

# Scenario Macroeconomico

**Servizio Studi e Ricerche**

**Settembre 2005**

# Scenario Macroeconomico

Settembre 2005

<b>Cosa è cambiato nelle nostre previsioni</b>	<b>3</b>
<b>L'espansione continua, nonostante tutto</b>	<b>4</b>
<b>L'economia mondiale</b>	<b>5</b>
<b>Petrolio: cresce l'offerta, ma basterà a raffreddare il mercato?</b>	<b>7</b>
<b>Stati Uniti: previsioni complicate dopo l'uragano</b>	<b>11</b>
Stati Uniti: una stima dell'effetto Katrina	15
Politica monetaria: Fed funds: i rialzi proseguono	17
<b>Area euro</b>	<b>20</b>
Politica monetaria: tassi fermi fino a metà 2006	24
Elezioni tedesche: in attesa della luce verde	26
Germania	29
Francia	30
Italia: il peggio è passato	32
La situazione in un'occhiata	36
<b>Regno Unito</b>	<b>37</b>
<b>Giappone: sorprese positive</b>	<b>38</b>
<b>Cina: torna a correre l'export</b>	<b>43</b>



## Cosa è cambiato nelle nostre previsioni

- Le previsioni sull'andamento dei prezzi delle materie prime sono state drasticamente riviste al rialzo. In particolare, si attende ora un aumento della quotazione media annua del petrolio dal 2005 al 2006 da \$55,8 a \$61,3.
- **Area euro:** rivediamo marginalmente la nostra stima di crescita per il 2006 a 1,8% da 1,9% a giugno. Il nostro scenario è sostanzialmente invariato. In media annua vediamo l'inflazione europea a 2,0% da una stima di 2,2% nel 2005. La BCE rimarrà in attesa di una conferma della ripresa della domanda interna e dovrebbe iniziare ad alzare i tassi ufficiali da metà 2006.
- **Stati Uniti.** Le stime di inflazione sono state riviste al rialzo. La media 2006 è prevista al 2,5%, dopo il 3,3% del 2005. A causa dell'impatto degli uragani, sono state liminate le stime di crescita per il terzo e quarto trimestre 2005. Le previsioni sui tassi ufficiali non sono variate, ma riteniamo che siano soggetti a prevalenti rischi al rialzo.
- **Giappone.** In giugno, la crescita per l'anno 2005 era prevista a 1,5%: con la revisione dei dati appena pubblicata rivediamo lo scenario, con un rialzo della crescita del PIL a 2,2%.
- **Cina.** L'eccezionale andamento economico del primo semestre ci ha indotto a rivedere al rialzo, al 9,1%, la stima di crescita per il 2005

	Banca Intesa				Consensus Forecasts			
	Pil		Inflazione		Pil		Inflazione	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006
<b>USA</b>	3.5	3.1	3.3	2.5	3.5	3.3	3.2	2.8
<b>Area euro</b>	1.3	1.8	2.2	2.0	1.3	1.7	2.1	1.8

Fonte: Banca Intesa e Consensus Forecasts – September 2005.

## L'espansione continua, nonostante tutto

Luca Mezzomo

[luca.mezzomo@bancaintesa.it](mailto:luca.mezzomo@bancaintesa.it)

L'economia mondiale ha archiviato già all'inizio dell'estate la fase di rallentamento commentata nell'edizione di giugno dello *Scenario macroeconomico*: gli indici PMI evidenziano globalmente un punto di svolta verso l'alto in maggio. Tuttavia, il rimbalzo congiunturale si è subito scontrato con l'ostacolo costituito da una nuova fase di rincari delle materie prime energetiche e industriali. L'indice The Economist dei metalli è cresciuto del 6,3% da maggio ad agosto, aumento ampiamente sovrastato dal +35% realizzato dal petrolio nello stesso periodo. Soprattutto il superamento dei massimi storici da parte del petrolio sembra aver inciso sul clima di fiducia dei consumatori nel G-7. A tale fattore globale (che ha già creato tensioni in paesi che tendono a sussidiare il prezzo al dettaglio dei combustibili, come Indonesia, Nigeria e India) si deve aggiungere anche la coppia di impulsi negativi che hanno interessato il mercato americano: l'estesa e ricorrente fluttuazione nelle vendite di autoveicoli è entrata in una fase discendente, con ripercussioni negative sull'andamento congiunturale. Inoltre, tra fine agosto e inizio settembre, l'uragano Katrina ha spopolato la Louisiana meridionale, bloccato l'attività economica locale e ridotto in modo persistente l'estrazione di petrolio e gas naturale, nonché l'attività di raffinazione di carburanti. La tendenza corrente al rallentamento della domanda e della produzione ne uscirà fortemente accentuata, almeno nei dati relativi a settembre. Le ripercussioni saranno percepite anche fuori dal continente americano.

