

Scenario Macroeconomico

Servizio Studi e Ricerche

Giugno 2006

Scenario Macroeconomico

Giugno 2006

Problemi di sostenibilità	3
 Mercati valutari – Dollaro: cercando il <i>trend</i>	8
 Stati Uniti	11
Politica monetaria USA: la pausa può attendere...	16
 Area euro	21
La crescita continua a sorprendere grazie anche al risveglio dei consumi privati	21
Inflazione: non è più solo il petrolio	24
Politica monetaria: la normalizzazione prosegue	25
Germania: crescita 2006 robusta, rischi sul 2007	28
Focus - Ottime notizie dalle finanze pubbliche	29
Francia: crescita ancora forte	32
Italia: il rigore è l'unica strada possibile	34
Focus - L'emergenza conti pubblici è quasi seria come nel 1992	37
La situazione in un'occhiata	43
 Regno Unito	44
 L'Asia	45
Giappone: avanti tutta!	45
Cina: misure restrittive in arrivo per frenare crescita e inflazione	51

Problemi di sostenibilità

Luca Mezzomo

luca.mezzomo@bancaintesa.it

La violenta correzione al ribasso dei mercati azionari intervenuta tra maggio e giugno è stata imputata alla paura di un eccessivo rallentamento economico, a sua volta ricondotta alla volontà delle banche centrali di riportare sotto controllo le pressioni inflazionistiche endogene e le aspettative di inflazione. Tale interpretazione ha un qualche fondamento: nei dati di maggio si sono finalmente manifestati i primi cenni di una diffusione del rallentamento economico americano ai consumi delle famiglie, l'occupazione e –più marginalmente- all'attività industriale, mentre l'accelerazione dell'inflazione induceva la Federal Reserve a preannunciare nuovi rialzi dei tassi. Le minacce alla sostenibilità della crescita si vanno accumulando e potrebbero presto rallentare il ritmo dell'espansione economica.

Stabilità dei prezzi a rischio

Il primo nodo è la compatibilità dell'espansione economica con la stabilità dei prezzi. La risalita degli indici di inflazione "di fondo" ha evidenziato che le pressioni non sono più confinate al solo capitolo energetico, condizione che impone alle banche centrali di adottare una politica monetaria più restrittiva. Ciò si tradurrà in qualche nuovo ritocco dei tassi negli Stati Uniti e in Europa e nell'avvio di una fase di rialzo in Giappone. La crescita monetaria globale è già in rallentamento e, inoltre, i mercati sono tornati ad agire come volano della politica monetaria, con i ribassi degli indici azionari e i rialzi dei tassi a medio e lungo termine a rinforzare la manovra sui tassi ufficiali. Assumendo che la crescita stia già per rallentare, le previsioni incluse in questo rapporto incorporano un unico rialzo dei tassi ufficiali della BCE, e due della Fed; tuttavia, i rischi prevalenti sono al rialzo in entrambi i casi.

Eccesso di domanda sulle materie prime

Il secondo problema di questo ciclo espansivo è costituito dalla crescente pressione sulla disponibilità di materie prime, che cominciano a rappresentare – come minimo- un ostacolo ad eventuali accelerazioni congiunturali. Il petrolio e la gran parte dei metalli industriali sono caratterizzati da una crescita della domanda sostenuta, da bassi livelli di capacità estrattiva mobilizzabile e – nel caso dei metalli- anche da bassi livelli delle scorte. Gli investimenti nel potenziamento della capacità estrattiva sembrano incontrare ostacoli (colli di bottiglia, scarsità di giacimenti, abbassamento della qualità del minerale) e l'incremento dell'offerta al nuovo regime di prezzo è in ritardo. Tale situazione tende ad accentuare la reattività del mercato a *shock* negativi di offerta e a *shock* positivi di domanda. Inoltre, la scarsa reazione fin qui dimostrata dalla domanda all'aumento dei prezzi sembrerebbe convalidare la tesi che il mercato si è mosso su quotazioni strutturalmente più elevate, e che l'afflusso di capitali speculativi non rappresenta un fattore determinante. La violenta correzione che ha interessato il mercato delle *commodities* a partire dalla fine di maggio, però, suggerisce che la pressione di flussi di origine finanziaria potrebbe avere effettivamente accelerato l'aumento delle quotazioni.

Sul mercato del petrolio, che rappresenta quello più rilevante per le sue implicazioni macroeconomiche, l'evidenza è contrastante. Si osserva un tentativo di supplire con l'accumulo di stoccaggi alle strozzature della catena produttiva (solo marginalmente alleviate dagli investimenti in corso), fenomeno che nel breve compensa parzialmente l'effetto negativo dei prezzi sulla domanda finale ma che dovrebbe nel tempo rendere il mercato meno sensibile agli *shock* di offerta. Inoltre la IEA ha appena tagliato la stima di crescita per il 2006 a 1,2mln di

b/g, dagli 1,8mln stimati in gennaio, segnalando che l'aumento dei prezzi sta iniziando a incidere. Per quanto riguarda le prospettive 2007, tuttavia, la crescita economica prevista per il prossimo biennio e i problemi dell'offerta non consentono di prevedere un calo significativo delle quotazioni. I rischi di offerta rimangono infatti prevalentemente negativi, con il persistere di grandi focolai di tensione in Medio Oriente ed Africa e i problemi stagionali dell'attività estrattiva nel Golfo del Messico, aggravati dall'intensificarsi degli uragani. Inoltre, l'espansione della capacità produttiva è insufficiente a riportare il margine disponibile su livelli quantitativamente e qualitativamente di conforto. Questo significa che la stima sull'andamento dei prezzi, che incorpora un calo del 2% in media annua dopo il +23% del 2006, pur rimanendo sopra le stime di consenso ha ancora più probabilità di errare per difetto che per eccesso.

L'implicazione macroeconomica è che (1) non dobbiamo attenderci un contro-shock capace di abbattere l'inflazione e sostenere la crescita economica mondiale e (2) al contrario, la pressione sulle *commodities* continuerà a pesare negativamente sul *trade-off* crescita-inflazione.

Proiezioni sui prezzi delle materie prime

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Petrolio (Brent, \$/barile)	28,9	38,3	54,4	65,2	63,0	56,0
	+15,4	+32,7	+42,1	+19,8	-3,3	-11,2
Materie prime escl. combustibili (1990=100)	103,4	122,5	135,1	158,9	155,5	138,5
	+6,9	+18,5	+10,3	+17,7	-2,2	-10,9
Metalli (1990=100)	98,4	134,0	169,3	258,4	252,3	180,7
	+12,2	+36,1	+26,4	+52,6	-2,3	-28,4
Agricole (1990=100)	100,4	105,9	107,6	109,9	111,3	115,5
	+3,8	+5,5	+1,6	+2,2	+1,2	+3,8

Livelli e variazioni medie annue

Gli squilibri internazionali

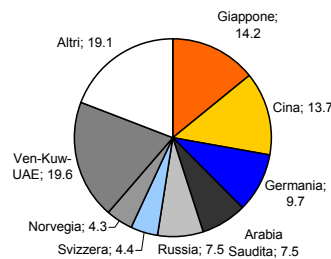
L'ultimo aspetto è quello, ben noto, dei profondi squilibri che continuano a caratterizzare l'attuale modello di sviluppo dell'economia mondiale. Lo schema rimane immutato: un paese (gli Stati Uniti) presenta attualmente un deficit di risparmio che da solo assorbe due terzi del surplus generato dai paesi con avanzo delle partite correnti; questi ultimi sono costituiti da due categorie principali, i grandi esportatori asiatici e i produttori di petrolio. L'afflusso di capitali verso gli Stati Uniti, in certi periodi ispirato da attese di rendimento, in altri garantito dal funzionamento degli ancoraggi al dollaro, contribuisce a sostenere la domanda interna americana sostenendone i mercati dei capitali. Gli incentivi politici ad adottare misure correttive sul fronte della politica fiscale (negli Stati Uniti) e valutaria (in Asia) sono però assenti, il che consente al modello di sopravvivere. Il piano di affidare al FMI un ruolo di coordinamento per promuovere una correzione non traumatica degli squilibri è ancora in una fase embrionale, e non è sicuro che riesca a passare alla fase attuativa.

Tuttavia, la stabilizzazione del rapporto tra le passività nette degli Stati Uniti e la ricchezza mondiale richiederebbe un disavanzo di parte corrente pari alla metà dell'attuale; in altri termini, nel tempo la mera stabilizzazione del disavanzo al 6% porterebbe a un aumento esplosivo dell'esposizione al mercato americano e al dollaro nel resto del mondo. Anche se la situazione non è tale da far ancora ipotizzare conseguenze sui premi al rischio, nei periodi in cui la fiducia sul dollaro

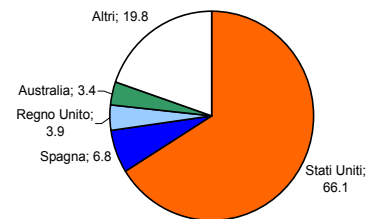
e sul mercato americano scema, ciò può ugualmente causare disordinati movimenti dei cambi bilaterali, non necessariamente coerenti con il riequilibrio globale. Nel 2002-04, per esempio, la discesa del dollaro sembra aver causato più una riallocazione delle quote di mercato che un declino del disavanzo estero statunitense. Sull'orizzonte della previsione, questi fenomeni accrescono l'incertezza che riguarda le aree a cambi flessibili (come l'eurozona), soprattutto se caratterizzate da bassa crescita della domanda interna.

Il bilancio mondiale del risparmio

(a) paesi in avanzo



(b) paesi in disavanzo



Fonte: IMF, Global Financial Stability Report, Statistical Appendix.

I segnali di rallentamento rimangono molto preliminari

Nonostante le molte pressioni verso un rallentamento della crescita economica, le prospettive congiunturali a più breve scadenza, però, non appaiono così negative. Gli indici anticipatori non segnalano ancora con certezza il raggiungimento del picco ciclico: sicuramente non per l'aggregato OCSE, che beneficia dell'accelerazione europea, ma neppure per gli Stati Uniti (il relativo indicatore ha registrato un solo mese di calo). In realtà non è neppure probabile che la crescita economica americana decelerasse ulteriormente nel terzo trimestre. Tuttavia, lo stadio avanzato del ciclo economico e l'aumento delle pressioni inflazionistiche creano un *trade-off* tra la *performance* del 2006 e quella del 2007: l'assestamento della crescita americana su livelli sostenibili richiederà un intervento di politica monetaria più radicale rispetto alle previsioni di inizio anno, che a sua volta aumenta i rischi di osservare una crescita più bassa il prossimo anno.

Crescita del PIL per area, a/a

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Stati Uniti	2,7	4,2	3,5	3,3	2,9	3,1
Giappone	1,8	2,3	2,7	3,2	2,4	2,1
Area Euro	0,7	1,8	1,4	2,3	1,7	1,9
Europa Orientale	5,8	6,7	5,1	5,5	5,6	5,2
America Latina	1,9	5,8	4,5	4,6	4,2	3,7
OPEC	1,5	7,9	6,5	4,9	4,2	4,6
Asia orientale	6,5	7,4	7,2	7,5	7,3	7,6
Africa	3,4	4,4	6,3	5,6	5,7	4,2
Crescita mondiale	2,4	3,8	3,4	3,6	3,3	3,4

Variazioni medie annue.

Lo scenario per area in sintesi

Stati Uniti - La crescita americana dovrebbe rallentare nei prossimi trimestri e chiudere l'anno con una variazione del Pil al 3,3%, un valore inferiore di circa due decimi alla crescita accreditata per il 2005 (3,5%). Un ulteriore rallentamento è atteso nel 2007. L'inflazione *core* dovrebbe continuare a salire nel 2006 per poi rallentare nel 2007. La Fed continuerà ad alzare i tassi fino a quando non ci saranno segnali di rientro delle aspettative di inflazione e segnali di rallentamento della domanda. Il rialzo di giugno al 5,25% sarà probabilmente seguito da un'altra mossa nel corso dell'estate. Il focus della Fed sarà ancora sugli elementi che determinano variazioni nelle pressioni inflazionistiche: utilizzo delle risorse, andamento dei prezzi energetici, aspettative di inflazione.

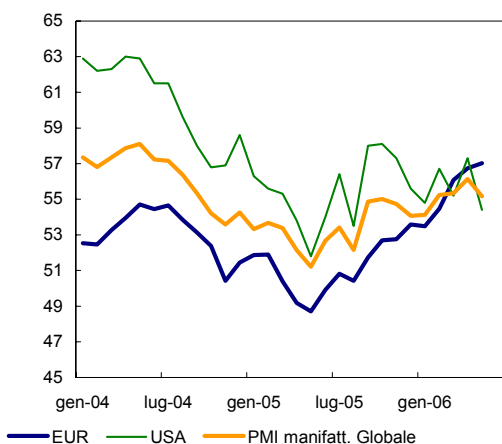
Area euro - La crescita nell'area euro si conferma anche più brillante delle attese. Rispetto allo scenario di marzo abbiamo rivisto verso l'alto le previsioni di crescita per il Pil il 2006 a 2,3% da un precedente 2,1%. La crescita è sostenuta da un ripresa della domanda interna più solida di quello che ci si attendeva. L'elemento nuovo emerso dai dati sul 2006.T1 è il risveglio dei consumi privati -anche in Germania e in Italia- un trend che ci aspettiamo proseguire nella restante parte dell'anno grazie ad una crescita più vivace dell'occupazione. Nel corso del 2007 la crescita area euro rallenterà all'1,7%. La stima del CPI sale al 2,3% per il CPI 2006, e i rischi sono ancora prevalentemente verso l'alto. L'inflazione si confermerà sopra il 2% anche nel 2007. Il CPI core ha passato il punto di minimo. Quasi certo un altro rialzo dei tassi al 3,0%, i rischi sono che la stretta continui oltre tale livello.

Giappone - La crescita del PIL si mantiene elevata, sostenuta ancora dalla dinamica della domanda interna, mentre tutti gli indicatori confermano la fine della deflazione. Rivediamo verso l'alto la **previsione di crescita al 3,2% annuo**, alla luce della revisione verso l'alto della crescita stimata per il primo trimestre. I segnali congiunturali restano favorevoli e il prossimo Tankan a inizio luglio sarà ancora una volta positivo. Il Giappone è ormai pronto per la svolta definitiva della politica monetaria: il prossimo trimestre vedrà probabilmente la fine della politica di tassi a zero. La BoJ alzerà gradualmente i tassi di intervento, per riportare la politica monetaria in territorio neutrale nel corso del 2007.

Cina - La crescita cinese ha accelerato il passo da inizio anno. Rivediamo verso l'alto le nostre previsioni di **crescita del PIL nel 2006 a 9,8%** da 9,2%. I dati del primo trimestre 2006 segnalano che la crescita del PIL si posiziona al di sopra del 10% a/a e non accenna a rallentare nonostante i timidi tentativi della politica economica di frenare la domanda. La conseguenza è un aumento delle pressioni inflazionistiche che stanno emergendo soprattutto nelle aree urbane e si trasferiscono in misura crescente sui salari. Il tema macroeconomico centrale per l'economia cinese è quindi la necessità di misure di politica economica mirate a frenare crescita e inflazione, con una combinazione di interventi diretti sui prezzi amministrati e sull'erogazione del credito, di rialzi dei tassi e del livello della riserva obbligatoria, oltre al probabile apprezzamento del cambio.

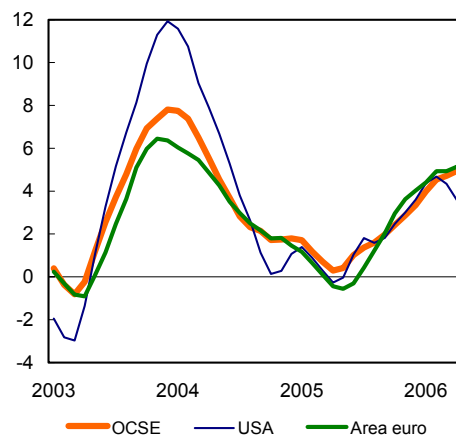
Tendenze dell'economia globale

1 - PMI manifatturiero globale



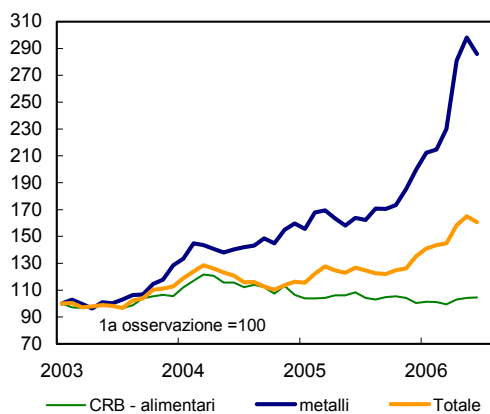
Fonte: Banca Intesa, su dati NTC, ISM e altri.

2 - Indici anticipatori OCSE

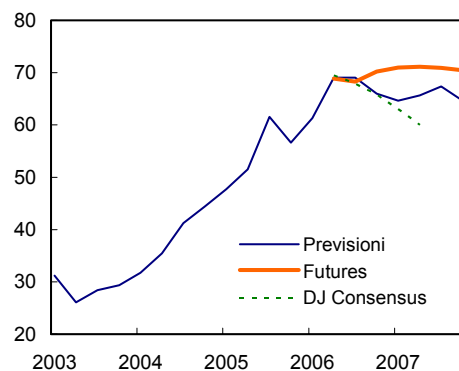


Fonte: EcoWin, OCSE.

3 - Indici delle materie prime

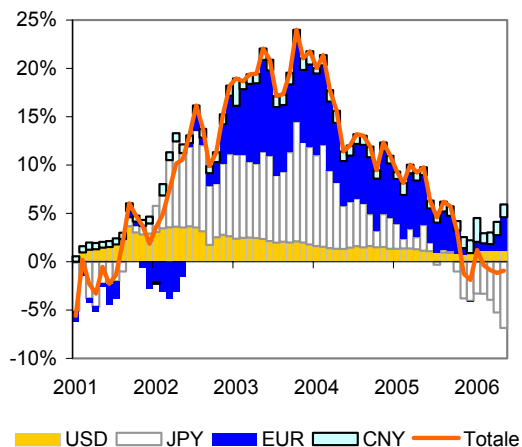


4 - Prezzo del petrolio – proiezioni (Brent Crude)



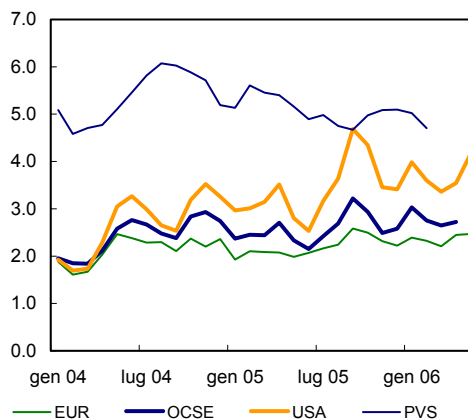
Fonte: Banca Intesa, Reuters e Dow Jones.

5 - Variazione della liquidità globale



Fonte: Banca Intesa. Variazione a/a della misura globale in dollari, calcolata su M0 e a tassi di cambio medi, più i contributi di singoli paesi alla variazione.

6 - Crescita dei prezzi al consumo, % a/a



Fonte: EcoWin, OCSE.

Mercati valutari – Dollaro: cercando il trend

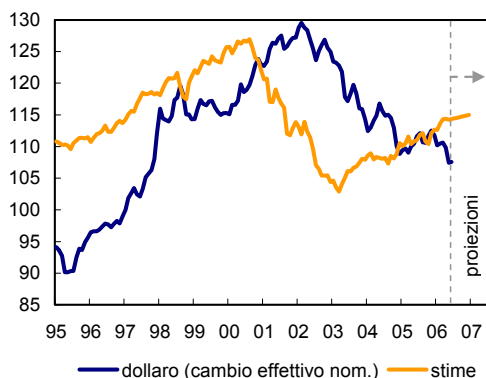
Asmara Jamaleh
asmara.jamaleh@bancaintesa.it

USD – Dopo una fase di *trend* marcato come quella che ha caratterizzato tutta la prima parte del trimestre in corso, **nel prosieguo dell'anno potrebbe diventare più difficile riuscire a scorgere una tendenza** precisa e prolungata **per il dollaro**. Il 2005 è stato l'anno dei tassi d'interesse come variabile chiave nella determinazione delle dinamiche del mercato valutario. Il 2006 avrebbe potuto essere quello della crescita, ma il passaggio di testimone da una variabile all'altra sarà probabilmente in dissolvenza incrociata, anche con altre variabili.

Innanzitutto infatti la prospettiva che la Fed possa proseguire la **restrizione monetaria** in atto oltre le attese precedenti dovrebbe contribuire a ridurre in parte il *downside* del biglietto verde. Nella stessa direzione dovrebbe condurre anche lo scenario di **raffreddamento della crescita** che, come la stessa Fed ha fatto notare, si collocherebbe su un sentiero più sostenibile, evitando l'aggravarsi del problema del **disavanzo** ed anzi agevolandone un parziale rientro. Contestualmente le aspettative di **apprezzamento dello yuan** non dovrebbero amplificarsi ulteriormente ma semmai stabilizzarsi, anche in ragione degli sviluppi in atto nell'economia cinese, il che a propria volta dovrebbe attenuare le pressioni ribassiste che a più riprese hanno penalizzato il biglietto verde in questi anni.

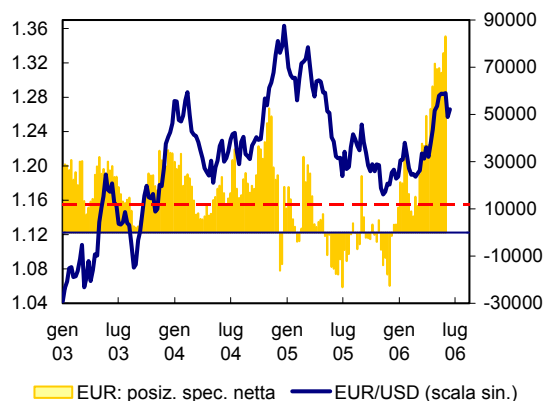
Un fattore da non trascurare però, e che agisce interferendo trasversalmente con le altre variabili, è l'eventuale reflusso di nuove ondate di **avversione al rischio**. E in questo caso **l'impatto sul dollaro è ambiguo**. La ricerca di rendimento a rischio controllata favorisce infatti il *flight-to-quality* verso il reddito fisso statunitense. Ma nella misura in cui l'avversione al rischio si esprimesse in un deterioramento del clima di fiducia generando una correzioni significativa sui mercati azionari eventuali rimonte di dollaro verrebbero facilmente riassorbite.

Fig. 1 – Dollaro: non facile intravedere un trend



Fonte: Federal Reserve ed elaborazioni Banca Intesa

Fig. 2 – Euro: molto speculativo il rimbalzo recente



Fonte: CME, Datastream

Per tenere conto di tale combinazione di fattori abbiamo stimato la relazione di lungo periodo tra il tasso di cambio effettivo del dollaro e saldi di bilancia commerciale, tassi d'interesse e borsa. Il *fitting* (v. fig. 1) mostra una buona performance nel cogliere la tendenza dominante del dollaro, salvo alcune eccezioni. La più eclatante è il 2003, anno in cui i fondamentali avrebbero suggerito un rafforzamento del biglietto verde, che invece si è solo deprezzato.

Un'analisi parallela, circoscritta però ad un periodo più ristretto per problemi di disponibilità di dati, indica infatti che dal 2003 in poi a schiacciare la divisa statunitense ha contribuito in misura rilevante il generarsi di crescenti speculazioni di rivalutazione dello yuan.

Le proiezioni sulla parte restante del 2006 prodotte attraverso tali stime mostrerebbero (i) una sostanziale stabilizzazione del dollaro (+0,6%) sotto le ipotesi del nostro scenario macro centrale (Fed Funds in ulteriore ma modesta ascesa, stabilizzazione del disavanzo e delle quotazioni azionarie in prossimità dei livelli attuali), (ii) un lieve indebolimento del biglietto verde (-0,4%) in caso di ulteriore correzione di borsa (-5%), e (iii) un calo più ampio ma ancora decisamente modesto (-1,0%) qualora anche il deficit dovesse peggiorare.

In uno scenario dove i principali driver fondamentali puntano verso la **sostanziale stabilizzazione dollaro**, dal punto di vista del mercato questo suggerisce una fase di andamento laterale, **con spettro dei rischi orientato prevalentemente verso il basso**.

Il comportamento del biglietto verde influenzerà in misura significativa la dinamica di euro, yen e sterlina, nel senso che in fase di indebolimento di dollaro appare **poco probabile** per ora poter **osservare reazioni significativamente differenziate tra le altre principali divise**.

EUR – Lo scenario centrale per l'euro rimane quindi di sostanziale permanenza nel **range 1,24-1,30 EUR/USD**, con rischi di temporanea rottura dei margini superiori dell'intervallo. Per quanto nella prima metà del 2006 la divisa europea abbia continuato a lasciarsi trainare dagli sviluppi sul fronte statunitense, qualche novità recentemente è emersa. Infatti, dopo il fallito sfondamento di quota 1,3000 la correzione che ha portato il cambio a 1,25 (come da aspettative) è scattata sul riemergere di una probabilità di ulteriore restrizione monetaria da parte della Fed, ma **la più ampia escursione giornaliera (da 1,2808 a 1,2624) dell'ultimo mese si è verificata l'8 giugno, giorno in cui la BCE ha alzato i tassi**. A guidare l'euro al ribasso non è stata la decisione sui tassi, quanto le dichiarazioni di Trichet in conferenza stampa. Il presidente della banca centrale ha infatti lasciato intendere che pur restando primario compito della BCE combattere l'inflazione, le prospettive di successivo rallentamento dell'economia europea riducono lo spazio di manovra verso l'alto sui tassi. E questa volta Trichet si è spinto anche oltre ammettendo esplicitamente che la BCE, durante il processo decisionale, tiene conto di tutte le variabili, "incluso l'euro" e che **in tale occasione è stato preso in considerazione anche il recente aumento sul mercato della volatilità, variabile giudicata importante in questa fase**. È su questo fondamentalmente che il cambio si è mosso.

