

Scenario Macroeconomico

Servizio Studi e Ricerche

Dicembre 2006

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2006

Il rischio Stati Uniti pesa sullo scenario 2007	3
Stati Uniti	9
Fed ancora in stand-by	13
Focus - Stati Uniti: si ritira la marea	17
Area euro: 2007 soffia ancora il vento in poppa	21
Inflazione: sopra il 2% anche nel 2008	24
Regno Unito	29
L'Asia	30
Giappone: crescita rallentata dalla debolezza dei consumi	30
Cina: rallentamento pilotato	38
Mercati Valutari: FAQ per il 2007	42
Mercato obbligazionario: idee per il 2007	46

Il rischio Stati Uniti pesa sullo scenario 2007

Luca Mezzomo
luca.mezzomo@bancaintesa.it

Nel dicembre 2005 lo scenario di previsione era caratterizzato dalla congettura che l'economia americana avrebbe iniziato a rallentare a partire da metà anno. Il risultato era l'attesa di una svolta nella direzione dei tassi di interesse dopo un inizio in rialzo, come si è poi verificato. Una svolta che doveva interessare prima di tutto i tassi sul dollaro a breve e a lungo termine, ma anche i tassi a lungo termine sull'euro – nonostante i rialzi BCE. Oggi la fase di rallentamento dell'economia statunitense è ormai ben avviata, e le domande che gli economisti si pongono sono diventate di ben altro tenore. Il primo nodo è la valutazione dell'entità della crisi americana: siamo di fronte all'inizio di una recessione, o gli sviluppi delineano soltanto una fase transitoria di bassa crescita come nel 1995-96? In secondo luogo, i sintomi di indipendenza dell'economia europea ed asiatica che stiamo osservando riflettono soltanto un problema di ritardi di aggiustamento, o sono la prova che la domanda interna di queste aree può compensare il raffreddamento degli Stati Uniti? Anche quest'ultima domanda non è oziosa, perché in passato spesso il rallentamento degli USA ha anticipato quello dell'Europa.

Nell'affrontare la prima questione, la coesione all'interno del mondo dei previsori è oggi molto scarsa e, anzi, si è creata una vera e propria lacerazione tra economisti di mercato e autorità monetarie. Da una parte troviamo chi si aspetta che la crescita americana sarà abbastanza bassa da indurre la Fed ad allentare la politica monetaria almeno quanto fece nel 1996. Questo è lo scenario attualmente incorporato nei prezzi obbligazionari, che scontano tagli dei tassi Fed e perfino una piccola probabilità di tagli BCE nel 2008. Dall'altra, le banche centrali e gli organismi internazionali liquidano questa fase come una piccola cunetta nella fase di espansione prevedendo un ritorno al potenziale della crescita a partire da metà 2007. Semplificando un po', questo sembra anche lo scenario incorporato nel mercato azionario.

Non stupisce che nel mezzo di una frenata non marginale dell'economia e in assenza di segnali di svolta la maggioranza degli analisti preveda semplicemente che il *trend* si estenda. Da dove scaturisce, invece, l'ottimismo delle autorità monetarie? Innanzi tutto, dalla presenza di alcuni rilevanti fattori *globali* di sostegno:

1. ciclo delle materie prime meno sfavorevole, in particolare per l'energia; questo sviluppo dipende dal raffreddamento della crescita, che ha causato il rientro di fenomeni speculativi che avevano portato a rincari eccessivi tra il 2005 e il 2006 (v. pag. 5).
2. domanda interna più robusta in Europa ed Asia; ciò consente di ammortizzare senza problemi un rallentamento temporaneo dell'economia americana. Sebbene Europa ed Asia non siano affatto indifferenti al ciclo americano, la crescita endogena è oggi abbastanza alta da rendere gli effetti dello *shock* esterno quasi desiderabili dal punto di vista delle banche centrali. Anche le simulazioni effettuate ipotizzando una crisi del settore edile americano molto più profonda rispetto allo scenario centrale non riescono a generare significativi rallentamenti nella crescita di Asia ed Europa senza aggiungervi importanti *shock* valutari.
3. condizioni finanziarie globalmente accomodanti, anche per merito delle conseguenze disinflazionistiche della globalizzazione. Il pensiero va al Giappone, dove la banca centrale non ha ancora dato seguito al rialzo dei tassi effettuato nel luglio scorso, ma anche alla disponibilità di molti paesi con

grandi avanzi di partite correnti di riciclarli sui mercati finanziari dei paesi avanzati, USA inclusi, contribuendo a sostenere i prezzi delle attività finanziarie nei mercati occidentali.