Le conseguenze negative del rincaro energetico, che ha interessato anche il mercato del gas naturale, influenzeranno anche il quarto trimestre 2005 e l'inizio del 2006. Tuttavia, il timore che le quotazioni continuino a salire anche nei prossimi mesi potrebbe rivelarsi esagerato: superata l'emergenza meteorologica nel Golfo del Messico, non è da escludere una correzione al ribasso delle quotazioni alla fine dell'anno. Ma non è soltanto per questo motivo che il rischio che il rallentamento assuma connotazioni di maggiore profondità e persistenza è da ritenersi contenuto. In primo luogo, non c'è un sufficiente impulso restrittivo sul fronte della politica economica. Le condizioni finanziarie appaiono globalmente ancora favorevoli: il rialzo dei tassi ufficiali americani fatica a trasmettersi al resto della curva dei tassi, che diventa sempre più piatta, mentre la politica monetaria rimane espansiva nell'eurozona e in Giappone. La politica fiscale sta assumendo un orientamento espansivo negli Stati Uniti a causa degli stanziamenti per rimediare ai danni dell'uragano e in Europa per il ciclo elettorale che interessa alcuni importanti Stati membri. Né si riscontrano particolari fragilità sul fronte del ciclo delle scorte o della stabilità finanziaria delle economie emergenti. Per queste ragioni, l'esaurirsi degli effetti dell'ultimo rincaro petrolifero e il rimbalzo dell'attività economica americana dovuto alla ricostruzione post-Katrina dovrebbe essere associato a un modesto rafforzamento del ciclo economico mondiale.

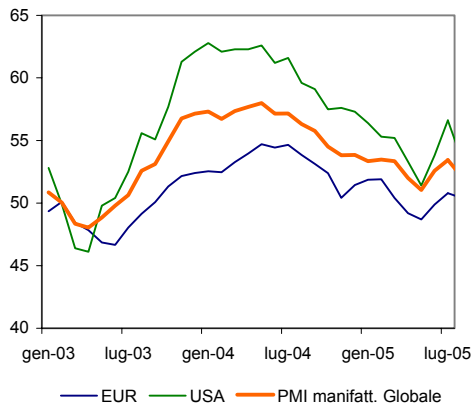
Lo scenario descritto in questo rapporto è coerente con la prosecuzione della restrizione monetaria negli Stati Uniti e con un ulteriore periodo di stabilità dei tassi nell'area euro, dove è necessario ancora del tempo prima che si consolidi la crescita della domanda interna. L'allargarsi del differenziale di tasso tra Stati Uniti ed eurozona dovrebbe contrastare la pressione rialzista sul cambio euro-dollaro che deriva dal disavanzo esterno americano. Al contrario, ci attendiamo un rafforzamento dello yen, in connessione alla più brillante condizione dell'economia nipponica e alla probabile svolta nell'orientamento della BoJ.

