendo dalle oscillazioni mensili, il giudizio sulla crescita occupazionale non può che essere positivo. La fine della fase di ristrutturazione delle imprese è evidente dall'andamento delle domande di sussidio nel 2003. Il calo dei licenziamenti si è progressivamente esaurito nel corso del 2004 per essere sostituito, come motore della crescita occupazionale, dall'aumento delle nuove assunzioni. La media mensile nel 2004 e 2005 è stata pari a circa 180 mila unità, un passo inferiore ai precedenti storici di questa fase del ciclo ma comunque sufficiente a determinare un sensibile calo del tasso di disoccupazione dal 5,7% di fine 2003 al 5,1%.

Il calo della disoccupazione ha prodotto un positivo recupero del potere d'acquisto dei salari. L'avvicinamento verso la piena occupazione (un regime in cui il tasso di disoccupazione è al livello frizionale del 5%) ha iniziato a produrre un maggior potere contrattuale del lavoro sin ora penalizzato da una distribuzione del reddito che ha avvantaggiato soprattutto l'input capitale. L'appropriazione di una quota maggiore degli incrementi di produttività è un requisito essenziale nella formulazione di uno scenario macroeconomico in cui la crescita non sia portatrice di maggiori squilibri.

Il deficit commerciale continua ad espandersi e ad aumentare il debito estero. Il saldo di parte corrente ha toccato il 6,4% del Pil, un livello abnorme per un paese industrializzato di grandi dimensioni. Le prospettive sono inoltre di un peggioramento del saldo commerciale: il rallentamento della crescita in molti mercati di sbocco (Europa in primis) penalizzerà fortemente l'export americano mentre l'import continuerà ad essere sostenuto da un significativo differenziale di crescita della domanda interna. In questo scenario, il dollaro potrebbe tornare ad essere oggetto di forti pressioni di deprezzamento.

Politica monetaria: Fed: economia “solida”, qualche rischio di inflazione, aumento dei rischi sul mercato immobiliare

Greenspan, nella sua audizione al Congresso, ha offerto **una valutazione ottimistica dello scenario economico, coerente con la prosecuzione dei rialzi dei tassi di intervento**. L'economia americana resta su un **sentiero solido**: l'informazione dei dati più recenti suggerisce che il rallentamento registrato all'inizio della primavera “non preludeva a un rallentamento più serio dell'attività economica”. Greenspan nota tuttavia che, nonostante la buona performance sul fronte della crescita, gli squilibri che caratterizzano l'economia USA, in particolare il tasso di risparmio delle famiglie a zero, non sono migliorati. Per quanto riguarda **l'inflazione** il Chairman implicitamente segnala rischi verso l'alto sui prezzi. L'inflazione e le aspettative restano contenute, ma Greenspan sottolinea il rallentamento della crescita della **produttività e l'aumento recente del costo del lavoro per unità di prodotto**. Inoltre, Greenspan rileva segnali chiari di aumento del **pricing power** delle imprese.

Greenspan nota che la maggiore sorpresa dell'ultimo anno è stato il comportamento dei tassi a lungo termine. Il calo dei rendimenti dell'ultimo anno ha contribuito in larga misura **all'accelerazione dei prezzi delle case, che in alcune aree sono chiaramente su un sentiero “insostenibile”**. L'attività

speculativa sul mercato immobiliare ha anche dato luogo a un'espansione di mutui particolarmente rischiosi. Greenspan ritiene comunque che una eventuale inversione del trend dei prezzi nelle aree a rischio non dovrebbe compromettere lo scenario macroeconomico complessivo.

La conclusione del Chairman è una citazione diretta dal comunicato delle ultime riunioni: "lo stimolo monetario potrà essere eliminato a un ritmo probabilmente misurato (...) ma risponderà a cambiamenti nelle prospettive economiche". Come previsto, Greenspan non ha segnalato cambiamenti al sentiero di politica monetaria e non ha dato informazioni nuove a chi ritiene che la Fed si prepara a una pausa nel processo di rialzo dei tassi. **I rischi verso l'alto per i prezzi, insieme alla crescente preoccupazione per il mercato immobiliare, fanno pensare che la Fed, se i dati lo consentiranno, ritiene di avere ancora lavoro da fare sui tassi di intervento.**

L'enigma dei tassi e l'interpretazione della curva dei rendimenti

Greenspan, in un discorso a una conferenza sulla politica monetaria il 6 giugno, ha affermato che il calo dei rendimenti sul tratto lungo della curva in presenza di un rialzo dei fed funds di 200 pb e la riduzione dei credit spreads rappresentano "un evento senza precedenti" nella storia recente degli USA. Secondo Greenspan le relazioni storiche fra tassi di interesse non sono più valide, e le ipotesi che sono state avanzate per spiegare tale fenomeno non appaiono convincenti. Le ipotesi considerate includono 1) l'aspettativa di indebolimento della crescita economica, 2) l'acquisto di titoli da parte delle banche centrali estere, 3) il comportamento dei fondi pensione (dovuto essenzialmente all'invecchiamento della popolazione); 4) la globalizzazione e l'apertura delle economie cinese e indiana agli scambi internazionali. Greenspan conclude che l'inclinazione della curva dei rendimenti non può più essere interpretata necessariamente come un segnale di rallentamento incipiente della crescita e "non è sicuro" di cosa significherebbe un'inversione della curva. Quindi, al contrario di quanto affermato a febbraio, quando il Chairman aveva segnalato che i rendimenti a lungo termine avrebbero dovuto salire per adeguarsi alle condizioni macroeconomiche, questa volta Greenspan più filosoficamente conclude di non aspettarsi un cambiamento nei rendimenti a lungo termine in tempi ravvicinati. Quali implicazioni si traggono dall'analisi del Chairman?

La prima e più generale implicazione è l'aumento dell'incertezza sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria: "i policy makers devono potersi affidare più al processo di auto-aggiustamento dei mercati e meno alle incerte capacità previsive ufficiali". Greenspan afferma che non è più chiaro il segnale che darebbe l'inversione della curva: tale evento in passato segnalava un'imminente recessione, oggi non rappresenta più un indicatore affidabile.

La seconda implicazione è un corollario della precedente. Infatti, dovendosi affidare "alla flessibilità e alla elasticità (delle economie) di fronte a shock inattesi" e non avendo più un modello di trasmissione dei movimenti dei tassi a breve sul resto dei tassi di mercato, è cruciale una gestione accorta del rischio.

Rischi: *hedge funds* e mercato immobiliare

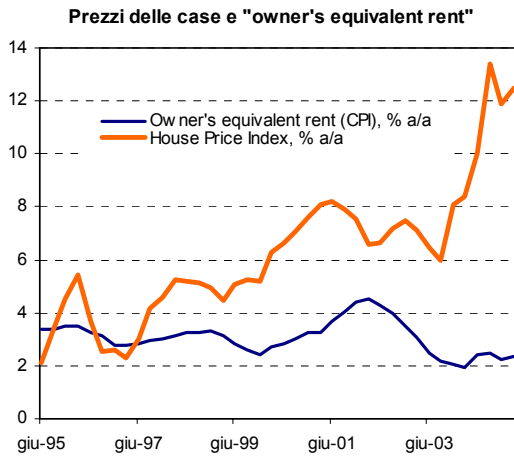
Sulla gestione del rischio dei mercati finanziari e in generale del rischio di tasso, la Fed ha in mente due aree problematiche. La prima è quella legata ai **hedge funds e allo sviluppo di strumenti derivati ad alto rischio**. Come afferma Greenspan nel suo intervento, la ricerca di rendimenti al di sopra della media sta portando gli investitori più sofisticati a incorrere in rischi crescenti, con il risultato di ridurre le opportunità di rendimenti in eccesso. "Sforzi continui per cercare

rendimenti sopra la media potrebbero creare rischi per cui il compenso è inadeguato”, come si vede già dalla performance negativa recente dei hedge funds. Su questo fronte, comunque, Greenspan conclude ottimisticamente affermando che poiché i rischi sono ben distribuiti e altri investitori e prestatori di fondi gestiscono più efficacemente il rischio, lo sviluppo dei hedge funds (per ora) non dovrebbe compromettere la stabilità del sistema finanziario.

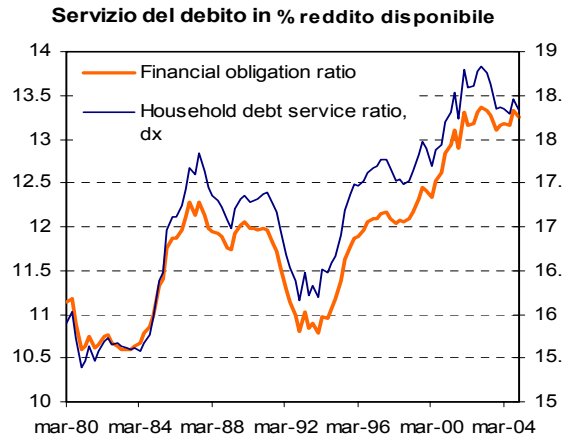
L'elemento di rischio che preoccupa maggiormente la Fed è **l'esposizione delle famiglie al rischio di tasso e a quello di un calo dei prezzi degli immobili**. I dati pubblicati a inizio giugno dall'OFHEO mostrano un nuovo incremento record dei prezzi delle case nel primo trimestre 2005 (+12,4% a/a, vedi grafico). La continua crescita dei prezzi e il calo dell'accessibilità delle case induce le famiglie ad accumulare debito rischioso, il cui servizio a un certo punto potrebbe diventare insostenibile. L'accelerazione dei prezzi delle case fra l'altro non viene incorporata nella misura del costo dell'abitazione di proprietà inclusa nel CPI (owner's equivalent rent, con un peso di 23,158% sul paniere del CPI), e determinata da una misura di affitto figurativo. Come mostra il grafico, la divergenza fra prezzi delle case e affitti figurativi si sta allargando in modo vistoso a partire da metà 2003. Il peso del servizio del debito, nelle due misure prodotte dalla Fed, è su livelli storicamente molto elevati (circa 18% del reddito disponibile). Inoltre, essendo in misura crescente determinato da mutui a tasso variabile, uno shock inatteso sui tassi di interesse porterebbe le famiglie in una situazione di forte stress finanziario.

Il forte aumento della crescita dei mutui ha portato all'estinzione di parte del credito al consumo, ma lascia sempre più esposti i bilanci delle famiglie al rischio di tasso. Cresce infatti la quota di finanziamenti a tasso variabile, e all'interno di questa categoria, la quota di mutui a rischio.

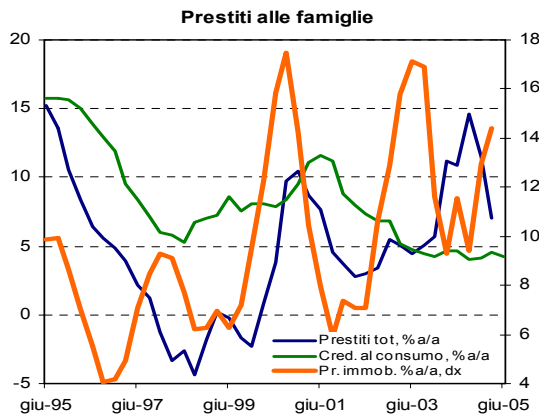
Dati forniti da LoanPerformance (società che raccoglie informazioni sul mercato dei mutui) indicano che a livello nazionale la percentuale di mutui “interest only” (IO) sul totale dei mutui cartolarizzati è passata da 1.5% nel 2001 all' 6% nel 2002, al 13% nel 2003, fino al 31% nel 2004, con punte fra il 40 e il 50% in molti stati degli USA. Questi mutui originariamente erano una categoria molto poco diffusa, destinata agli investitori con grandi patrimoni e venivano emessi solo su somme molto ingenti. La caratteristica principale dei mutui IO è che per un periodo fisso (in genere circa tre anni) il servizio del debito è determinato solo dal flusso di interessi, e l'ammortamento del capitale inizia dopo il terzo anno, portando a un significativo aumento del flusso mensile di pagamenti. Inoltre dato che tali mutui sono tutti nella categoria a tasso variabile, il debitore è esposto al rischio di fluttuazione dei tassi di interesse. La recente diffusione dei mutui IO a famiglie con reddito medio o medio-basso, che non riescono ad affrontare il servizio di un mutuo convenzionale con il proprio flusso di reddito, è dovuta all'accelerazione dei prezzi delle case dell'ultimo anno e mezzo (vedi grafico). La sostenibilità di tali mutui è legata a due condizioni: 1) proseguimento del trend di rialzo dei prezzi delle case e 2) stabilità dei tassi a cui i mutui sono indicizzati. In caso di inversione del trend dei prezzi degli immobili (o anche solo di stabilizzazione), allo scadere del terzo anno le famiglie che contavano su un rifinanziamento a condizioni migliori al momento dell'aumento della rata del mutuo, non potranno ottenerlo e rischieranno di diventare insolventi.