Negli **Stati Uniti** la Fed sembra confidare anche su fattori locali, come l'elevata redditività delle imprese, il basso livello dei tassi di interesse a lungo termine, la maggiore solidità del sistema bancario rispetto agli anni '90, la crescita occupazionale, che potrebbe sostenere l'economia nel periodo peggiore in termini di correzione dei magazzini e di ciclo immobiliare, creando i presupposti per un rimbalzo da metà 2007. Certamente nessuno, neppure la Fed, si attende uno scenario economico brillante nei prossimi mesi: la prospettiva di un nuovo peggioramento dei dati USA è un punto fermo. Ne consegue che la divergenza di opinioni sull'evoluzione di medio termine non troverà rapida risoluzione. Ma una fase di transitoria debolezza tipo 1996 sembra essere lo scenario più probabile, ed esso potrebbe alla fine essere coerente con un blando allentamento monetario. Però, alla luce di quanto detto sopra sarebbe molto imprudente liquidare l'ipotesi del rimbalzo a metà 2007 come uno scenario marginale, o soltanto come un sottile tentativo di un tentativo di sostenere il clima di fiducia tra gli operatori economici.

La crescita economica per area geografica

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Stati Uniti	2.5	3.9	3.2	3.3	2.3	2.4
Giappone	1.5	2.7	1.9	2.1	2.0	2.4
Area Euro	0.8	1.7	1.4	2.7	2.3	2.0
Europa Orientale	5.8	6.7	5.2	6.2	5.0	4.8
America Latina	1.9	5.8	4.6	5.1	4.1	3.8
OPEC	1.5	7.9	6.8	6.1	5.2	4.6
Asia orientale	6.5	7.3	7.2	7.8	6.7	7.0
Africa	3.4	4.4	5.0	5.1	3.9	4.6

Variazioni medie annue.

In **Europa**, le condizioni meno favorevoli della domanda estera e l'apprezzamento dell'euro si tradurranno in un rallentamento della crescita rispetto al passo sostenuto del 2006. Stimiamo che la variazione annua del PIL sarà nell'ordine del 2,3%, contro il 2,8% del 2006. Nonostante le manovre fiscali restrittive in Germania e Italia, la crescita della domanda finale proverrà soprattutto dai residenti, con un contributo che riteniamo significativo dai consumi. L'occupazione e i salari reali stanno crescendo, alimentando l'espansione del reddito disponibile. L'inflazione è destinata a rimanere intorno al 2%; inoltre, la liquidità rimane abbondante e su livelli che minacciano la stabilità dei prezzi nel lungo termine. Di fronte a questo scenario, è probabile che la BCE effettui almeno un altro rialzo dei tassi ufficiali, probabilmente tra marzo e aprile. L'eventuale prosecuzione della fase di restrizione monetaria dipenderà dall'evoluzione dello scenario internazionale, e in particolare dagli sviluppi dei mercati valutari.

L'incertezza sullo scenario economico del **Giappone** è aumentata negli ultimi mesi, non solo per il rallentamento in atto negli USA, ma anche per una serie di dati deboli, fra cui una variazione negativa dei consumi in 2006.T3 e una significativa revisione verso il basso delle stime del PIL dei trimestri scorsi. Nell'ultimo mese i dati congiunturali giapponesi hanno però dato indicazioni significative di miglioramento, soprattutto dal lato delle imprese con ripresa della

produzione e miglioramento dell'indagine Tankan. La crescita nel 2006 dovrebbe attestarsi al 2,1% (nettamente al di sotto del 2,6% previsto fino a settembre). Per il 2007, la crescita prevista al 2% risente del punto di partenza più basso, ma è basata su variazioni t/t ann. mediamente comprese fra il 2% e 2,5%. Questo scenario è coerente con la normalizzazione graduale della politica monetaria nel corso del 2007. Se i consumi torneranno a crescere a un ritmo soddisfacente, la banca centrale dovrebbe attuare gradualmente rialzi dei tassi, con un ritmo di un rialzo a trimestre, portando i tassi poco sopra l'1% per fine anno.