L'obiettivo ribassista del ritracciamento in corso è tecnicamente 1,2490 – livello a cui il cambio è arrivato estremamente vicino (raggiungendo un minimo a 1,2524). **Se non vanno sgretolandosi immediatamente le ipotesi di eventuale ulteriore aumento dei tassi USA dopo quello atteso al FOMC del 28/29 giugno la fase correttiva potrebbe prolungarsi** inoltrandosi nel terzo trimestre, con possibile tentativo di rottura dei supporti collocati in area 1,25/1,24.

JPY – **In fase di rafforzamento di dollaro su crescenti aspettative di ulteriore aumento dei tassi USA lo yen ne esce penalizzato**, sia contro il biglietto verde, sia contro l'euro. Nei confronti della divisa europea in particolare anche la debolezza della borsa nipponica interferisce negativamente. **Dovrebbe però trattarsi di una debolezza transitoria**. In prospettiva però di un prossimo abbandono della ZIRP in Giappone – e dati i notevoli progressi in atto sul fronte dell'economia domestica – oltre il breve termine la previsione resta di

apprezzamento (verso quota 105-100 USD/JPY e 140-135 JPY), suggerendo di rientrare al raggiungimento (o superamento) di 115/116 USD/JPY e 145/146 EUR/JPY durante la fase di ritracciamento attualmente in corso.

GBP – Anche la sterlina ha seguito (e lo farà ancora) le oscillazioni del dollaro, inerpicandosi a 1,90 GBP/USD quando si pensava che la Fed avesse terminato il ciclo di restrizione monetaria, per poi arretrare a 1,83 GBP/USD quando ulteriori rialzi sono andati affacciandosi all’orizzonte. **In questo caso però vi è una fonte di volatilità aggiuntiva, derivante dall’incertezza che grava sulle prossime decisioni di politica monetaria della Banca d’Inghilterra.** Il rischio di deterioramento del quadro inflazionistico, dopo l’accelerazione (maggiore del previsto) dei prezzi al consumo al di sopra *target* subita a maggio (per lo più imputabile agli aumenti delle tariffe energetiche), ha aumentato la probabilità di un intervento restrittivo, che nei prezzi di mercato è scontato pienamente per quest’anno. Data la decelerazione attesa della crescita nel corso del 2006 dopo l’esuberante performance esibita tra fine 2005 e inizio 2006 e data l’assenza di segnali di pressioni inflazionistiche dal lato della dinamica retributiva **lo scenario centrale resta di stabilità dei tassi.** La BoE recentemente si è espressa infatti in senso contrario al *fine-tuning* dei tassi d’interesse su cambiamenti di breve termine nelle aspettative di inflazione. **Lo scenario alternativo di rischio è però verso l’alto.** L’eventuale scoppio ritardato di effetti di secondo *round* del rincaro dei prezzi delle materie prime indurrebbe la BoE a reagire con una restrizione monetaria, con ripercussioni inizialmente favorevoli sulla sterlina sia contro dollaro sia contro euro. Poiché però si tratterebbe probabilmente di un intervento isolato da leggersi più a compensazione del taglio eccessivamente “cautelativo” attuato nell’agosto del 2005, rimonte verso 1,90 GBP/USD e in area 0,67 EUR/GBP andrebbero trattate come occasioni per prendere profitto.

TASSI DI CAMBIO: PREVISIONI						TASSI DI CAMBIO: VARIAZIONI PASSATE			
	19/06/2006	1-mese	3-mesi	6-mesi	12-mesi		-1 mese	-3 mesi	-1 anno
EUR/USD	1.2585	1.26	1.24	1.25	1.28	EUR/USD	-1.5%	4.2%	2.4%
USD/JPY	115.63	112	110	104	99	USD/JPY	3.5%	-1.1%	6.6%
GBP/USD	1.8430	1.85	1.78	1.75	1.74	GBP/USD	-1.8%	5.5%	0.7%
EUR/CHF	1.5572	1.55	1.53	1.52	1.50	EUR/CHF	0.2%	-1.2%	0.8%
EUR/SEK	9.2842	9.25	9.20	9.00	8.90	EUR/SEK	-0.6%	-0.7%	0.7%
EUR/NOK	7.8472	7.80	8.00	8.20	8.30	EUR/NOK	0.7%	-1.2%	-0.5%
EUR/DKK	7.4547	7.45	7.45	7.46	7.46	EUR/DKK	0.0%	-0.1%	0.1%
USD/CAD	1.1238	1.11	1.10	1.15	1.20	USD/CAD	0.5%	-3.6%	-8.6%
AUD/USD	0.7370	0.77	0.78	0.76	0.73	AUD/USD	-2.8%	2.5%	-5.2%
NZD/USD	0.6153	0.64	0.65	0.63	0.62	NZD/USD	-0.8%	-1.7%	-13.9%
USD/ZAR	6.8810	6.00	6.30	6.80	7.10	USD/ZAR	6.5%	9.4%	2.9%
EUR/JPY	145.52	141	136	130	126	EUR/JPY	2.0%	3.0%	9.1%
EUR/GBP	0.6829	0.68	0.70	0.71	0.73	EUR/GBP	0.4%	-1.2%	1.8%
EUR/CAD	1.4143	1.40	1.36	1.44	1.53	EUR/CAD	-0.9%	0.4%	-6.4%
EUR/AUD	1.7076	1.63	1.60	1.64	1.75	EUR/AUD	1.4%	1.7%	8.2%
EUR/NZD	2.0453	1.97	1.91	1.98	2.06	EUR/NZD	-0.8%	5.9%	19.0%
EUR/ZAR	8.6597	7.55	7.81	8.50	9.05	EUR/ZAR	4.5%	13.9%	5.4%

Stati Uniti

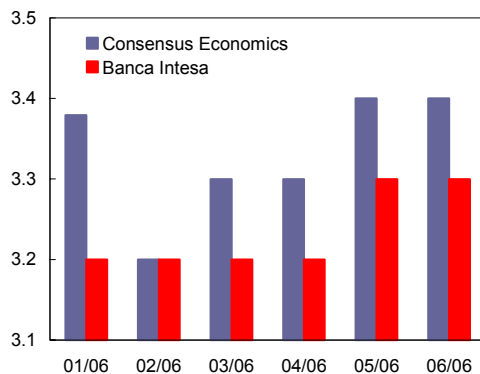
Sergio Capaldi
sergio.capaldi@bancaintesa.it

- Le nostre previsioni ed il consenso
- Ancora *soft landing*
- Consumi privati ed edilizia residenziale i punti deboli dello scenario
- Gli investimenti industriali il punto di forza del 2006
- Il canale estero al centro degli squilibri macroeconomici
- L'inflazione *core* in leggera crescita nel 2006, il calo nel 2007

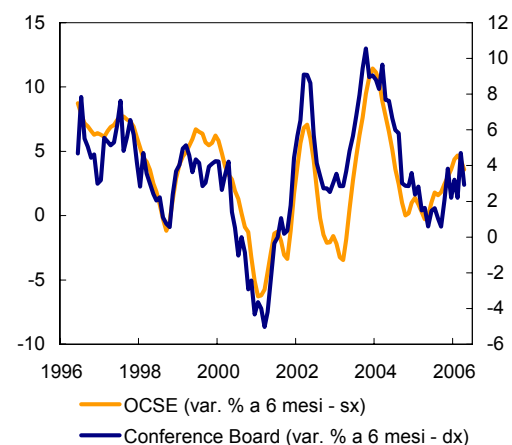
Le nostre previsioni ed il consenso

Il riesame delle prospettive macro di medio periodo ha sostanzialmente convalidato il giudizio formulato lo scorso marzo. La crescita americana dovrebbe rallentare nei prossimi trimestri e chiudere l'anno con una variazione del Pil al 3,3%, un valore inferiore di circa due decimi alla crescita accreditata per il 2005 (3,5%). Il consenso di mercato (*Consensus Economics*) nei primi mesi si è in un primo momento allineato alle nostre previsioni per poi risalire marginalmente sulla scia delle informazioni particolarmente positive relative al primo trimestre dell'anno.

Pil 2006 - Sul fronte basso del consenso



Gli indicatori anticipatori – destinati a calare



Accantonate le oscillazioni che hanno caratterizzato il Pil dell'ultimo trimestre del 2005 e del primo del 2006, il macro trend che vediamo per il 2006 rappresenta la continuazione del *soft landing* iniziato nella seconda metà del 2004 ed interrotto nella seconda metà del 2005 da un fugace rimbalzo congiunturale - lo shock prodotto dagli uragani ha aggiunto ulteriore volatilità al profilo di crescita - che sembra ormai concluso.

Ancora *soft landing*

Il *soft landing* dell'economia americana è stato possibile grazie ad un accorto ridimensionamento del carattere espansivo delle politiche economiche messe in atto per combattere la recessione del 2001. Nel 2006 una politica fiscale neutrale ed una monetaria marginalmente restrittiva dovrebbero accompagnarsi ad una ulteriore moderazione della crescita questa volta su livelli tuttavia di poco inferiori

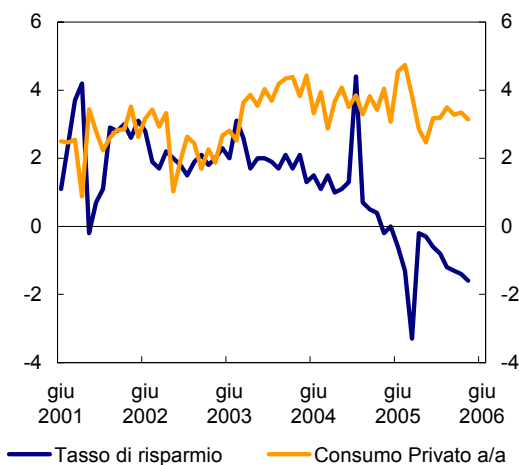
a quelli dettati dal potenziale. Questo scenario rappresenterebbe certamente un grande successo per gli attori del *policy making* anche per il graduale ridimensionamento delle aspettative di inflazione che ciò produrrebbe. L'eventualità di un rallentamento più marcato e non desiderabile da parte del policy maker è tuttavia uno scenario non remoto. Il rischio che il raffreddamento del settore edile produca una stagnazione dei prezzi immobiliari e da questi un effetto ricchezza negativo sui bilanci familiari sembra ben presente alla stessa Fed.

L'indicatore anticipatore dell'OCSE e quello del *Conference Board* dopo aver correttamente segnalato il rimbalzo di fine 2005 hanno - anche se per ora in misura diversa - mostrato segnali di rallentamento ad aprile e le prime indicazioni relative agli ultimi due mesi del trimestre puntano ad un loro ulteriore rallentamento. Il valore corrente di questi indicatori confermerebbe le prospettive di un calo del Pil tendenziale al 3,3% a/a dal 3,5% a/a del primo trimestre. Questa previsione si tradurrebbe in un calo della crescita annualizzata dal 5,2% t/t al 2,8% t/t nel trimestre in corso in linea con le nostre previsioni.

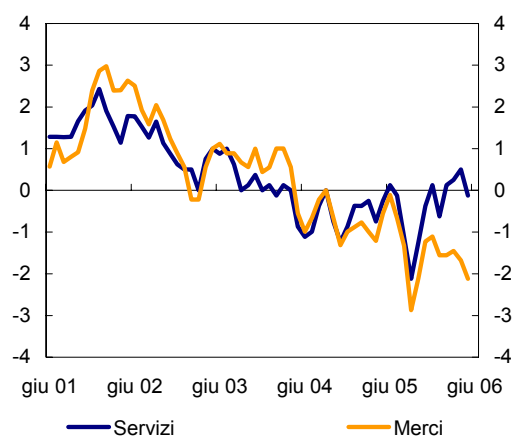
Consumi privati ed edilizia residenziale i punti deboli dello scenario

I consumi privati dovrebbero mostrare una forte decelerazione nel trimestre in corso: la normalizzazione della dinamica dei consumi dopo lo shock prodotto dagli uragani e dalle oscillazioni delle vendite di auto produrrà una forte decelerazione della spesa delle famiglie, il +5,5% t/t (ann.) del 2006.T1 dovrebbe essere seguito da un meno emozionante +1,8% t/t nel 2006.T2. La crescita occupazionale e l'accelerazione della dinamica salariale non hanno evitato un ulteriore calo del tasso di risparmio ormai stabilmente in campo negativo dall'aprile del 2005 e pronto a raggiungere nuovi record negativi. L'insostenibilità di questo regime pone una forte ipoteca sullo scenario di medio/lungo termine per l'economia americana. Il rallentamento dei *capital gains* sulla ricchezza immobiliare spingerà nella direzione di una moderazione dei consumi privati e verso un ripristino di livelli adeguati di risparmio. Questo processo di aggiustamento in uno scenario di *soft landing* dovrebbe prendere diversi anni, in questa ottica dal 2006 è lecito attendersi al più una stabilizzazione del tasso di risparmio su livelli ampiamente inferiori a quelli di equilibrio di lungo periodo (5% circa).

Risparmi delle famiglie – uno squilibrio crescente



I salari reali stentano ad aumentare – var. % a/a

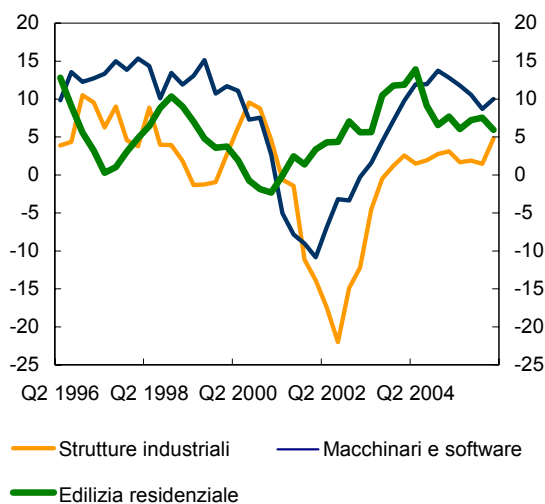


Le nostre previsioni per il 2006 incorporano una crescita del reddito personale del 5,2% prodotta da una crescita occupazionale dell'1,3% (+140 mila occupati in media al mese per i non farm payrolls) e da un aumento dei salari orari del 3,6%. Con un tasso di crescita dei consumi privati (reali) al 3,0% ed un deflatore al 2,3%, il tasso di risparmio dovrebbe stabilizzarsi in media intorno a -0,3% nel corso dell'anno.

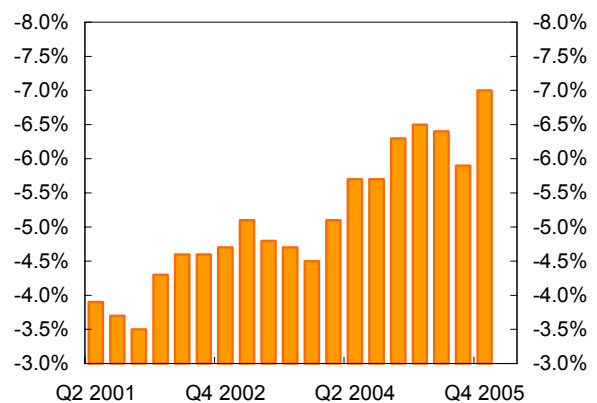
La spesa delle famiglie in edilizia residenziale dovrebbe calare nel trimestre in corso per la prima volta dal 2001.T4. L'andamento dei principali indicatori mensili ha in generale confermato questo scenario. La spesa in edilizia residenziale privata dopo il recupero della seconda metà del 2005 si è stabilizzata negli ultimi mesi per poi calare ad aprile. Il rallentamento delle vendite di nuove case e di nuovi cantieri ed il calo del valore dei mutui ipotecari e della fiducia delle imprese costruttrici (indici NAHB) puntano ad un cambiamento di trend per gli investimenti residenziali. L'accumulo di case invendute avvalorano uno scenario di stagnazione dei prezzi e più in generale di calo della domanda di abitazioni. Il calo al minimo storico dell'indice di accessibilità all'acquisto della prima casa evidenzia la crescente difficoltà delle famiglie a finanziare una ulteriore espansione delle proprie passività finanziarie. In generale, i dati relativi al settore immobiliare pur se con qualche idiosincrasia dovuta alla elevata volatilità dei dati descrivono un quadro generale di rallentamento e accrescono la probabilità di stagnazione per il settore edile.

L'andamento dei prezzi degli immobili condiziona fortemente lo scenario per il 2006-2007 anche indirettamente, attraverso l'effetto ricchezza sui patrimoni familiari. Le nostre previsioni assumono una convergenza dei prezzi immobiliari verso il 7% a/a dal 12,0% a/a registrato dall'OFHEO nel 2006.T1. Le caratteristiche peculiari del mercato immobiliare, caratterizzato da una forte inerzia dei prezzi escludono la possibilità che si verifichino dei crolli. Detto ciò la tendenza dei prezzi a convergere verso un tasso maggiormente in linea con la media di lungo periodo (6,5% negli ultimi 10 anni) dovrebbe progressivamente annullare l'effetto della ricchezza immobiliare e condizionare visibilmente lo scenario macro dei prossimi anni.

Punto di svolta per gli investimenti residenziali – var.% a/a



Il deficit di parte corrente segna nuovi record



Gli investimenti industriali il punto di forza del 2006

Le indicazioni che ricaviamo dalle consegne di beni durevoli e dalla spesa in strutture non preannunciano alcuna frenata degli investimenti industriali nel trimestre in corso. Al netto della voce difesa ed aerei civili, gli ordinativi di beni capitali non hanno dato sin ora segnali di cambiamento del trend molto positivo iniziato nel 2003. La spesa privata in edilizia non residenziale conferma invece la ripresa degli investimenti industriali in strutture.

In una prospettiva di medio termine, il rallentamento della domanda finale e dei profitti delle imprese dovrebbero determinare una moderazione del profilo di crescita degli investimenti industriali nel 2007 al 6,6% dall'7,3% del 2006.

Il canale estero al centro degli squilibri macroeconomici

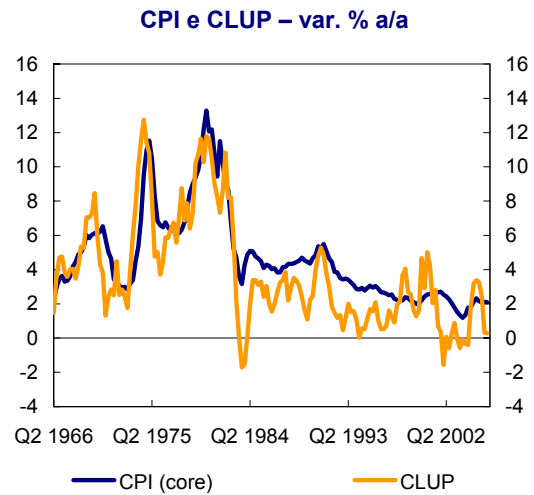
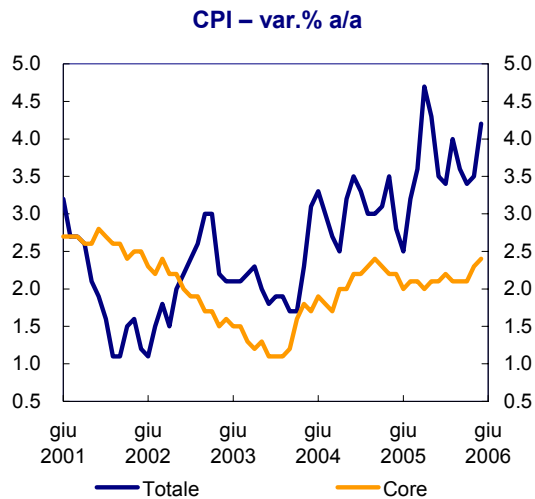
Il canale estero ha rappresentato un freno alla crescita per tre trimestri consecutivi. Il deficit di partite correnti in percentuale del Pil ha raggiunto nuovi record nel 2006.T1 portandosi al 7%. È opinione condivisa che il ritmo di crescita del debito estero non è sostenibile agli attuali livelli. Esaurita la fase di rialzi dei tassi da parte della Fed il tema della sostenibilità del deficit è ritornato al centro dell'attenzione dei mercati finanziari.

Il recente deprezzamento del dollaro testimonia la ritrovata sensibilità dei mercati a questo tema. Questo canale di aggiustamento non potrà risolvere lo squilibrio commerciale americano senza un significativo rallentamento della crescita domestica. Le previsioni per il 2006 parlano di una stabilizzazione del deficit intorno al picco del 7% del Pil mentre per il 2007 dovremmo vedere una prima leggera chiusura del gap commerciale. A dispetto di una crescita globale che si manterrà su livelli storicamente molto elevati, progressi più evidenti su questo fronte saranno ostacolati dal pagamento netto delle rendite finanziarie che rallenteranno la chiusura del conto delle partite correnti.

L'inflazione core in leggera crescita nel 2006, in calo nel 2007

Il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) continua a rallentare anche nel 2006.T1, su base tendenziale il CLUP è da due trimestri significativamente sotto la dinamica del CPI core. Il raggiungimento del tasso di disoccupazione non inflazionistico (tasso NAIRU al 4,7% secondo le nostre stime) non è stato sin ora accompagnato da preoccupanti segnali di pressioni inflative derivanti dal costo del lavoro. L'aumento dei salari orari è stato sin ora un fenomeno puramente nominale legato esclusivamente alla difesa del potere d'acquisto dei salari. Al netto di questo elemento non si registra un rincaro dell'ora lavorata che possa essere associato ad una diffusa scarsità di lavoratori a disposizione delle imprese anche se si registra una certa difficoltà delle imprese ad assumere manodopera specializzata.

La dinamica degli ultimi mesi dell'inflazione ha confermato le indicazioni della nostra modellistica. In prospettiva l'inflazione core dovrebbe mantenersi sul passo attuale (+0,2% m/m) per poi rallentare nel 2007. In termini tendenziali l'indice core dovrebbe oscillare tra il 2,2% ed il 2,6% per la maggior parte dell'anno chiudendo il 2006 in prossimità dell'estremo superiore di questo intervallo. Nel 2007 il rallentamento dell'economia dovrebbe portare ad un nuovo calo sotto il 2% a/a per fine anno. Se il rallentamento della crescita economica contribuirà ad allentare le pressioni inflative interne, il calo delle quotazioni petrolifere dovrebbe accentuare il contenimento delle aspettative di inflazione e le richieste salariali.



Stati Uniti – Previsioni

	2005	2006	2007	2005			2006				2007
				2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (US\$ 1996,a/a)	3,5	3,3	2,9	3,6	3,6	3,2	3,6	3,3	3,0	3,3	2,7
- trim./trim. annualizzato				3,3	4,1	1,7	5,3	2,3	2,9	2,7	2,9
Consumi privati	3,5	3,1	2,8	3,4	4,1	0,9	5,2	1,8	3,3	2,7	2,8
IFL - privati non residenziali	8,6	8,4	6,1	8,8	8,4	4,5	13,1	7,6	6,8	6,3	6,3
IFL - privati residenziali	7,1	1,9	-2,4	10,8	7,3	2,8	3,0	-1,1	-3,6	-3,3	-3,0
Consumi e inv. pubblici	1,8	1,6	0,9	2,5	2,9	-0,8	4,3	0,2	1,0	0,6	0,7
Esportazioni	6,9	8,1	8,8	10,7	2,5	5,0	14,7	6,2	7,0	8,2	9,2
Importazioni	6,3	7,2	4,1	-0,2	2,4	12,1	12,8	4,1	3,9	4,5	4,3
Var. scorte (contrib., % Pil)	-0,3	0,1	0,1	-0,5	-0,1	0,5	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Partite correnti (% Pil)	-6,5	-6,8	-6,2	-6,5	-6,3	-7,1	-6,9	-7,0	-6,9	-6,6	-6,5
Deficit Federale (% Pil)	-3,1	-2,5	-2,5								
Debito pubblico (% Pil)	64,2	64,4	65,1								
CPI (a/a)	3,4	3,3	1,9	3,0	3,8	3,7	3,7	3,9	3,1	2,8	2,6
Produzione Industriale	3,2	3,6	3,7	1,6	1,5	5,2	4,5	3,2	3,2	3,8	3,2
Disoccupazione (%)	5,1	4,7	5,0	5,1	5,0	4,9	4,7	4,7	4,7	4,8	4,9

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

Politica monetaria USA: la pausa può attendere...

Giovanna Mossetti

giovanna.mossetti@bancaintesa.it

Ancora una volta, per la diciassettesima consecutiva, la previsione per la prossima riunione del FOMC è un rialzo di 25 pb, e un ulteriore rialzo nel corso dell'estate, per contenere i rischi verso l'alto sull'inflazione.

Nelle ultime settimane, dati macroeconomici e dichiarazioni dalla Fed hanno mescolato le carte più volte, muovendo la probabilità di un rialzo a fine giugno fra il 30 e il 90%. Al di là di qualche errore di comunicazione che si può attribuire alla banca centrale, la situazione di incertezza dell'ultimo mese è determinata in gran parte dalla fase attuale del ciclo: alla fine di ogni ciclo di rialzi l'inflazione continua a salire, mentre la crescita dà segnali di rallentamento. Come ha detto S. Bies del Board qualche giorno fa, "siamo in una fase di transizione" e nelle fasi di transizione "non sappiamo esattamente fino a dove andremo". E' inevitabile che errori di previsione sui singoli dati portino a correzioni delle aspettative sui tassi nel brevissimo termine. Proprio per la volatilità dei dati congiunturali mensili bisogna essere particolarmente attenti a non perdere di vista la foresta privilegiando gli alberi, mantenendo al centro dell'attenzione lo scenario centrale di crescita e inflazione per i due-tre trimestri successivi.