## L'economia mondiale

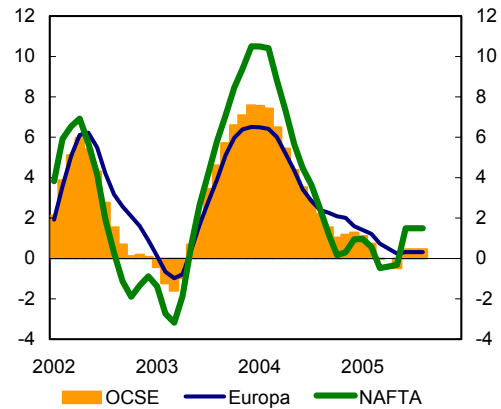
	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Stati Uniti</b>	1,6	2,7	4,2	3,5	3,0	2,5
<b>Giappone</b>	-0,3	1,4	2,6	2,2	1,5	1,3
<b>Area Euro</b>	0,9	0,7	1,8	1,3	1,8	2,0
<b>Europa Orientale</b>	4,0	6,1	6,6	4,7	4,8	4,5
<b>America Latina</b>	-0,7	1,7	5,8	4,1	3,7	3,6
<b>OPEC</b>	1,3	1,9	7,2	6,2	4,7	5,5
<b>Asia orientale</b>	5,7	6,1	7,2	6,4	6,5	6,9
<b>Africa</b>	3,0	3,1	3,8	4,4	4,2	4,2
<b>Crescita mondiale</b>	2,8	3,7	5,2	4,4	4,3	4,4

Variazioni medie annue.

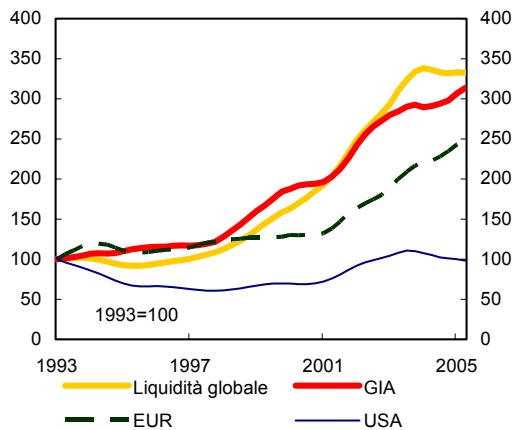
**PMI manifatturieri**



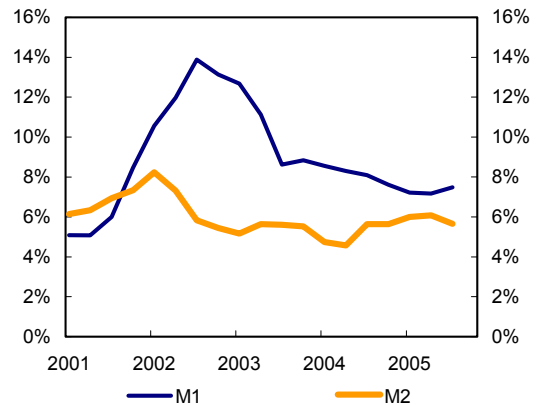
**Indici anticipatori OCSE**



**Indice di liquidità globale**



**Crescita della moneta, totale OCSE, % a/a**



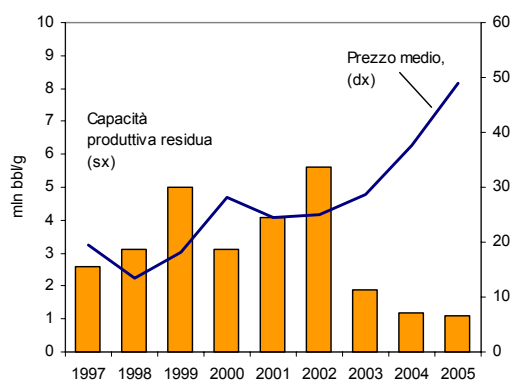
Note: la fonte dei dati è EcoWin, eccetto che per le misure di liquidità globale e il PMI manifatturiero globale, che sono elaborazioni di Banca Intese. La misura di liquidità rappresenta l'eccesso cumulato della crescita monetaria rispetto al PIL nominale.