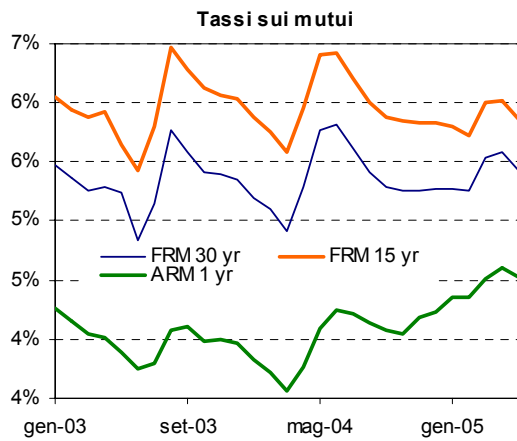
Fonte OFHEO, BLS



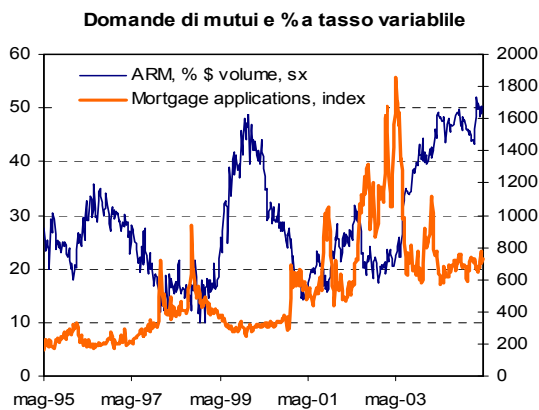
Fonte: Federal Reserve



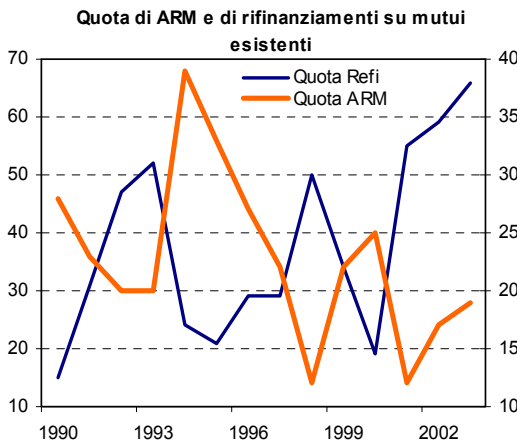
Fonte: Federal Reserve



Nota: FRM= mutuo a tasso fisso, ARM= mutuo a tasso variabile. Fonte: HSH Associates



Fonte: Mortgage Bankers' Association



Fonte: Mortgage Bankers' Association

Poiché il forte aumento dei mutui IO si è verificato nel 2004, i veri rischi per la solvibilità delle famiglie che li hanno sottoscritti non emergeranno appieno fino al 2007. Nel frattempo, è probabile che la Fed intervenga con limiti all'attività delle istituzioni finanziarie su questo fronte se non verranno seguite le indicazioni segnalate nella nota di "guidance" emessa il 16 maggio dalle autorità di vigilanza (vedi Weekly Economic Monitor del 20/05/05). Nell'ultima Senior Loan Officer Survey di aprile, l'allentamento degli standard per l'erogazione del credito, secondo le banche è determinata dalla necessità di competere sui termini dei prestiti offerti dai concorrenti. Gramlich ha affermato recentemente che la politica monetaria non deve reagire ai movimenti dei prezzi degli asset ma deve essere definita da inflazione e occupazione. Se lo scenario della Fed di crescita vicina al potenziale, con qualche pressione verso l'alto sui prezzi, si realizzerà, i *fed funds* non hanno ancora finito di salire: questo conterrà l'inflazione, ma aumenterà molto i rischi di un *hard landing* verso il 2007.

Conclusioni

L'audizione di Greenspan segnala che la Fed per ora non pensa di essere già arrivata alla fine del processo di rialzi. Con l'economia in crescita soddisfacente, rischi di aumento dell'inflazione e stimolo monetario fornito dal livello eccezionalmente basso dei rendimenti a lungo termine, "lo stimolo monetario può essere rimosso a un ritmo che sarà probabilmente misurato": il messaggio è quindi che dopo giugno i tassi dovrebbero salire ancora.

La Fed segnala però anche la propria incertezza sulla relazione fra tassi di mercato e indica la necessità di navigare a vista, essendo pronti ad affrontare con "elasticità" shock inattesi. Ritorna quindi al centro dell'attenzione **la gestione del rischio**. Gli interventi della banca centrale su questo fronte avverranno attraverso una vigilanza più stretta sul comportamento degli intermediari finanziari, visto che il meccanismo di prezzo del rischio lavora oggi in modo difficilmente prevedibile dai modelli economici.

La citazione testuale della frase principale del comunicato da parte di Greenspan indica che **a giugno la Fed probabilmente non cambierà le indicazioni sul sentiero dei tassi, sottolineando la necessità di rispondere ai dati in arrivo**. L'"a priori" della Fed è che l'economia resti relativamente solida, con un rischio verso l'alto per l'inflazione, ma sarebbe ingenuo da parte della banca centrale vincolarsi a un sentiero dei tassi per i prossimi trimestri. Il rialzo di giugno è scontato, ma la riunione successiva è a metà agosto: per allora la Fed avrà molte più informazioni sull'andamento dell'economia (due rapporti sul mercato del lavoro e due dati inflazione) con cui valutare lo stato della congiuntura.

Avendo abbandonato l'obiettivo di febbraio di far salire il tratto lungo della curva, la Fed si adegua al nuovo mondo e gradualmente cercherà di segnalare al mercato che la "guidance" sui tassi è uno strumento di politica monetaria ora inappropriato. La congiuntura è troppo incerta per vincolarsi a un sentiero predeterminato con mesi di anticipo. Tuttavia, se le condizioni economiche lo consentiranno, la Fed cercherà di proseguire nei rialzi misurati per cercare di frenare gli effetti dell'eccesso di liquidità ancora presente nell'economia, cioè risparmio a zero per le famiglie e alta propensione al rischio degli investitori.

In assenza di novità dalla Fed fino a luglio, quando verrà pubblicato il nuovo Monetary Policy Report, **la nostra previsione resta quindi invariata, nella convinzione che lo scenario centrale per l'economia americana sia di crescita vicina al potenziale, con l'inflazione in modesto rialzo**. Questo scenario è probabilmente anche lo scenario centrale della Fed: in presenza del proseguimento della crescita dell'occupazione sui ritmi degli ultimi sei mesi (circa

+160 mila nuovi occupati al mese in media), i fed funds devono ancora salire, un po' più di quanto si aspetti il mercato.

(Sergio Capaldi - Giovanna Mossetti)

Stati Uniti – Previsioni

	2004	2005	2006	2004		2005				2006	
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (US\$ 1996,a/a)	4.4	3.4	3.0	4.0	3.9	3.7	3.6	3.3	3.1	3.0	2.9
- trim./trim. annualizzato				4.0	3.8	3.5	3.2	2.9	3.0	3.0	2.8
Consumi privati	3.8	3.7	3.1	5.1	4.2	3.8	3.3	3.1	3.1	3.1	3.1
IFL - privati non residenziali	10.6	8.7	7.0	13.0	14.5	3.5	8.2	6.9	6.6	7.2	6.3
IFL - privati residenziali	9.7	4.8	-1.4	1.6	3.4	8.8	4.0	1.0	-1.1	-2.5	-3.4
Consumi e inv. pubblici	1.9	0.8	1.0	0.7	0.8	-0.2	1.2	1.2	1.0	1.0	1.0
Esportazioni	8.6	7.0	9.1	6.0	3.2	7.2	8.5	9.3	9.8	9.1	8.6
Importazioni	9.9	7.9	5.3	4.6	11.4	9.1	5.9	6.3	5.1	5.1	5.1
Var. scorte (contrib., % Pil)	0.4	0.1	-0.1	-0.2	0.1	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0
Partite correnti (% Pil)	-5.7	-6.4	-5.8	-5.7	-6.4	-6.4	-6.4	-6.5	-6.4	-6.3	-5.9
Deficit Federale (% Pil)	-3.7	-2.8	-2.7								
Debito pubblico (% Pil)	63.4	63.9	64.5								
CPI (a/a)	2.7	3.1	2.4	2.7	3.4	3.0	3.1	3.3	2.9	2.9	2.1
Produzione Industriale	4.1	3.4	2.4	2.7	4.4	3.7	3.0	2.5	2.4	2.1	1.9
Disoccupazione (%)	5.5	5.1	5.1	5.4	5.4	5.3	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
Federal Funds (%)	1.35	3.21	4.36	1.43	1.95	2.47	2.93	3.46	3.97	4.30	4.28
Cambio effettivo	85.4	82.6	81.2	86.4	81.8	81.3	83.4	83.7	81.8	81.6	81.4

Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato.

Area euro

Crescita sotto il trend, inflazione sopra il target: la normalizzazione dei tassi è rimandata

- **Rivediamo la nostra previsione di crescita del Pil a 1,4% nel 2005 da una stima di 1,6% a marzo.** Dopo l'exploit di fine 2004 inizio 2005, un rallentamento della domanda estera e il ciclo delle scorte sembrano aver pesato negativamente sull'industria e in minor misura sui servizi. Nella seconda metà dell'anno un po' di respiro dovrebbe venire dal deprezzamento del cambio effettivo.
- **Nel 2006, vediamo la crescita di nuovo al trend 1,9%.** Rimane tuttavia l'incognita petrolio. Nuovi rincari potrebbero compromettere la ripresa.
- Contemporaneamente, l'impennata del petrolio ha impedito che il CPI scendesse sotto il 2% nei primi mesi dell'anno. **La puntata ad 1,9% di maggio è, crediamo, temporanea e nella seconda parte dell'anno dovremmo rivedere un tasso di inflazione intorno al 2,2/2,3%.** Il rallentamento del 2006 dipende in maniera critica dal ritorno sotto quota \$50 del Brent e sugli effetti della riforma sanitaria in Olanda che toglierà lo 0,2% alla media annua.
- Il peggioramento degli indicatori congiunturali ha prima di tutto convinto la BCE a rimandare ogni piano di normalizzazione della politica monetaria a tempi migliori. L'ammorbidimento dei toni ha scatenato la speculazione che la prossima mossa possa essere un taglio, al contrario di quanto si pensava tre mesi fa. **La probabilità ascritta dal mercato ad un taglio dei tassi sfiora il 70%, ma la posizione ufficiale dei banchieri centrali offre per ora pochissimo sostegno a questa ipotesi.**

Le prospettive per la crescita economica

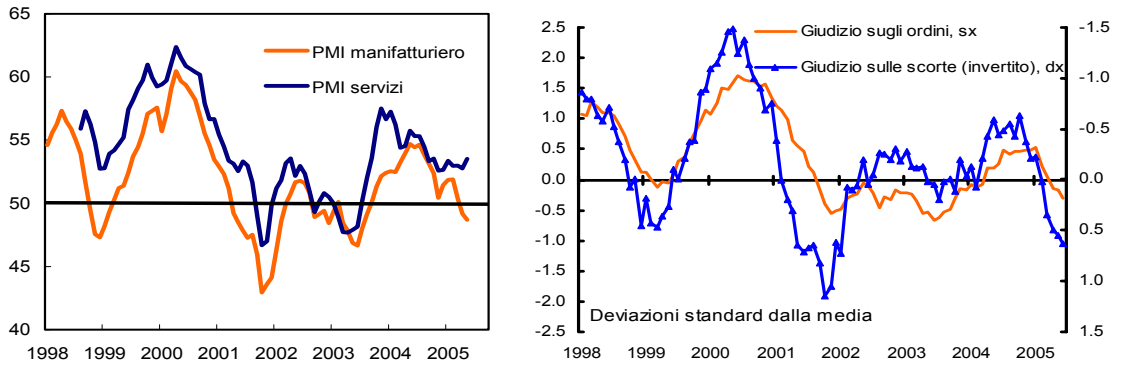
Dopo un brillante inizio anno, la crescita nell'area euro sembra aver nuovamente rallentato nel 2005.T2. Sebbene i dati trimestrali potrebbero essere distorti da fattori statistici, riflesso dell'aggiustamento per i giorni lavorativi a fine anno bisestile 2004 e lo slittamento della Pasqua nel primo trimestre, i dati mensili ed in particolare le indagini di fiducia mostrano un'inequivocabile flessione dell'attività nel settore manifatturiero.

Manifatturiero di nuovo in crisi.

Il rallentamento del ciclo sembra spiegato da un livello eccessivo di scorte e una penuria di ordini dall'estero. Nel manifatturiero, le imprese hanno riportato un livello di produzione corrente ben inferiore alle attese. I dati di produzione industriale di aprile mostrano un rimbalzo di 0,6% m/m, ma anche qui fattori statistici potrebbero aver distorto il dato. A meno di un miglioramento significativo degli indici di fiducia a giugno non possiamo ritenere che il manifatturiero sia uscito dalla secca primaverile. Le indicazioni per il momento non sono chiare: la fiducia è rimbalzata in Belgio ma il miglioramento è interamente spiegato da un decumulo di scorte; in Olanda, la fiducia nel manifatturiero è tornata in calo a Giugno sulla scia di un'ulteriore flessione della domanda.

L'attività sembra aver tenuto meglio nei servizi ma è pur sempre in flessione rispetto ai primi mesi dell'anno.

L'attività tiene nei servizi ma sul manifatturiero pesa un calo della domanda ed un livello eccessivo di scorte



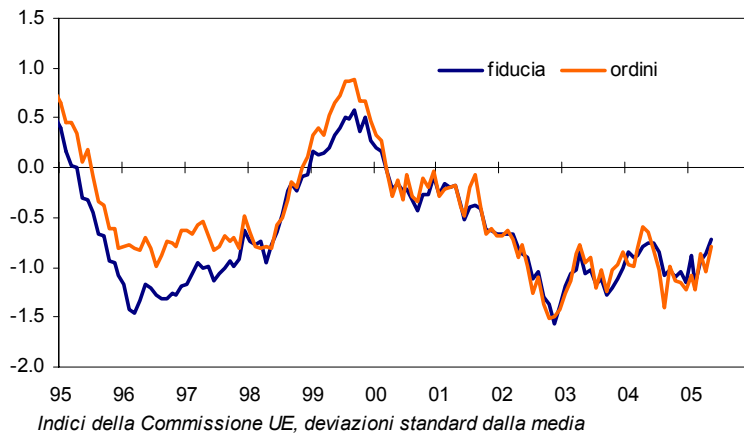
Sul lato della domanda interna i segnali sono misti. Le vendite al dettaglio indicano una rallentamento della spesa delle famiglie in Francia e in Italia. Sul fronte della fiducia, i segnali almeno non sono incoraggianti, con la fiducia ancora in calo in Italia e Olanda a giugno.

Un po' di sollievo dal cambio nei prossimi mesi.

Nei prossimi mesi, un po' di respiro alla crescita potrebbe venire dal deprezzamento del tasso di cambio effettivo. Utilizzando il modello econometrico per l'area euro sviluppato dall'INSEE, stimiamo che il deprezzamento del cambio potrebbe aggiungere circa due decimi di punto alla crescita del prodotto nel secondo e terzo trimestre.

Sul fronte degli investimenti, sembra che il settore delle costruzioni in Germania sia prossimo ad un punto di svolta o almeno che la quasi decennale crisi abbia toccato il fondo. Se così fosse, la dinamica degli investimenti tedeschi e dell'area euro potrebbe essere finalmente liberata dalla zavorra degli ultimi dieci anni tornando a mostrare un profilo più favorevole.