Gli elementi centrali per i tassi: rallentamento duraturo della crescita e stabilizzazione delle aspettative di inflazione

La previsione di un rialzo a giugno non ripulisce l'orizzonte dei rialzi: non è affatto detto che la Fed abbia finito di alzare i tassi e con la riunione di giugno si manterrà un chiaro *tightening bias* giustificato dai rischi verso l'alto sull'inflazione. **La Fed continuerà ad alzare i tassi fino a quando non ci saranno segnali di rientro delle aspettative di inflazione e segnali di rallentamento della domanda.** Perciò il rialzo di giugno potrebbe essere seguito ancora da un altro rialzo a fine estate, dopo una pausa di riflessione, se non si vedranno indicazioni concrete di duratura decelerazione della crescita. Il *focus* sarà quindi sugli elementi che determinano variazioni nelle pressioni inflazionistiche (utilizzo delle risorse, andamento dei prezzi energetici, aspettative di inflazione). Questo punto emerge dai verbali e dai recenti discorsi dei membri del FOMC.

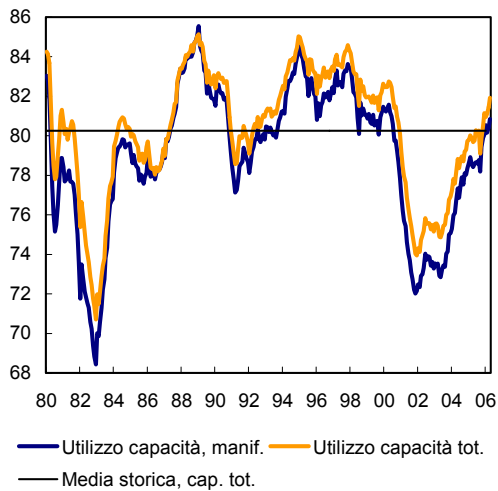
I rischi sull'inflazione pesano più di quelli sulla crescita: stessa linea nei verbali del 10 maggio...

I **verbali** dell'ultima riunione sono piuttosto espliciti nel sottolineare i rischi sull'inflazione e nel dare un grande peso al recente movimento verso l'alto delle aspettative di inflazione. Dai verbali sono emersi due elementi essenziali per le prospettive dei tassi.

Da un lato, i **rischi verso l'alto sull'inflazione** sono al centro delle preoccupazioni del Comitato; dall'altro, **il rallentamento atteso per la crescita** è una condizione necessaria (anche se non è detto che sia sufficiente) per il rientro dell'inflazione verso tassi più contenuti atteso dal FOMC. Si conclude che in assenza di segnali di rallentamento molto pesante della crescita, difficilmente la Fed considererà concluso il ciclo di rialzi. Ne segue che oltre a vedere ormai con certezza un rialzo a giugno, non è detto che i rialzi siano finiti al 5,25%. L'estate rappresenterà una pausa naturale per il FOMC per valutare le informazioni sullo scenario del secondo semestre e rivedere le proiezioni macroeconomiche con il Monetary Policy Report di luglio. A giugno rimarrà esplicito il *tightening bias*.

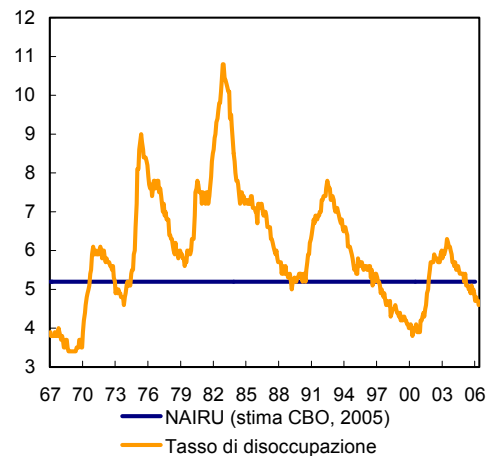
Nella discussione del 10 maggio sullo scenario economico, i partecipanti vedevano un'economia ancora forte: nonostante l'aspettativa di moderazione, la crescita "per ora rimane evidentemente solida". Sul fronte dei prezzi, "le pressioni inflazionistiche apparivano essere in qualche misura superiori a quanto il Comitato aveva previsto". Tuttavia, si rilevava che con l'atteso rallentamento della crescita anche le pressioni inflazionistiche sarebbero rientrate.

Utilizzo della capacità produttiva sopra la media storica...



Fonte: Ecowin

...e tasso di disoccupazione sotto il NAIRU attuale (stima CBO)



La discussione sui **rischi per l’inflazione** rappresentava la parte centrale dei verbali. I rischi verso l’alto apparivano esacerbati dal **pieno utilizzo delle risorse e dal deprezzamento del dollaro**, anche se esistono altri fattori calmieranti. Si notava che **le aspettative di inflazione** erano in aumento e si temeva che questo fosse indicativo di “una più elevata incertezza degli investitori sulle prospettive dell’inflazione”.

La discussione relativa alla politica monetaria è stata ampia, e ha considerato tutte le possibilità da quella di “lasciare i tassi invariati a questa riunione, a quella di alzare i *fed funds* di 50 pb” e tutti i membri erano d’accordo sul rialzo di 25 pb il 10 maggio. Si noti che **è la prima volta che i verbali riportano il ventaglio di scelte considerate per i tassi**. La valutazione era comunque che un “certo numero di fattori aumentava i rischi verso l’alto sull’inflazione”, sul fronte della crescita invece il Comitato riteneva prevalenti eventuali rischi verso il basso sulla crescita. Nel dibattito sulle prospettive della politica monetaria, i membri del comitato erano incerti su quanto e se fosse necessario alzare ancora i tassi e pur lasciando aperte tutte le porte avevano scelto di enfatizzare il ruolo dei dati per le decisioni future sui tassi.

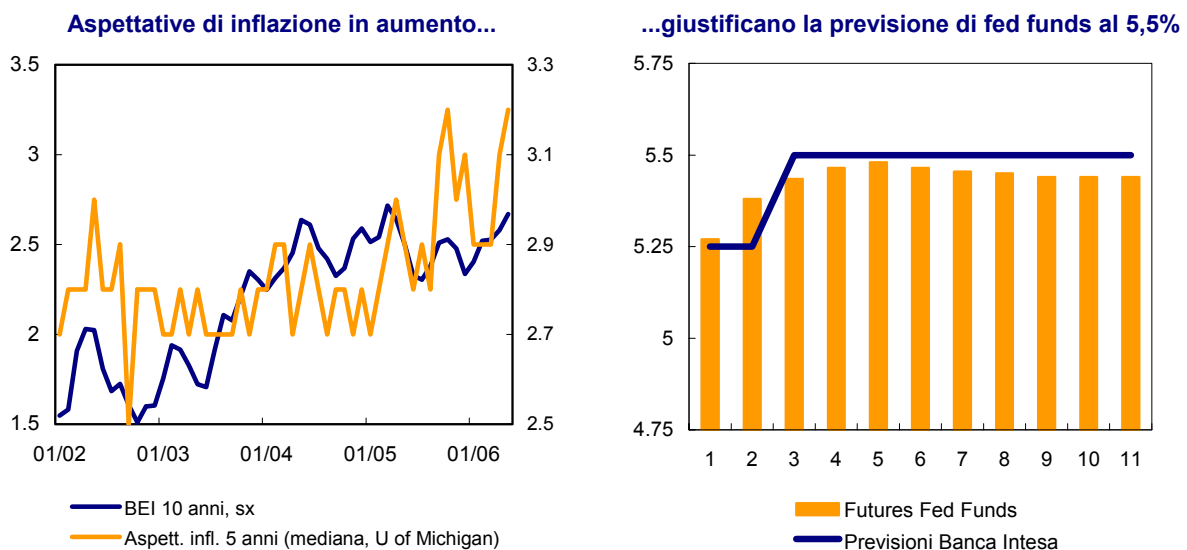
In conclusione, **i verbali non hanno mostrato particolari spaccature del Comitato né sulla valutazione dello scenario e delle prospettive macroeconomiche, né sulle decisioni di policy** e il quadro che emerge è di opinioni molto omogenee nella valutazione macro e nelle inclinazioni sui tassi, con crescente preoccupazione sull’inflazione e grande importanza attribuita alle aspettative sui prezzi.

La posizione collettiva emersa dai verbali è stata rinforzata dalle affermazioni dei singoli che si sono susseguite in una serie di **discorsi recenti**, particolarmente preoccupati per il trend verso l’alto dell’inflazione dei servizi core e delle aspettative di inflazione.

...e in tutti i discorsi dei membri del FOMC

Il discorso più influente è stato quello di Bernanke, che ha espresso il più chiaro impegno al controllo dell’inflazione da quando ha assunto il mandato, segnalando implicitamente che soltanto dati molto convincenti potrebbero sventare un rialzo dei tassi a fine giugno. Il presidente della Fed ha lamentato che l’inflazione *core* ha acquisito un passo che, se mantenuto nel tempo, la

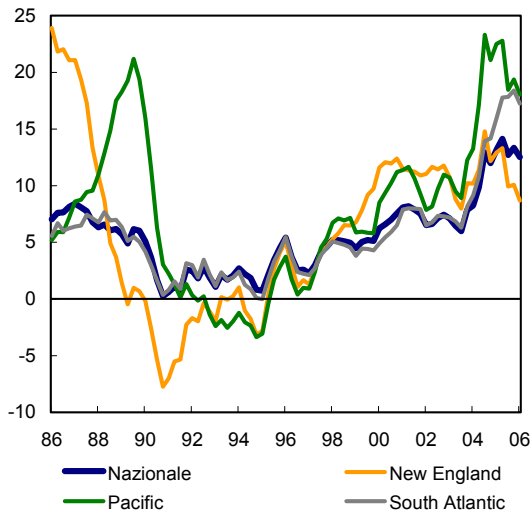
porterebbero al limite o sopra il livello coerente con la stabilità dei prezzi. “Il comitato della Fed vigilerà per assicurare che la recente sequenza di letture mensili dell’inflazione core non sia persistente”, il che significa allineare “l’attività economica con la capacità produttiva sottostante”. A temperare un commento che sembrerebbe riferirsi alle prospettive a breve termine dell’inflazione (non controllabili dalla politica monetaria), Bernanke ha aggiunto che “con l’economia evidentemente in un periodo di transizione, la politica monetaria deve essere condotta con grande cura e con attenzione all’evoluzione delle prospettive economiche”, e in particolare alle “prospettive di medio termine dell’inflazione”. Inoltre, ha fatto riferimento alle aspettative di inflazione, commentando che, nonostante rimangano nell’intervallo di oscillazione tipico degli ultimi anni, sono aumentate e meritano attenzione.



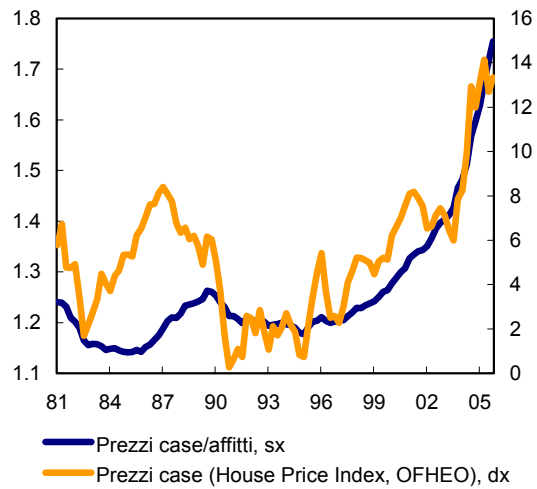
Fonte: Ecowin

Le altre voci del coro sono state altrettanto esplicite nel sottolineare i timori sull’inflazione e la loro prevalenza rispetto a eventuali timori sulla crescita. **Guyann** (Atlanta Fed) ha segnalato l’esistenza di tre fattori di rischio per l’inflazione (già giudicata preoccupante): (1) la trasmissione del rincaro energetico ai prezzi finali deve ancora manifestarsi per intero; (2) l’inflazione nei servizi è accelerata; (3) le aspettative di inflazione sono aumentate. Guyann ha affermato che non intende rischiare che uno o più di questi fattori sfugga dal controllo. Il rialzo dei tassi si può considerare prossimo alla conclusione “se la nostra previsione che la crescita sta rallentando a un passo sostenibile e che l’inflazione rientrerà entro limiti accettabile è corretta”, ma lo scenario dovrà essere adeguato all’evolversi delle circostanze. Il rallentamento dell’edilizia residenziale avrà limitati effetti macroeconomici. Come emerge dai dati di settore, il rallentamento della crescita dei prezzi delle case è molto graduale. Lo scenario di aggiustamento non traumatico del settore immobiliare atteso dalla Fed per ora rimane senz’altro il più probabile.

Prezzi delle case: rallenta l'inflazione...



...anche se l'equilibrio è ancora lontano



Fonte: Ecwin

Kohn (Board) ha detto di aver trovato “in certa misura preoccupanti” i dati recenti dell’inflazione, rivelatisi “più alti di quanto avessi previsto”. Questi dati sono un “segnale di allarme”, anche se Kohn ha poi aggiunto che il previsto rallentamento della crescita dovrebbe contribuire ad attenuare le pressioni inflazionistiche. **Moskow** (Chicago Fed) in un discorso venerdì 2/6, dopo la pubblicazione del dato del mercato del lavoro di maggio, ha detto che la politica monetaria non viene determinata come reazione “meccanicistica” a un dato di inflazione o di mercato del lavoro. Moskow ha fra l’altro sottolineato che anche una crescita è più modesta dell’occupazione può sostenere la crescita economica e che attualmente la creazione di nuovi posti che mantiene fermo il tasso di disoccupazione è vicina a 100mila nuovi occupati. Inoltre, un tasso di disoccupazione al 4,6% segnala un mercato del lavoro molto dinamico, con rischi di accelerazione salariale. Sull’inflazione Moskow ha ribadito che attualmente la crescita dei prezzi è nella parte alta della sua “comfort zone” e che la politica monetaria dovrebbe riportarla nella parte centrale dell’intervallo accettabile. Infine, **Poole** (St Louis Fed, non votante FOMC nel 2006) ha affermato che “se l’inflazione risulterà essere superiore alle aspettative, non credo che possiamo contare su un’economia in rallentamento per portare autonomamente verso il basso l’inflazione rapidamente”. Poole ha anche detto che un rialzo delle aspettative di inflazione (peraltro già in atto da qualche mese sia nei dati delle indagini, sia in quelli della BEI), “tenderebbe da solo a trascinare verso l’alto l’inflazione”. Poole ha detto che per contenere le aspettative la Fed deve avere “un bias verso l’alto” e sarebbe “più saggio sbagliare andando un po’ troppo verso l’alto”. **Fisher** (Dallas Fed) ha affermato che la Fed deve impedire che si radichino aspettative di inflazione, sviluppo che invece sembrerebbe emergere dalle indagini sul clima di fiducia delle famiglie; pur riconoscendo che esiste un ritardo tra l’azione della banca centrale e il manifestarsi dei suoi effetti economici, Fisher ritiene che sia opportuno correre qualche rischio in più sulla crescita che sull’inflazione.

I dati confermano i timori del FOMC

Gli interventi dei membri del FOMC così preoccupati per l’inflazione hanno trovato riscontro nei **dati più recenti**. L’inflazione di maggio ha ancora una volta sorpreso verso l’alto, con una variazione dell’indice core di +0,3% m/m per il terzo mese consecutivo (2,4% a/a), trainata da una significativa accelerazione dei prezzi dei

servizi. Il Beige Book ha riportato segnali di rallentamento della crescita da ritmi molto elevati e pressioni in aumento sui prezzi. Il punto cruciale dell'evidenza del Beige Book riguarda il *pricing power* delle imprese che pur variando fra i settori, "era più diffuso che nel precedente Beige Book". Infine, i dati dell'**Empire Manufacturing Survey** di giugno, con un aumento dell'indice a 29 da 12,4, spinto da aumenti degli ordini, delle consegne e dei prezzi. Il rallentamento atteso per il secondo trimestre potrebbe essere moderato da domanda estera e dal settore manifatturiero pur in presenza della prevista debolezza dei consumi. Un quadro appena meno positivo emerge dall'indagine della **Philadelphia Fed** di giugno, con un indice complessivo in calo marginale da maggio, ma con aumenti significativi di nuovi ordini, occupazione, settimana lavorativa e prezzi ricevuti.

Alla luce dei dati e degli interventi della Fed, rivediamo verso l'alto la previsione del punto di arrivo dei fed funds al 5,5%. La previsione di un rialzo a giugno, scontato con probabilità piena dal mercato, non ripulisce più l'orizzonte dei rialzi. Con l'inflazione ormai al di sopra dell'estremo superiore di un intervallo accettabile per gran parte dei membri del Comitato, e con segnali di rallentamento molto limitato e forse solo temporaneo della crescita, non è affatto detto che la Fed abbia finito di alzare i tassi a giugno e con la prossima riunione il FOMC manterrà un chiaro *tightening bias* giustificato dai rischi verso l'alto sull'inflazione. In conclusione, ci sono tutti gli ingredienti perché la Fed segnali che la fine dei rialzi, pur essendo vicina, non è ancora arrivata. Quindi, **la pausa nel processo di rialzo dei tassi può attendere, e per realizzarsi richiederà segnali di rallentamento della crescita sotto il potenziale almeno per un paio di trimestri.** Nei prossimi mesi i dati sulle aspettative di inflazione saranno almeno tanto importanti quanto quelli relativi all'inflazione core effettiva.

Area euro

Anna Maria Grimaldi
anna.grimaldi@bancaintesa.it

GianLuigi Mandruzzato
gianluigi.mandruzzato@bancaintesa.it

- La crescita nell'area euro si conferma anche più brillante delle attese. Rispetto allo scenario di marzo le previsioni di crescita 2006 salgono a 2,3% da un precedente 2,1%, e rimangono sopra la mediana del consenso.
- La crescita è sostenuta da un ripresa della domanda interna più solida di quello che ci si attendeva. L'elemento nuovo emerso dai dati sul 2006.T1 è il risveglio dei consumi privati -anche in Germania e in Italia - un trend che ci aspettiamo proseguire nella restante parte dell'anno grazie ad una crescita più vivace dell'occupazione.
- Nel corso del 2007, la crescita area euro rallenterà all'1,7% comunque un decimo in più rispetto allo scenario di marzo. Il commercio internazionale è infatti atteso contribuire meno favorevolmente rispetto al 2006.
- L'aumentata volatilità sui mercati finanziari e il crollo dell'azionario nell'ultimo mese non dovrebbero avere un impatto significativo sulle decisioni di consumo e investimento: 1) perchè le quotazioni azionarie sono comunque 10 punti percentuali più in alto che un anno fa (MSCI euro 15 giugno 06), 2) e perchè l'effetto ricchezza legato alle quotazioni azionarie è comunque piuttosto esiguo per l'area euro
- Il nostro scenario continua a prevedere un andamento del cambio in un range relativamente benevolo per la crescita. Tuttavia, non si possono escludere movimenti erratici come quelli osservati negli ultimi due mesi.
- Il prezzo del petrolio è atteso moderare sullo scenario previsivo ma i passati rincari continuano a rappresentare un rischio verso il basso per la crescita nella seconda metà di quest'anno.
- Abbiamo rivisto verso l'alto di un decimo al 2,3% le stime per il CPI 2006, ed i rischi sono ancora prevalentemente verso l'alto. La nostra stima per l'inflazione 2007 rimane al 2,2%, invariata rispetto allo scenario di marzo.
- Il CPI core ha passato il punto di minimo. Nei prossimi trimestri ci si deve attendere un'accentuazione dei rincari dei prezzi dei beni al netto dell'energia e di altre categorie , come tabacco e medicinali. Ciò rifletterebbe con l'usuale ritardo di oltre un anno le passate dinamiche dei prezzi dell'energia e dei prezzi dei beni non energetici importati.
- In questo contesto di output gap in chiusura e inflazione sopra target, confermiamo l'aspettativa di un altro aumento del tasso refi al 3% alla fine di agosto, coerente con il mantenimento del passo "progressivo" degli aumenti visto fino ad ora.
- Crediamo che rispetto a quanto scontato dal mercato esista un ragionevole rischio verso il basso, nel senso che la manovra della BCE potrebbe arrestarsi prima del 3,25% alla fine dell'anno. E, soprattutto, data l'evoluzione dei rischi per la crescita 2007, ci sembra poco probabile che la rimozione dello stimolo monetario si estenda anche all'inizio del prossimo anno.

La crescita continua a sorprendere grazie anche al risveglio dei consumi privati

Crescita al di sopra del trend anche nel 2006.T2

Il 2006 è il miglior anno per la crescita area euro dal 2000. Le prospettive per l'anno si confermano anche più brillanti delle nostre attese, da mesi più rosee del consenso. Rispetto allo scenario di marzo abbiamo rivisto verso l'alto le nostre previsioni di crescita per il Pil il 2006 a 2,3% da un precedente 2,1%.

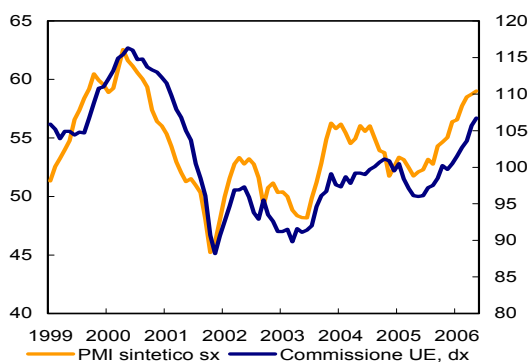
Il flusso di notizie positive è stato quasi inarrestabile negli ultimi due mesi. L'indice di fiducia economica della Commissione UE e il PMI composito sono saliti

ulteriormente e si trovano sui livelli massimi dal 2000. Il miglioramento interessa sia l'industria che i servizi. La media degli indicatori per il secondo trimestre è al di sopra del livello osservato nei primi tre mesi dell'anno. Abbiamo quindi incorporato nel nostro scenario una crescita per il 2006.T2 almeno pari a quella osservata a inizio anno: 0,6% t/t da una precedente stima di 0,4% t/t. I rischi a questa previsione sembrano essere verso l'alto, questo almeno il messaggio dell'€-index di Banca Intesa che, sulla base delle ultime informazioni disponibili, stima una crescita del Pil a 0,8% t/t in Primavera.

Ben tornati consumi!

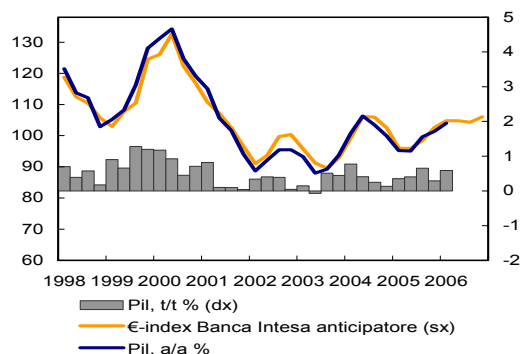
La brillante performance dell'economia area euro è spiegata da una ripresa della domanda interna anche più solida di quello che ci si attendeva. Nei primi tre mesi dell'anno, la domanda interna ha infatti aggiunto cinque decimi alla crescita del Pil dopo lo stallo di fine 2005. L'elemento nuovo emerso dai dati sul 2006.T1 è il risveglio dei consumi privati che a sorpresa sono avanzati di 0,7% t/t.

Fig. 1 – La fiducia economica è ai massimi dal 2000



Fonte: Reuters, Commissione UE

Fig. 2 – Il Pil crescerà di 0,6% t/t anche nel 2006.T2. L'€-index Banca Intesa stima rischi verso l'alto



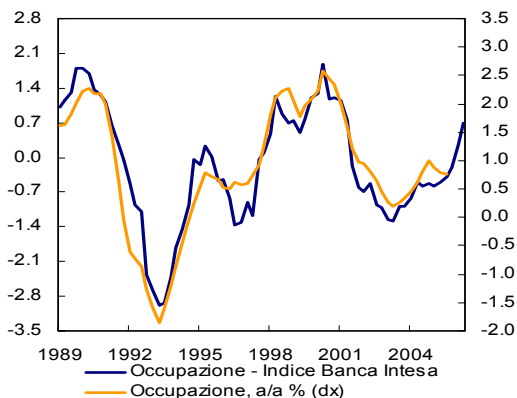
Fonte: Eurostat e stime Banca Intesa

Il recupero ha interessato anche la Germania dove la spesa delle famiglie è finalmente tornata in territorio positivo, avanzando di 0,6% t/t. In Italia, si è visto un recupero di 0,8% t/t secondo solo alla Francia (0,9% t/t). In Spagna si è registrata una moderazione a 0,6% t/t dopo gli eccessi di fine 2005. Riteniamo che il risveglio dei consumi non sia un fenomeno isolato, ma piuttosto l'inizio di un nuovo trend che ci aspettiamo permarrà nella restante parte dell'anno.

L'aumentata volatilità sui mercati finanziari e il crollo dell'azionario nell'ultimo mese non dovrebbero avere un impatto significativo sulle decisioni di consumo e investimento: 1) perché le quotazioni azionarie sono comunque 10 punti percentuali più in alto che un anno fa (MSCI euro 15 giugno 06), 2) e perché l'effetto ricchezza legato alle quotazioni azionarie è comunque piuttosto esiguo per i paesi dell'area euro.