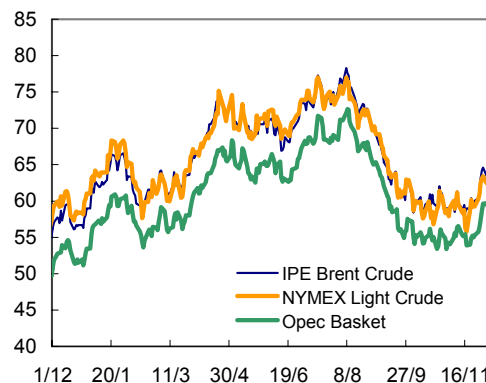
In **Cina**, dopo l'accelerazione della crescita registrata in 2006.T2, nel terzo trimestre è iniziata una fase di rallentamento, che sembra destinata a durare. Lo scenario di crescita per il 2006 non è modificato in modo significativo rispetto alla nostra precedente previsione, con una revisione verso il basso di circa 0,5% sia per il 2006 che per il 2007: la crescita del PIL dovrebbe essere del 10,6% quest'anno. Per quanto riguarda il 2007, c'è un rallentamento, modesto, al 9,6% e coerente con una crescita ancora sostenuta e al di sopra degli obiettivi del governo. I rischi principali per lo scenario cinese non sono simmetrici, ma concentrati verso il basso e legati a un possibile rallentamento dell'economia americana maggiore del previsto. Anche nel 2008 la crescita del PIL dovrebbe rimanere solo marginalmente al di sotto del 10%. L'inflazione nei prossimi anni dovrebbe essere su un trend marginalmente verso l'alto, dall'1,4% del 2006, all'1,7% del 2007 e al 2,4% del 2008.

Petrolio: scendono i rischi di medio termine

Luca Mezzomo
luca.mezzomo@bancaintesa.it

L'andamento recente dei prezzi petroliferi si è caratterizzato per la rottura dell'intervallo di oscillazione che ha condizionato il mercato fin da inizio ottobre. Il massimo di \$64,6 registrato l'1/12 ha confermato le aspettative di ripresa formulate lo scorso mese. La bassa volatilità continua però a essere una caratteristica precipua di questo mercato di fine anno. Anche l'andamento delle posizioni speculative al NYMEX evidenzia che gli operatori sono riluttanti ad esporsi, nonostante le indicazioni positive fornite dall'analisi tecnica.

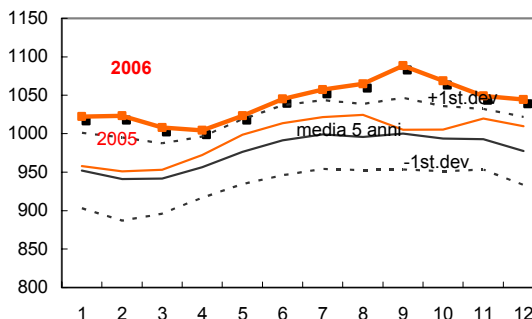
Andamento delle quotazioni petrolifere
 (US\$/barile)



L'andamento della domanda di prodotti petroliferi è stato negativamente influenzato dalle condizioni meteorologiche, che rimangono caratterizzate da temperature largamente superiori alla media stagionale in Europa e in parte del Nord America. Le proiezioni per il primo trimestre 2007, pur con un margine di

errore elevato, sembrano indicare il ritorno a temperature inferiori a quelle che avevano contraddistinto il primo trimestre 2006.