Le costruzioni tedesche si stanno assestando dopo il crollo

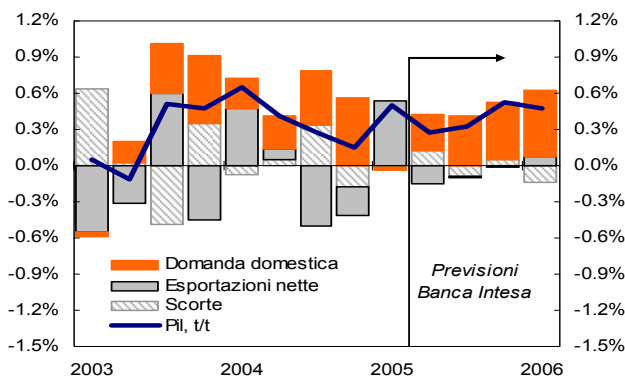


La domanda interna dovrebbe recuperare terreno nella seconda metà dell'anno.

Per vedere una ripresa degli investimenti in macchinari è probabile si debba attendere la seconda metà dell'anno. In ogni caso, si tratterà per lo più di investimenti di sostituzione di capacità esistente. Sebbene le condizioni di finanziamento, rimangano estremamente favorevoli, è difficile immaginare un accumulo di capacità produttiva in assenza di un segnale di ripresa significativo delle condizioni di domanda. Secondo le nostre stime, la domanda interna

dovrebbe comunque accelerare nel 2005.T2, contribuendo positivamente alla crescita del Pil (+0,3% t/t) dopo lo stallo dei primi tre mesi dell'anno. Un'ulteriore graduale ripresa della domanda interna dovrebbe materializzarsi nella seconda metà dell'anno.

Crescita del Pil e contributi trimestrali



Sinteticamente, il profilo degli indicatori di fiducia e quello degli indicatori reali è coerente con una variazione trimestrale del Pil di 0,3% t/t, ovvero l'1,0% annualizzato dopo il 2,2% di inizio anno. Questa è anche la stima dell'€-index Banca Intesa, che ormai può contare su due terzi dell'informazione rilevante per il trimestre. I rischi sembrano a questo punto bilanciati.

Persistono forti divergenze all'interno dell'area.

Nonostante la ripresa attesa per la seconda metà di questo anno dovrebbe interessare i principali paesi dell'area, persiste una forte dispersione nei tassi di crescita all'interno dell'area. In media annua, la Spagna dovrebbe chiudere il 2005 con una crescita di 3,4%, la Francia dovrebbe assestarsi intorno a 1,6%, seguita dalla Germania a 1,0%. L'Italia rimane il fanalino di coda e nonostante il recupero previsto a partire da metà estate, il prodotto chiuderà l'anno con un calo di -0,3%. Le divergenze di crescita all'interno dell'area riflettono cause diverse: l'incallita anemia della domanda tedesca e la spaventosa perdita di competitività dell'Italia e in minor misura della Francia. Il crescente divario preoccupa la Banca Centrale Europea che ha sottolineato nelle parole di Papademos la necessità di ridurre le differenze di competitività se si vuole garantire una crescita sostenibile nel medio termine. Ma essendo il divario di natura strutturale, condizioni monetarie più espansive servirebbero a poco a curare i mali europei.

Il petrolio potrebbe compromettere il revival della domanda interna.

Guardando avanti attendiamo un ritorno della crescita al trend (1,9%) nel 2006, in parte sulla scia di un recupero della domanda globale. Tuttavia il nostro scenario di crescita potrebbe essere seriamente compromesso da un ulteriore rincaro del greggio. Le nostre previsioni assumono un moderato rientro delle quotazioni del petrolio e una media nel 2006 di \$49 a barile per il Brent, le pressioni sembrano tuttavia rivolte verso l'alto. Un ulteriore rincaro del greggio rispetto ai livelli attuali aumento potrebbe bloccare l'auspicato *revival* della domanda interna ed in particolare una ripresa degli investimenti delle imprese. Si veda il *focus* sull'impatto di un aumento del prezzo del petrolio nella casella di testo nella pagina successiva.

Greggio e crescita economica quale l'impatto di un ulteriore rincaro?

Come dimenticare gli anni 70? Le scarpe con le zeppe, le canzoni dei Bee Gees, e, purtroppo, la stagflazione che seguì allo shock petrolifero del 1973 - 1974. Non sorprende dunque che all'aumentare del prezzo del greggio si sollevino timori per la crescita e inflazione.

L'area euro in particolare è un importatore netto di petrolio, è dunque importante stabilire quali potrebbero essere gli effetti di un rincaro del greggio sulla crescita e la dinamica dei prezzi.

Un aumento del prezzo del greggio è equivalente ad un aumento del prezzo relativo dei prezzi alle importazioni. L'effetto immediato è un trasferimento di ricchezza dal paese importatore ai paesi produttori OPEC. Le imprese nei paesi importatori di greggio non riescono a passare inizialmente l'aumento del costo delle materie prime ai consumatori e per mantenere costanti le quote di mercato sono costrette a sopportare una contrazione dei margini. Questa ultima **risulta in una contrazione della spesa per investimenti**. Allo stesso tempo i consumatori vedono il loro potere di acquisto parzialmente eroso. Nel breve termine il consumo energetico è sostanzialmente inelastico e, **a fronte di un aumento dei prezzi, una quota maggiore di reddito disponibile viene allocata alla bolletta energetica** a spese del consumo di beni e servizi normalmente di produzione domestica. La domanda rallenta le imprese sono costrette a tagliare ulteriormente gli investimenti.

L'impatto negativo sulla domanda domestica è solo parzialmente controbilanciato da un aumento delle esportazioni verso paesi produttori di greggio. Tuttavia non tutti i ricavi aggiuntivi derivanti da un aumento del greggio risultano in maggiore consumo di beni. Una buona parte di Petrodollari viene destinati agli investimenti, siano essi fisici o finanziari.

Nel medio periodo i prezzi cominciano a rispondere all' 'aumento dei greggio. Ciò si riflette in un aumento dei prezzi alla produzione e al consumo. In questo contesto, una banca centrale può fare ben poco se non cercare di garantire la stabilità dei prezzi, onde evitare il crearsi di spirali inflazionistiche con effetti perversi sulla crescita come avvenne negli anni 70.

La tabella 1 mostra l'impatto per un aumento del greggio del 50% sul tasso di crescita del Pil e inflazione. Un aumento del greggio del 50% è uno scenario quasi apocalittico: il barile dovrebbe toccare gli 88\$ dagli attuali 59\$, toccando livelli equivalenti in termini reali a quelli del secondo shock petrolifero. L'inflazione aumenterebbe tra 0,5% e 1,8% a seconda del modello di riferimento.

Tabella 1 - Impatto di un aumento del 50% del prezzo del petrolio su:

	Inflazione ¹⁾		Crescita del Pil reale	
	Anno 1	Anno 2	Anno 1	Anno 2
Modelli trimestrali				
ECB AWM	0.5	0.4	-0.2	-0.2
ECB QUEST	0.4	0.1	-0.6	-0.2
NiGEM	0.3	0.2	-0.8	0.0
INSEE MZE 3	1.8	0.2	-0.3	-0.1
Modelli annuali				
IMF Multimod	1.6	1.1	-0.1	-0.3
OECD Interlink	0.6	0.2	-0.4	0.2

1) Tasso di variazione dello IAPC per ECB AWM, tasso di variazione dei prezzi al consumo per gli altri modelli.

Fonti: ECB AWM: Dieppe, A. and J. Henry (2004), "The euro area viewed as a single economy: how does it respond to shocks?", *Economic Modelling* 21, 833-875. EC QUEST.

European Commission (2004), "How vulnerable is the euro area economy to higher oil prices?" NIESR Discussion paper.

OECD working paper No.306 OECD Interlink: Dalsgaard, T., C. André and P. Richardson (2001), "Standard shocks in the OECD Interlink Model".

IMF Multimod: Hunt, B., P. Isard and D. Laxton (2001), "The macroeconomic effects of higher oil prices"

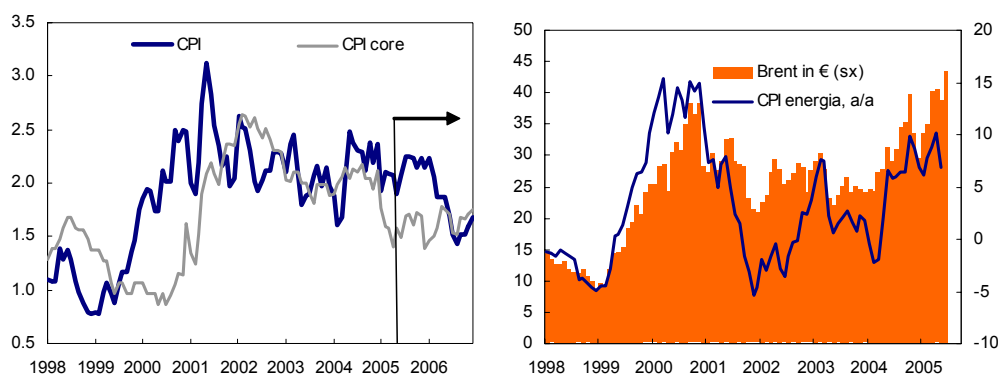
INSEE Macroeconomic model MZE – 2003

Tasso di inflazione ancora sopra il 2%

Il caro petrolio mantiene il CPI sopra il 2%

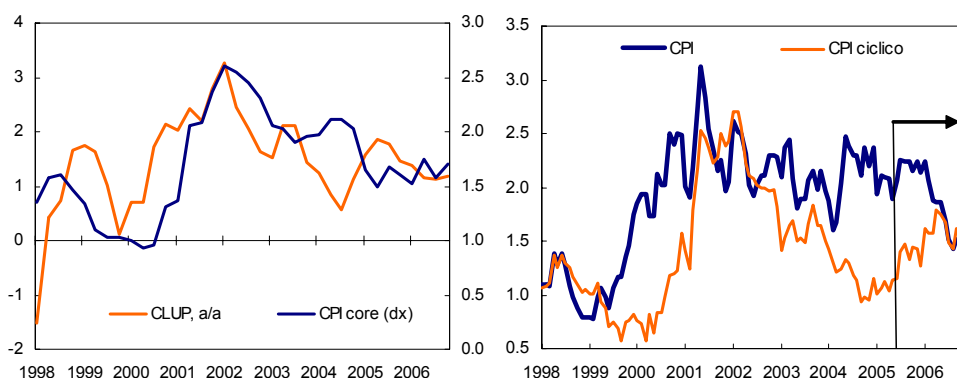
Nonostante il rallentamento della crescita economica, prevediamo che il tasso di inflazione superi il 2% anche nel 2005. Rispetto a tre mesi fa, la nostra stima è stata anzi rivista al rialzo al 2,2% da 2,1%. I motivi principali sono la permanenza del prezzo del petrolio su livelli più elevati di quanto atteso e la discesa più rapida e profonda del previsto del tasso di cambio. Un ulteriore fattore di rischio verso l'alto è legato alla siccità nella penisola iberica che potrebbe fare lievitare i prezzi degli alimentari freschi in tutta l'area euro come già accadde nel 2003.

Tasso di inflazione sopra il 2% a causa del petrolio



Le pressioni sottostanti sui prezzi al consumo sono fino ad ora state contenute, ma potrebbero aumentare nei prossimi trimestri. Il tasso di inflazione core, al netto di alimentari freschi ed energia, è sceso all'1,4% ad aprile, prima di rimbalzare all'1,6% a maggio. La volatilità dell'inflazione core, che era pari al 2,1% a dicembre 2004, è tuttavia in larga misura ascrivibile alla fuoriuscita dal computo delle misure amministrative di inizio 2004. Esaurito questo effetto base favorevole, ci aspettiamo che il tasso di inflazione core intraprenda un moderato trend ascendente nei prossimi trimestri. Questo sarà simile a quello disegnato dal tasso di inflazione ciclico, cioè al netto di prezzi amministrati ed energia che, seppure ancora pari a solo l'1,1% a maggio, sembra avere svoltato dopo i minimi di fine 2004 sotto l'1%.

Qualche pressione ciclica inizia ad emergere



Il costo del lavoro non è più favorevole ad un rallentamento del CPI

Oltre ai citati petrolio e tasso di cambio, anche il profilo del costo del lavoro è ora di ostacolo ad un rallentamento dell'inflazione. Non solo il costo del lavoro unitario è rimbalzato all'1,1% a/a nel 2004.T4 da 0,6% nel 2004.T3, ma il costo orario del lavoro ha accelerato fino 3,1% a/a nel 2005.T1. Se si considera

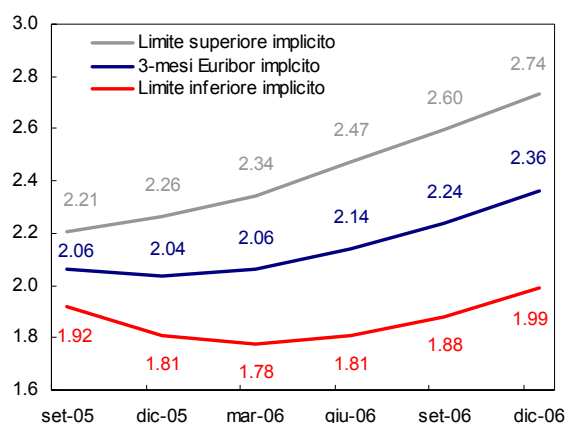
che la produttività del lavoro ha molto probabilmente rallentato all'inizio dell'anno e che tale tendenza dovrebbe proseguire fino almeno all'estate, è verosimile che la crescita del CLUP ritorni in prossimità del 2% nel corso del 2005. Anche scontando un successivo rallentamento, se la produttività tornasse ad accelerare, il profilo del costo del lavoro unitario è coerente con la stabilizzazione del CPI core intorno all'1,8%, un valore in linea con l'obiettivo della BCE.

Politica monetaria: sarà come nella primavera 2004?