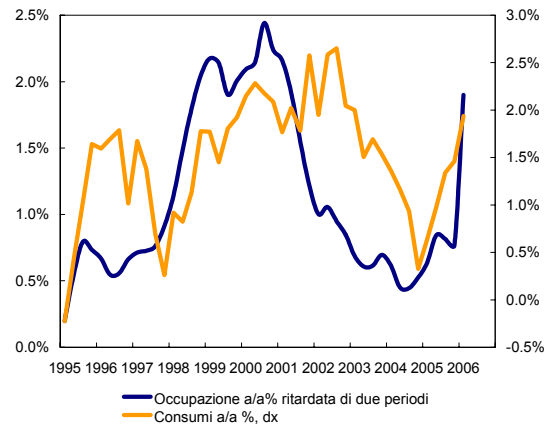
Come evidenziato anche nell'ultimo rapporto di previsione della Commissione UE l'elemento cruciale per le decisioni di spesa per le famiglie europee sembra essere l'andamento dell'occupazione ancor più che i salari. Lo scorso anno l'occupazione ha accelerato da un anemico 0,1% t/t nel primo trimestre a 0,2% a/a nel quarto. Secondo le ultime stime di Eurostat, l'occupazione ha guadagnato ulteriormente terreno nei primi mesi di quest'anno crescendo di 0,3% t/t e 0,9% a/at. In corso d'anno ci attendiamo un'ulteriore accelerazione delle dinamiche occupazionali con l'usuale ritardo rispetto al ciclo.

Fig. 3 – Le imprese segnalano una maggiore crescita occupazionale nel 2006...



Fonte: Eurostat e stime Banca Intesa

Fig. 4 – ...che sosterrà i consumi delle famiglie nella restante parte del 2006.



Fonte: Eurostat e stime Banca Intesa

L'occupazione farà da sostegno alla crescita dei consumi

L'indicatore Banca Intesa, utilizzando l'indice sulle intenzioni ad assumere delle indagini congiunturali stima una crescita dell'occupazione all'1,5% a/a nel 2006.T2. Una maggiore vivacità nelle dinamiche occupazionali garantirà una crescita più sostenuta del reddito disponibile anche se dovesse proseguire la moderazione salariale osservata nel 2005. I consumi dovrebbero quindi avanzare ancora ad un passo sostenuto nella restante parte dell'anno. Va inoltre considerato che l'aumento dell'IVA previsto per gennaio 2007 indurrà le famiglie tedesche ad anticipare parte della spesa 2007 al 2006.

Il motore degli investimenti sta salendo di giri

Rimaniamo positivi sugli investimenti aziendali che nei primi tre mesi dell'anno sono cresciuti di 1,6% t/t dopo un calo di 0,6% t/t, stando alle indicazioni dei paesi più grandi dell'area. La ripresa ciclica e la necessità di sostituire la capacità produttiva esistente più che giustifica un'accelerazione degli investimenti industriali. L'elevata redditività aziendale e condizioni finanziarie ampiamente favorevoli anche con tassi BCE al 3% dovrebbero garantire una crescita media annua degli investimenti in macchinari di 3,7%. Le indicazioni dalle indagini congiunturali rimangono ampiamente positive: la fiducia nel settore è migliorata nei mesi primaverili e fino ad aprile si è registrata un'ulteriore revisione al rialzo delle attese di produzione.

È confermata la brillante ripresa del settore delle costruzioni dove la fiducia continua ad avanzare quasi inarrestabile da fine 2003. Il miglioramento riflette in larga parte il ritorno delle costruzioni tedesche che vivono un ciclo più positivo dopo circa 10 anni di crisi. L'output ed il valore aggiunto hanno accelerato a fine 2005 e poi sono scesi temporaneamente nel 2006.T1 a causa delle avverse condizioni climatiche, ma dovrebbero avanzare nuovamente ad un passo sostenuto in primavera.

Fondamentali coerenti con una crescita al potenziale nel 2006.S2

I fondamentali rimangono coerenti con una crescita al potenziale anche nella seconda metà di quest'anno. Il commercio internazionale dovrebbe continuare ad offrire ampio supporto all'economia area euro. Tuttavia, rimane incerto l'impatto del recente andamento di cambio e petrolio sulla crescita a fine estate e in autunno. Sull'orizzonte previsivo petrolio e cambio dovrebbero muoversi su di un sentiero piuttosto educato e non penalizzante per la crescita. L'euro dovrebbe infatti aggirarsi sui livelli attuali e chiudere il 2006 a 1,26. Il petrolio è atteso moderare gradualmente verso \$60 a fine 2007. Tuttavia, non possiamo escludere brusche deviazioni da questo scenario piuttosto benevolo soprattutto considerato il persistere di forti squilibri internazionali.

Nel 2007 si rallenterà principalmente a causa della stretta fiscale tedesca

Nel corso del 2007, ci attendiamo un rallentamento della crescita area euro all'1,7%, comunque un decimo più forte che nelle nostre stime di marzo. La congiuntura internazionale e dunque il sostegno che dovrebbe venire dalla domanda esterna dovrebbe essere marginalmente meno favorevole. La necessità di rientrare nei parametri di Maastricht richiederà maggiore rigore fiscale in alcuni paesi dell'area, in altri il ciclo elettorale peserà probabilmente in direzione opposta. **Il diverso andamento delle politiche fiscali contribuirà ad accentuare le differenze nella performance di crescita all'interno dell'area.** Le politiche fiscali dovrebbero diventare più restrittive in Germania e in Italia. Come già indicato, l'aumento dell'IVA tedesca avrà un impatto negativo sui consumi e sulla crescita tedesca che vediamo rallentare all'0,9% da una previsione di 1,8% per quest'anno. In Italia, lo stato preoccupante dei conti pubblici richiederà se si vogliono rispettare gli impegni assunti con Bruxelles una manovra restrittiva che potrebbe spingere la crescita al di sotto della nostra stima dell'1,0%. In Francia, invece, la crescita è attesa stabilizzarsi al 2,0%, il 2007 è infatti un anno elettorale e quindi il ciclo della spesa pubblica potrebbe essere di stimolo all'economia. La Spagna potrebbe rallentare il prossimo anno per il venir meno dei fondi strutturali UE, anche se con un avanzo primario di circa 1,0% di Pil ci sembra difficile che la crescita possa essere inferiore al 3,2% (2006: 3,5%). In Olanda, la crescita è vista in rallentamento al 2,0% da una stima di 2,3% nel 2006, prevediamo infatti che la riforma sanitaria determinerà uno spiazzamento dei consumi privati nell'anno in corso che sarà solo parzialmente recuperato nel 2007.

Inflazione: non è più solo il petrolio

Stimiamo il tasso di inflazione medio al 2,3% nel 2006, leggermente rivisto al rialzo da 2,2%, ed al 2,2% nel 2007, invariato rispetto allo scenario di marzo.

Abbiamo rivisto verso l'alto di un decimo al 2,3% le stime per il CPI 2006, ed i rischi sono ancora prevalentemente verso l'alto

Il tasso di inflazione ha rialzato la testa nei mesi primaverili dopo l'illusoria flessione di inizio dell'anno. Maggio ha visto così il ritorno al 2,5% a/a, un tasso abbastanza eccezionale se si pensa che negli ultimi quattro anni si era registrato solo altre quattro volte. Come nell'ultima occasione, settembre ed ottobre 2005, è stata la fiammata del prezzo dell'energia a causare lo scalino nei prezzi. Il profilo del CPI nel breve termine rimane molto dipendente dalla volatilità del mercato del petrolio.

Le dinamiche sottostanti saranno nei prossimi mesi un po' più vivaci che nel recente passato. Infatti, il CPI core ha passato il punto di minimo dei primi mesi dell'anno ed inizia ad emergere qualche segnale di trasmissione dei passati shock. In particolare, sono ora i beni manufatti a mostrare un'accelerazione dei prezzi. Nei prossimi trimestri ci si deve attendere un'accentuazione dei rincari dei prezzi dei beni al netto dell'energia e di altre categorie i cui prezzi sono invece largamente amministrati, come tabacco e medicinali. Ciò rifletterebbe con l'usuale ritardo di oltre un anno le passate dinamiche dei prezzi dell'energia e dei prezzi dei beni non energetici importati.

I servizi hanno anch'essi rimbalzato leggermente in primavera, ma in parte ciò è l'effetto ottico del diverso calendario della Pasqua che ha inficiato le variazioni dei prezzi nel settore del turismo. Ciò non dovrebbe però avere interrotto il trend discendente iniziato da alcuni anni a seguito della moderazione salariale. Dato il ritardo di circa due anni con cui gli impulsi dai salari sembrano riflettersi nei prezzi praticati dalle imprese, è ragionevole attendersi che i prezzi dei servizi riprendano a rallentare nei prossimi mesi.

Più in generale, le pressioni dal costo del lavoro rimangono limitate, come testimoniato da una crescita del CLUP di solo lo 0,9% a/a alla fine del 2005. Nel

breve periodo non è prevedibile un'accelerazione di questa variabile. La crescita della produttività dovrebbe proseguire l'accelerazione ciclica iniziata nella

Fig. 5 - CPI: accelerano i prezzi dei beni...

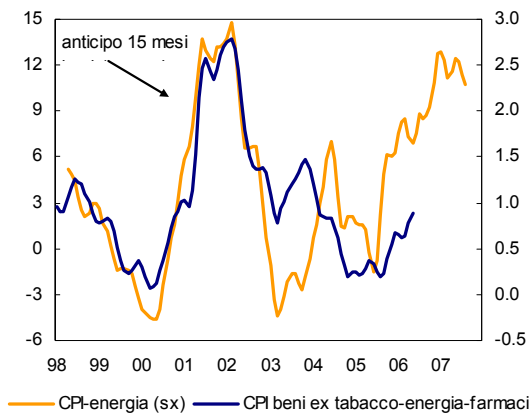
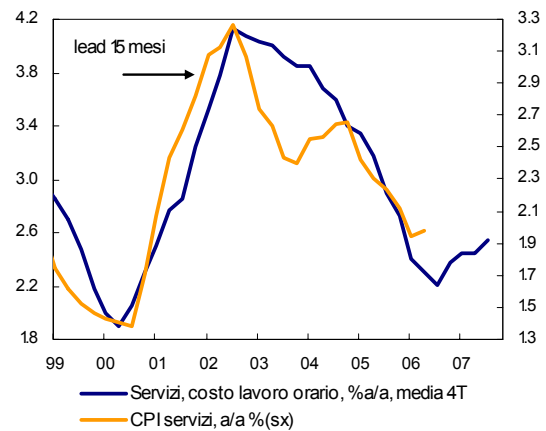


Fig. 6 - ...ma i servizi dovrebbero rallentare



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Banca Intesa

seconda metà dello scorso anno portandosi all'1,2% a/a dall'1% di fine 2005. Inoltre, le retribuzioni non dovrebbero vedere sensibili accelerazioni. I salari contrattuali sono cresciuti del 2,1% nel T1, sostanzialmente stabili rispetto al 2,0% di fine 2005, e ad aprire il quadro non si è modificato.

A meno di nuovi strappi del prezzo del petrolio, nei prossimi mesi la dinamica dell'indice generale dei prezzi al consumo dovrebbe essere discendente. Al contrario, ci aspettiamo una moderata accelerazione dei prezzi core. La tendenza al rallentamento dell'inflazione verrà interrotta all'inizio dell'anno prossimo quando la manovra fiscale in Germania vedrà aumentare l'aliquota Iva dal 16% al 19%.

Politica monetaria: la normalizzazione prosegue

Continuiamo ad aspettarci altre mosse sui tassi dopo la pausa estiva

La BCE ha alzato il tasso refi al 2,75% ad inizio giugno e **rimangono elevate le possibilità che altri aumenti seguano nei prossimi mesi**. Nel comunicato introduttivo si sottolinea che **"anche dopo l'aumento odierno, i tassi della BCE sono ancora bassi"** e la **"politica monetaria rimane accomodante"**. Inoltre Trichet ha detto che nel corso della riunione il Consiglio Direttivo ha valutato anche l'opportunità di un aumento di 50pb del tasso refi. Infine, il Presidente ha puntualizzato che **"se il nostro scenario sarà confermato [...] ulteriore rimozione dello stimolo monetario sarebbe giustificata"**. **Confermiamo l'aspettativa di un altro aumento del tasso refi al 3% alla fine di agosto**, coerente con il mantenimento del passo **"progressivo"** degli aumenti visto fino ad ora.

Il punto è quanto ancora devono salire i tassi alla luce dello scenario macroeconomico aggiornato. La crescita 2006 è confermata al 2,1% mentre per il 2007 viene limata a 1,8% da 2,0%. Lo scenario per l'inflazione è rivisto leggermente all'insù per il 2006 a 2,3% da 2,2%, ma è confermato al 2,2% per il prossimo anno. **Trichet ha giustificato le revisioni con il differente profilo del petrolio**, ma ciò non ci convince. Colpisce infatti che gli effetti del petrolio siano nulli sull'inflazione del prossimo anno ma siano tali da ridurre di due decimi la crescita. **Più verosimilmente ha pesato l'apprezzamento del cambio**, elemento che Trichet ha menzionato tra i rischi verso il basso per la crescita usando l'usuale perifrasi degli squilibri internazionali. Ciò spiegherebbe sia la minore crescita sia l'assenza di effetti sull'inflazione.

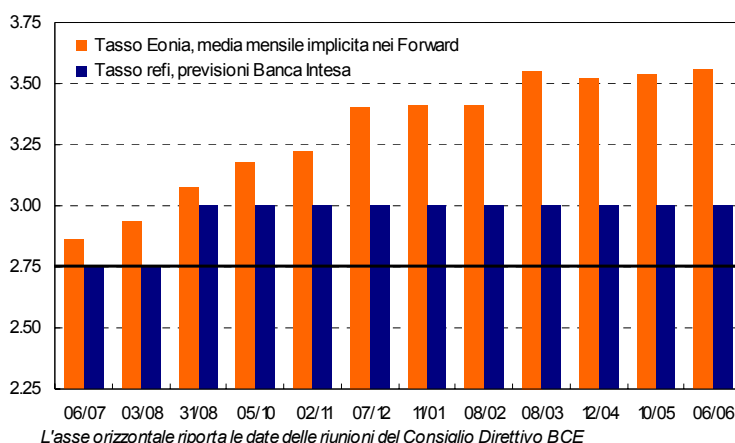
Proiezioni macroeconomiche							
	Anno	BCE		€uro Zone Barometer		Banca Intesa	
		IPCA	Pil	IPCA	Pil	IPCA	Pil
Giugno 2006	2005	2.2	1.4	2.2	1.4	2.2	1.4
Dicembre 2005	2006	1.6-2.6	1.4-2.4	2.0	1.9	2.3	2.1
Marzo 2006	2006	1.9-2.5	1.7-2.5	2.0	2.0	2.2	2.1
Giugno 2006	2006	2.1-2.5	1.8-2.4	2.2	2.1	2.3	2.3
Dicembre 2005	2007	1.4-2.6	1.4-2.4	2.0	1.7	2.2	1.7
Marzo 2006	2007	1.6-2.8	1.5-2.5	2.0	1.7	2.2	1.7
Marzo 2006	2007	1.6-2.8	1.3-2.3	2.1	1.7	2.2	1.7

Se, come crediamo, fosse così, la BCE non può non avere valutato che da quando le proiezioni sono state chiuse (11/5) ad oggi, il cambio effettivo ha guadagnato quasi un altro 1%. Ovvero, coeteris paribus, se le previsioni fossero fatte oggi sia la crescita sia l'inflazione 2007 risulterebbero probabilmente inferiori a quanto appena pubblicato.

Inoltre, **non va trascurato che una fetta non piccola dell'inflazione 2007**, stimabile in uno 0,3/0,4%, **è dovuta all'aumento dell'Iva in Germania**, fattore che non ha nulla a che vedere con il ciclo. Ciò giustifica che la BCE mantenga un tono relativamente aggressivo al fine di stabilizzare le aspettative e prevenire che la contrattazione salariale incorpori meccanicamente il gradino nella dinamica dei prezzi. **Ma non necessariamente l'aggressività verbale deve tradursi in una serie di aumenti**, soprattutto se, come avvenuto fino ad ora, le aspettative di inflazione si muovono su livelli coerenti con l'obiettivo della banca centrale.

In conclusione, **crediamo che rispetto a quanto scontato dal mercato esista un ragionevole rischio verso il basso**, nel senso che la manovra potrebbe arrestarsi prima del 3,25% alla fine dell'anno. E, soprattutto, data l'evoluzione dei rischi per la crescita 2007, ci sembra poco probabile che la rimozione dello stimolo monetario si estenda anche all'inizio del prossimo anno.

Proiezioni sul tasso refi



Fonte: elaborazioni Banca Intesa su dati Reuters

Area euro – Previsioni

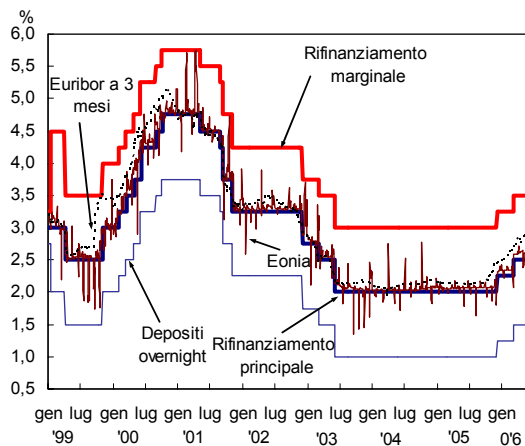
	2005	2006	2007	2005			2006				2007
				2	3	4	1	2	3	4	1
Pil (prezzi costanti, a/a)	1,4	2,3	1,7	1,2	1,6	1,7	1,9	2,3	2,2	2,7	2,3
- t/t				0,4	0,7	0,3	0,6	0,7	0,5	0,8	0,2
Consumi privati	1,4	2,0	1,2	0,3	0,5	0,1	0,7	0,6	0,5	0,8	-0,1
Investimenti fissi	2,6	3,1	3,3	1,4	1,0	0,3	0,3	1,3	1,2	0,8	0,7
Consumi pubblici	1,3	1,5	1,5	0,6	0,7	0,0	0,5	0,3	0,4	0,5	0,4
Esportazioni	4,0	7,7	5,0	1,5	2,8	0,7	3,1	1,3	1,5	1,4	1,0
Importazioni	4,9	8,2	5,2	2,0	2,9	1,3	2,5	1,5	2,0	1,5	0,7
Var. scorte (contrib., % Pil)	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,4	-0,2	0,1	0,1	0,1	-0,1
Partite correnti (% Pil)	-0,3	-0,4	-0,3	0,1	-0,5	-1,0	-0,4	-0,2	-0,3	-0,6	-0,4
Deficit pubblico (% Pil)	-2,4	-2,2	-1,8								
Debito pubblico (% Pil)	69,5	69,3	68,3								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	2,2	2,3	2,2	2,0	2,3	2,3	2,3	2,4	2,2	2,1	2,4
Produzione industriale (a/a)	1,3	3,5	2,0	0,8	0,9	0,5	0,9	1,0	1,2	0,5	0,2
Disoccupazione (ILO, %)	8,6	8,0	7,6	8,7	8,5	8,3	8,1	8,0	7,9	7,8	7,7
Euribor 3 mesi	2,18	2,95	3,39	2,12	2,13	2,34	2,61	2,88	3,09	3,21	3,37
Rendim. 10 anni	3,38	3,78	3,70	3,34	3,19	3,36	3,48	3,96	3,93	3,77	3,70
EUR/USD	1,24	1,24	1,26	1,26	1,22	1,19	1,20	1,25	1,25	1,25	1,27

Variazioni % sul periodo precedente, se non diversamente indicato

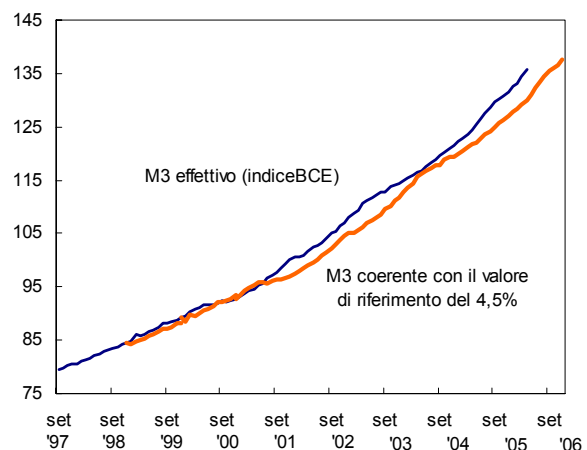
Crescita e inflazione per paese

	Pil (a/a)			IPCA (a/a)		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Germania	1,2	1,8	0,9	1,9	1,8	2,5
Francia	1,1	2,0	2,2	1,9	2,2	2,0
Italia	0,1	1,3	1,0	2,2	2,2	2,0
Spagna	3,4	3,4	3,3	3,4	3,9	3,3
Olanda	1,1	2,1	2,5	1,5	1,6	1,4
Belgio	1,5	2,3	2,1	2,5	2,7	2,0
Austria	2,0	2,7	2,5	2,1	1,0	1,7
Finlandia	2,2	3,3	2,7	0,8	1,3	1,4
Irlanda	4,7	5,2	4,5	1,9	1,8	2,5
Portogallo	0,3	1,1	1,8	1,9	2,2	2,0
Grecia	3,7	3,5	3,9	2,2	2,2	2,0
Lussemburgo	1,8	3,9	4,2	3,4	3,9	3,3
UE-12	1,4	2,3	1,7	2,2	2,3	2,2

I principali tassi a breve termine



La crescita della massa monetaria



Germania: crescita 2006 robusta, rischi sul 2007

GianLuigi Mandruzzato
gianluigi.mandruzzato@bancaintesa.it

La crescita della Germania nel 2006 si avvia ad essere la più alta dal 2000, ma l'accelerazione potrebbe rivelarsi di breve durata. Nonostante la revisione al rialzo delle prospettive per l'anno in corso di 0,1% e per il 2007 di 0,3% rispetto allo scenario presentato a marzo, continuiamo ad attenderci un rallentamento sensibile del Pil nel corso del prossimo anno. Il principale motivo alla base del nostro scenario è l'aumento dell'Iva confermato dall'amministrazione Merkel per il 2007, elemento che plasmerà anche il profilo del CPI e del saldo pubblico.

Il 2006.T1 ha confermato le attese di rimbalzo dopo il deludente finale d'anno, ma è stato penalizzato dalle pessime condizioni atmosferiche. Le costruzioni hanno registrato un calo del 3% t/t, in aperto contrasto con le tendenze brillanti degli ordini ricevuti dalle imprese del settore e delle nuove licenze all'edilizia. Esistono gli elementi per un rimbalzo sensibile dell'attività nei trimestri successivi. Anche la correzione delle scorte dovrebbe essere invertita nel 2006.T2. La sorpresa positiva nel T1 è giunta dai consumi, finalmente in solida espansione aiutati anche dalla crescita del reddito disponibile (0,6% t/t reale). Il recupero della fiducia proseguito nei mesi primaverili, l'aumento di vendite al dettaglio ed immatricolazioni auto sostengono l'aspettativa di consolidamento della spesa nel 2006. L'anticipo a quest'anno degli acquisti di beni durevoli per sfuggire all'aumento dell'Iva è però atteso penalizzare il profilo del 2007.

Il 2007 sconterà anche le conseguenze dell'apprezzamento del cambio registrato nelle ultime settimane che rischia di esacerbare gli effetti dell'atteso rallentamento dell'economia mondiale. Ciò peserà non solo sulle esportazioni ma anche sul profilo degli investimenti che sono attesi in rallentamento nel 2007, seppur su tassi di crescita ampiamente positivi.

Le prospettive del CPI sono influenzate in maniera evidente dall'andamento del prezzo del petrolio e, in prospettiva, dalla politica fiscale. Al netto di questi elementi le pressioni sono limitate, se si eccettua una tendenza all'aumento dei prezzi delle importazioni. Il CLUP continua a rallentare. Nel 2006.T1 il calo si è accentuato a -2,7% a/a dopo il -0,8% medio nel 2004-05.

Infine, l'aumento dell'Iva assieme alla crescita superiore alle attese delle entrate ed al dispiegarsi degli effetti delle riforme dei sussidi di disoccupazione ci hanno spinto a rivedere ulteriormente al ribasso le previsioni per il deficit che potrebbe arrivare al 2% nel 2007, scenario più ottimista del consenso e del governo.

Germania – Previsioni

	2005	2006	2007	2005			2006				2007
				2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi 1995, a/a)	1,2	1,8	0,9	0,9	1,6	1,7	1,4	1,7	1,7	2,5	1,7
t/t				0,4	0,6	0,0	0,4	0,7	0,6	0,8	-0,4
Consumi privati	0,4	1,2	0,3	0,0	0,3	-0,5	0,6	0,3	0,6	1,1	-0,9
Investimenti fissi lordi	0,5	3,3	2,5	0,4	1,5	0,5	-0,5	1,6	2,0	1,3	-0,7
Consumi pubblici	0,1	-0,1	0,6	1,5	0,4	-1,6	0,6	-0,2	0,2	0,1	0,2
Esportazioni	6,6	9,9	7,0	1,1	4,9	0,5	4,4	1,4	1,5	1,8	2,0
Importazioni	5,5	11,2	6,4	2,1	5,2	1,1	4,6	1,0	1,2	3,5	1,0
Var. scorte (contrib., % Pil)	0,3	0,4	-0,4	0,3	-0,1	0,8	-0,2	0,1	-0,4	0,5	-0,2
Partite correnti (% Pil)	4,1	3,7	3,8	4,2	3,4	3,7	4,1	4,0	3,5	3,5	4,2
Deficit (% Pil)	-3,3	-2,7	-2,0								
Debito (% Pil)	68,1	68,7	68,4								
CPI (a/a)	1,9	1,8	2,5	1,6	2,1	2,2	2,1	2,1	1,7	1,3	2,4
Produzione Industriale	2,9	5,2	1,4	1,2	1,5	1,3	0,5	1,8	1,9	0,9	-1,1
Disoccupazione (%)	11,7	11,0	10,6	11,9	11,7	11,4	11,3	11,0	10,8	10,7	10,7

Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato.