Stati Uniti – scorte petrolifere totali
(migliaia di barili)



Fonte: EIA e ns. elaborazioni

Nonostante l'effetto depressivo sulla domanda esercitato dal clima, in seguito al calo delle importazioni l'andamento delle scorte nordamericane si è rivelato mediamente inferiore alle aspettative, chiudendo parzialmente il divario rispetto alla media degli ultimi cinque anni e ai dati di un anno fa. Questo andamento riflette più lo sforzo di normalizzazione del livello di scorte da parte delle imprese che la forza della domanda petrolifera, ma ha ugualmente deboli implicazioni rialziste per il mercato.

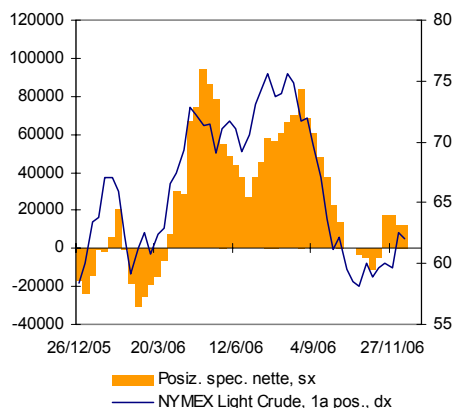
OPEC sempre orientata al controllo dei prezzi

Giovedì 14 l'OPEC ha annunciato nuovi tagli alla produzione a decorrere dal febbraio 2007, pari a 500mila bbl/g aggiuntivi rispetto agli 1,2mln già deliberati. Non gioca a favore della credibilità del cartello il fatto che i tagli decisi in ottobre abbiano finora trovato un'implementazione solo parziale, per quanto in linea con le stime IEA di novembre (600-900mila bbl/g): 800mila bbl/g per gli analisti privati e la IEA, quasi un milione di barili per l'OPEC. Senza dati che confermino un maggiore rispetto degli obiettivi produttivi, è improbabile che gli annunci di nuovi tagli possano avere un effetto propulsivo sulle quotazioni.

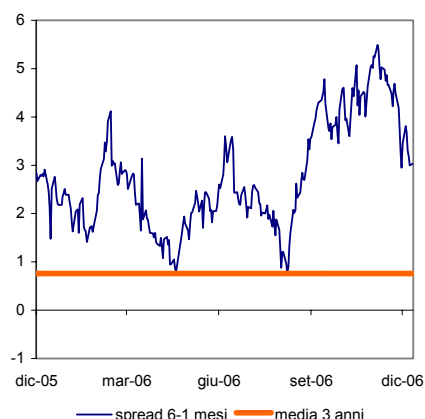
C'è anche un altro aspetto da considerare: i tagli produttivi peggiorano sì il bilancio corrente di domanda e offerta ma nel contempo aumentano il cuscinetto della capacità estrattiva disponibile, la cui risicatezza ha negli ultimi anni fatto crescere il premio al rischio implicito nelle quotazioni. La IEA stima che la capacità residua sia salita a 2,8mln di bbl/g, anche se la parte attribuita a Nigeria, Indonesia, Venezuela e Iraq è puramente nozionale.

Se il cartello fatica un po' più di prima a imporre il rispetto degli obiettivi di produzione a tutti i membri (in particolare quelli nordafricani), tuttavia rimane abbastanza coeso da condizionare l'andamento dei prezzi, in questa situazione di crescita strutturale della domanda. Il successo dell'OPEC nel guidare il rimbalzo degli ultimi sette anni e la disponibilità dei sauditi ad assumere il ruolo di produttore marginale sta rendendo l'adesione più allettante. L'Angola, produttore africano emergente con una produzione di circa 1,3mln di bbl/g nel 2006, ha presentato la sua domanda ieri e diventerà il dodicesimo membro dell'OPEC nel 2007.