Il mercato specula su un taglio dei tassi tra fine 2005 e inizio 2006

Rispetto a tre mesi fa, l'opinione del mercato sulla direzione della politica monetaria della BCE è drasticamente cambiata. Se allora l'ipotesi più probabile era l'inizio di una fase di rialzi nel corso dell'estate, ora il mercato specula sulla possibilità di un taglio di 25 centesimi tra fine 2005 e inizio 2006. Tale evento è ormai prezzato al 70%, e tale probabilità è molto aumentata negli ultimi giorni e la situazione del mercato dei derivati sui tassi di interesse assomiglia molto alla primavera 2004.

Il mercato inizia a credere ad un taglio dei tassi



La posizione ufficiale della BCE non lascia molte aperture

Tuttavia, le dichiarazioni ufficiali dei banchieri centrali offrono pochissimi spiragli ad un taglio dei tassi: Trichet ha recentemente detto che non sta "preparando i mercati per un taglio dei tassi, ne per un rialzo", e Weber ha aggiunto di non considerare "utile" per la crescita un taglio dei tassi in questa fase. Pertanto, crediamo che come nel 2004 il mercato stia esagerando nel pessimismo, che l'attuale livello dei tassi di interesse verrà mantenuto stabile per diversi mesi e che la prossima mossa sarà verosimilmente verso l'alto. Tuttavia, rispetto alla nostra attuale previsione che la normalizzazione inizi già alla fine dell'anno, sono aumentati i rischi che il primo rialzo sia rimandato al 2006.

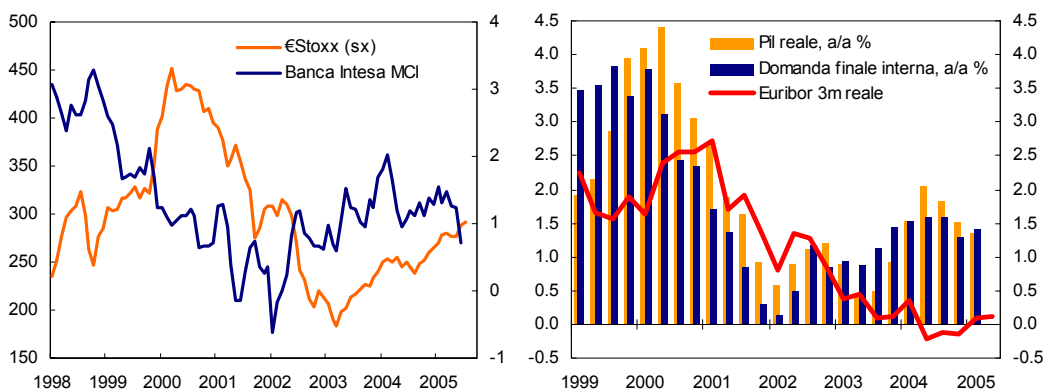
I principali motivi a sostegno della posizione della BCE sono che la ripresa della domanda domestica, i rischi per la stabilità finanziaria posti dall'eccesso di liquidità alimentato dal basso livello dei tassi, e l'evoluzione delle aspettative di inflazione. Inoltre, vi è la ferma, e giustificata, convinzione che se il potenziale di crescita dell'UEM è basso è compito della politica economica dei governi intervenire adottando le riforme strutturali necessarie mentre lo stimolo monetario sarebbe solo un temporaneo palliativo.

La condizioni finanziarie sono più distese ed i tassi reali sono più bassi che nel 2003

Nonostante la battuta d'arresto ad inizio anno, la domanda domestica è cresciuta nel 2005.T1 ad un ritmo superiore a quello che faceva registrare quando la BCE tagliò l'ultima volta i tassi nel giugno 2003. Al contrario, i tassi reali a breve termine sono ora più bassi di quanto fossero allora e risulta pertanto difficile accusare la politica monetaria di essere di ostacolo alla

crescita. Nè si può disconoscere che **le condizioni monetarie e finanziarie si sono mosse in senso espansivo da inizio anno** in seguito alla correzione del cambio, al calo dei rendimenti a lungo termine ed alla prosecuzione del recupero degli indici azionari, ormai ai massimi da tre anni a questa parte. Se non altro, **se le previsioni di prosecuzione della ripresa saranno confermate, ciò giustificherebbe un livello dei tassi reali un po' più vicino alla normalità.**

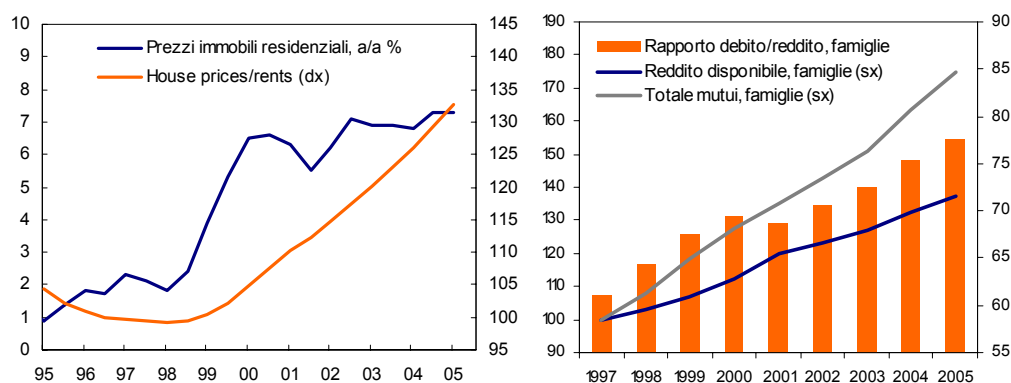
Condizioni finanziarie sempre più espansive



La crescita del credito è robusta e alimenta l'incremento dei prezzi degli immobili residenziali

Ad avvalorare le attese di miglioramento del ciclo vi è la **costante accelerazione del credito al settore privato, in particolare verso le famiglie**. La dinamica dei finanziamenti al settore privato ha toccato il 7,4% a/a nel trimestre febbraio-aprile, valore massimo dall'estate 2001. Una quota rilevante dei prestiti alle famiglie è assorbita dai mutui immobiliari, ma anche il credito al consumo mostra un dinamismo sostenuto, così come i prestiti alle imprese che stanno approfittando delle condizioni finanziarie favorevoli.

Prezzi degli immobili ed indebitamento delle famiglie



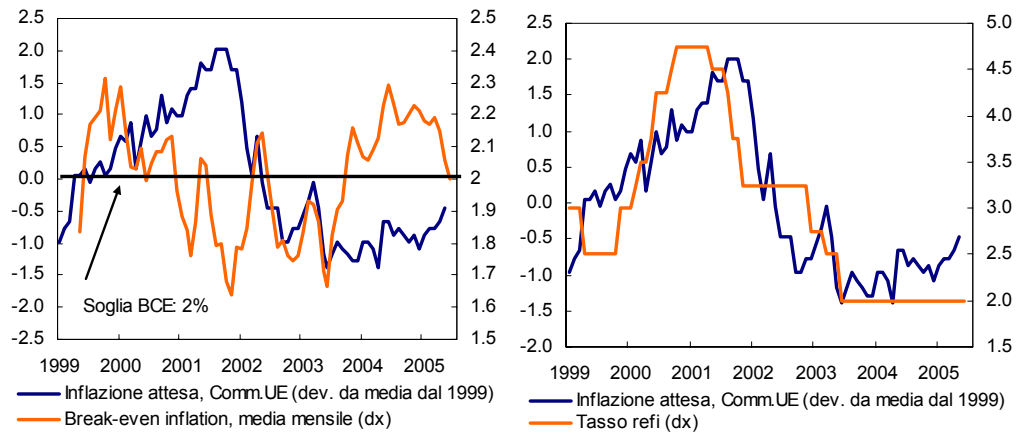
L'andamento dei mutui riflette però un rischio per la stabilità finanziaria legato all'andamento dei prezzi delle case. Questo elemento preoccupa la BCE già di diversi trimestri e i segnali di sopravvalutazione dei prezzi degli immobili residenziali stanno aumentando dopo cinque anni di crescita sostenuta sia in media storica sia rispetto agli affitti. **L'aumento dei prezzi delle case ha appesantito l'onere per le famiglie portando ad un maggiore indebitamento,** favorito anche dai bassi tassi di interesse. Ciò in ultima analisi ha **aumentato**

l'esposizione delle famiglie e del sistema finanziario all'andamento dei prezzi degli immobili e dei tassi di interesse a breve termine.

Le aspettative di inflazione lasciano poco spazio di manovra

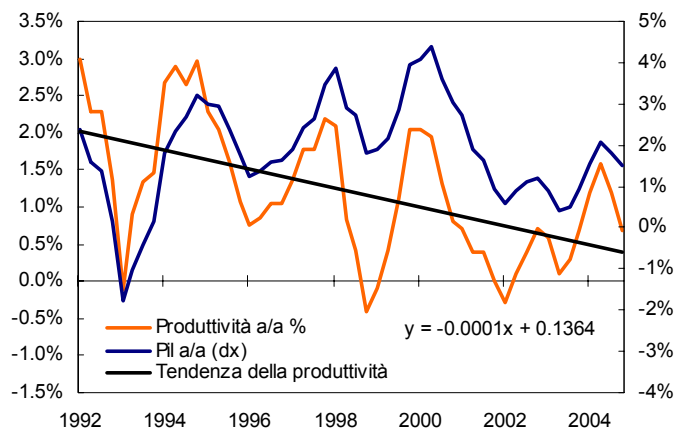
Anche, le aspettative di inflazione non sembrano lasciare molto spazio di manovra alla banca centrale che le considera un barometro della sua credibilità presso mercati ed il pubblico. La break-even inflation è un buon segnale per anticipare la *stance* della banca centrale che non ha mai ridotto il tasso refi con la BEI sopra il 2%. Inoltre, le aspettative dei consumatori sono aumentate e ciò preoccupa per la possibilità di maggiori richieste salariali che peggiorerebbero il quadro prospettico per il CPI.

Aspettative di inflazione e tassi ufficiali BCE



Un ulteriore fattore che rende scettica la BCE circa l'utilità di tagliare i tassi è la natura strutturale del rallentamento del potenziale di crescita dell'UEM, ben evidenziato dal rallentamento della produttività. **Se i vincoli alla crescita dell'UEM sono strutturali anche la risposta di politica economica deve essere strutturale, e ciò rimanda l'onere dell'iniziativa ai governi ed alle riforme e non alla politica monetaria.** Non deve quindi suonare paradossale se la stessa Associazione degli imprenditori tedeschi dichiara che un taglio dei tassi non sarebbe di stimolo agli investimenti delle aziendali.

Il calo della produttività e della crescita potenziale è strutturale



Infine, una valutazione sul timing di un'eventuale mossa espansiva. **Se l'evoluzione degli indicatori congiunturali continuasse ad essere negativa nel prossimo bimestre**, tale da fare temere che la crescita possa fermarsi o che si possa registrare un trimestre di calo del Pil, **l'informazione disponibile alla BCE sarebbe sufficiente a giustificare un taglio dei tassi già a settembre** e non all'inizio dell'anno prossimo come incorporato nei prezzi dei derivati. **Altrimenti, se l'informazione fosse positiva lo stato d'allarme sulla crescita europea rientrerebbe e con esso le attese di un livello dei tassi ufficiali inferiore a quello degli ultimi due anni.**

(Anna Maria Grimaldi – Gianluigi Mandruzzato)

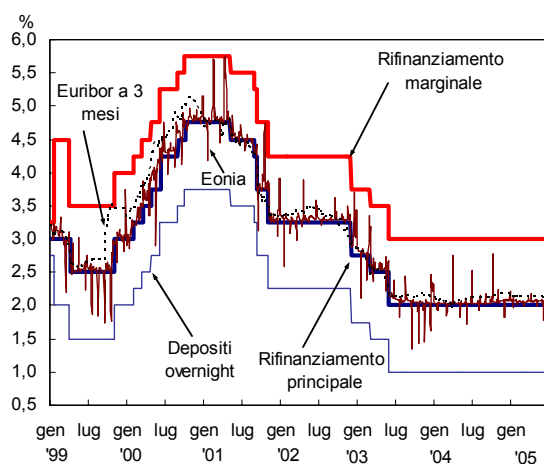
Area Euro – Previsioni

Area euro: principali previsioni macroeconomiche 2005 - 2006

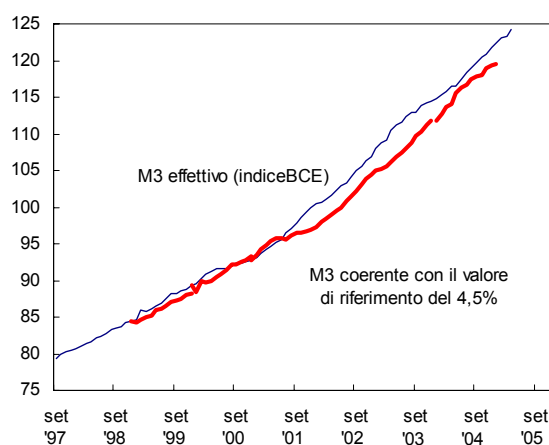
	2004	2005	2006	2004		2005				2006	
				3	4	1	2	3	4	1	2
Pil (prezzi costanti, a/a)	1.7	1.4	1.9	1.8	1.5	1.3	1.2	1.3	1.6	1.7	1.9
- t/t				0.3	0.2	0.5	0.2	0.4	0.5	0.5	0.5
Consumi privati	1.2	1.4	1.6	0.3	0.6	0.3	0.2	0.4	0.5	0.3	0.4
Investimenti fissi	1.4	0.9	2.9	0.5	0.8	-0.7	0.3	0.7	0.4	0.9	0.8
Consumi pubblici	2.6	1.1	2.1	0.9	0.2	-0.2	0.2	0.4	0.4	1.0	0.4
Esportazioni	5.7	2.7	5.4	1.0	0.3	0.2	0.0	1.5	1.5	1.4	1.5
Importazioni	5.8	3.4	5.7	2.4	0.9	-1.1	1.2	1.5	1.5	1.4	1.4
Var. scorte (contrib., % Pil)	0.1	0.4	-0.1	0.3	-0.2	0.0	0.5	-0.1	0.0	-0.1	-0.1
Partite correnti (% Pil)	0.6	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.2	0.1	0.1	0.2	0.4
Deficit pubblico (% Pil)	-2.7	-2.8	-2.7								
Debito pubblico (% Pil)	69.8	70.3	70.4								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	2.1	2.2	1.8	2.2	2.3	2.0	2.3	2.3	2.1	2.1	1.9
Produzione industriale (a/a)	1.9	0.3	1.7	0.2	-0.3	-0.2	0.1	0.2	0.5	0.4	0.5
Disoccupazione (ILO, %)	8.9	8.9	8.6	8.8	8.8	8.9	8.9	8.9	8.8	8.7	8.6
Euribor 3 mesi	2.11	2.20	2.97	2.12	2.16	2.14	2.12	2.15	2.40	2.65	2.92
Rendim. 10 anni	4.14	3.52	3.71	4.21	3.85	3.67	3.41	3.44	3.57	3.68	3.59
EUR/USD	1.24	1.26	1.27	1.22	1.30	1.31	1.26	1.22	1.25	1.26	1.27