Focus - Ottime notizie dalle finanze pubbliche

GianLuigi Mandruzzato
gianluigi.mandruzzato@bancaintesa.it

Dopo avere guidato la riscossa della fiducia nelle possibilità di ripresa dell'area euro, **la Germania si avvia ad essere di nuovo un esempio di rigore nella gestione dei conti pubblici**. Gli sforzi degli anni passati stanno iniziando a dare frutti e la ripresa dell'economia aggiunge risorse per le casse dello stato in misura superiore alle previsioni. Le stime di deficit del governo contenute nel Programma di Stabilità (PS) di febbraio sono di 3,3% nel 2006, invariato rispetto al 2005, e di una discesa al 2,5% nel 2007. **Le nostre proiezioni sono decisamente più ottimiste e puntano ad un deficit al 2,7% del Pil quest'anno ed in ulteriore miglioramento al 2,0% nel 2007**. Le previsioni di consenso a maggio erano rispettivamente pari a 2,9% e 2,3%. **I buoni risultati della politica di riforme iniziata nel 2003 metteranno pressione, ma serviranno anche da esempio positivo, agli altri paesi UEM che ancora non hanno riportato il deficit al di sotto del 3%.**

2006: entrate in crescita molto più delle attese...

Le principali novità positive emerse nei primi mesi del 2006 riguardano le entrate. Ad inizio maggio le stime del Ministero delle Finanze per il periodo 2006-09 sono state riviste sensibilmente al rialzo, ma ancora ci paiono prudenti rispetto all'evidenza disponibile per i primi mesi dell'anno ed alle prospettive dell'economia. Ciò è comprensibile poiché limita sia le richieste da parte degli altri ministeri per maggiori risorse sia l'opposizione alle misure che il governo introdurrà l'anno prossimo.

Nel dettaglio, la stima per le entrate del 2006 è stata aumentata di €8,1mld, lo 0,34% del Pil nominale previsto per l'anno. **La crescita stimata dal Ministero delle Finanze per le entrate fiscali è ora pari al 3%, rispetto al 2% ipotizzato a febbraio.** Questo solo elemento già apre le porte ad un miglioramento delle stime ufficiali di deficit per il 2006, ma **ci pare che la situazione possa a consuntivo risultare ancora migliore.**

In primo luogo **lo scenario di crescita utilizzato è conservativo**: la variazione nominale del Pil è del 2%, frutto di una crescita reale dell'1,6% (non aggiustata per i giorni lavorativi) e di una crescita del deflatore di 0,4%. Soprattutto quest'ultimo aspetto ci pare molto prudente e complessivamente stimiamo la crescita nominale del Pil al 2,3%. Data l'elasticità del deficit alla crescita, stimata dallo stesso Ministero delle Finanze a 0,5%, ciò porterebbe ad un minore deficit nell'ordine dello 0,15%. Ipotizzando che l'effetto migliorativo sui saldi sia equamente distribuito tra entrate ed uscite, ciò equivarrebbe a circa €2mld di entrate in più, sufficiente a portare la crescita delle entrate intorno al 3,5%.

Inoltre, **i primi quattro mesi hanno visto un flusso di entrate fiscali del 7% superiore a quello dell'analogo periodo del 2005.** Se questa tendenza fosse mantenuta nei restanti otto mesi, l'extra gettito rispetto alle stime più recenti sarebbe pari a €18,2mld, lo 0,8% del Pil. Ovviamente, questa ipotesi è estrema ma **anche un rallentamento sensibile da qui a fine anno non dovrebbe comprimere la crescita annua delle entrate al di sotto del 4%.** Se le nostre stime fossero corrette, l'extra gettito ammonterebbe ad un ulteriore 0,2% del Pil.

... e prosegue il controllo della spesa

Le buone notizie non sono comunque confinate alle entrate, almeno a livello federale, il cui budget rappresenta circa la metà della Pubblica Amministrazione. **Secondo il Bollettino mensile del Ministero delle Finanze, nei primi quattro mesi del 2006 le spese sono scese dell'1,7% rispetto all'analogo periodo**

dello scorso anno. L'obiettivo per l'intero anno è di una crescita limitata allo 0,7%. Se mantenuta per l'intero anno, tale forbice corrisponderebbe a risparmi nell'ordine dei €6mld, ovvero lo 0,27% del Pil. Anche in questo caso, l'ipotesi di mantenimento delle dinamiche recenti appare estrema, ma anche ipotizzando che metà del "vantaggio" venga eroso nei restanti mesi del 2006, l'impatto positivo sulle finanze pubbliche sarebbe comunque di 0,13%.

In sintesi, rispetto alla stima di deficit contenuta nel Programma di Stabilità di febbraio, sono recentemente emersi elementi migliorativi soprattutto sul fronte delle entrate ma anche sul fronte delle uscite. **Stimiamo un flusso di entrate fiscali lo 0,42% del Pil superiore ed un flusso di uscite lo 0,13% del Pil inferiore. Sulla base di questi elementi rivediamo a 2,7% da 2,9% la stima del rapporto deficit/Pil 2006.** La Germania tornerebbe così a rispettare il limite del 3% del Trattato di Maastricht per la prima volta dal 2001 ed interromperebbe la Procedura per deficit eccessivo aperta dalla Commissione UE nei suoi confronti.

Implicazioni positive per il 2007

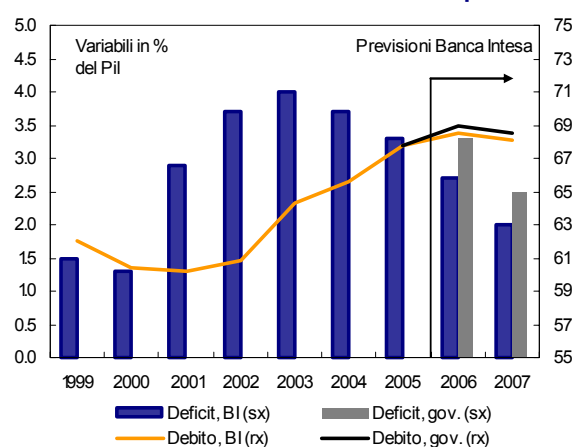
Un punto di partenza più favorevole a fine 2006 avrebbe chiaramente delle ricadute positive anche sui conti del 2007. La nuova stima del Ministero delle Finanze per le entrate fiscali non è direttamente confrontabile con la precedente, datata novembre 2005, poiché ora include l'impatto delle misure introdotte dal governo. Sul fronte delle entrate queste si caratterizzano per l'aumento dell'IVA dal 16 al 19%, per la riduzione dei rimborsi per i pendolari, e per l'aumento dell'aliquota massima delle imposte sul reddito personale al 45% dal 42% per i redditi da lavoro superiori a €250k. Un terzo del maggiore gettito dovuto all'aumento dell'IVA verrà però utilizzato per ridurre il cuneo fiscale a favore sia delle imprese sia dei lavoratori. Nel complesso, **il Ministero stima una crescita delle entrate del 6,1% nel 2007, equivalente all'1,2% del Pil.** L'impatto netto della manovra sarà però ridotto da misure sul fronte della spesa del valore complessivo dello 0,4% del Pil. **La correzione netta sul deficit 2007 è prevista nello 0,8% del Pil: nello scenario del Ministero delle Finanze porterebbe il rapporto deficit/Pil al 2,5%.**

Crediamo che su questa stima esista un consistente rischio verso il basso. **Prendendo la correzione al deficit stimata dal Ministero delle Finanze ma applicandola alla nostra stima per il 2006, circa lo 0,6% inferiore a quella ufficiale, otterremmo un rapporto deficit/Pil intorno all'1,9%.** Il quadro migliorerebbe ulteriormente considerando che applicando il tasso di crescita stimato per il gettito fiscale 2007 alle nostre stime per il 2006 si ottiene un valore delle entrate superiore per lo 0,2% del Pil. La stima del rapporto deficit/Pil che otterremmo, *coeteris paribus*, sarebbe quindi di 1,7% nel 2007. Crediamo però che di fronte ad un miglioramento superiore alle attese ed agli impegni presi in sede comunitaria il governo tedesco verosimilmente deciderebbe, senza mettere a repentaglio il consolidamento dei conti pubblici, di utilizzare parte delle risorse a disposizione per sostenere la crescita in un anno generalmente atteso in rallentamento per l'attività economica. **Conservativamente quindi, rivediamo al ribasso la stima per il deficit 2007 al 2,0% da una precedente stima di 2,4%.**

Conclusioni: forte miglioramento del deficit, ma il rigore deve continuare

Il miglioramento atteso per il biennio in corso non è motivo per abbassare la guardia sulla finanza pubblica. Infatti, prescindendo da eventuali introiti da alienazioni di parte dell'attivo pubblico¹, **se le nostre previsioni di deficit si riveleranno corrette ciò sarebbe appena sufficiente a limitare l'aumento dal livello di fine 2005 del rapporto debito/Pil, la vera variabile cruciale per valutare la sostenibilità di lungo periodo dei conti pubblici.** Secondo stime dell'IMF, precedenti la presentazione delle misure di politica fiscale del governo Merkel², sarebbe stato necessario aumentare l'avanzo primario dell'1,6% del Pil rispetto alle proiezioni a politiche invariate nel biennio 2006-07 per stabilizzare il debito. Nel nostro scenario, l'avanzo primario migliora dell'1,5% dal 2005 al 2007, sfiorando quindi l'obiettivo indicato dall'IMF.

Deficit in calo ma il debito rimane sotto pressione



Fonte: Ministero delle Finanze, Commissione UE e Banca Intesa

Sempre secondo l'IMF, questo sarebbe solo il primo, più importante, passo. Negli anni successivi, soprattutto dopo il 2010, l'aumento della spesa dovuto all'invecchiamento della popolazione andrebbe a ridurre nuovamente il saldo primario tornando a mettere pressione sul livello di debito. La dimensione stimata per l'aggiustamento necessario è inferiore a quanto richiesto nel breve termine, ma comunque si situa tra 0 e 0,5% del Pil ogni anno. **Sfruttare al meglio la seconda metà del decennio per aumentare lo spazio di manovra nel bilancio pubblico in vista dell'impatto dell'invecchiamento della popolazione sulle finanze pubbliche dovrebbe quindi rimanere una priorità.**

¹ Secondo quanto contenuto nel PS, il governo Merkel si attende entrate a riduzione del debito pari allo 0,5% ed allo 0,9% del Pil nel 2006 e 2007 rispettivamente. Nell'aggiornamento di primavera delle stime della Commissione UE, tali poste pesano per lo 0,4% e lo 0,5% del Pil nel 2006 e 2007 rispettivamente. Nelle nostre elaborazioni abbiamo utilizzato una media tra questi estremi. Peraltro, le misure estemporanee di contenimento del debito non rappresentano una valida alternativa alla riduzione dell'avanzo primario per mantenere l'equilibrio di lungo termine delle finanze pubbliche e possono essere addirittura controproducenti. Si veda "Germany: A Long Run Fiscal Scenario Based on Current Policies" e "A Preliminary Public Sector Balance Sheet for Germany", IMF Selected Issues Novembre 2005.

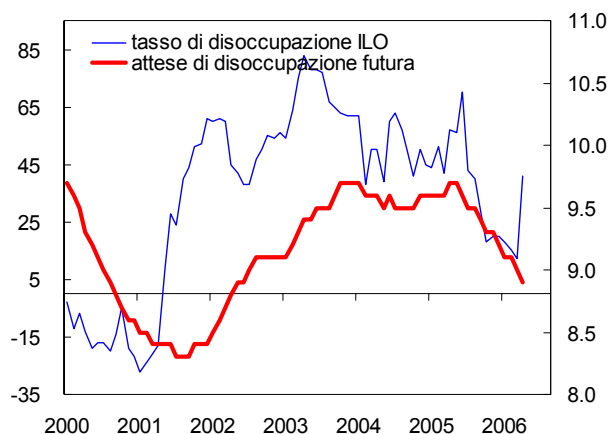
² Si veda "Germany: A Long Run Fiscal Scenario Based on Current Policies", IMF Selected Issues Novembre 2005.

Francia: crescita ancora forte

Anna Grimaldi
anna.grimaldi@bancaintesa.it

Nonostante le tensioni sociali, la crescita economica ha guadagnato piede da inizio anno ed è attesa aggirarsi in media al 2,0 nel 2006, un decimo più in alto che nello scenario di marzo. Nel 2007, la crescita è vista stabilizzarsi al 2,0% o leggermente al di sopra in parte perchè ci attendiamo che il ciclo elettorale farà da stimolo all'economia. In corso d'anno ci attendiamo un contributo più bilanciato delle diverse componenti di domanda alla crescita del Pil. Il commercio estero che ha tolto circa un punto alla crescita nel 2005 dovrebbe detrarre in media annua solo uno 0,1%. L'accelerazione della domanda mondiale e la ripresa ciclica nel resto dell'area, unitamente ad una moderazione del tasso di cambio effettivo deflazionato per il costo unitario del lavoro, dovrebbero garantire una crescita dell'export in volume di circa 4,9% dopo il 3,2% medio degli ultimi due anni, mentre l'import è atteso rallentare al 5% dopo due anni nell'intorno del +6%. La domanda interna ed in particolare i consumi privati rimarranno comunque la forza trainante per buona parte del 2006. Il supporto ai consumi dovrebbe venire da una progressiva accelerazione del reddito disponibile. La crescita occupazionale ha rallentato nei primi tre mesi di quest'anno ma dovrebbe ripartire già dai mesi primaverili in linea con la ripresa ciclica in atto ormai da metà 2005. I disordini sociali degli ultimi mesi, legati alla proposta di legge sul contratto di primo impiego (CPE), non avranno un impatto sulle decisioni di assumere da parte delle imprese. Le indagini congiunturali mostrano infatti soltanto un impatto sulle attese di disoccupazione dei consumatori ma non sulle intenzioni ad assumere da parte delle imprese (-13 a maggio da -17 a dicembre scorso). Gli investimenti fissi hanno rallentato a inizio 2006 ed in particolare hanno subito una brusca frenata gli investimenti aziendali. L'indagine sugli investimenti dell'INSEE di maggio continuava a segnalare intenzioni di spesa in aumento del 5% sul 2005, invariata rispetto gennaio. Non escludiamo, quindi, un recupero nella restante parte dell'anno. Gli investimenti in costruzioni ed in particolare quelli residenziali dovrebbero crescere ad un passo sostenuto grazie alle condizioni di finanziamento dei mutui ancora ampiamente favorevoli.

I disordini sociali hanno avuto soltanto un impatto sulla fiducia



Fonte: Insee e ricerca Banca Intesa

I prezzi al consumo dovrebbero crescere dell'1,9% in media annua nel 2006, per moderare quindi verso l'1,7% nel 2007 su minori pressioni dalla componente energia.

Il deficit francese ha chiuso il 2005 al 2,9% grazie in parte all'apporto di misure temporanee per un valore di circa 0,6% di Pil. Il Programma di stabilità di dicembre proiettava un deficit di 2,8% nel 2006 e ulteriori cali fino a raggiungere un avanzo di 0,1% del Pil nel 2009. Riteniamo che l'obiettivo di deficit per il 2006 sia raggiungibile. Nonostante ipotesi un po' ottimistiche sulla crescita della spesa sanitaria, l'accelerazione ciclica e il buon andamento del mercato immobiliare dovrebbero infatti sostenere le entrate fiscali. Vediamo, invece maggiori rischi sul 2007, anno elettorale, stimiamo quindi che il deficit possa tornare al o leggermente al di sopra del 3%. Vediamo il debito in aumento nel 2006 al 66,9% del Pil dal 66,6% del 2005. Nel 2007, è probabile che privatizzazioni per 7,5 mld di euro (come indicato nel Programma di stabilità) contribuiscano ad una stabilizzazione del rapporto debito Pil.

Francia – Previsioni

	2004	2005	2006	2007	2005			2006				2007
					2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi 2000, a/a)	2.0	1.2	2.0	2.1	0.8	1.4	1.1	1.5	2.2	2.1	2.4	2.4
t/t					0.0	0.6	0.3	0.5	0.6	0.6	0.5	0.6
Consumi privati	2.5	2.2	2.6	2.4	0.0	0.8	0.4	0.9	0.7	0.6	0.6	0.5
Investimenti fissi lordi	2.6	3.7	3.4	3.4	0.8	1.6	0.9	0.2	1.2	0.8	0.7	0.7
Consumi pubblici	2.1	0.9	1.4	2.3	0.0	0.6	0.0	0.5	0.3	0.5	0.5	0.6
Esportazioni	3.3	3.2	4.9	4.1	0.7	2.9	1.0	3.0	0.5	0.5	0.2	1.3
Importazioni	6.0	6.5	5.0	5.7	1.4	2.4	2.2	1.1	2.0	2.0	1.5	1.0
Var. scorte (contrib., %Pil)	0.3	0.0	-0.4	0.0	0.1	-0.4	0.2	-0.7	0.0	0.4	0.4	0.0
Partite correnti (%Pil)	-0.5	-1.3	-1.5	-1.4								
Deficit (%Pil)	-3.7	-2.9	-2.9	-3.1								
Debito (%Pil)	64.4	66.6	66.9	67.0								
CPI (a/a)	2.3	1.9	2.2	2.0	0.9	0.4	0.3	0.4	1.2	0.3	0.4	0.4
Produzione Industriale	2.0	0.2	0.8	1.7	-0.3	0.3	-0.3	0.6	0.2	0.8	0.1	0.4
Disoccupazione (%)	9.6	9.5	8.9	8.8	9.7	9.5	9.3	9.1	8.9	8.9	8.9	8.8

Italia: il rigore è l'unica strada possibile

Anna Grimaldi
anna.grimaldi@bancaintesa.it

Il Pil è cresciuto al di sopra del potenziale a inizio 2006. sostenuto dalla congiuntura internazionale ma anche da fattori interni

Sono ripartiti anche i consumi e gli investimenti. Il recupero delle costruzioni potrebbe rivelarsi solo temporaneo

La crescita potrebbe essere penalizzata da effetti statistici nel T2 e da cambio e petrolio nella seconda metà dell'anno

Una crescita di 1,5% a/a non è comunque sostenibile nel medio termine, a causa di profondi problemi strutturali

Come anticipato a marzo scorso l'economia italiana è tornata a crescere nei mesi iniziali del 2006, dopo lo stallo del 2005. Il Pil è avanzato di 0,6% t/t in termini congiunturali e di 1,5% a/a in termini tendenziali. In linea con le nostre attese, la ripresa ciclica è spiegata da una forte accelerazione dell'industria che ha registrato nel primo trimestre la migliore performance dal 2000. Anche i servizi hanno ritrovato smalto, crescendo di 0,7% sul trimestre, in linea con i segnali fortemente positivi raccolti dall'indagine PMI. E' indubbio che il Paese sta beneficiando della forte accelerazione della domanda globale, della performance brillante del manifatturiero tedesco, ma forse anche di nuovi fattori interni. La crisi di fine 2004 - inizio 2005 ha probabilmente operato una selezione delle imprese più efficienti e meglio in grado di rispondere alle pressioni della concorrenza internazionale. I dati sulla produzione industriale mostrano infatti un trend in netto miglioramento rispetto ad un anno fa anche per i settori maggiormente colpiti dalla crisi quali la chimica, l'elettronica, l'industria della plastica e del legno. Solo il tessile fa fatica a risalire la china ma il trend almeno sembra essersi stabilizzato.

Sul fronte della spesa il ritrovato vigore è in larga misura spiegato dal forte contributo della domanda interna che ha aggiunto 0,9 punti percentuali alla crescita. Come largamente anticipato è ripartito il ciclo degli investimenti industriali necessari per sostituire quanto meno la capacità produttiva esistente. L'elemento più sorprendente è indubbiamente il forte recupero dei consumi privati che sono cresciuti di 0,8% t/t dopo lo stallo di fine 2005. E' in particolare la spesa per servizi che ha fatto da traino, mentre e' calato ancora il consumo di durevoli (-0,2% t/t) anche se ad un tasso meno marcato che a fine 2005 (-0,7% t/t). La spesa per beni non durevoli si è aggirata in territorio appena positivo (+0,1% t/t dopo -0,9% t/t). Meno scontato, invece, era il recupero delle costruzioni che riteniamo potrebbe rivelarsi di breve durata. L'aumento dei tassi d'interesse e il rincaro dei prezzi delle materie prime potrebbero incidere sulla performance del settore già dal terzo trimestre. La politica fiscale e le misure introdotte con la Finanziaria 2006 potrebbero penalizzare gli investimenti in progetti da luglio in avanti.

Guardando in avanti i segnali più che incoraggianti inviati dalle indagini congiunturali sul manifatturiero e sui servizi indicano una continuazione di questa fase di crescita al di sopra del potenziale anche nei mesi primaverili. Il PMI composito ha infatti toccato a maggio un livello di 60,8, il massimo dal 2000 e 13 punti e mezzo più elevato che a maggio 2005. La media degli indicatori di fiducia per il bimestre aprile - maggio è finanche al di sopra del livello del 2006.T1 e quindi coerente con un'accelerazione della produzione e del Pil. Tuttavia, a causa di effetti statistici manteniamo una previsione di crescita del Pil di 0,4% t/t scarso nel 2006.T2. La tarda Pasqua e il ponte del 25 aprile sembrano aver inciso sul forte calo della produzione industriale ad aprile (-1,0% m/m.) che è in rotta per un calo nel 2006.T2 di 1,0% t/t dopo il +1,2% t/t di marzo. Con un rallentamento così marcato della produzione industriale ci sembra difficile che il Pil 2006.T2 possa crescere più dello 0,4% t/t. Soltanto un'ulteriore accelerazione dell'attività nei servizi nell'intorno dell'1,4% dallo 0,8% registrato nei mesi invernali potrebbe mantenere la crescita sui livelli del primo trimestre. Il rallentamento atteso nei mesi primaverili non segna un'inversione di tendenza rispetto agli ultimi mesi. E' possibile che il recente andamento di cambio e petrolio penalizzino la produzione e la crescita da metà estate, ma ciò dovrebbe essere anticipato dalle indagini congiunturali.

Se la fase ciclica è sicuramente in netto miglioramento rispetto al 2004 e al 2005 va comunque ricordato che il Paese difficilmente potrà crescere dello 0,6% t/t perchè il potenziale rimane severamente appiattito da gravi problemi strutturali

che interessano sia l'industria che i servizi nonché dinamiche demografiche avverse.

Per invertire la dinamica del Clup non basta intervenire sul livello tramite un taglio del cuneo fiscale

Com'è noto, nell'ultimo decennio, l'Italia ha visto quasi dimezzarsi le proprie quote sull'export mondiale. In parte ciò è da ricondurre alle condizioni di partenza (specializzazione produttiva, composizione dei mercati di sbocco), ma è indubbio che ha giocato un ruolo anche una perdita complessiva di competitività, come testimonia l'andamento relativo del tasso di cambio effettivo deflazionato per il costo unitario del lavoro (CLUP³): in meno di dieci anni, tale indice ha accumulato un gap di circa 10 punti percentuali con il resto dell'area euro e di circa quaranta punti percentuali rispetto alla Germania. All'interno dell'unione monetaria, il recupero di competitività può avvenire soltanto tramite il contenimento della crescita del CLUP al di sotto della media europea. La proposta di riduzione del cuneo fiscale è volta a contenere direttamente l'aumento del Clup, riducendone il livello in un dato anno.⁴ La proposta di decontribuzione sicuramente va nella direzione giusta, cercando di chiudere il divario del costo del lavoro che penalizza le imprese italiane. Tuttavia, l'eliminazione del carico per gli oneri impropri andrebbe affrontata insieme alla modifica del sistema previdenziale e assistenziale, come è stato fatto per esempio in Germania nell'ultimo anno. Va inoltre considerato che per invertire in modo duraturo la dinamica del CLUP è necessario non soltanto intervenire sul livello attraverso una riduzione del cuneo fiscale ma anche sulle dinamiche sottostanti ovvero sulle dinamiche retributive e su quella della produttività per addetto. Un ripensamento delle relazioni industriali, maggiore deregolamentazione nel settore dei servizi e dei fattori potrebbero contribuire in modo significativo ad alterare le dinamiche sottostanti di salari e produttività.

ma bisogna agire sulle dinamiche sottostanti di salari e produttività

Un taglio selettivo del cuneo fiscale è più facile da coprire ma sicuramente meno efficace

Resta poi da considerare che il principale problema della proposta è la mancanza di una copertura finanziaria credibile. L'onere per il bilancio pubblico è stimato in circa 10 miliardi. L'applicazione selettiva del taglio del cuneo fiscale sicuramente ridurrebbe il costo della riforma, ma non renderebbe più efficace la manovra. Selezionare imprese e lavoratori non è un'operazione semplice e rischia di rivelarsi costosa e ridurre significativamente i benefici di una riduzione del carico fiscale.

E' necessario sfruttare il vento in poppa per dare inizio al risanamento dei conti pubblici nel breve periodo

Questo momento di crescita più positivo va sfruttato innanzitutto per cominciare il processo di risanamento dei conti pubblici. In assenza di risorse, le riforme per rilanciare la crescita dovranno limitarsi a quelle aree di intervento dove il costo per le casse dello stato è praticamente nullo quali appunto la liberalizzazione dei servizi e la deregolamentazione del mercato dei prodotti. Come annunciato dal nuovo governo per contenere il disavanzo 2006 nell'intorno del 4,0% è necessaria una manovra di circa 8 mld. Si hanno per il momento informazioni limitate sulle misure che la manovra estiva introdurrà. Sono state indicate come probabili interventi sul fronte delle imposte dirette, nonché ulteriori controlli sulla spesa corrente. L'intervento sull'IVA non dovrebbe comportare un aumento dell'aliquota media (già al 20%) ma modifiche sulle modalità di riscossione dell'imposta con la finalità di recuperare base imponibile. Sul fronte della spesa, il neo Ministro dell'economia, in una recente intervista al Sole 24 ore del 9 giugno, si è detto non contrario al mantenimento del limite del 2% per la crescita della spesa corrente.