### Prezzi delle materie prime

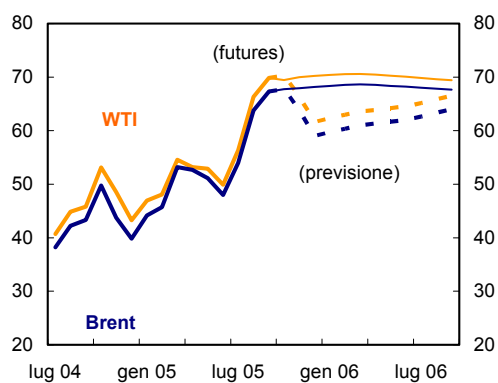
	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Petrolio (Brent, \$/barile)</b>	25,0 +2,4	28,9 +15,4	38,3 +32,7	55,8 +45,7	61,3 +9,9	62,3 +1,6
<b>Materie prime escl. combustibili (1990=100)</b>	96,7 +0,9	103,5 +7,1	122,8 +18,6	125,9 +2,5	123,7 -1,8	117,8 -4,8
<b>Metalli (1990=100)</b>	87,7 -2,7	98,4 +12,2	134,0 +36,1	159,1 +18,7	152,1 -4,4	130,6 -14,2
<b>Agricole (1990=100)</b>	96,7 +1,7	100,4 +3,8	105,9 +5,5	107,5 +1,5	106,2 -1,2	108,8 +2,5

Livelli e variazioni medie annue

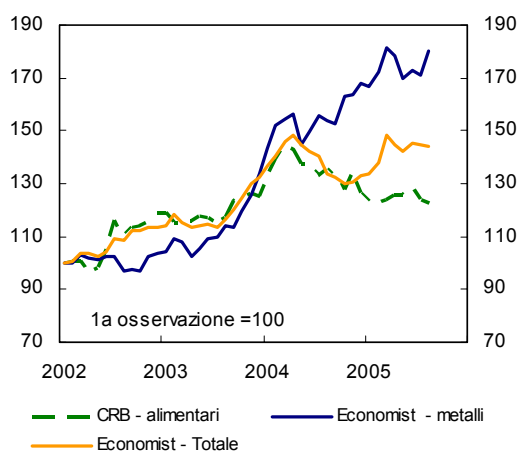
#### Petrolio – prezzo e margine di capacità



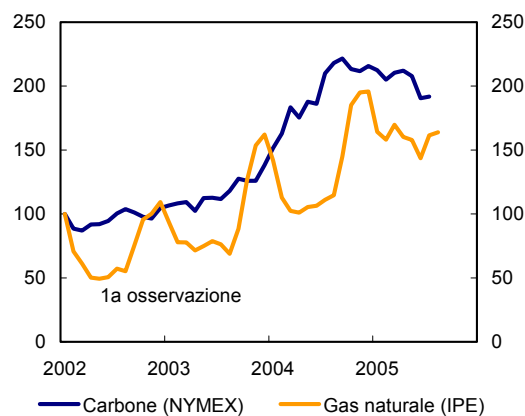
#### Prezzo del petrolio, medie mensili



#### Indici delle materie prime



#### Gas naturale e carbone (USD)

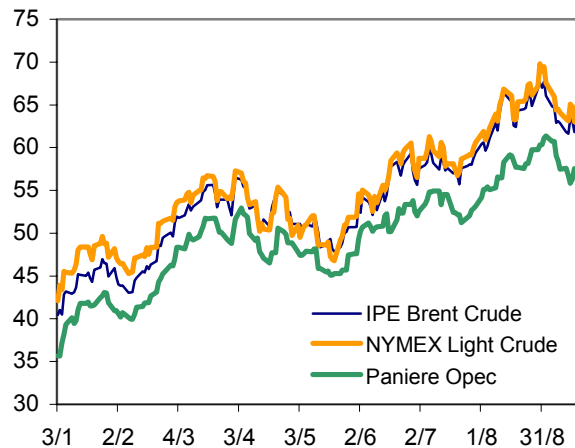


## Petrolio: cresce l'offerta, ma basterà a raffreddare il mercato?

Luca Mezzomo  
[luca.mezzomo@bancaintesita.it](mailto:luca.mezzomo@bancaintesita.it)