Variazioni % sul periodo precedente, se non diversamente indicato

I principali tassi a breve termine



La crescita della massa monetaria



Germania

La crescita tedesca è rimbalzata nel 2005.T1 (+1% t/t), ma la fase delicata per l'economia tedesca non è terminata. Gli indicatori coincidenti ed anticipatori infatti puntano ad una moderazione del tasso di attività nei trimestri centrali del 2005 e solo verso la fine dell'anno potrebbero vedersi concreti segnali di riaccelerazione. Alle difficoltà congiunturali, legate in primo luogo all'incertezza dei consumatori e delle imprese, si è aggiunta ora l'incertezza politica dopo la decisione di Schroeder di andare ad elezioni anticipate nel prossimo settembre. Se infatti la notizia è ritenuta positiva, soprattutto dal mondo imprenditoriale, rischia di rimandare decisioni concrete a dopo le elezioni. In sintesi, abbiamo rivisto marginalmente al rialzo le stime per il 2005 (da 0,9% ad 1%), ma nella stessa misura abbiamo limato quelle del 2006 su cui dovrebbe andare ad incidere un livello del prezzo del petrolio maggiore di quanto precedentemente atteso. I fondamentali della domanda domestica sono in miglioramento. La crescita occupazionale continua al ritmo di circa 40mila a trimestre, anche se si tratta in maggioranza di lavori precari ed a bassa retribuzione. Tuttavia, il miglioramento del mercato del lavoro inizia ad essere percepito anche dalle famiglie che potrebbero ritrovare maggiore vivacità nella spesa. In questo senso, è incoraggiante l'incremento del 6,8% degli ordini domestici di beni di consumo tra settembre 2004 e aprile 2005, così come l'andamento delle immatricolazioni di auto. Per le imprese, le condizioni finanziarie sono favorevoli e la moderazione salariale dovrebbe consentire di mantenere una buona marginalità.

La dinamica dei prezzi è sotto controllo e l'unico rischio all'orizzonte è l'andamento del prezzo del petrolio. Al netto delle componenti volatili e delle misure amministrate, l'inflazione in Germania è intorno all'1%, anche se in lieve accelerazione. Il robusto impatto dell'energia già registrato è alla base della revisione al rialzo per il 2005 a 1,7% da 1,5%. Un rischio per il CPI nei prossimi anni è legato alla possibilità di aumento dell'aliquota IVA dal 16% per avvicinarla alla media europea del 20%. Per le finanze pubbliche il peggio sembra ormai alle spalle grazie agli effetti delle riforme degli anni passati. Nel primi cinque mesi dell'anno, la spesa per sussidi è scesa del 3,5%, mentre le entrate federali sono aumentate dello 0,6% nonostante la riduzione delle aliquote. Inoltre, la cassa sanitaria ha registrato un attivo nel 2004 e ciò potrebbe portare ad una riduzione del cuneo fiscale a favore della competitività e dell'occupazione.

(GianLuigi Mandruzzato)

Germania – Previsioni

	2004	2005	2006	2004		2005				2006	
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi 1995, a/a) t/t	1.0	1.0	1.3	1.2	0.5	1.1	0.8	0.8	1.4	0.7	1.2
Consumi privati	-0.4	0.5	1.4	0.3	0.3	-0.2	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3
Investimenti fissi lordi	-1.8	-0.4	2.5	0.5	0.3	-1.7	0.5	0.7	0.0	1.0	0.6
Consumi pubblici	-0.7	0.3	0.6	0.7	0.1	-0.2	-0.1	0.3	0.0	0.2	0.1
Esportazioni	8.0	5.5	6.2	-1.0	1.1	2.9	0.4	1.4	1.6	1.7	1.6
Importazioni	5.8	3.3	6.9	2.7	0.2	-1.4	1.9	1.5	1.9	1.5	1.9
Var. scorte (contrib., % Pil)	0.8	-0.3	-0.1	0.9	-0.8	-0.2	0.3	-0.4	0.2	-0.3	0.2
Partite correnti (% Pil)	3.8	4.3	4.3	2.7	3.5	5.1	4.1	3.9	4.5	4.7	4.1
Deficit (% Pil)	-3.7	-3.3	-2.9								
Debito (% Pil)	65.9	68.1	69.2								
CPI (a/a)	1.8	1.7	1.3	2.0	2.1	1.7	1.6	1.9	1.7	1.8	1.3
Produzione Industriale	2.4	0.8	0.3	0.4	0.0	0.9	-0.3	-0.7	0.0	0.0	0.0
Disoccupazione (%)	10.6	11.7	11.3	10.7	10.7	11.6	11.8	11.7	11.6	11.4	11.3
Tasso a 10 anni (%)	4.04	3.45	3.67	4.10	3.77	3.60	3.41	3.24	3.53	3.64	3.55
Cambio effett. (1990=100)	109.0	109.4	109.9	108.6	110.1	110.4	109.6	108.4	109.2	109.6	109.9

Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato.

Francia

Tra i grandi dell' area euro, la Francia dovrebbe distinguersi per una performance leggermente migliore della media. Stimiamo che il 2005 si chiuderà con un tasso di crescita di 1,6%, due decimi al di sotto della nostra stima di marzo. La revisione riflette un rallentamento della crescita nei primi mesi del 2005 (0,2% t/t dopo 0,7% t/t), spiegato da una contrazione della spesa pubblica e dalla frenata dell'export. Nella seconda metà dell'anno la domanda interna dovrebbe consentire una ripresa della crescita intorno allo 0,5% t/t.

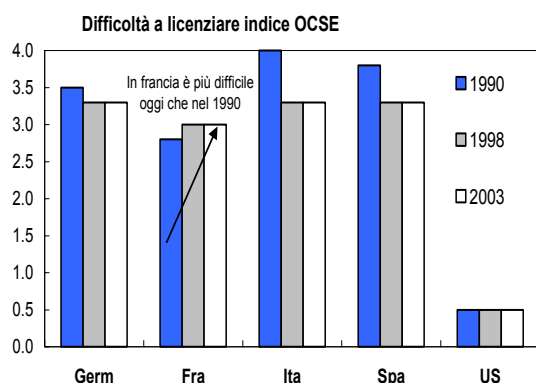
Nel secondo trimestre, come nel resto dell'area euro, il settore manifatturiero francese ha visto un forte rallentamento dell'attività: non riteniamo si possa uscire dalle secche in assenza di una ripresa della domanda globale. Mentre il manifatturiero rallenta, tuttavia l'andamento del settore dei servizi sorprende per vigore. L'indice PMI dopo una breve pausa a marzo ha segnato un netto miglioramento ad aprile e maggio, posizionandosi ben al di sopra della media europea. L' outperformance dei servizi francesi è spiegata in larga parte dal boom delle costruzioni e dell'immobiliare e in generale dei servizi finanziari. Sebbene i prezzi degli immobili nelle aree metropolitane abbiano rallentato nel 2004.T4, l'occupazione è cresciuta a ritmi sostenuti facendo presagire una tenuta del settore nei mesi a venire.

Sul fronte della domanda, i dati sul commercio estero segnalano un ulteriore calo dell'export ad aprile. Per quanto riguarda i consumi, i dati sulle vendite al dettaglio in discesa a maggio indicano un contributo nullo della spesa per beni nel 2005.T2. Il rallentamento della spesa per consumi era in parte atteso, dal momento che gli incentivi fiscali e i generosi sconti negoziati dal governo con la grande distribuzione sono ormai terminati. La spesa per consumi dovrebbe però tornare ad accelerare nella seconda metà dell'anno, in parte sostenuta da un ulteriore calo del tasso di risparmio. Oltretutto, l'andamento del mercato immobiliare dovrebbe continuare a sostenere sia pure indirettamente i consumi. Inoltre, e' possibile che questo esecutivo riveda la legge Galland, che impedisce agli agenti nella grande distribuzione di rivendere al di sotto del prezzo di costo. In tal caso, potremmo vedere una guerra al ribasso che potrebbe essere di ulteriore stimolo alla domanda per consumi.

Il parziale recupero di produttività legato alla sospensione delle 35 ore e le condizioni di finanziamento particolarmente convenienti dovrebbero sostenere gli investimenti nei prossimi mesi. L'ultima indagine trimestrale sugli investimenti dell' INSEE mostra rispetto alla indagine di dicembre una revisione al rialzo della spesa per beni capitali. Tuttavia, un forte rincaro del costo delle materie prime potrebbe seriamente compromettere la nostra stima crescita degli investimenti di 2,9%.

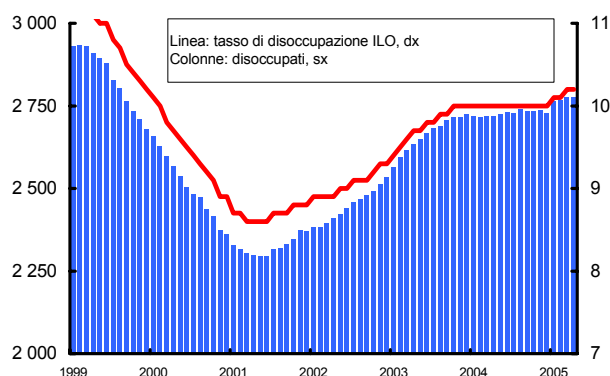
La Francia dovrebbe quindi continuare a crescere leggermente al di sopra della media europea nel 2006 aiutata da una spesa per investimenti più vivace ed da una ripresa dell'export. Ma nonostante la performance economica degli ultimi due anni al di sopra della media, si rende urgente un ripensamento del modello economico francese, uno dei più garantisti all'interno dell'UE. La Francia vanta una delle più alte percentuali di occupati nel settore pubblico (4,5 milioni) e vincoli crescenti a riduzioni di occupazione in tutti settori. Gli inevitabili privilegi pesano fortemente sulle casse dello Stato. Il ministro delle finanze Thierry Breton ha pubblicamente dichiarato che l'andamento del debito è insostenibile. Con le entrate fiscali appena sufficienti a coprire la spesa per interessi, il sentiero del debito è in salita dal 65.6% del Pil nel 2004. Con una popolazione che invecchia, la Francia non si può più permettere un struttura sociale così garantista e si richiede quantomeno un utilizzo più intensivo del fattore lavoro.

La Francia ha visto un aumento dei vincoli sul mercato del lavoro



Fonte: OCSE e ricerca Banca Intesa

Ma deregolamentare è fondamentale



Fonte: INSEE e ricerca Banca Intesa

Per far fronte alla crescente debolezza del mercato del lavoro nei giorni successivi al clamoroso “no” ad un Europa più liberista, il neo premier Dominique de Villepin ha approvato un pacchetto di misure per 4,5 miliardi di euro che cercano di placare il malcontento popolare a fronte di una disoccupazione che non accenna a migliorare. Le misure dovrebbero servire a finanziare:

- 1) Tagli degli oneri sociali a carico delle piccole e medie imprese con un numero di dipendenti superiore a 10 e inferiore a 20.
- 2) Un bonus per i disoccupati di lungo periodo che si spostano per accettare un'offerta di lavoro al di fuori del comune di residenza.
- 3) Un credito d'imposta per i giovani lavoratori che accettano un lavoro in un settore con un elevato tasso di offerte di lavoro insoddisfatte.

Le misure vanno nella giusta direzione ma, oltre ad introdurre incentivi, sarebbe necessario rimuovere parte dei vincoli che impediscono un funzionamento efficiente del mercato del lavoro francese e che sembrano essere aumentati nel corso degli anni 90. Ridurre il peso dello Stato nell'economia sarebbe imperativo per contenere le dinamiche della spesa e del debito e per favorire un processo di selezione e incremento di competitività. Ma questa è una trasformazione che richiede tempi lunghi e che potrebbe avere dei costi sociali molto elevati ed è quel tipo di trasformazione che la Francia ha così fortemente rifiutato il 29 maggio.

Lo scenario di medio termine per la Francia rimane quindi incerto: a meno di uno spostamento del consenso verso le riforme, il periodo di outperformance della Francia rispetto al resto dell'area euro potrebbe essere quasi finito.

(Anna Maria Grimaldi)

Principali previsioni macroeconomiche 2005-2006

	2004	2005	2006	2004		2005				2006	
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi 1995, a/a)	2.1	16	2.1	1.9	2.1	1.7	15	18	16	2.0	2.2
t/t				0.2	0.7	0.2	0.4	0.5	0.5	0.6	0.5
Consumi privati	2.3	2.1	2.2	-0.1	1.1	0.7	0.4	0.3	0.5	0.6	0.7
Investimenti fissi lordi	2.2	2.9	2.6	-0.3	1.3	1.3	0.0	0.6	0.7	0.7	0.7
Consumi pubblici	2.7	10	19	0.5	0.6	-0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4
Esportazioni	2.4	2.4	5.7	0.4	0.9	-0.1	0.7	12	14	16	16
Importazioni	6.1	4.6	4.3	2.2	1.0	0.6	0.8	12	0.4	13	12
Var. scorte (contrib., %Pil)	0.8	0.3	-0.4	0.7	-0.3	-0.1	0.2	0.1	-0.3	0.0	-0.2
Partite correnti (%Pil)	-0.4	-10	-0.7	-0.5	-0.8	-1.0	-10	-11	-0.9	-0.8	-0.7
Deficit (%Pil)	-3.7	-3.1	-3.2								
Debito (%Pil)	66.4	67.4	67.6								
CPI (a/a)	2.3	2.0	2.1	2.4	2.3	1.9	18	2.2	2.1	2.2	2.2
Produzione Industriale	1.7	10	2.1	-0.7	0.9	-0.1	0.2	0.6	0.6	0.6	0.5
Disoccupazione (%)	10.0	10.1	10.0	10.0	10.0	10.1	10.2	10.1	10.1	10.0	10.0
Cambio effett. (1990=100)	107.4	107.7	107.9	107.0	108.3	108.5	107.9	106.9	107.5	107.7	107.9

Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato.