³ Il CLUP è definito come rapporto tra la retribuzione per addetto e la produttività per addetto. La dinamica del CLUP è quindi determinata dalla differenza tra le variazioni di queste due grandezze.

⁴ Secondo tale proposta verrebbero eliminati i contributi per gli oneri impropri (maternità, disoccupazione, malattia, assegni familiari); la riduzione dei contributi sarebbe complessivamente pari a 5 punti percentuali, in parte a beneficio del datore di lavoro e in parte del lavoratore.

L'impegno ad una manovra correttiva per il 2006, i cui dettagli saranno illustrati in sede di Dpef, (atteso al più tardi per il 11 luglio quando il neo Ministro delle Finanze prenderà parte all'Ecofin) probabilmente rinvia il giudizio sul merito di credito da parte delle agenzie di rating anche se come indicato da Fitch le misure andranno comunque valutate. Fitch ha aggiunto che resta comunque un appuntamento nel prossimo futuro per valutare il rating dell'Italia. E' importante dunque che il Dpef presenti un intervento qualitativamente convincente. Non ci si può permettere di attendere la Finanziaria insomma.

In attesa di maggiori dettagli sulla manovra straordinaria per il 2006 manteniamo invariate le nostre previsioni. In attesa di maggiori dettagli sulla manovra straordinaria per il 2006: teniamo invariate le nostre stime di crescita e inflazione. Il Pil 2006 è visto crescere all'1,3% e l'inflazione chiuderà in media 2,0%. Nel 2007, vediamo la crescita rallentare all'1,0% perchè verrà in parte meno lo stimolo esterno. Stimiamo un rallentamento dei prezzi al consumo all'1,7% nell'ipotesi di un rientro del prezzo del petrolio.

Italia – Previsioni

	2005	2006	2007	2005			2006			2007	
				2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi 1995, a/a)	0.0	1.3	1.0	0.1	0.1	0.5	15	12	11	14	11
t/t				0.6	0.3	0.0	0.6	0.3	0.2	0.3	0.3
Consumi delle famiglie	0.1	1.5	1.1	0.6	0.5	-0.3	0.8	0.2	0.3	0.3	0.1
Consumi collettivi	0.3	0.7	1.2	0.0	0.1	0.2	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3
Investimenti fissi	-0.6	2.3	1.9	19	10	-17	17	0.9	0.7	0.5	-0.1
Importazioni	1.4	3.5	3.2	2.0	0.2	0.6	16	11	16	10	-0.5
Esportazioni	0.3	2.8	2.4	2.5	-0.4	12	2.5	-16	0.0	0.5	19
Contr. % PIL											
Commercio estero	-0.3	-0.2	-0.2	0.1	-0.1	0.1	0.2	-0.4	-0.1	-0.1	0.1
Domanda finale interna	0.1	1.5	1.3	0.8	0.5	-0.4	0.9	0.4	0.3	0.2	0.6
Var. scorte	0.0	0.0	-0.1	-0.2	-0.1	0.3	-0.5	0.4	0.0	0.2	-0.3
Partite correnti (% Pil)	-0.8	-1.3	0.7	-2.2	0.1	-12	-2.3	-18	0.1	-12	-2.1
Deficit (% Pil)	-4.1	-4.4	-4.1								
Debito (% Pil)	106.4	108.6	108.5								
CPI (a/a)	2.0	2.0	1.7	18	2.0	2.0	2.1	2.1	19	19	18
Produzione Industriale	-0.9	0.9	0.8	13	0.9	-0.6	12	-10	0.2	0.1	11
Disoccupazione (%)	7.7	7.3	7.2	7.7	7.7	7.6	7.4	7.4	7.3	7.3	7.2

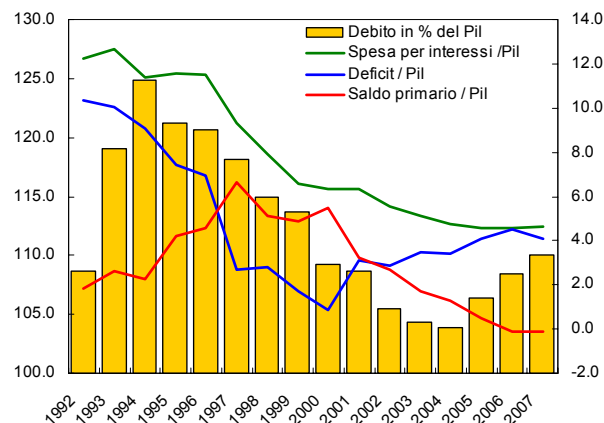
Focus - L'emergenza conti pubblici è quasi seria come nel 1992

Anna Grimaldi
anna.grimaldi@bancaintesa.it

La Commissione istituita dal nuovo governo per accertare lo stato dei conti pubblici 2006 ha espresso a un giudizio piuttosto preoccupato sul possibile andamento della finanza pubblica "sull'ulteriore deterioramento dei saldi tendenziali sul sostanziale azzeramento del saldo primario". Si evidenzia, in particolare, l'urgenza di sfruttare condizioni ancora agevoli sui mercati finanziari cercando di contenere il deragliamento dei conti pubblici prima che la spesa per interessi torni a salire.

La situazione di finanza pubblica appare quasi altrettanto grave che nel 1992. La situazione dei saldi di finanza pubblica è quasi più grave che nel 1992. Allora l'avanzo primario era di 1,8% del Pil e la dinamica del debito era appesantita dalla spesa per interessi (12,2% Pil) che tuttavia poteva prevedersi in discesa in vista dell'entrata nell'unione monetaria. Oggi la spesa per interessi ammonta a poco più di un terzo del livello del 1992, ed è purtroppo l'azzeramento del saldo primario a spiegare l'aumento del debito.

Il saldo primario è più basso che nel 1992



Fonte: Istat, Banca d'Italia e stime Banca Intesa per il 2006 – 2007

Secondo lo studio il rapporto deficit Pil 2006 si aggirerebbe al 4,1% e non al 3,8% come indicato nella Relazione Trimestrale di Cassa dello scorso aprile. Tale stima sconta l'andamento di peggiori spese per (5,8 mld di €) e un migliore andamento delle entrate rispetto a quanto previsto dalla Relazione Trimestrale di Cassa che recepisce le misure adottate con la Finanziaria 2006. Si ricorda, a riguardo, che la Finanziaria introduceva, se pienamente attuata, una correzione del deficit di circa 0,8% di Pil (per un riepilogo delle principali misure introdotte con la finanziaria 2006 si veda la tabella 2).

Tab. 1 – Saldi di Finanza Pubblica 2006 - 2007 (Dati in % del Pil)

	Pil		Indebitamento		Debito		Saldo Primario	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Programma di Stabilità	1.5	1.5	3.5	2.8	108.0	106.1	1.3	1.9
RTC	1.3		3.8				0.6	
Commissione Giu '06	1.3		4.1	2.8	108.3	106.4		
Banca Intesa	1.3	1.1	4.5	4.1	108.6	108.6	-0.1	0.4

Fonte: Tesoro, e Banca Intesa

Tab. 2 – Manovra per il 2006 principali misure mld di euro

Maggiori spese e minori entrate (mld €)		Minori spese e maggiori entrate (mld €)		
Minori entrate	>Riduzione aliquota per assegni familiari	2.00	>Contenimento consumi Amm Centrali	160
	>Trasferimento Tfr	0.16	>Taglio stanziamento di bilancio PA	2.6
	>Proroga agevolazioni fiscali ai forestali Calabria,	170	>Taglio agli investimenti (-5%) e Patto di Stabilità	3.8
	>Distretti industriali	0.05	>Sanità	2.5
		>Minori trasferimenti a Enti locali	3.7	
		>Altre misure	2.8	
	Totale	3.9	Totale	17.0
Maggiori spese	>Fondo Famiglie e sviluppo	0.8	>Modifiche determinazione reddito d'impresa	4.8
	>Maggiori oneri legislativi vigenti	0.7	>Rivalutazione cespiti d'impresa	0.9
	>Pubblico impiego / rinnovo contratti 06/07	0.7	>Recupero di base imponibile	17
	>Altri interventi	0.9	>Giochi (0,7) & imposta sostitutiva cessione fabbricati (0,5)	12
			>Programmazione fiscale	2
	Totale	3.2	Totale	10.6
	>Riduzione deficit di 0,8			
	Totale maggiori spese e minori entrate	7.1	Totale minori spese e maggiori entrate	27.6
Manovra netta				20.5

Fonte: Tesoro, Banca d'Italia Relazione Annuale e ricerca Banca Intesa

Si rende quindi inevitabile una manovra correttiva tra i 7 e i 10 miliardi di euro. Ma le preoccupazioni non finiscono qui dal momento che sulla previsione di 4,1% pesano rischi per circa 0,5 punti di Pil. Pertanto il deficit 2006 potrebbe chiudere al 4,6% del Pil. I rischi potrebbero scaturire per uno 0,3% del Pil dall'inefficacia di alcune misure introdotte con la finanziaria. In particolare, si segnalano rischi per il rispetto dei vincoli di spesa sugli Enti Locali. Vi sono poi rischi di attuazione (0,2% Pil) di alcune delle misure previste dalla Finanziaria 2006 e che riguardano in particolare Ferrovie dello Stato, Anas, e che avrebbero, se completamente attuate, effetti non trascurabili sui flussi d'investimento⁵, i consumi intermedi delle amministrazioni centrali, ed in generale sulla funzionalità della pubblica amministrazione. Secondo il comunicato del Ministero dell'Economia e delle Finanze saranno necessari aumenti di spesa per circa 0,2 punti di Pil.

Il rapporto della Commissione segnala inoltre che un maggiore afflusso di informazioni potrebbe portare a revisioni al rialzo delle stime del deficit rispetto alla forchetta 4,1/4,6%.

Per il 2007, il Ministro dell'Economia non ha per il momento chiesto una proroga per mantenere gli impegni assunti dal precedente governo: un deficit al 2,8% del Pil, come mostrato nell'aggiornamento del Programma di Stabilità.

Assumendo una crescita del Pil nominale al 3,6% una manovra correttiva per circa 8 mld di € (0,5% di Pil) sarebbe sufficiente a tenere il deficit in prossimità del 4%. Manteniamo tuttavia la nostra stima di un deficit 2006 al 4,4% – 4,5% del Pil, in attesa di ulteriori chiarificazioni sulla qualità della manovra e data il maggiore scetticismo sull'efficacia e la possibilità di attuazione della manovra 2006. Nel 2007 assumiamo un deficit del 4,1% di Pil. Con un tendenziale 2007 che, tenendo

⁵ Gli investimenti in progetti risentono infatti dei tagli del 92,3% delle risorse delle FS e dell'83,5% dell'Anas e, secondo le stime dell'Ance, del 4,2% all'alta velocità. Inoltre se dovesse essere effettivamente attuato il paventato blocco dei cantieri dell'Anas gli investimenti in costruzioni potrebbero secondo le stime dell'Ance praticamente azzerarsi (ridursi allo 0,2% in media annua da una stima di 0,9%, di due decimi più ottimista della nostra). Ad aggravare la situazione vi è il tetto di 1,9 mld di € imposto dalla finanziaria agli investimenti (il fabbisogno minimo è di 3 mld di €). Il tetto di spesa comincerà a farsi sentire da luglio in poi con il rallentamento degli stati di avanzamento lavori.

conto di una manovra straordinaria 2006 di 0,5% di Pil, viaggerebbe al 5%, sarebbe necessaria una manovra di circa 2,0% (28 mld di €) se si volesse riportare il deficit al di sotto del 3%. Ci sembra dunque più cauto assumere che si possa rimanere nell'intorno del 4%.

Ma veniamo alla nota dolente: la dinamica del debito pubblico. Il Comunicato stima che il rapporto debito Pil toccherà il 108,3% dal 106,4% del 2005, in aumento quindi per il secondo anno. Tale proiezione incorpora una stima di fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche di 73,3 mld di € in crescita rispetto al 68,4 mld di € del 2005, in linea con l'aumento della stima per l'indebitamento. Su questa proiezione, si stima possano esservi notevoli rischi verso l'alto data lo stallo del programma di privatizzazioni e la compensazione di operazioni di natura finanziaria nonché il rischio che alcune operazioni di cartolarizzazione possano essere riclassificate da Eurostat con un impatto non trascurabile sul debito. La nostra stima al 108,6% non si discosta significativamente da quella del nuovo governo e riflette soltanto un maggiore indebitamento. Maggiori incertezze gravano sul 2007 dal momento che le nostre stime tendenziali proiettano un saldo primario di - 0,6% del Pil per riportare il quale in territorio positivo al lo 0,3% sarà necessaria una manovra strutturale di almeno un punto di Pil.

In particolare attendiamo misure che mirino a ricostituire un avanzo primario che consenta di riportare il debito pubblico su di un sentiero di sostenibilità nel medio termine. La correzione dovrebbe far leva sulle spese correnti primarie che sono aumentate al 39,9% del Pil dal 37,7% nel 1997. Individuiamo come indispensabili interventi sulle dinamiche della spesa pensionistica e sanitaria per ridurre le incidenze sul debito complessivo prima che le dinamiche demografiche diventino eccessivamente sfavorevoli. A riguardo sarebbero essenziali interventi per innalzare ulteriormente l'età pensionabile, per completare lo sviluppo del terzo pilastro e per aumentare la partecipazione al mercato del lavoro. Il programma di Stabilità dello scorso dicembre proiettava un avanzo primario del 3,2% nel 2009. Un tale obiettivo si fonda sull'ipotesi di una spesa demografica sostanzialmente invariata nel prossimo decennio. E' più che probabile che tali voci di spesa registrino aumento più sostenuti e che si renda quindi necessario un maggiore intervento sul saldo primario. Stimiamo che per ricondurre il debito su di un sentiero di sostenibilità nel medio termine è necessario adottare misure per riportare l'avanzo primario dall'attuale 0,0% di Pil verso il 4% per il 2010. Nelle pagine successive rivisitiamo l'aritmetica della sostenibilità del debito e cerchiamo di illustrare perchè è necessario riportare il saldo primario verso il 4% per il 2010.

L'aritmetica della sostenibilità

Per sostenibilità delle finanze pubbliche si intende, fatte delle assunzioni sulla crescita potenziale del PIL, una dinamica di entrate e uscite dell'Amministrazione Pubblica compatibile con una graduale stabilizzazione del debito pubblico nel medio termine. Nell'unione monetaria, inoltre, il debito dovrebbe convergere a un livello inferiore al 60% del PIL.

Uno sguardo all'equazione dinamica del debito indica che sarà necessaria una manovra correttiva nei prossimi anni per ricondurre le finanze pubbliche su un sentiero disponibile.

La variazione del rapporto debito/Pil D_t/Y_t in un dato anno è determinata dal saldo primario (entrate meno spese al netto degli interessi) PB_t/Y_t , dalla differenza tra l'onere medio r sul debito alla fine del periodo precedente (D_{t-1}/Y_{t-1}) e il tasso di crescita dell'economia g ⁶:

$$\Delta \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} = \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} * \frac{(r-g)}{(1+g)} - \frac{PB_t}{Y_t}$$

L'equazione ci dice che l'incidenza del debito sul prodotto interno si riduce al crescere dell'avanzo primario (PB_t diventa più negativo) e quando la crescita nominale è più grande rispetto all'onere medio del debito, ovvero quando $(r-g) < 0$. Nel caso italiano, questo termine è positivo dal 1991 e nel 2005 è salito al 2,5% da una media dell'1,4% nei tre anni precedenti. Il saldo primario è aumentato negli anni '90 ma il surplus è stato poi eroso negli ultimi anni fino a toccare lo 0,5% del Pil nel 2005. Si noti che se $r > g$ il debito tende ad autoalimentarsi e si innesca quello che in gergo si chiama l'effetto *snowball*. L'appartenenza all'unione monetaria limita la dimensione del premio per il rischio paese e, quindi, l'effetto *snowball*, ma non può escludere del tutto che quest'ultimo si verifichi. Per quanto riguarda gli sviluppi futuri della situazione italiana, analizziamo di seguito tre scenari di riferimento.

Scenario 1: con l'avanzo primario fermo al livello del 2005, il debito esplose

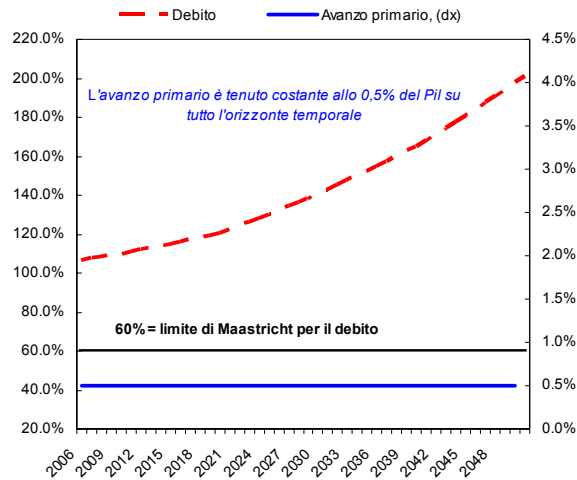
Una semplice simulazione mostra che se tenessimo fermi l'avanzo primario e l'onere medio sul debito ai livelli del 2005, il debito si muoverebbe su di un sentiero esplosivo e toccherebbe il 220% del Pil nel 2050. La simulazione assume lo stesso tasso di crescita reale utilizzata dal Fondo Monetario⁷ e una crescita del deflatore del Pil di circa l'1,9%.

Si noti che l'esercizio non tiene in considerazione l'aumento di spesa pensionistica e sanitaria legato all'invecchiamento della popolazione. Le tavole di simulazione del FMI, pur tenendo conto delle riforme attuate dal 1991 ad oggi, prevedono che la spesa pensionistica aumenti di circa 3,4 punti di Pil tra il 2005 e il 2040, quando dovrebbe salire al 17,8% del Pil. Nello stesso periodo la spesa sanitaria dovrebbe aumentare all'8% del Pil dall'attuale 6,7%. Ciò significa che anche una mera stabilizzazione dell'avanzo primario sui livelli attuali implicherebbe in futuro degli interventi compensativi su altre voci di bilancio.

⁶ Il debito pubblico D_t in ogni anno t è derivato dalla spesa per interessi $D_{t-1} * (1+r)$ più il surplus primario PB_t : $D_t = D_{t-1} * (1+r) - PB_t$. In percentuale del Pil l'equazione può essere riscritta $\frac{D_t}{Y_t} = \frac{D_{t-1}}{Y_t} * (1+r) - \frac{PB_t}{Y_t}$. Si noti che $Y_t = Y_{t-1} * (1+g)$, dove g è il tasso di crescita del Pil nominale, l'equazione può quindi essere riscritta come: $\frac{D_t}{Y_t} = \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} * \frac{(1+r)}{(1+g)} - \frac{PB_t}{Y_t}$. La variazione del debito può quindi essere derivata sottraendo ad entrambi i lati $\frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}}$ ne segue che: $\frac{D_t}{Y_t} - \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} = \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} * \frac{(1+r)}{(1+g)} - \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} - \frac{PB_t}{Y_t}$, che raccogliendo i termini può essere riscritta come $\Delta \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} = \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} * \frac{(r-g)}{(1+g)} - \frac{PB_t}{Y_t}$.

⁷ L'esercizio assume un tasso di crescita reale di 1,3% tra il 2007 e il 2010 e dello 0,7% dal 2011, in linea con le proiezioni del FMI.

Fig. 1 - Senza interventi sull'avanzo primario il debito è su un sentiero esplosivo



Fonte: dati ISTAT, Banca d'Italia e FMI elaborazioni Banca Intesa

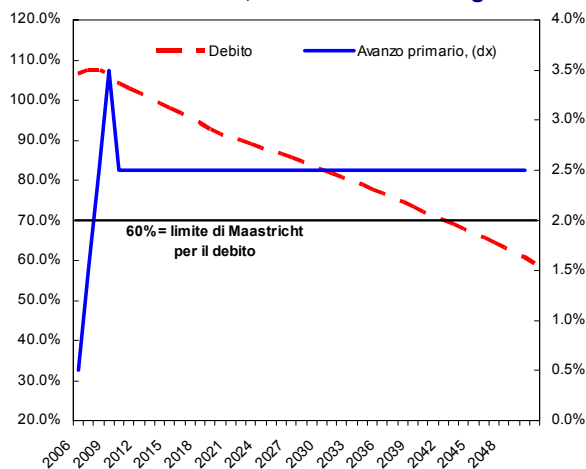
Scenario 2: l'avanzo primario al 3,5% del Pil nel 2009, il debito torna su un sentiero sostenibile

Cerchiamo di capire cosa succederebbe al rapporto debito/Pil se venissero rispettate le indicazioni contenute nel Programma di Stabilità che prevedono un aumento dell'avanzo primario al 3,5% del Pil per il 2009. Dal 2010 in poi assumiamo una stabilizzazione dell'avanzo primario al 2,5%. Questo scenario consentirebbe di raggiungere un rapporto debito/Pil del 60% nel 2040. Si noti che **quanto più avanti è spostato l'aggiustamento, tanto maggiore sarà l'aumento del saldo primario necessario per stabilizzare il debito**. Rimandare la correzione non fa altro che aumentare il costo per le generazioni future.

È importante notare che la dimensione della correzione necessaria potrebbe essere maggiore rispetto a ciò che appare dalla simulazione a causa del fenomeno di invecchiamento della popolazione menzionato sopra.

Va inoltre considerato che una manovra restrittiva così ampia avrebbe certamente effetti negativi sulla crescita economica, almeno nel breve termine.

Fig. 2 - Se si porta l'avanzo primario al 3,5% del Pil nel 2009 e lo si mantiene al 2,5% il debito converge al 60%

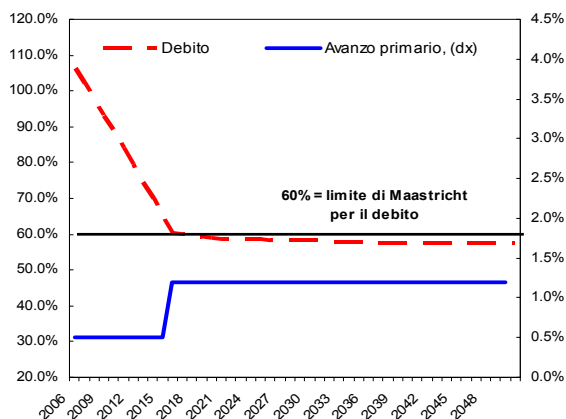


Fonte: dati ISTAT, Banca d'Italia e FMI elaborazioni Banca Intesa

Scenario 3: agire soltanto sul debito

Una strada alternativa per ridurre il debito è una riduzione del rapporto debito/Pil tramite massicce alienazioni delle attività dello Stato e degli Enti Locali. Per ipotesi, con alienazioni per un controvalore del 5,3% del Pil all'anno tra il 2006 e il 2015, il debito tornerebbe al 60% del Pil. Una manovra di questo tipo richiederebbe incassi per circa €80mld all'anno - un obiettivo decisamente ambizioso. Va peraltro considerato che se i cespiti alienati sono necessari all'esercizio dell'attività delle Amministrazioni Pubbliche queste si troverebbero a dover pagare un canone di locazione che andrebbe ad appesantire l'avanzo primario e riducendo il vantaggio derivante dalla minore spesa per interessi. È dunque dubbio che, se anche fosse realizzabile, la valorizzazione dell'attivo delle Amministrazioni Pubbliche possa alterare significativamente i flussi di spesa primaria. Una volta venuto meno l'aiuto delle dismissioni si renderebbe comunque necessario un aumento dell'avanzo primario per stabilizzare il rapporto debito/Pil, per i motivi già illustrati sopra.