Posizioni nette sui futures Nymex e prezzo del greggio



Nymex Light Crude, Spread tra 6° e 1° contratto

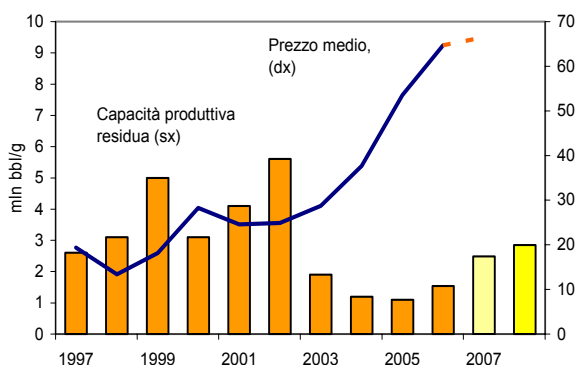


Le previsioni per il 2007

Confermiamo la previsione di un rimbalzo delle quotazioni a breve scadenza, plausibilmente nel corso del mese di gennaio. Dopo il ritorno a \$64, gli obiettivi diventeranno \$67-68. I principali rischi contrari sono legati alla prosecuzione dell'anomalia termica che ha caratterizzato l'autunno e all'emergere di indisciplina nell'esecuzione degli accordi di riduzione produttiva. Di contro, la debolezza del dollaro potrebbe giocare in senso rialzista; nella stessa direzione possono agire il rischio meteorologico e il rischio geopolitico, dopo un 2006 eccezionalmente favorevole su entrambi i fronti.

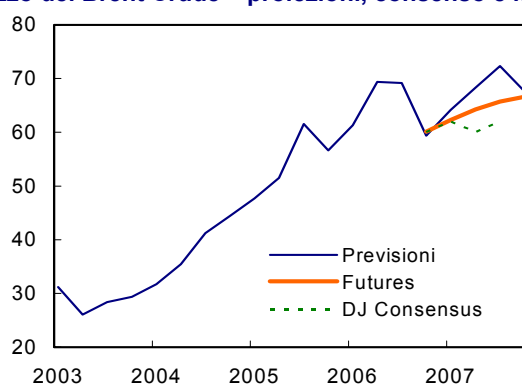
Nel 2007 la crescita della domanda prevista dalla IEA (invariata rispetto a novembre a +1,7% a/a, pari a 1,4mln di bbl/g) è basata su tassi di crescita economica vicini a quelli da noi attesi, in particolare per l'economia americana. Grazie al taglio produttivo OPEC e ai progetti di sfruttamento ormai entrati a regime ci attendiamo comunque un significativo aumento del margine di capacità disponibile, sebbene ancora insufficiente a riportarci sui livelli medi storici.

Verso un aumento del margine di capacità disponibile



Assieme al previsto aumento della produzione non-OPEC (stimato da IEA a +1,7mln di bbl/g), tale fattore limiterà il rischio di impennate dei prezzi a fronte di shock di offerta; non dovrebbe però avere un significativo impatto ribassista perché andrà comunque a detrimento degli stoccaggi. Tirando le somme, saranno necessari shock notevoli perché il mercato possa tornare a puntare su nuovi massimi storici e la media del prossimo anno ha buone probabilità di rimanere vicina ai \$64,8 del 2006.

Prezzo del Brent Crude – proiezioni, consenso e mercato



Fonte: Banca Intesa, Reuters, Dow Jones. Prezzi in US\$ al barile

Proiezioni sui prezzi delle materie prime utilizzate nello scenario

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Petrolio (Brent, \$/barile)	28.9	38.3	54.4	65.3	67.6	68.0
	+15.4	+32.7	+42.1	+20.0	+3.5	+0.6
Materie prime escl. combustibili (1990=100)	103.4	122.5	135.1	165.0	163.5	158.1
	+6.9	+18.5	+10.3	+22.2	-0.9	-3.3
Metalli (1990=100)	98.4	134.0	169.3	263.0	281.6	255.6
	+12.2	+36.1	+26.4	+55.4	+7.0	-9.2
Agricole (1990=100)	100.4	105.9	107.6	112.9	111.8	115.0
	+3.8	+5.5	+1.6	+5.0	-1.0	+2.9

Livelli e variazioni medie annue

STUDI E RICERCHE

Responsabile
Gregorio De Felice

Gruppo di lavoro:

Luca Mezzomo	 Mercati valutari Asmara Jamaleh	 Database Management Simonetta Melotto
 Macroeconomia Sergio Capaldi Anna Maria Grimaldi Giovanna Mossetti	 Reddito Fisso Silvia Guizzo Chiara Manenti	 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.