Italia

Prevediamo una moderata ripresa nella seconda metà dell'anno

L'Italia è ormai diventata il fanalino di coda dell'area euro, la crisi industriale sembra essersi estesa anche al settore delle costruzioni e ai servizi. Nel 2005.T1 il PIL si è contratto dello 0,5% t/t. Secondo le nostre stime, nell'intero anno il Pil italiano dovrebbe contrarsi di 0,3%, contro previsioni che soltanto a marzo erano di 1,2%. Dal lato della domanda la contrazione del Pil è interamente spiegata dal commercio estero, ed in particolare dal declino dell'export. Sul lato dell'offerta, il valore aggiunto è calato in tutti i settori. Il settore manifatturiero risulta quello più colpito: la produzione industriale ha registrato tre trimestri consecutivi di contrazione e la variazione del 2005.T1 (-1,2% t/t) è analoga a quella, pure disastrosa, del trimestre precedente. I segnali disponibili per il 2005.T2 suggeriscono un tasso di crescita prossimo allo zero se non leggermente negativo, anche se il buon andamento della produzione industriale in aprile ha reso meno pesante il quadro. Nella seconda metà dell'anno la crescita potrebbe però tornare verso lo 0,4% t/t: un po' di sollievo potrebbe venire da una ripresa della domanda estera, in particolare europea, e dalla caduta del cambio.

Sul fronte della domanda interna, la sostanziale tenuta dei redditi da lavoro dipendente (anche per il lieve calo della pressione fiscale) e l'aumento della ricchezza permetteranno di vedere una crescita dei consumi privati nel 2005 di circa 1,0%, simile a quella registrata nel 2004, probabilmente con una ricomposizione delle spese da durevoli verso servizi. Tuttavia, qualora le dinamiche occupazionali dovessero risentire dell'andamento congiunturale sfavorevole potremmo vedere una flessione dei consumi.

Sul fronte degli investimenti, nella seconda metà dell'anno, ci aspettiamo una lieve ripresa degli investimenti in macchinari, quantomeno degli investimenti di sostituzione. Tuttavia, è improbabile che un nuovo ciclo di espansione dello stock di capitale inizi in tempi rapidi. La fiducia delle imprese è in calo, l'export soffre e la crisi sta facendo selezione delle imprese in alcuni settori produttivi: difficile. Sembra peraltro esserci stata un'inversione di rotta nel settore delle costruzioni dove si è visto un forte calo degli investimenti sia abitativi che commerciali tra fine 2004 e inizio 2005. La possibile debolezza degli investimenti rappresenta il maggiore rischio per il nostro scenario di previsione.

Il contributo del canale estero alla crescita sarà negativo nel 2005. Già nella parte finale del 2004 e nel primo trimestre del 2005 è visibile un crollo dell'export, che compensa ampiamente il miglioramento visto nel 2004.T3. Il peggioramento riflette sia l'apprezzamento del cambio, sia il rallentamento della domanda internazionale, nonché la perdita di competitività del paese Italia e l'inadeguatezza della nostra struttura industriale a fronteggiare la feroce concorrenza proveniente dai mercati asiatici. Probabilmente la tendenza alla frammentazione della catena produttiva, all'internazionalizzazione dell'impresa e allo spiazzamento della produzione domestica da parte delle importazioni non si è ancora esaurita. Ciò tende ad aumentare la penetrazione dell'import e a ridurre il contenuto di produzione interna nell'export. Qualche beneficio potrebbe però arrivare nel secondo semestre dal notevole arretramento dell'euro sui mercati valutari (circa l'8% se misurato con il cambio effettivo nominale).

Le dinamiche inflazionistiche sono decisamente contenute. Il 2004 si è chiuso con l'inflazione più bassa dal 1999 (2%). A monte della catena produttiva non si intravedono pressioni inflative significative: le pressioni inflazionistiche rimangono molto contenute e l'apertura del mercato italiano alle importazioni di tessuti dalla Cina dovrebbe accentuare il fenomeno. L'inflazione si è mantenuta intorno all'1,9% nei primi cinque mesi dell'anno. Lo sconto del 20% sui prezzi dei medicinali prescrivibili dovrebbe contribuire a spingere l'inflazione intorno all'1,6%. In media annua, l'inflazione dovrebbe toccare l'1,8%.

Per quanto riguarda, i conti pubblici il deficit 2005 aumenterà almeno al 4,0% del Pil, salvo che siano decisi interventi correttivi nella seconda metà dell'anno per ritornare verso il 3,5%. Nel 2006 anche una stabilizzazione sotto il 4% del Pil richiederà pesanti interventi di bilancio, scenario sempre più improbabile nell'attuale contesto politico. Preoccupante è l'andamento del debito, che dal 106,6% del Pil e che potrebbe superare significativamente il 108% del Pil anche tenendo conto del collocamento al pubblico della quarta *tranche* Enel, che dovrebbe apportare alle casse dello Stato 4,5 miliardi di euro.

(Annamaria Grimaldi)

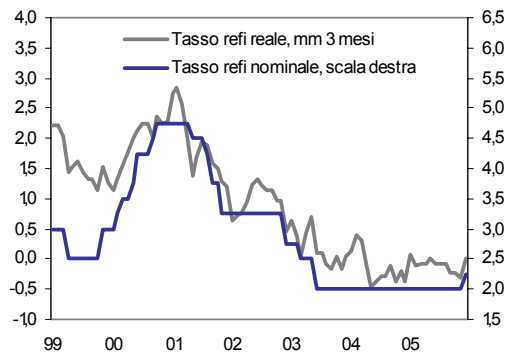
Previsioni – Italia

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2005				2006	
							T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi 1995, a/a)	0.4	0.4	1.0	-0.3	1.3	1.8	-0.2	-0.6	-0.6	0.3	1.1	1.4
t/t							-0.5	0.0	0.4	0.5	0.3	0.3
Consumi delle famiglie	0.4	1.4	1.0	0.8	1.1	1.2	0.2	0.1	0.4	0.4	0.2	0.3
Consumi collettivi	1.9	2.3	0.7	0.9	1.5	1.6	0.2	0.2	0.2	0.5	0.4	0.4
Investimenti fissi	1.3	-1.8	1.9	-2.0	2.3	3.5	-0.6	-0.2	0.2	0.5	0.7	0.7
Investimenti in macch.	-0.1	-3.8	2.2	-4.3	2.7	3.9	-11	-10	0.0	10	0.8	0.8
Investimenti in trasporti.	0.1	-6.4	-3.1	2.6	2.2	3.6	7.0	0.0	0.0	0.0	10	10
Investimenti in costruz.	3.3	1.7	3.0	-0.8	2.0	3.1	-2.0	0.5	0.5	0.2	0.6	0.5
Importazioni	-0.5	1.3	2.5	0.6	3.2	3.5	-2.4	2.0	0.5	0.8	0.8	0.8
Esportazioni	-3.2	-1.9	3.2	-2.6	3.0	4.0	-4.1	2.0	0.5	0.5	0.7	0.6
Contr. % PIL												
Commercio estero	-0.8	-0.9	0.2	-0.9	-0.1	0.1	-0.5	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.1
Domanda finale interna	0.8	0.9	1.1	0.2	1.5	1.7	0.0	0.1	0.3	0.4	0.3	0.4
Var. scorte	0.4	0.4	-0.3	0.4	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
Partite correnti (% Pil)	0.7	-0.5	-0.1	-0.8	-1.3	0.7	-2.3	-2.2	14	-17	-2.1	-18
Deficit (% Pil)	-2.3	-2.9	-3.2	-4.1	-4.0	-3.5						
Debito (% Pil)	107.9	106.2	106.6	108.0	108.0	107.2						
CPI (a/a)	2.5	2.7	2.2	1.8	2.1	2.1	2.1	2.0	18	18	18	19
Produzione Industriale (a/a)	-1.6	-0.6	-0.6	-0.6	1.1	1.4	-2.4	-0.8	-0.6	16	2.8	0.7
Disoccupazione (%)	8.6	8.4	8.0	8.0	7.9	7.9	7.9	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0

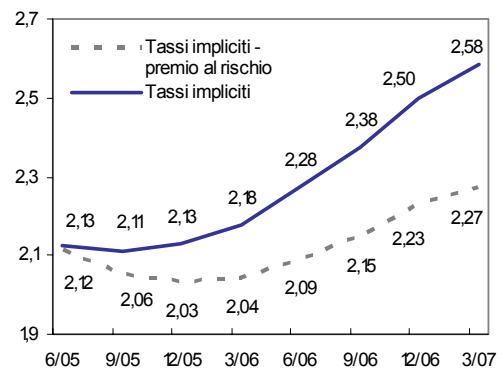
Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato.

La situazione in un'occhiata

Tasso refi nominale e reale



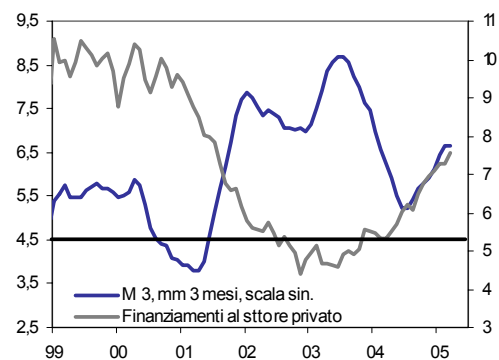
La curva strip dei Futures sull'Euribor a 3 mesi



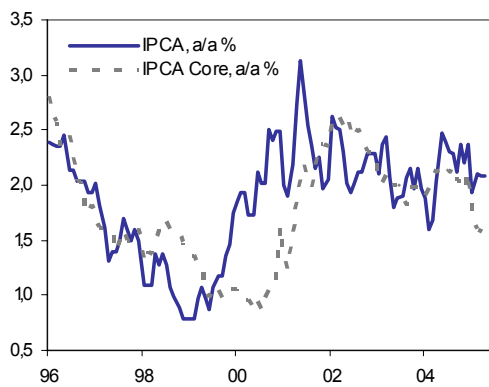
Indice Banca Intesa di condizioni monetarie



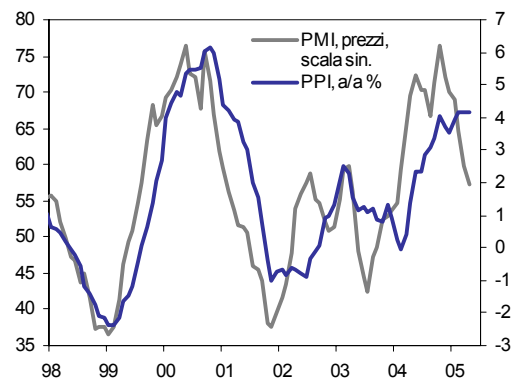
Moneta e credito



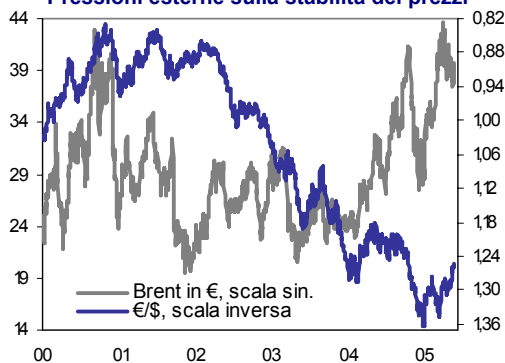
Inflazione headline e inflazione core



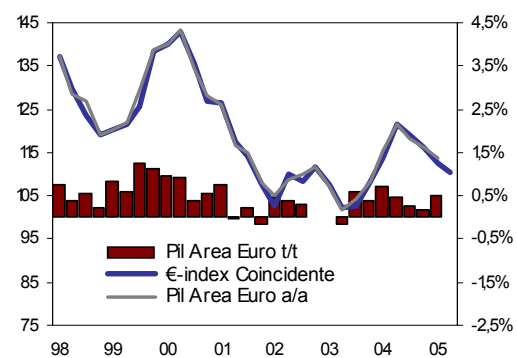
Prezzi a monte e inflazione alla produzione



Pressioni esterne sulla stabilità dei prezzi



Indicatori ciclici e crescita del Pil



Regno Unito

Leggera revisione al ribasso per la crescita dell'economia britannica che comunque dovrebbe mantenersi ancora in prossimità del potenziale. Con il primo trimestre i segnali di rallentamento si sono materializzati. La decelerazione del Pil (da 0,7% a 0,5% t/t) non è stata di grande entità, ma si è osservata una ricomposizione nella crescita. Il contributo della domanda interna, che già si era dimezzato nell'ultimo quarto del 2004, è stato ancora insolitamente basso. I consumi privati sono rimasti deboli (rispetto alla media dell'ultimo decennio), risentendo per la restrizione monetaria e per il significativo raffreddamento dei prezzi immobiliari. Ma soprattutto brusca è stata la frenata degli investimenti, dati il rallentamento globale e il rafforzamento del cambio. Dal lato dell'offerta, il settore industriale è in recessione. Le esportazioni hanno sofferto la perdita di competitività legata al cambio e si sono contratte vistosamente, mentre il raffreddamento della domanda ha fatto crollare le importazioni (con l'effetto inusuale di produrre un contributo positivo del canale estero). Comprensibile il decumulo di scorte, dopo il pesante accumulo del 2004.IV.