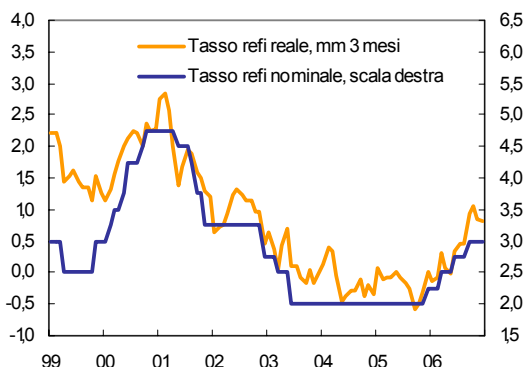
Fig. 3 – Dismissioni per 5,3% di Pil annui fino al 2015 consentirebbero di portare il debito al 60%



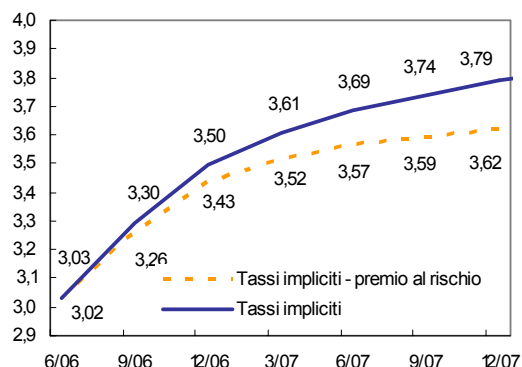
Fonte: dati ISTAT, Banca d'Italia e FMI elaborazioni Banca Intesa

La situazione in un'occhiata

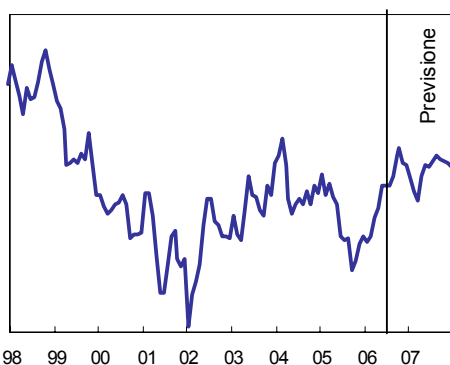
Tasso refi nominale e reale



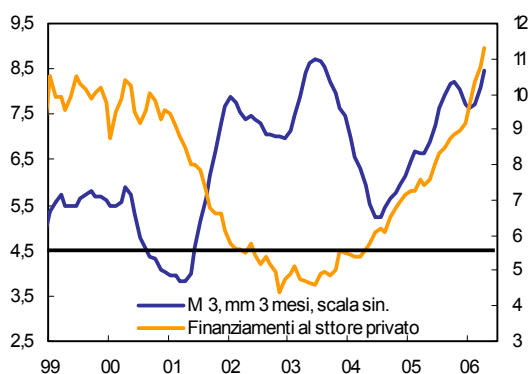
La curva strip dei Futures sull'Euribor a 3 mesi



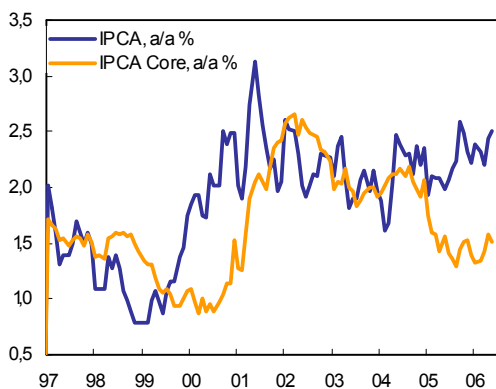
Indice Banca Intesa di condizioni monetarie



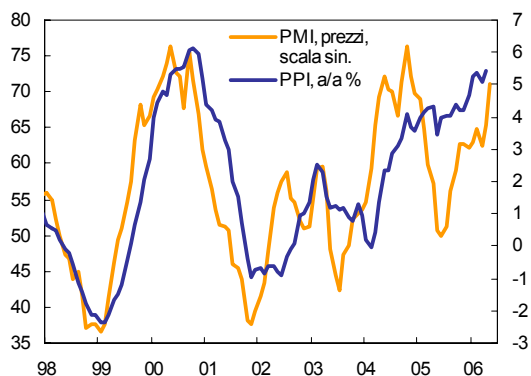
Moneta e credito



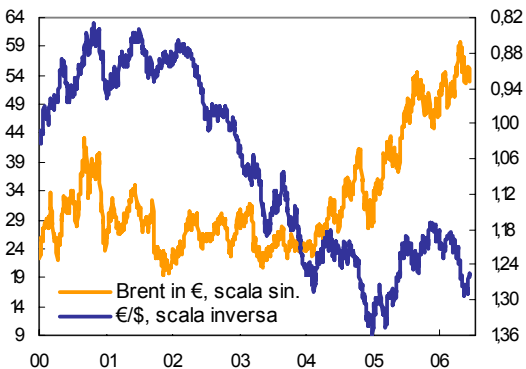
Inflazione headline e inflazione core



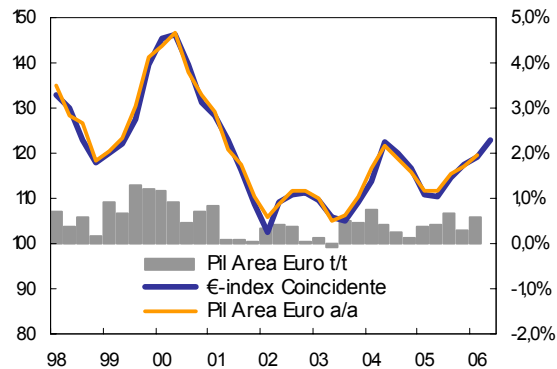
Prezzi a monte e inflazione alla produzione



Pressioni esterne sulla stabilità dei prezzi



Indicatori ciclici e crescita del Pil



Regno Unito

Asmara Jamaleh
Asmara.Jamaleh@bancaintesa.it

Poche sono le novità di scenario per l'economia britannica rispetto al trimestre scorso. **Si conferma infatti il consolidamento della ripresa** dopo la frenata subita nella prima parte del 2005, **ma il picco della crescita dovrebbe essere alle spalle**. Si iniziano infatti a intravedere segnali di raffreddamento/decelerazione rispetto all'ottima performance di inizio anno. Dopo due trimestri consecutivi (2005.IV e 2006.I) di crescita allo 0,6% t/t (a potenziale) tale ritmo non appare facilmente sostenibile per il resto dell'anno. Già nel secondo trimestre infatti le stime suggeriscono un leggero rallentamento a 0,5% t/t. In media annua però la previsione è del 2,2%, sostanzialmente analoga alla precedente (2,3%) – così come quella per il 2007 che viene ritoccata solo da 2,5% a 2,4%.

Tale scenario consente di scartare l'eventualità di un allentamento della politica monetaria, prospettata da alcuni ancora nel primo trimestre. Non consente però di escludere a priori il **rischio di un rialzo dei tassi, in caso di deterioramento del quadro inflazionistico**: un intervento restrittivo sarebbe da interpretarsi a compensazione dell'allentamento "cautelativo" attuato in estate quando la banca centrale temeva una frenata dei consumi, che non si è verificata, se non nel primo trimestre 2006 – quando però si è trattato di una correzione fisiologica a 0,2% t/t partendo però da un roboante 0,7% del 2005.IV. Pur mancando le premesse per un ritorno verso i ritmi di fine 2005 già nel trimestre in corso si dovrebbe assistere ad un rimbalzo con stabilizzazione nei mesi successivi. Dinamica opposta invece per gli investimenti che dopo un esordio d'anno a gonfie vele sono destinati a moderare il passo, pur confermando una performance di fondo favorevole. **Negativo** probabilmente resterà invece il **contributo del canale estero**, che nel primo trimestre ha tolto lo 0,4% alla crescita, e che, dopo l'ampio apprezzamento registrato dal cambio nel 2006.II, difficilmente riuscirà ad invertire la tendenza.

Dall'altra parte però il **rafforzamento della sterlina (per quanto non destinata a portarsi oltre i massimi recenti) dovrebbe contribuire a contenere l'inflazione importata**, prevenendo - unitamente alla moderazione della dinamica retributiva in linea con condizioni meno tirate sul mercato del lavoro (disoccupazione ancora in aumento) – la piena e permanente trasmissione a valle dei rincari di energia e materie prime. **Questo supporterebbe uno scenario centrale di stabilità dei tassi nei prossimi mesi, anche se ultimamente il rischio di una restrizione monetaria è andato crescendo**: ulteriori sostenuti aumenti di prezzo degli input produttivi con difficoltà potrebbero infatti venire ancora riassorbiti attraverso la riduzione dei margini.

Regno Unito – Previsioni

	2005	2006	2007	2005			2006			2007	
				2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi cost., a/a)	1,8	2,2	2,4	1,7	1,9	1,8	2,2	2,1	2,2	2,2	2,3
t/t				0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	0,6	0,5	0,6
Consumi privati	1,7	1,9	2,3	0,2	0,5	0,7	0,2	0,5	0,5	0,6	0,6
Investimenti fissi	3,2	3,3	4,0	0,0	2,7	-0,5	1,5	0,6	0,4	0,5	1,2
Consumi pubblici	2,9	3,2	2,3	1,3	1,4	1,2	0,6	0,3	0,6	0,5	0,6
Esportazioni	5,6	8,9	4,7	3,6	0,9	2,2	4,7	0,4	1,0	0,5	1,5
Importazioni	5,3	9,0	4,8	2,7	2,3	1,0	5,5	0,3	0,6	0,6	1,6
Var. scorte (contrib., % Pil)	-0,3	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,5	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Partite correnti (% Pil)	-2,6	-3,0	-3,3	-1,2	-3,7	-3,6	-3,0	-3,1	-3,0	-3,1	-3,2
Deficit (% Pil)	-3,1	-2,8	-2,7								
Debito (% Pil)	42,1	43,0	43,7								
RPIX (a/a)	2,2	2,4	2,5	2,2	2,4	2,2	2,2	2,4	2,5	2,4	2,3
Produzione Industriale	-1,9	0,4	0,8	-0,2	-0,7	-0,8	0,7	0,5	0,6	0,2	0,2
Disoccupazione (%)	2,7	3,0	3,1	2,7	2,8	2,8	2,9	3,0	3,0	3,1	3,1
Eurosterlina a 3 mesi	4,70	4,68	4,48	4,83	4,55	4,56	4,59	4,68	4,75	4,70	4,60
Long Gilt	4,39	4,48	4,41	4,44	4,31	4,24	4,19	4,59	4,60	4,55	4,50
Sterlina/dollaro	1,82	1,80	1,76	1,86	1,78	1,75	1,75	1,83	1,81	1,80	1,78
Cambio effett. (1990=100)	103,1	102,2	97,1	103,3	103,0	103,2	102,5	103,4	102,1	100,8	99,1

Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato.

L'Asia

Giappone: avanti tutta!

Giovanna Mossetti
giovanna.mossetti@bancaintesa.it

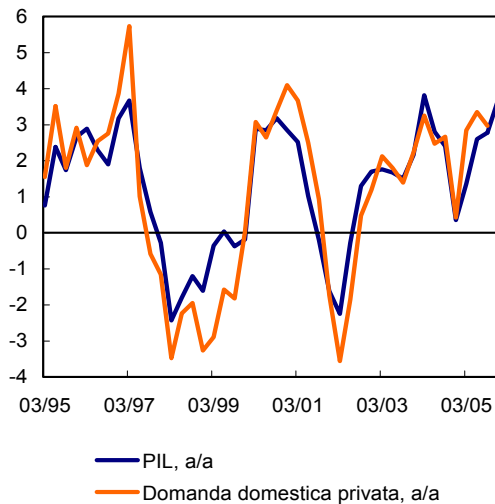
La **crescita del PIL si mantiene elevata**, sostenuta ancora dalla dinamica della domanda interna, mentre tutti gli indicatori confermano la fine della deflazione. Rivediamo verso l'alto la previsione di crescita al 3,2% annuo, alla luce della revisione verso l'alto della crescita stimata per il primo trimestre. Il Giappone si prepara quindi alla svolta definitiva della politica monetaria: il prossimo trimestre vedrà probabilmente la fine della politica di tassi a zero che, a parte una breve interruzione, ha caratterizzato l'ultimo decennio.

Revisione verso l'alto per la crescita nel 2006

La stima di **crescita del PIL** nel primo trimestre è stata rivista considerevolmente verso l'alto, da 0,5% t/t a 0,8% t/t, in linea con le previsioni di consenso e con le indicazioni dei dati di spesa per investimenti delle imprese pubblicati dal Ministero delle Finanze, relativi a 2006.T1. La domanda privata è aumentata dell'1,1% t/t (rivisto da 0,8%), con i **consumi** delle famiglie in aumento di 0,5% (rivisto da 0,4% della prima stima). La spesa per **investimenti non residenziali** delle imprese è aumentata del 3,1% t/t (rivisto da 1,4%). La domanda **del settore pubblico** rimane su un sentiero molto moderato, con una crescita dei consumi modesta (+0,2% t/t), e un calo -0,6% t/t per la voce investimenti (anche se meno ampio di quanto stimato inizialmente). Per quanto riguarda il **commercio estero**, non ci sono state variazioni di rilievo rispetto alla prima stima, e il contributo praticamente nullo del canale estero è determinato da una buona crescita sia dell'export che dell'import.

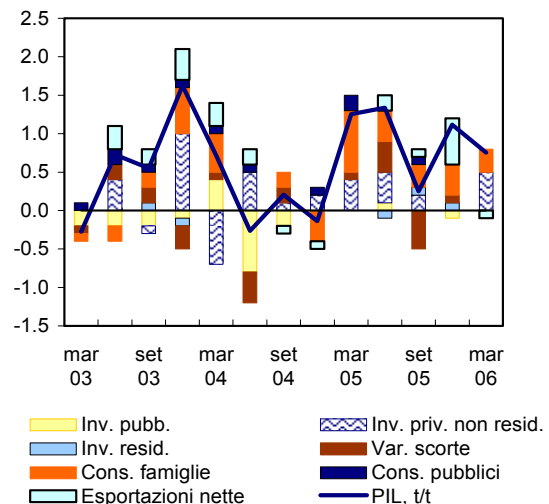
Alla luce della revisione della crescita del primo trimestre, **la crescita del PIL stimata da Banca Intesa per il 2006 sale da 2,9% a 3,1%**.

La crescita è sostenuta dalla domanda privata...



Fonte: Ecwin

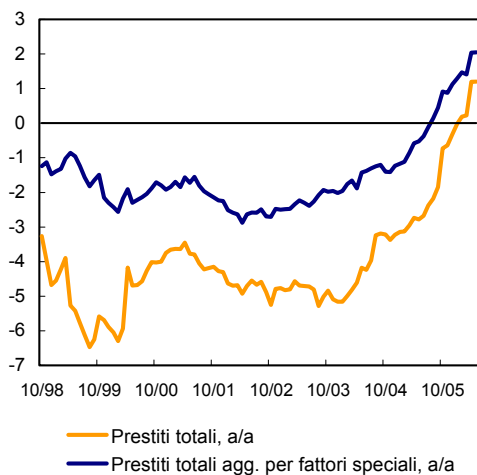
...con il contributo di consumi e investimenti
 (contributi t/t alla crescita del PIL)



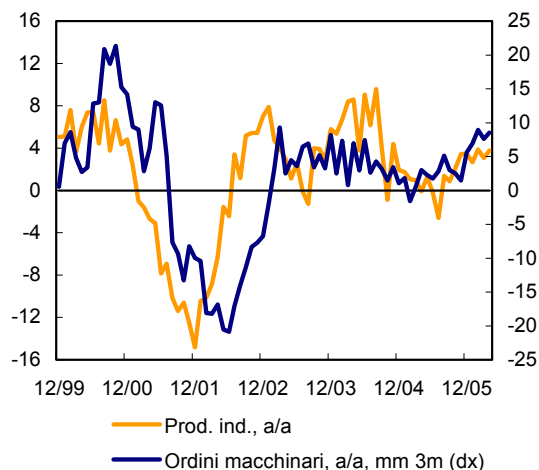
Dal lato delle imprese, la forte revisione verso l'alto della spesa in conto capitale nel primo trimestre, insieme ai livelli ancora elevati degli indici di fiducia e ai segnali di pieno utilizzo del capitale, indica che il trend degli investimenti rimarrà elevato nel corso di quest'anno. Anche gli aggregati creditizi continuano a crescere sottolineando l'ottimismo delle imprese sullo scenario della domanda, sia domestica che internazionale.

La **produzione industriale** nel mese di aprile è aumentata di 1,8% m/m (3,8% a/a), dopo il dato marginalmente positivo di marzo (+0,2% m/m). I piani di produzione delle imprese segnalano variazioni attese positive anche a maggio e giugno, con un'indicazione di massima di aumento della produzione industriale nel secondo trimestre rispetto al primo di circa 1,8%. I dati confermano l'aspettativa che il trimestre in corso rimanga positivo per l'attività del settore manifatturiero. Il PMI del settore manifatturiero è rimasto pressochè stabile a maggio, a 55,3 da 55,5 di aprile. Produzione e prezzi pagati sono risultati in aumento, mentre la componente occupazione ha segnato un calo a 53 da 54,1.

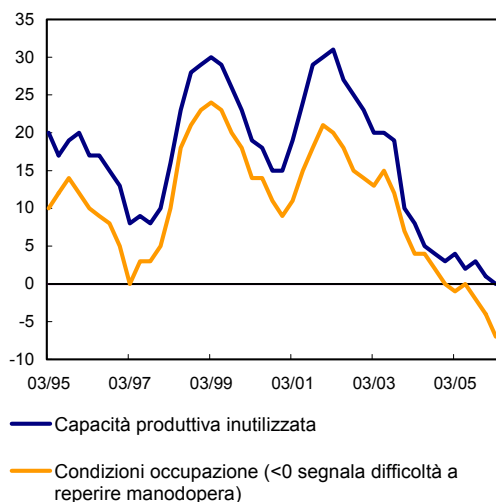
I prestiti continuano a crescere...



...sostenuti dall'espansione di ordini e produzione

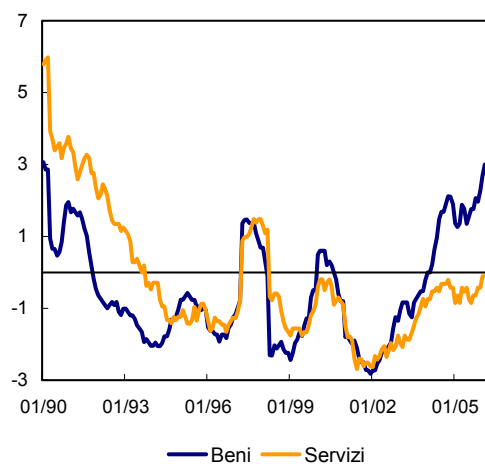


L'eccesso di domanda (indagine Tankan)...



Fonte: Ecowin

...si sta trasmettendo sui prezzi alla produzione

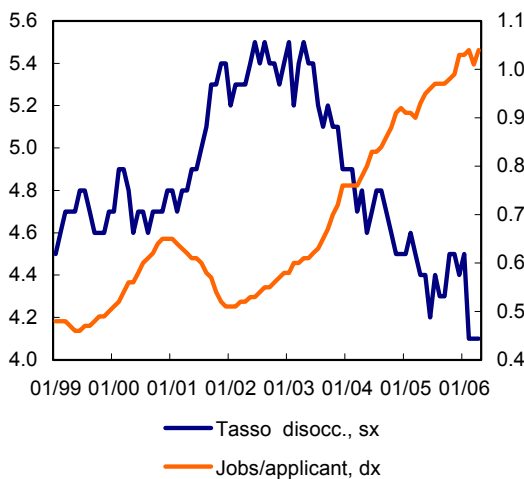


Lo scenario favorevole dal alto delle imprese si riflette su due fronti importanti per le prospettive dell'economia, il mercato del lavoro e l'inflazione. I **prezzi alla produzione** hanno subito una forte accelerazione negli ultimi sei mesi (vedi grafico qui sopra). Il CGPI ha registrato a maggio un incremento di 0,7% m/m (consenso: +0,2%) e 3,3% a/a, il livello più elevato dal marzo 1981. L'aumento di maggio riflette gli incrementi di prezzi delle materie prime e segnala che il *pricing power* delle aziende è in aumento: le imprese sono in grado di trasferire una parte consistente, e crescente, degli incrementi di costo lungo la catena distributiva, grazie al fatto che l'economia opera ormai in una situazione di eccesso di domanda, sia di capitale che di lavoro (vedi grafico sopra, su eccesso di domanda

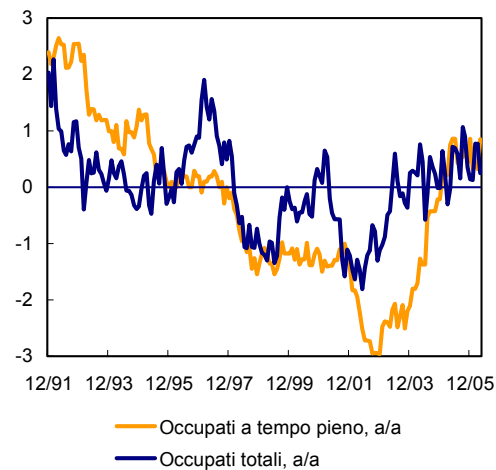
dall'indagine Tankan di aprile). Questo segnale non passa certamente inosservato alla banca centrale e la forte domanda del settore industriale.

Il **mercato del lavoro** rimane l'anello forte di trasmissione della crescita degli investimenti sulle decisioni di consumo delle famiglie. Il tasso di disoccupazione si mantiene poco sopra al 4% da mesi, con il *jobs/applicant ratio* a 1,04, sui massimi degli ultimi 14 anni. Anche lo spaccato dei dati sull'occupazione conferma il continuo miglioramento del mercato del lavoro, con una crescita costante intorno all'1% a/a degli occupati totali, e un persistente spostamento di occupazione da posizioni part-time (che avevano dominato la crescita occupazionale degli ultimi anni) verso posizioni a tempo pieno.

Il mercato del lavoro continua a migliorare ...



...con aumenti stabili degli occupati a tempo pieno



Fonte: Ecowin

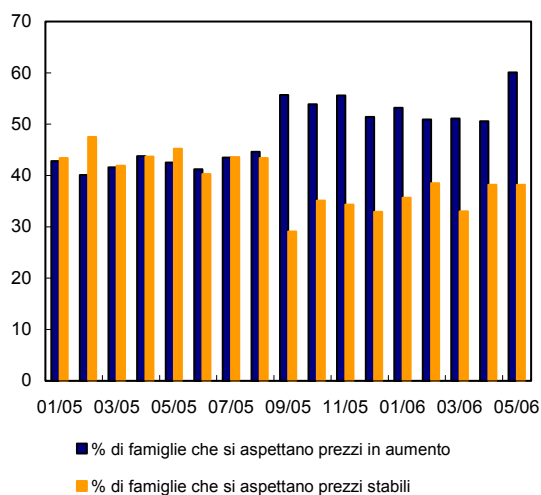
Dal lato dei **consumi**, la crescita annua prevista per il 2006 è vicina al 2%, in linea con quanto registrato lo scorso anno. E' importante notare la stabilizzazione della crescita dei consumi su tassi di crescita relativamente elevati, anche a fronte di imposte in aumento. A partire dalla fine del 2005, le riduzioni delle aliquote delle imposte sul reddito introdotte nel '98-'99 sono in graduale eliminazione, con un effetto negativo sulla crescita del reddito disponibile. Tuttavia, la buona dinamica del reddito da lavoro sostiene il reddito complessivo delle famiglie e il trend della spesa per consumi, generando anche una stabilizzazione del tasso di risparmio, dopo anni di cali.

La **fiducia delle famiglie** nel mese di maggio è scesa marginalmente passando da 50,2 a 49,9. Il calo dell'indice, riflette riduzioni modeste nelle varie componenti dell'indagine di fiducia (intenzioni di acquisto, situazione finanziaria, occupazione) con l'eccezione della valutazione della crescita del reddito, che è ancora marginalmente aumentata. Probabilmente l'indagine riflette il forte calo del mercato azionario delle ultime settimane, ma caso rimane su livelli storicamente molto elevati. Dall'indagine si rileva anche il continuo aumento della percentuale di famiglie che prevedono aumenti di prezzi nei prossimi dodici mesi, confermando che dal lato dei consumatori vi è una fondata percezione che la deflazione sia davvero finita.

I dati congiunturali recenti relativi ai consumi hanno dato qualche segnale di debolezza, legato soprattutto al forte calo a maggio delle vendite di auto. Le **vendite al dettaglio** ai maggio sono scese di 0,6% a/a, e le vendite nelle grandi catene di distribuzione sono calate di -0,8%. Per le vendite al dettaglio, il calo è in larga misura spiegato da un calo delle vendite di auto e da condizioni climatiche sfavorevoli per le vendite di abbigliamento. I dati delle vendite al dettaglio

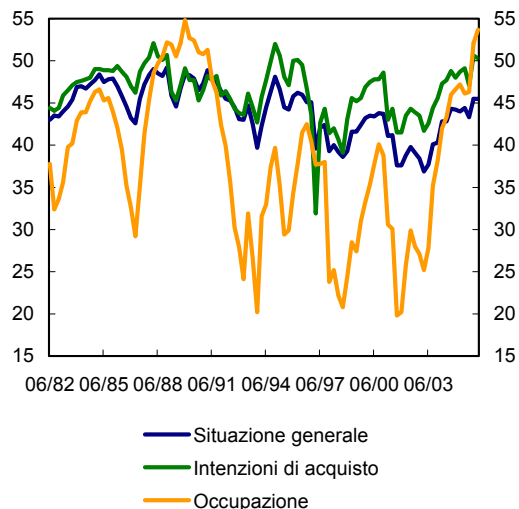
continuano ormai da anni a dare indicazioni sempre meno utili per la previsione dell'aggregato dei consumi, per via di problemi legati all'indagine delle vendite. Anche i **consumi delle famiglie** hanno dato qualche segnale di indebolimento, con un calo del 2% a/a (consenso: -1,4%). Il dato replica le indicazioni delle vendite al dettaglio. Rimane però solida la crescita di consumi discrezionali, come ricreazione e altri servizi personali. Guardando le indicazioni provenienti dalle indagini di fiducia, non si rilevano indicazioni di debolezza, pertanto manteniamo la previsione di una crescita piuttosto stabile dei consumi nel corso dell'anno sui ritmi recenti di circa 0,4-0,5% t/t.

Le famiglie si aspettano aumenti dei prezzi...