L'impennata delle quotazioni petrolifere che ha accompagnato il viaggio dell'uragano Katrina nel Golfo del Messico non stupisce, dopo l'annunciata chiusura di piattaforme per l'estrazione, raffinerie e terminal di scarico. L'anno passato un altro uragano causò danni significativi, che incisero per settimane sull'attività di estrazione e raffinazione nell'area. Più sorprendenti, se valutati sulla base dei dati disponibili sull'andamento delle scorte, appaiono piuttosto i precedenti massimi registrati dal mercato petrolifero nel mese di agosto. Negli Stati Uniti gli stoccaggi di petrolio greggio sono cresciuti di 5mln di barili in un periodo abitualmente caratterizzato da una contrazione, fenomeno che in altre epoche non avrebbe mancato di scatenare una forte correzione ribassista. Ciò è il frutto di una situazione strutturale di mercato che tende ad alimentare attese di scarsità a venire e, quindi, la "speculazione" nel senso proprio del termine. Il problema è che nel breve termine la domanda è poco reattiva al prezzo e, quindi, il ripristino dell'equilibrio richiede che intervengano altri fattori (rallentamento della crescita economica, misure di risparmio energetico, aumento temporaneo dell'offerta); nel lungo termine, però, sono da attendersi aumenti della capacità produttiva e riduzione dell'intensità di petrolio nei paesi consumatori, che potrebbero invertire il *trend*.

Fig. 1 – Quotazioni del petrolio



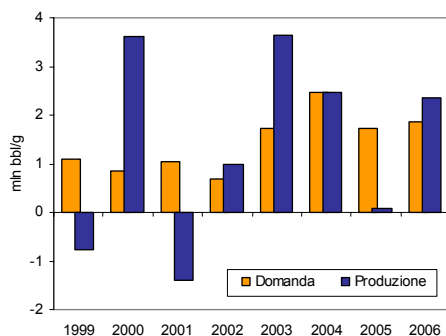
Fonte: EcoWin

### I fattori strutturali di sostegno ai prezzi

Il primo fatto è che la crescita della domanda mondiale è accelerata a partire dal 2002, mantenendosi poi su livelli superiori rispetto alla media degli ultimi 20 anni (fig. 2). Dietro questo cambiamento di marcia c'è soprattutto il *boom* economico cinese, tuttora in sviluppo. In effetti, il 78% dell'incremento di domanda dell'ultimo biennio è attribuibile ai paesi non-OCSE. Diversamente dalle crisi petrolifere degli anni '70, dunque, quella attuale è una crisi derivante dalla spinta della domanda e non da un razionamento dell'offerta.