L'aspetto positivo è che non si è avuto un ulteriore calo di performance dei consumi, nonostante le indicazioni negative provenienti dalle vendite al dettaglio e dalle indagini di settore. L'ottima tenuta del credito al consumo, del resto, non suggeriva scenari pessimistici. Così come le condizioni del mercato del lavoro, con tasso di disoccupazione ai minimi e dinamica retributiva in ascesa. Quest'ultima, unitamente al caro energia e alla necessità di salvaguardare i margini, è però una delle principali fonti di pressioni inflazionistiche, e una delle due ragioni per cui la Banca d'Inghilterra è stata finora in "attesa" sui tassi, pronta ad alzarli un'ultima volta qualora tali tensioni avessero il sopravvento. L'altra ragione è il carattere di provvisorietà della debolezza dei consumi. I verbali dell'ultima riunione tuttavia, con due voti favorevoli a un taglio e un messaggio "attendista" dal resto del comitato per valutare in modo più fondato l'indebolimento dei consumi, segnalano che la banca centrale sta dando un peso crescente al ristagno recente dei consumi, con qualche indizio di seria preoccupazione. Sull'altro versante, se si concretizzasse la prospettiva di graduale arretramento del cambio, percepito come ancora troppo forte, l'industria potrebbe trarne temporaneo beneficio. Se anche dunque il picco dei tassi ufficiali fosse da considerarsi già raggiunto, è ancora troppo presto per cominciare, come sta facendo ora il mercato a scommettere su un taglio.

(Asmara Jamaleh)

Previsioni – Regno Unito

	2004	2005	2006	2004		2005				2006	
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi cost., a/a) t/t	3.1	2.4	2.7	3.1	2.9	2.7	2.3	2.2	2.3	2.4	2.6
Consumi privati	3.3	1.9	2.1	0.7	0.2	0.3	0.5	0.6	0.7	0.4	0.4
Investimenti fissi	5.6	3.2	3.8	1.0	0.6	0.0	0.3	1.9	1.5	0.6	0.6
Consumi pubblici	4.7	3.2	2.7	1.2	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
Esportazioni	3.0	3.7	6.9	-0.1	1.6	-1.0	2.5	1.3	1.5	1.7	1.8
Importazioni	5.2	4.0	5.6	2.1	2.2	-1.9	2.5	1.2	1.7	1.3	1.1
Var. scorte (contrib., % Pil)	-0.2	0.1	-0.1	0.3	0.4	-0.1	0.0	-0.4	0.0	0.1	0.0
Partite correnti (% Pil)	-2.2	-2.2	-2.1	-3.3	-1.7	-2.3	-2.3	-2.2	-2.3	-2.3	-2.2
Deficit (% Pil)	-3.3	-2.6	-2.4								
Debito (% Pil)	41.5	42.3	42.6								
RPIX (a/a)	2.2	2.4	2.7	2.1	2.3	2.2	2.3	2.6	2.5	2.9	2.7
Produzione Industriale	0.4	-0.7	2.0	-1.2	-0.1	-0.8	0.2	0.5	0.3	0.5	0.6
Disoccupazione (%)	2.8	2.7	2.6	2.7	2.7	2.6	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
Eurosterlina a 3 mesi	4.59	4.93	4.88	4.87	4.84	4.86	4.90	5.00	4.95	4.90	4.85
Long Gilt	4.87	4.53	4.40	4.99	4.65	4.66	4.45	4.55	4.45	4.40	4.30
Sterlina/dollaro	1.83	1.85	1.79	1.82	1.87	1.89	1.86	1.83	1.84	1.81	1.80
Cambio effett. (1990=100)	104.1	103.9	99.6	104.8	102.4	102.8	104.3	105.2	103.3	100.9	99.9

Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato.

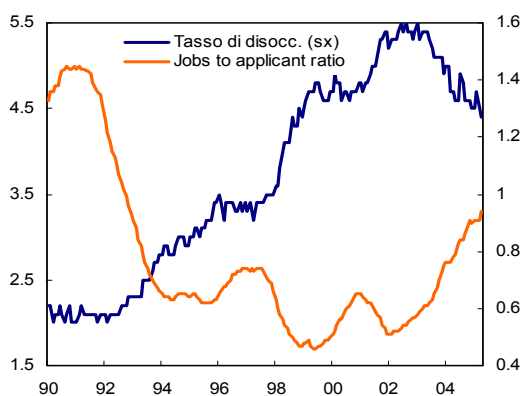
Giappone: un paese “normale”

Nel 2005, il principale messaggio dei dati è la **normalizzazione dell'economia giapponese**. La crescita si rafforza, i salari nominali crescono, i consumi accelerano in risposta a un miglioramento chiaro nelle condizioni del mercato del lavoro, le aspettative di deflazione recedono. I dati del primo trimestre si sono rivelati molto migliori delle previsioni, con una crescita del PIL di 1,2% t/t (4,9% t/t ann., rivisto da una stima preliminare di 1,3% t/t, 5,3% t/t ann.) e la performance dei 2005.T1 non si ripeterà probabilmente nel resto dell'anno. Tuttavia, complessivamente le condizioni dell'economia sono solide, perchè vi è uno **spostamento della crescita verso la domanda interna**, proprio quando il commercio mondiale sembra rallentare e appaiono segni di minor dinamica delle importazioni dalla Cina, motore importante della crescita giapponese nel corso del 2004.

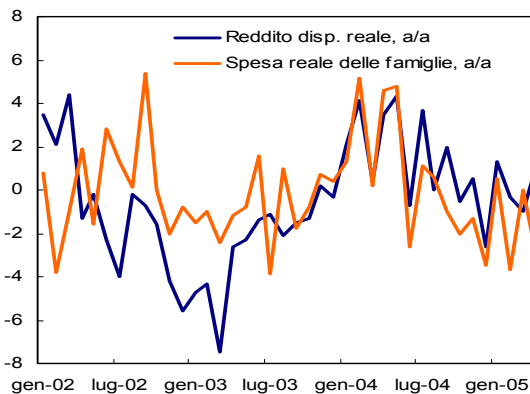
Nell'ultimo rapporto sull'economia pubblicato dalla BoJ la valutazione della congiuntura è ancora in miglioramento: secondo la BoJ a giugno “l'economia giapponese prosegue su un trend di ripresa”, sostenuto dalla crescita dei consumi e degli investimenti. I consumi hanno il supporto del mercato del lavoro, che continua a migliorare e genera un incremento dei redditi delle famiglie. I salari nominali sono finalmente in aumento e, come affermano i verbali delle riunioni di aprile e maggio, “le aspettative di deflazione si stanno riducendo”. Le nostre previsioni per il 2005 sono nettamente migliorate rispetto a tre mesi fa, alla luce dei dati molto più positivi del previsto relativi al primo trimestre. **La crescita per l'anno dovrebbe essere intorno all'1,5%** (contro una previsione precedente di 0,5%).

I dati del primo trimestre mostrano un contributo della domanda domestica alla crescita di 1,3%. Questo contributo più che compensa il contributo marginalmente negativo della domanda estera, pari a -0,1. I **consumi** nel primo trimestre sono aumentati di 1,2%, dopo due trimestri di contrazioni. La crescita di 2005.T1 difficilmente si ripeterà nel resto dell'anno, ma alla luce dei dati del mercato del lavoro rimane probabile una discreta dinamica della spesa delle famiglie.

Il mercato del lavoro continua a migliorare



Il reddito disponibile cresce



Per gli **investimenti**, il primo trimestre ha registrato una crescita di 2% t/t, inferiore a quanto segnalato dall'indagine delle imprese in 2005.T1 condotta dal Ministero delle Finanze. Pertanto, poiché i piani di investimento delle imprese sembrano più ottimistici di quanto appaia dai dati del primo trimestre, le previsioni

per il resto dell'anno per questa componente della domanda restano positive, anche alla luce del proseguimento di una crescita molto sostenuta dei profitti. Nell'indagine del MoF, le opinioni delle imprese su fatturato, utili e spesa per investimenti hanno registrato miglioramenti molto significativi rispetto ai dati del trimestre precedente (vedi tabella).

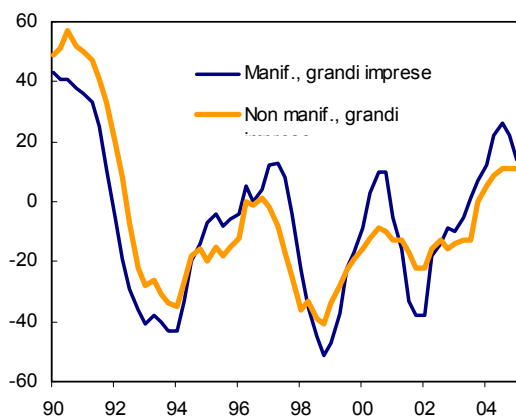
Imprese giapponesi finanziariamente solide

	2004.T1	2004.T2	2004.T3	2004.T4	2005.T5
Fatturato	2,4	5,4	5,7	5,1	6,0
Profitti	24,6	34,3	37,8	17,6	15,8
Spesa per Investimenti	2,3	2,8	1,4	-2,9	5,3

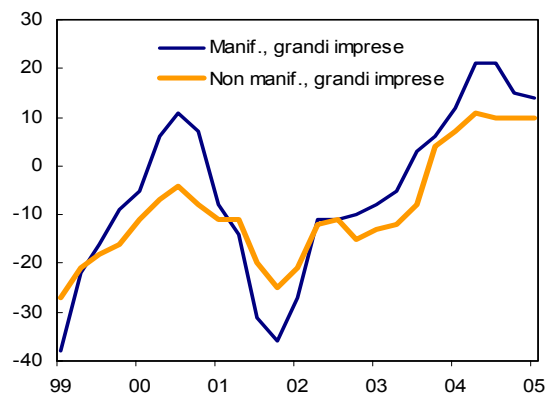
Nota: var. % a/a. Fonte: Ministero delle Finanze.

Il Tankan di luglio dovrebbe confermare i livelli indicati nell'indagine di marzo, con un miglioramento per la componente aspettative. Questa previsione è diffusa in modo pressoché omogenea far settori e diverse dimensioni di impresa. In base all'indagine del Ministero delle Finanze riportata sopra, i piani di investimento dovrebbero mostrare un miglioramento rispetto a quanto segnalato a marzo e confermare l'aspettativa di un'espansione della spesa in conto capitale nella seconda metà dell'anno.

Tankan – Indice corrente



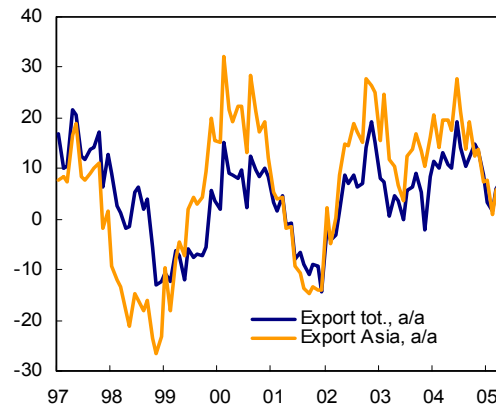
Tankan – previsione a tre mesi



La voce "problematica" del Pil nel primo trimestre riguardava la componente estera. Le **importazioni** si mantengono su ritmi elevati e dopo un temporaneo rallentamento nel primo trimestre, nel resto dell'anno dovrebbero tornare ad accelerare su ritmi medi intorno all'1% t/t. In 2005.T1, le **esportazioni** hanno subito una battuta d'arresto, registrando un calo di -0,2% t/t, dopo una crescita media nel 2004 pari al 14,4% e nel 2003 del 9%. L'inversione di tendenza è legata al rallentamento delle importazioni dalla Cina, ma con i dati più recenti si osserva una ripresa della crescita dell'export e nelle previsioni, in media nel 2005, le esportazioni dovrebbero crescere intorno al 4,3%: il canale estero non sarà quindi più un fattore trainante della crescita, ma non dovrebbe essere neutrale in termini di contributo. La ripresa della domanda interna e soprattutto la buona

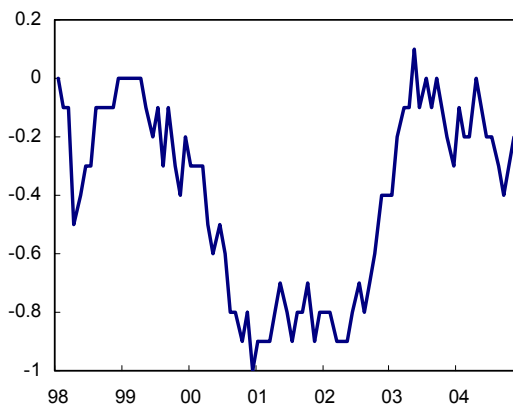
dinamica del mercato del lavoro rende molto meno grave che in passato il rallentamento delle esportazioni.

Esportazioni in rallentamento

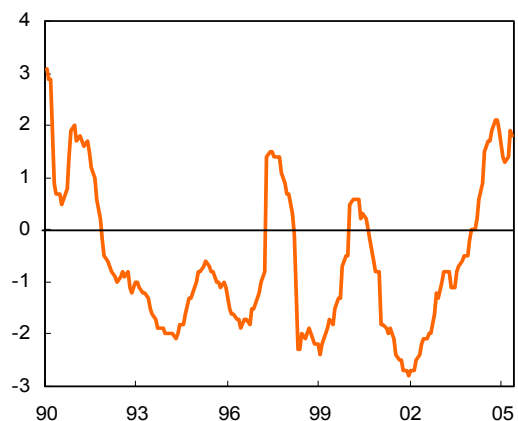


L'**inflazione** è ancora influenzata dalla deregolamentazione dei servizi, come telecomunicazioni e energia. Come si osserva dai grafici, comunque, i segnali dai prezzi sono chiaramente in linea con una normalizzazione del quadro inflazionistico. L'inflazione al consumo tornerà probabilmente in territorio positivo a partire dalla fine di quest'anno. Lo scenario positivo per i prezzi si conferma anche dall'andamento dei salari, anch'essi ritornati, se pure di poco, positivi.