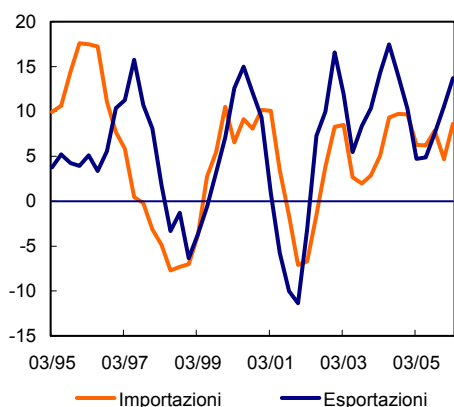
Fonte: Ecowin

...e sono sempre più disposte a spendere



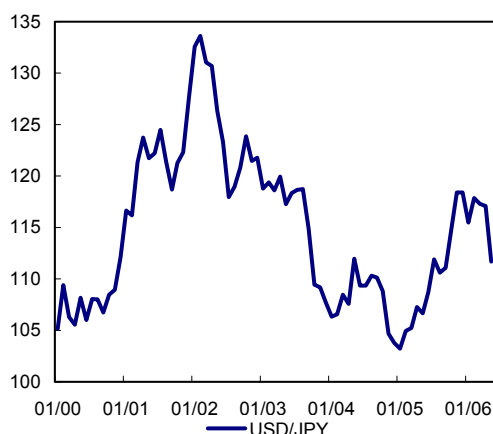
Il canale estero appare sempre più un accessorio non cruciale per la crescita complessiva dell'economia giapponese. Infatti nell'ultima stima del PIL del primo trimestre il contributo del canale estero è marginalmente negativo (-0,1% dopo il +0,6% di 2005.T4). Il rallentamento delle importazioni di 2005.T4 è stato un evento isolato, come segnala la crescita dell'import di +3,5% t/t in 2006.T1.

La crescita mondiale sostiene il commercio estero...



Fonte: Ecowin

...nonostante l'apprezzamento del cambio

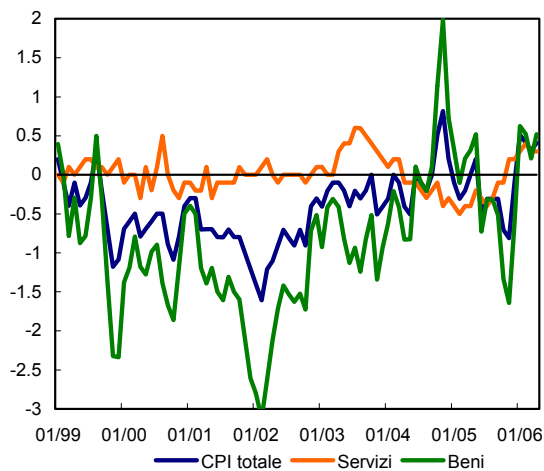


La crescita delle esportazioni ha segnato un rallentamento in 2006.T1, scendendo a 2,7% t/t da 3,5% t/t del trimestre precedente. Nei prossimi trimestri l'apprezzamento del cambio sarà in parte contrastato dalla continua crescita dell'economia internazionale.

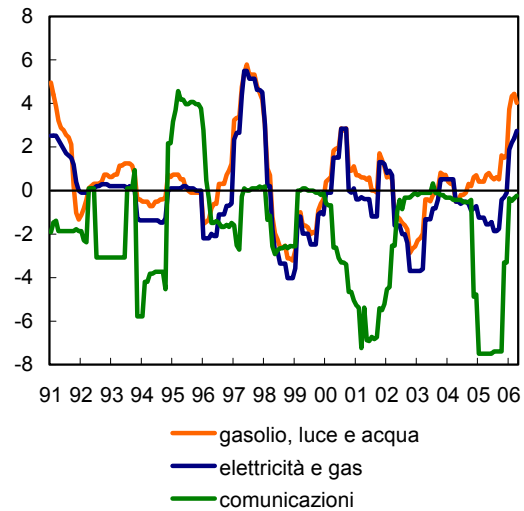
L'inflazione rimane positiva, spinta da costi in aumento e da una domanda dinamica

Sul fronte dei **prezzi**, le pressioni inflazionistiche aumentano, determinate dall'eliminazione delle risorse in eccesso, dalla dinamica sostenuta della domanda finale e dall'aumento dei prezzi delle materie prime. I dati di inflazione degli ultimi mesi non hanno modificato le condizioni che determinavano previsioni dalla BoJ di inflazione in graduale aumento verso l'1% nel 2007. I dati del CPI confermano una dinamica dell'inflazione annualizzata intorno allo 0,5% nella parte centrale dell'anno, nonostante gli effetti della deregolamentazione del settore dei servizi. Come già segnalato i mesi scorsi, l'inflazione annualizzata avrà un calo nel mese di agosto, con la sostituzione dell'anno base per il CPI. La stima della BoJ è di una riduzione una tantum simile a quella registrata in occasione del precedente cambiamento della base, intorno a -0,2 punti percentuali. Ovviamente questa modifica non avrà influenza sulla determinazione della politica monetaria.

Inflazione a/a sempre positiva, con il contributo congiunto di beni e servizi...



...spinta anche dall'aumento dei prezzi energetici (var. % a/a)



Fonte: Ecwin

La politica monetaria è davvero alle soglie di una svolta sui tassi

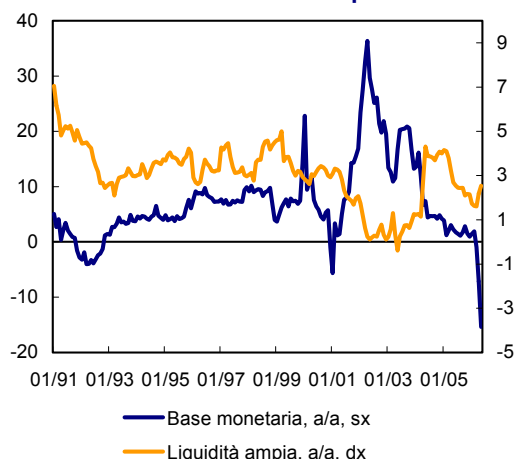
Il quadro dell'economia giapponese è coerente con la previsione di un rialzo dei tassi di intervento all'inizio dell'estate, benchè il governo continui a sostenere, come ha detto ancora questa settimana Koizumi, che l'a deflazione non è ancora finita e che ci vuole ancora tempo per batterla.

Da marzo in poi la banca centrale ha riassorbito molto rapidamente la liquidità dal mercato, come appare dal grafico della base monetaria, in contrazione su base annualizzata di circa il 15%. Il forte calo delle riserve, a circa 8-9 tln Yen, ha portato il saldo presso la banca centrale abbastanza vicino al livello delle riserve obbligatorie (circa 6 tln Yen). La normalizzazione del mercato monetario è confermata dal fatto che a fronte del calo della base monetaria la crescita degli aggregati più ampi rimane sostanzialmente stabile, intorno al 2%, con una recente accelerazione dell'aggregato M2+CD, come mostra il grafico qui sotto. L'aumento del moltiplicatore più che compensa il calo della base monetaria.

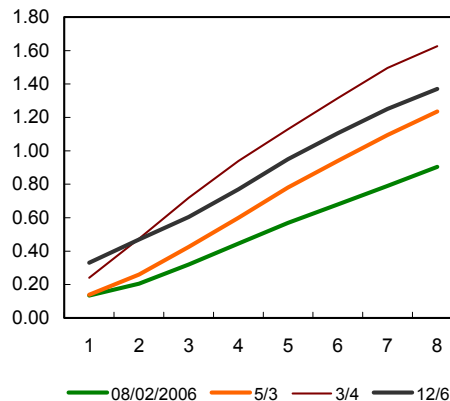
Considerando che le condizioni macroeconomiche sono ormai coerenti con la normalizzazione dei tassi, in base a quanto affermato più volte in modo esplicito dalla banca centrale, la fine della ZIRP è ormai solo una questione di tempo. La prossima riunione della BoJ è il 13-14 luglio. Prima di allora, la BoJ vedrà ancora

un mese di dati macroeconomici (inflazione, produzione industriale, indagini di settore, mercato del lavoro, consumi di maggio), oltre all'indagine Tankan di luglio (in pubblicazione il 4). Visto l'accumularsi delle pressioni inflazionistiche e la solida crescita della domanda interna, **lo scenario centrale è che la BoJ attui il primo rialzo alla riunione di luglio.**

La contrazione della base monetaria è compensata da un aumento del moltiplicatore



I contratti euroyen scontano la graduale eliminazione dello stimolo monetario



Fonte: Ecwin

Anche se il mercato sta già scontando una serie di rialzi non molto distanti nel tempo, la banca centrale manderà messaggi per rimuovere l'incertezza sui tempi del primo rialzo. Il 20 giugno verranno pubblicati i verbali delle riunioni di politica monetaria di aprile e di maggio da cui potrebbero trasparire informazioni sulla distribuzione di opinioni relative a quando sarà opportuno attuare il primo rialzo. Verso fine giugno, con i dati di maggio a disposizione riteniamo che la BoJ userà i discorsi per preparare un eventuale rialzo a metà luglio. Rimane valida la considerazione che la politica monetaria rimarrà espansiva anche con i tassi di intervento in territorio positivo, per tutto il 2006 e per gran parte del 2007.

Previsioni – Giappone

	2005	2006	2007	2005			2006				2007
				2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti, a/a)	2,7	3,2	2,4	2,7	2,8	4,3	3,8	3,0	3,4	2,7	2,5
- trim/trim annualizzato				5,7	0,8	5,4	3,2	2,5	2,4	2,7	2,4
Consumi privati	2,2	2,2	2,0	3,3	1,7	3,5	2,0	1,4	1,7	2,3	2,6
IFL - priv. non residenziali	7,9	6,7	5,2	9,5	6,2	1,4	13,0	5,2	4,5	6,0	5,6
IFL - priv. residenziali	-0,7	2,2	2,7	-7,3	6,6	8,5	-4,1	4,4	2,7	3,1	2,9
Investim. pubblici	-5,9	-2,4	0,1	4,1	1,2	-10,2	-2,4	-1,0	-0,3	0,0	0,3
Consumi pubblici	1,8	1,4	1,7	1,1	1,6	1,0	0,8	2,1	2,3	1,2	1,7
Esportazioni	6,9	11,0	7,5	14,7	12,8	14,9	11,2	7,5	8,0	8,8	3,3
Importazioni	6,2	7,9	8,3	9,0	13,6	-3,4	14,8	6,3	6,4	12,0	5,9
Var. scorte (contrib., % Pil)	0,1	0,1	-0,1	0,3	-0,5	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Partite correnti (% Pil)	3,7	3,8	4,4	3,5	3,5	4,2	3,8	3,5	3,8	4,0	4,1
Deficit (% Pil)	-6,2	-4,7	-3,1								
Debito/PIL (% Pil)	161,7	162,6	162,7								
CPI (a/a)	-0,3	0,4	0,7	-0,1	-0,3	-0,5	0,4	0,4	0,3	0,4	0,5
Produzione Industriale	1,5	3,9	2,2	-0,1	-2,0	11,3	2,5	4,8	3,0	3,0	2,2
Disoccupazione (%)	4,4	4,0	3,7	4,3	4,3	4,5	4,2	4,0	3,9	3,9	3,8
Tasso a 3 mesi - CD (%)	0,05	0,22	1,03	0,04	0,05	0,05	0,06	0,12	0,23	0,47	0,70
Tasso a 10 anni (%)	1,36	1,95	2,21	1,17	1,48	1,47	1,77	1,97	2,01	2,06	2,11
Dollaro/Yen (Yen)	110,1	112,5	100,3	107,5	111,3	117,3	116,9	114,1	111,0	108,0	104,0
Cambio effettivo (1990=100)	132,5	129,5	144,4	134,8	132,1	126,5	126,4	127,1	130,6	134,1	139,1

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

Cina: misure restrittive in arrivo per frenare crescita e inflazione

Giovanna Mossetti

giovanna.mossetti@bancaintesa.it

Ancora una volta, la crescita cinese accelera. I dati del primo trimestre 2006 segnalano che la crescita del PIL si posiziona al di sopra del 10% a/a e non accenna a rallentare nonostante i timidi tentativi della politica economica di frenare la domanda. La conseguenza è un aumento delle pressioni inflazionistiche che stanno emergendo soprattutto nelle aree urbane e si trasferiscono in misura crescente sui salari. Il tema macroeconomico centrale per l'economia cinese è quindi l'inflazione spinta anche da un eccesso di domanda, e l'importanza dei prezzi nel quadro complessivo emerge anche dalle dichiarazioni delle autorità monetarie.

La conclusione che emerge dai trend attuali dei dati è che le autorità di politica economica probabilmente rinnoveranno i loro sforzi per mettere in atto misure di contenimento della domanda, combinando interventi diretti sui prezzi amministrati e sull'erogazione del credito, oltre ad altri possibili interventi sui tassi dopo il rialzo di aprile o sul livello della riserva obbligatoria. A queste misure si aggiungerà il probabile apprezzamento del cambio, che opererebbe sia attraverso gli effetti sui prezzi all'import, sia attraverso il rallentamento della domanda di esportazioni.

Le variabili da seguire per valutare l'intensità delle misure restrittive che verranno attuate saranno da un lato **gli aggregati monetari e creditizi e i dati di inflazione** e dei salari. Dall'altro, **l'avanzo commerciale** fornirà segnali di eventuale accelerazione nel processo di apprezzamento dello yuan.

Inflazione: pressioni verso l'alto

La banca centrale ha reagito con preoccupazione ai segnali di continua accelerazione della crescita, pubblicando a maggio un rapporto sull'economia che sottolinea i timori per l'aumento delle pressioni inflazionistiche. I rischi elencati dalla banca centrale sono diversi:

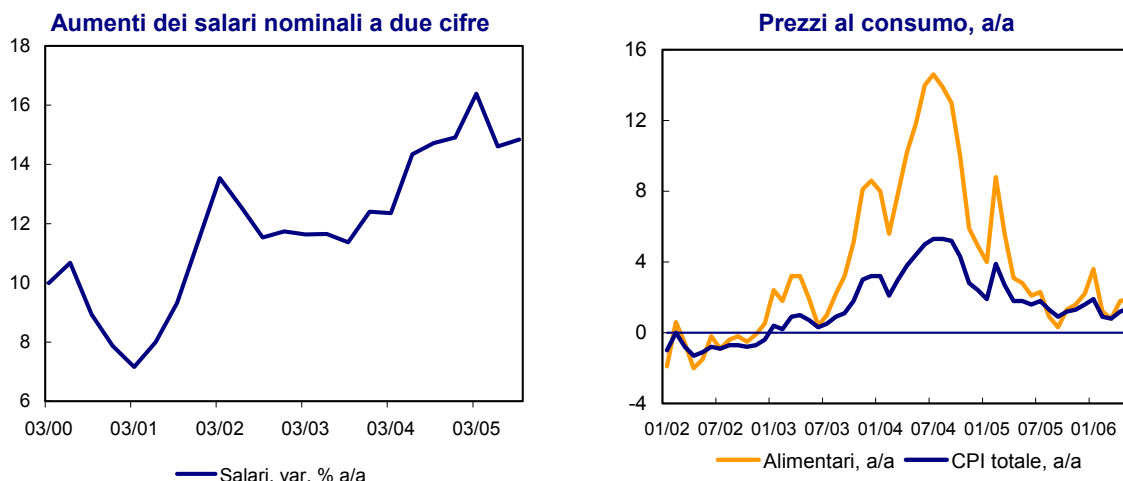
- aumenti dei prezzi energetici e delle materie prime, dovuti non solo all'andamento dei mercati internazionali, ma anche alla forte domanda domestica e al trasferimento degli aumenti dei costi lungo la catena produttiva;
- ritocchi verso l'alto di tariffe e prezzi amministrati (vedi l'intervento sul prezzo della benzina di fine aprile, oltre a misure su acqua e elettricità);
- accelerazione della crescita del costo del lavoro, soprattutto nelle aree urbane, dove la crescita salariale rimane vicina al 15% da tre anni;
- forte crescita degli aggregati monetari e creditizi, alimentati anche dai livelli ancora relativamente bassi dei tassi di interesse.

I dati usciti dopo la pubblicazione del rapporto della banca centrale hanno confermato i timori delle autorità monetarie. L'aumento di pressioni inflazionistiche a fronte di una persistente crescita eccessiva della domanda rende probabile che nei prossimi trimestri le autorità monetarie alzino i tassi e lascino apprezzare il cambio per frenare il trend verso l'alto dell'inflazione. Ancora una volta però gli interventi attesi dovrebbero più che altro limitare il surriscaldamento e non generare invece un rallentamento significativo della crescita.

I dati di inflazione di maggio hanno mostrato un'**accelerazione del PPI in aumento di 2,4% a/a da 1,9% di aprile**. Tale aumento riflette in larga misura l'andamento dei prezzi delle materie prime, mentre la componente di beni di consumo rimane in fase deflazionistica. Benché il livello dell'inflazione alla

produzione sia ancora contenuto, il punto centrale è il trend. Questo era stato in calo fra metà 2004 e metà 2005 con l'aiuto di prezzi delle materie prime, agricole e non, contenuti, e forti aumenti della produttività (nell'ordine del 25%) che contrastavano la crescita salariale compresa fra 13 e 15% nell'ultimo triennio. Questi fattori calmieranti sull'inflazione sono venuti meno e ciò giustifica l'allarme della banca centrale per le pressioni future sull'inflazione al consumo.

Il trend del CPI è anch'esso chiaramente verso l'alto e riproduce molto da vicino quello del PPI. L'accelerazione dell'inflazione del PPI a maggio è stata puntualmente seguita da segnali simili per il CPI, per cui l'aumento a/a è passato da 1,2% di aprile a 1,4% di maggio, contro aspettative di inflazione stabile. L'accelerazione del ritmo di inflazione riflette aumenti diffusi a molti settori. La componente alimentare ha visto un aumento di 1,9% a/a da 1,8% di aprile: condizioni climatiche avverse potrebbero continuare a mettere pressioni verso l'alto su questa componente anche nei prossimi mesi. Per quanto riguarda il comparto non alimentare, si è confermato il recente trend verso l'alto: l'inflazione ex-alimentari è passata da 0,8% di marzo a 1,1% di maggio. Il trend dovrebbe essere spinto ulteriormente verso l'alto dal dispiegarsi degli effetti del recente aumento del prezzo della benzina, entrato in vigore troppo tardi per essere incluso nella rilevazione del mese scorso.



Fonte: Ecowin

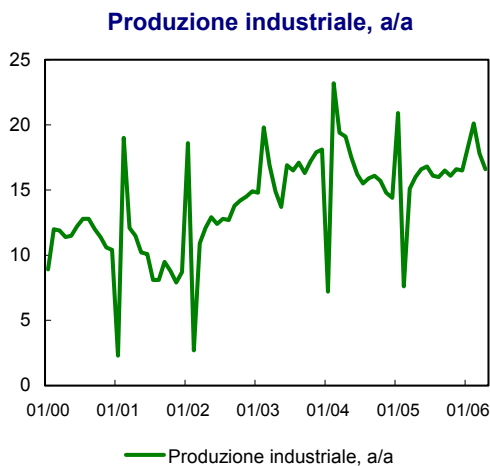
Gli aggregati monetari e creditizi hanno continuato ad accelerare. La crescita di M2 è passata dal 14% circa di inizio 2005 al 19,5% di maggio 2006. Da metà 2005, la crescita di M2 è ben al di sopra dell'obiettivo di crescita fissato dalla banca centrale al 16%. Anche **il credito** continua a registrare ritmi di crescita molto sostenuti e ha invertito il trend verso il basso visto fino ai primi mesi del 2005, passando da una crescita vicina al 12% un anno fa a quella attuale poco sopra il 15%. Secondo informazioni semi-ufficiali, i **nuovi prestiti** sono raddoppiati nell'ultimo anno, passando a Rmb206 mld a maggio da Rmb102 mld il mese scorso. Il rialzo dei tassi a un anno di 27 pb attuato a fine aprile, che ha portato i tassi al 5,85%, risponde alle indicazioni degli aggregati monetari ma difficilmente potrà, da solo, incidere sul trend degli ultimi trimestri.

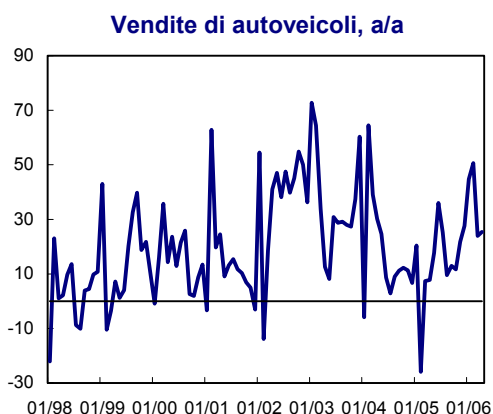
La crescita complessiva accelera ancora, trainata dalla domanda estera

La crescita della **produzione industriale** ha segnato un modesto rallentamento nei mesi primaverili, ritornando più vicina al 16% dopo il picco segnato verso fine 2005. Tuttavia la pausa è stata di breve durata: con il dato di maggio, la produzione industriale è tornata ad accelerare, crescendo del 17,9% a/a dal 16,6% di aprile. La **crescita del PIL** relativa al primo trimestre 2006 ha segnato una nuova accelerazione, con una variazione a/a del 10,2% dopo il 9,9% di 2005.T4. La crescita del settore industriale è il principale responsabile dell'accelerazione del PIL: infatti in tale settore, la variazione a/a è passata da 11,4% di 2005.T4 a 12,5% in 2006.T1, dopo circa un anno di crescita su ritmi vicini all'11%.

L'andamento della **bilancia commerciale** sottolinea quanto rilevante sia la componente estera per la crescita cinese. Con gli ultimi dati relativi al mese di maggio, l'avanzo commerciale ha segnato un nuovo record, salendo a \$13 mld, spinto da una crescita dell'export del 25% a/a. Da inizio anno, le esportazioni cumulate sono state pari a \$347 mld (+26% a/a), a fronte di import pari a \$301 mld (+22% a/a). Il trend della prima metà dell'anno rende probabile che anche quest'anno l'avanzo complessivo superi quello dell'anno precedente (nel 2005 l'avanzo cumulato era stato pari a \$102 mld).

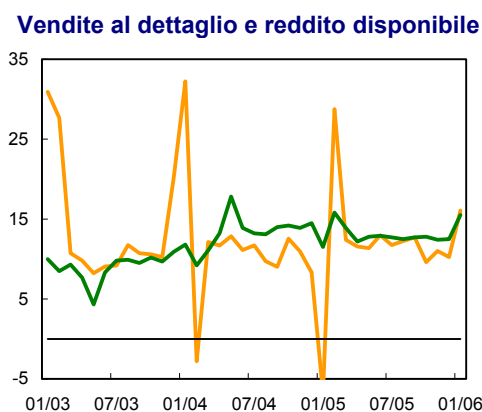
Dal lato dei consumi, la crescita rimane sostenuta, anche se si è registrato un rallentamento delle vendite di auto dai picchi insostenibili di inizio 2006, vicini al 40% a/a. I salari restano sul sentiero degli ultimi anni, con una crescita annualizzata intorno al 15%. Per i lavoratori qualificati nel settore dei servizi, la crescita salariale è al 17% e secondo l'indagine di Manpower sta inducendo le imprese a ridimensionare i propri piani di assunzioni. L'indice di diffusione di Manpower per la Cina relativo al terzo trimestre è sceso a 6, da 21 del trimestre precedente e da 13 dello stesso trimestre del 2005.





— Vendite di autoveicoli, a/a

Fonte: Ecwin



— Reddito disp pro capite, a/a — Vendite al dettaglio, a/a

Conclusioni

Dopo l'accelerazione della crescita del PIL nel primo trimestre a 10,2%, le previsioni per il resto dell'anno sono di rientro verso tassi di crescita solo marginalmente inferiori al 10% nel terzo e quarto trimestre. Il trimestre in corso dovrebbe vedere ancora una crescita intorno al 10% a/a. Con la convergenza verso una crescita vicina al 9,5% a/a in 2006.T4 e per gran parte del 2007, **la crescita media annua prevista per il 2006 è 9,8%, in linea con quella dello scorso anno, seguita nel 2007 da un aumento del Pil del 9,5%**. La previsione per quest'anno è quindi stata rivista verso l'alto di circa un punto percentuale.

Alla luce della recente accelerazione della crescita e dei rischi sull'inflazione ad essa collegati, l'economia cinese riceverà in dose maggiore che in passato interventi restrittivi da parte della autorità di politica economica. Rialzi dei tassi, controlli amministrativi sul credito, interventi sulla riserva obbligatoria (come quello del 16 giugno) e infine, apprezzamento del cambio saranno usati in congiunzione per riportare la crescita su ritmi più sostenibili nel medio termine. I mercati faranno bene a essere preparati a ricevere le misure restrittive, pur sapendo che l'effetto finale dovrebbe essere solo un modesto rallentamento della crescita e una stabilizzazione dell'inflazione.

Previsioni – Cina

		2002	2003	2004	2005	2006	2007
PIL (prezzi correnti)	mld CNY	12033.3	13582.3	15987.8	19143.7	21885.7	24920.7
	a/a	9.7	12.9	17.7	19.7	14.3	13.9
PIL (prezzi costanti)	a/a	9.1	10.0	10.1	9.9	10.0	9.9
Consumi	a/a	9.4	7.7	8.3	10.8	11.9	12.4
Investimenti fissi	a/a	16.7	24.6	20.2	19.8	17.2	15.3
Consumi pubblici	a/a	14.3	16.7	18.8	9.7	11.9	11.2
Esportazioni	a/a	24.4	33.8	22.8	20.3	16.1	10.7
Importazioni	a/a	24.6	37.1	21.3	6.4	17.8	19.8
Produzione industriale	a/a	20.3	26.2	21.5	13.8	10.8	11.7
Tasso di disoccupazione	%	3.9	4.2	4.2	4.0	4.0	3.9
Inflazione (CPI)	a/a	-0.8	1.2	3.9	1.9	1.3	1.8
Tasso d'interessesse (b/t)	%	5.3	5.3	5.4	5.6	5.8	5.7
USD/CNY (media)		8.28	8.28	8.28	8.19	7.96	7.67
	a/a		0%	0%	-1%	-3%	-4%
USD/CNY (fine periodo)		8.3	8.3	8.3	8.1	7.9	7.6
EUR/CNY (fine periodo)		8.2	9.6	10.6	9.6	9.9	9.5

Fonte: Banca Intesa.

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
Gianluigi Mandruzzato
Giovanna Mossetti

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.