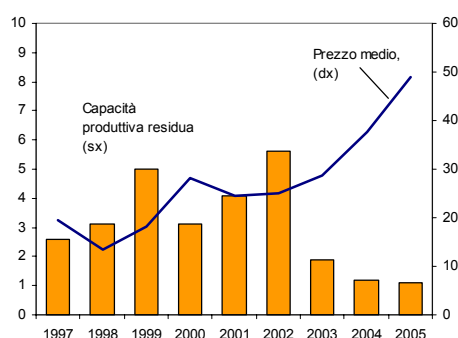


**Fig. 2 – Petrolio greggio  
crescita annua**



Fonte: BP, OEF, Banca Intesa

**Fig. 3 – Petrolio greggio,  
capacità produttiva disponibile**

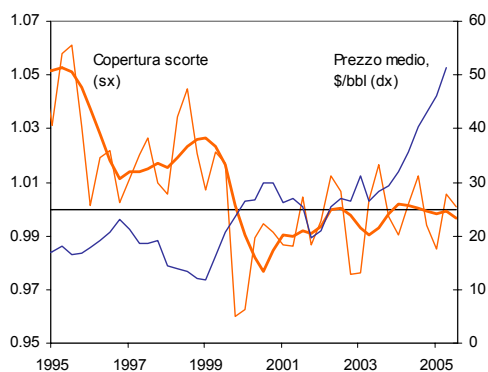


Fonte: EIA ed EcoWin

La produzione è riuscita a tenere il passo con la domanda, ma a prezzo di un'erosione del margine di capacità disponibile. Secondo le stime dell'EIA, infatti, dopo il picco del 2002 quest'ultimo sarebbe sceso al minimo degli ultimi trent'anni (fig. 3). La poca produzione disponibile significa che, diversamente dal passato, il mercato non potrebbe facilmente assorbire persistenti flessioni nelle esportazioni di uno o più grossi produttori mondiali. Da questo punto di vista, i punti caldi sono tanti (Venezuela, Nigeria, Iraq, Iran ed Angola sono i più importanti). Inoltre, il residuo di produzione mobilizzabile dall'OPEC nel breve termine è concentrato in un unico paese, l'Arabia Saudita: un fattore, questo, che accentua la fragilità del sistema di approvvigionamento e la sensibilità delle aspettative di mercato agli eventi geopolitici locali.

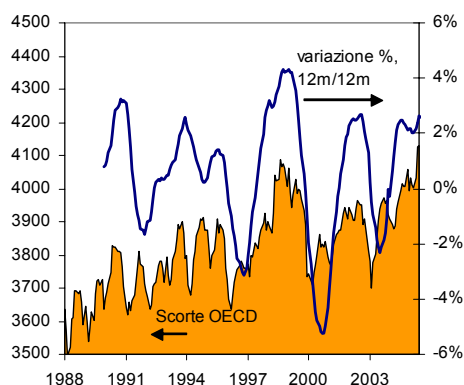
La resilienza del sistema di fronte agli shock può essere aumentata dalla presenza di un adeguato cuscinetto di scorte. Su questo fronte, gli sviluppi sono stati più favorevoli. Le scorte sono andate crescendo in termini assoluti (fig. 5), raggiungendo livelli ampiamente superiori alla norma stagionale negli Stati Uniti. In una prospettiva più ampia, le scorte commerciali dei paesi OCSE, che offrivano 50-51 giorni di copertura a fine 2004 (e soltanto 49 a inizio 2003), ora equivalgono a 53-54 giorni di domanda. Il livello attuale di copertura appare in linea con l'esperienza storica recente (fig. 4) e non rappresenta attualmente un fattore critico.

**Fig. 4 – Scorte mondiali di petrolio,  
andamento relativo**



Fonte: OEF, Banca Intesa. Rapporto fra la copertura corrente (in giorni di domanda) e la sua media quinquennale, media mobile e valore trimestrale.

**Fig. 5 – Scorte OCSE di petrolio,  
mln di barili**



Fonte: EIA-DOE. Dati fino ad aprile 2005

Un altro fattore di debolezza è la strozzatura del *downstream*, con utilizzo della capacità mondiale di raffinazione ormai stabilmente sopra il 90% e conseguente sensibilità ad eventi negativi (incidenti, eventi atmosferici ecc.). Negli ultimi tempi le tensioni sui prodotti della raffinazione si sono spesso riflessi sul greggio, rovesciando la normale catena causale. I progetti di espansione sono prevalentemente concentrati nei paesi produttori o nei paesi consumatori emergenti, come la Cina, mentre non risultano progetti significativi in un grosso importatore come gli Stati Uniti<sup>1</sup>.

### Prospettive di breve termine

Nei prossimi 1-3 mesi il mercato sarà condizionato dalle aspettative sul bilancio domanda/offerta nei mesi invernali, che a loro volta dipendono dall'impatto degli uragani attesi nel Golfo del Messico tra oggi e ottobre, e dalle previsioni sulla rigidità delle temperature invernali. Dopo Katrina, in effetti, è previsto il passaggio di altri uragani. Questo è il periodo in cui presumibilmente saranno segnali i massimi annuali delle quotazioni, tra \$70 e \$80.