Il CPI core rimane influenzato dalle tariffe



I prezzi alla produzione si normalizzano



La **politica monetaria** sta prendendo atto delle condizioni economiche: questo emerge dal dibattito aperto all'interno della BoJ sull'obiettivo per la liquidità del sistema bancario. I verbali delle ultime riunioni vedono due voti di dissenso riguardo al target di riserve, con la richiesta di ridurre l'obiettivo da un range di 30-35mila mld a 27-32mila mld di yen. Anche se per ora questa è una posizione minoritaria, è ovvio dalle condizioni di mercato che l'obiettivo di riserve non contribuisce più all'allentamento delle condizioni monetarie, poiché la domanda di fondi è inferiore a quanto immesso dalla banca centrale. Per ora tuttavia, la BoJ non vuole segnalare modifiche all'orientamento della politica monetaria, in attesa

di conferme più solide sulla stabilizzazione della domanda interna su tassi di crescita positivi e soddisfacenti. In ogni caso, a partire dal prossimo anno fiscale è sempre più probabile che i due pilastri della politica monetaria giapponese, tassi a zero e target di riserve, verranno modificati. Questo sancirà definitivamente il rientro del Giappone nella “normalità”.

Per quanto riguarda la **politica fiscale**, secondo un recente rapporto del Consiglio sulla politica economica e fiscale, incaricato dal governo di formulare linee guida per le riforme, lo stato attuale della congiuntura giapponese, in miglioramento, e soprattutto i segnali di uscita dalla deflazione indicano che può iniziare una fase “di riforme aggressive”. Il Consiglio identifica come priorità il **consolidamento fiscale che porti alla riduzione del debito**, ormai nell'ordine del 150% del PIL, prima di tutto limitando il più possibile le emissioni nette incluse nel prossimo budget. Inoltre, il Consiglio suggerisce di stabilire degli obiettivi di medio termine per i sentieri della spesa e delle entrate e di elencare esplicitamente le alternative disponibili nel menu delle scelte di politica fiscale con l'obiettivo di contenere il deficit. Il governo ha già annunciato il proprio obiettivo di ottenere un avanzo primario in modo da iniziare il processo di risanamento fiscale. Il Consiglio indica anche la necessità di procedere nel processo di privatizzazioni.

La normalizzazione dell'economia riporterà nei prossimi trimestri la politica fiscale al centro dell'attenzione, soprattutto quando il ritorno di un tasso di inflazione positivo si trasferirà in un aumento dei rendimenti. Le scelte di politica fiscale che aspettano il Giappone saranno ancora più difficili di quelle che ha affrontato finora la politica monetaria negli anni di lotta alla deflazione.

(Giovanna Mossetti)

Previsioni – Giappone

	2004	2005	2006	2004		2005				2006	
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.6	1.5	1.0	2.4	0.9	0.8	1.3	1.8	2.1	0.9	0.9
- trim/trim annualizzato				-1.0	0.1	5.3	1.0	1.1	0.9	0.5	1.0
Consumi privati	1.5	1.3	1.3	-0.4	-1.4	4.7	1.3	1.2	1.2	0.9	1.8
IFL - priv. non residenziali	5.8	3.8	2.2	-0.1	-0.6	8.2	2.2	3.6	2.4	1.7	1.8
IFL - priv. residenziali	2.2	0.8	4.1	2.4	2.4	-5.3	2.0	3.7	3.7	4.1	5.7
Investim. pubblici	-10.8	-7.6	-1.0	-8.0	-2.3	-6.6	4.4	-2.0	-2.5	-1.3	-1.0
Consumi pubblici	2.7	2.4	1.5	1.2	2.5	3.0	2.6	2.3	1.3	1.3	0.5
Esportazioni	14.5	4.6	5.6	2.1	5.6	-0.8	7.6	7.2	5.2	3.9	4.4
Importazioni	8.9	6.1	9.0	9.4	8.8	1.9	3.9	7.5	10.2	10.5	10.1
Var. scorte (contrib., % Pil)	0.2	0.1	-0.2	0.0	0.2	0.4	-0.4	-0.2	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% Pil)	3.7	3.3	3.1	3.7	3.6	3.6	3.3	3.3	3.2	3.0	3.1
Deficit (% Pil)	-7.8	-7.7	-7.6								
Debito/PIL (% Pil)	148.2	155.3	162.4								
CPI (a/a)	0.0	-0.4	-0.1	-0.1	0.5	-0.2	-0.3	-0.3	-0.7	0.1	-0.1
Produzione Industriale	5.2	1.8	1.7	-0.4	-3.5	7.0	0.0	1.9	2.0	1.7	1.7
Disoccupazione (%)	4.7	4.7	4.6	4.8	4.6	4.6	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7
Tasso a 3 mesi - CD (%)	0.09	0.20	0.35	0.09	0.09	0.10	0.21	0.27	0.24	0.25	0.27
Tasso a 10 anni (%)	1.50	1.56	1.84	1.74	1.47	1.40	1.36	1.71	1.77	1.82	1.80
Dollaro/Yen (Yen)	108.2	104.6	98.4	109.9	105.8	104.5	107.4	105.0	101.5	99.5	99.0
Cambio effettivo (1990=100)	135.7	139.0	147.6	134.8	135.2	137.0	135.3	140.2	143.5	146.2	146.6

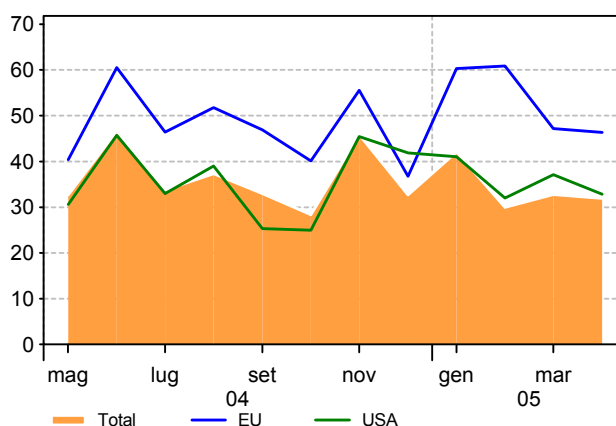
Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato.

Cina: torna a correre l'export

L'economia cinese dovrebbe espandersi ancora a ritmi sostenuti nel 2005, con una ricomposizione delle fonti di crescita della domanda a vantaggio del settore estero. La questione del regime di cambio rimane del tutto aperta. Le aspettative di rivalutazione a 12 mesi incorporate nei *forward* sono pari al 5,3%. I segnali lanciati dalle autorità rimangono gli stessi (1) la liberalizzazione del cambio sarà effettuata quando il sistema finanziario sarà pronto e (2) non necessariamente la riforma sarà associata a una significativa rivalutazione.

Il montare delle tensioni commerciali fra la Cina da una parte, l'Europa e gli Stati Uniti dall'altra, riflette la nuova spinta che è stata impartita all'esportazione tra la fine del 2004 e i primi mesi del 2005. Le esportazioni totali si stanno ora espandendo al ritmo del 32% a/a (dato di aprile), ma nel novembre 2004 si è toccato il 45% a/a. A confermare che la spinta alla crescita si è riequilibrata a vantaggio della domanda estera, il saldo della bilancia commerciale per i primi 4 mesi è in attivo per oltre 21mld di USD, contro il deficit di 11mld registrato nello stesso periodo dell'2004. Appaiono molto vivaci le esportazioni verso l'Unione Europea, la cui domanda interna non è certamente brillante, con tassi di incremento attualmente del 46% a/a (picco in gennaio e febbraio a +60% a/a). In parte ciò riflette la cessazione dell'accordo multifibre e il tentativo degli esportatori cinesi di far superare le frontiere alle proprie merci prima che si possa concretizzare la minaccia protezionistica.

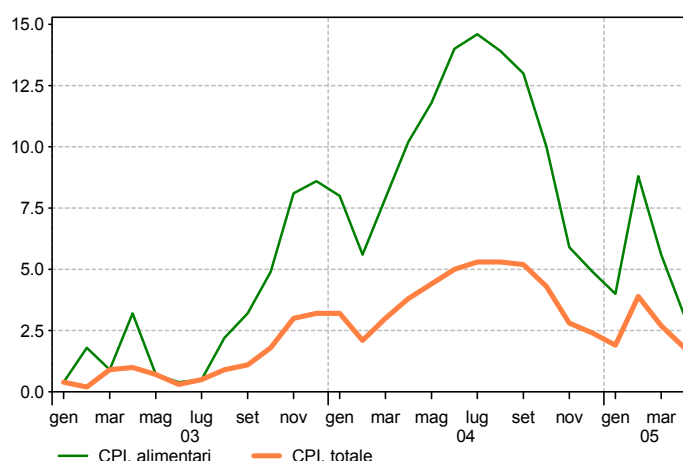
Esportazioni, var. % a/a



Sul fronte interno, continua lo sforzo delle autorità di contenere la disordinata crescita della domanda. La crescita della moneta (M2) si è stabilizzata sul 14-15% a/a, mentre il credito erogato cresce del 9,2% a/a, la metà rispetto all'inizio del 2004. Il credito edile è tuttora in flessione (-1% a/a in aprile), ma è ormai sostanzialmente stabile dopo il taglio effettuato verso la metà dello scorso anno. Un giro di vite ha interessato il credito al consumo, con il risultato di frenare temporaneamente un mercato automobilistico altrimenti molto vivace. Con l'inflazione (1,8% a/a in aprile) tuttora in regresso grazie al comparto alimentare, è difficile che le autorità decidano di operare interventi più aggressivi.

In prospettiva, l'economia cinese dovrebbe espandersi ancora a ritmi sostenuti nel 2005, con una ricomposizione delle fonti di crescita della domanda a vantaggio del settore estero. Dopo la vigorosa partenze del 2005.T1, è diventato più probabile che la crescita media annua rimanga vicina al 9%, anche ipotizzando una modesta rivalutazione del cambio nel corso dei prossimi mesi.

Cina – Prezzi al consumo a/a



La questione del **regime di cambio** rimane del tutto aperta. Le aspettative di rivalutazione a 12 mesi incorporate nei *forward* sono pari al 5,3%. I segnali lanciati dalle autorità rimangono gli stessi (1) la liberalizzazione del cambio sarà effettuata quando il sistema finanziario sarà pronto e (2) non necessariamente la riforma sarà associata a una significativa rivalutazione. Secondo il primo ministro Wen Jiabao, nel riformare il meccanismo di cambio del renminbi il governo terrà il renminbi “sostanzialmente stabile a un livello ragionevole ed equilibrato”.

La nostra tesi che una riforma era improbabile prima di giugno si è rivelata corretta. Ora la pressione internazionale sta crescendo, stimolata dal *boom* di esportazioni cinesi e dai segnali di sofferenza nell'industria. Il Congresso americano minaccia l'introduzione di dazi in assenza di una rivalutazione significativa, mentre l'Unione Europea ha già raggiunto un'intesa per limitare la crescita dell'import tessile dalla Cina. Le reazioni protezionistiche nei mercati di sbocco rappresentano un grosso rischio per la Cina e potrebbero rendere un atto di buona volontà sostanzialmente inevitabile nel corso dei prossimi mesi.

		2002	2003	2004	2005	2006	2007
PIL (prezzi correnti)	mld CNY	10517.2	11725.1	13648.4	16502.1	18011.4	19909.3
	a/a	8.1	11.5	16.4	20.9	9.1	10.5
PIL (prezzi correnti)	mld USD	1270.7	1416.6	1649.0	1943.6	2349.6	2942.0
PIL (prezzi costanti)	a/a	8.3	9.4	9.5	9.0	7.9	8.9
Consumi	a/a	6.2	6.3	7.6	7.4	7.4	10.7
Investimenti fissi	a/a	16.7	22.6	20.5	13.2	10.7	14.5
Consumi pubblici	a/a	7.6	4.8	4.5	4.0	4.1	4.0
Esportazioni	a/a	24.4	33.8	22.8	29.0	8.8	7.4
(stima domanda estera)	a/a	4.9	7.7	11.9	9.5	8.6	7.9
Importazioni	a/a	24.6	37.1	21.1	22.9	13.1	11.9
Produzione industriale	a/a	20.3	26.2	21.5	15.2	11.5	12.0
Tasso di disoccupazione	%	3.9	4.2	4.2	3.9	3.8	3.8
Inflazione (CPI)	a/a	-0.8	1.2	3.9	2.2	2.6	2.7
Tasso d'interesse (b/t)	%	5.3	5.3	5.4	5.7	5.6	5.5
USD/CNY (media)		8.28	8.28	8.28	8.12	7.48	6.69
	a/a		0%	0%	-2%	-8%	-10%
USD/CNY (fine periodo)		8.3	8.3	8.3	7.9	7.3	6.5
EUR/CNY (fine periodo)		8.2	9.6	10.6	9.8	8.9	7.4

Fonte: Banca Intesa

(Luca Mezzomo)

STUDI E RICERCHE

Responsabile

Gregorio De Felice

Gruppo di lavoro:

Luca Mezzomo

Macroeconomia

Sergio Capaldi
Anna Maria Grimaldi
Gianluigi Mandruzzato
Giovanna Mossetti

Mercati valutari

Asmara Jamaleh

Database Management

Simonetta Melotto

Nucleo Editoriale

Sonia Papandrea
Aldo Perego

La presente pubblicazione è stata redatta da Banca Intesa in nome e per conto di Banca Caboto s.p.a.*. Le informazioni qui contenute sono state ricavate da fonti ritenute da Banca Intesa e Banca Caboto s.p.a. affidabili, ma non sono necessariamente complete, e l'accuratezza delle stesse non può essere in alcun modo garantita. La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, ed a titolo meramente indicativo, non costituendo pertanto la stessa in alcun modo una proposta di conclusione di contratto o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario. Il documento può essere riprodotto in tutto o in parte solo citando il nome Banca Caboto s.p.a.

La presente pubblicazione è destinata all'utilizzo e alla consultazione da parte della clientela professionale e commerciale del Gruppo Banca Intesa e di Banca Caboto s.p.a., ma non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti ai quali si rivolge. Banca Intesa, Banca Caboto s.p.a. e le rispettive controllate e/o qualsiasi altro soggetto ad esse collegato hanno la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi materiale sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della clientela. Banca Intesa, Banca Caboto s.p.a. e le rispettive controllate e/o qualsiasi altro soggetto ad esse collegato possono occasionalmente assumere posizioni lunghe o corte nei summenzionati prodotti finanziari.

* Banca Caboto s.p.a. è parte del Gruppo Banca Intesa. Banca Intesa è regolata da FSA per l'attività nel Regno Unito ed è membro di Eurex, Euronext, London Clearing House, Idem.