Tra novembre e dicembre, se non vi saranno eventi impreveduti che peggiorino la capacità del mercato di coprire la domanda di combustibili, e se l'inverno non sarà eccezionalmente rigido, ci attendiamo una correzione al ribasso profonda, con minimi inferiori a \$60. La liquidazione delle posizioni dei fondi dovrebbe estendere il movimento. Un potenziale fattore ribassista, che potrebbe agire anche prima di novembre, è costituito da una crescita dell'offerta potenzialmente superiore alle attese: si riscontra, infatti, una ripresa della produzione russa, che ha raggiunto il massimo di 9,5mln di bbl/g (erano 9,37mln nell'agosto 2004), incrementi dell'estrazione in Africa e la possibilità che l'Arabia Saudita aumenti a breve scadenza l'offerta di greggio di 0,5mln di bbl/g, attingendo alla sua capacità residua. La maggiore disponibilità di greggio potrebbe sostenere il livello delle scorte e rendere sempre meno plausibile il rischio che si manifesti un eccesso invernale di domanda.

### Prospettive di medio e lungo termine

Su orizzonti di tempo più lunghi, le nostre stime per l'aumento del PIL implicano una crescita della domanda pari o appena superiore a quella stimata dall'EIA-DOE (1,8mln di bbl/g nel 2006), che assume un rallentamento degli Stati Uniti al 2,8% a/a. L'incremento cumulato sul biennio 2005-06 sarebbe di 3,5mln bbl/g (3,4 secondo IEA), di cui 0,6mln attribuibili agli Stati Uniti e 1,0mln alla Cina. Stime più alte sui prezzi potrebbero implicare una minor crescita della domanda, nell'ordine di -0,1/0,2% per ogni 10% di incremento di prezzo rispetto allo scenario base.

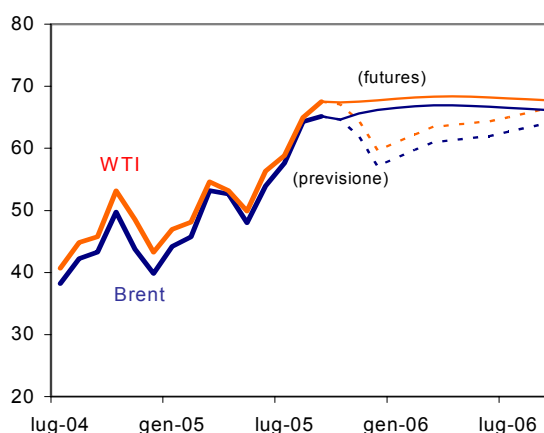
Come ha segnalato anche l'IEA nel suo rapporto mensile, a mitigare l'impatto della domanda aggiuntiva, però, saranno incrementi della capacità produttiva più ampi rispetto al recente passato. L'Arabia Saudita ha annunciato un'espansione della capacità produttiva a 12,5mln bbl/g entro il 2009<sup>2</sup>. L'oleodotto da Baku a Ceyhan dovrebbe diventare operativo dal dicembre di quest'anno, favorendo l'esportazione del greggio del Mar Caspio. Dal prossimo anno, inoltre, vari progetti in fase di realizzazione in Sud America e Africa dovrebbero cominciare a

<sup>1</sup> Banca Intesa, *Industry monitor: Energy*, agosto 2005.

<sup>2</sup> I piani prevedono nuova capacità per 2,3-2,4mln bbl/g tra il 2005 e il 2009, a fronte di un declino di 0,8mln bbl/g della produzione da installazioni preesistenti e di investimenti stimati in \$15mld. Metà della capacità aggiuntiva, però, sarà disponibile dal 2010.

produrre<sup>3</sup>. Pur considerando un calo di produzione dai giacimenti preesistenti, gli investimenti passati dovrebbero più che compensare l'incremento di domanda, consentendo probabilmente di allargare da 1,2 a 1,6mln di bbl/g il margine disponibile di capacità (con l'incertezza legata alla valutazione dell'effettiva capacità corrente, per la quale ci basiamo sulle valutazioni dell'EIA-DOE). Inoltre, l'espansione della capacità desumibile dai progetti di sviluppo riportati dalle agenzie di stampa sarebbe di circa 2,5mln di bbl/g nel 2006 e nel 2007, e calerebbe a 1,5mln nel 2008. Questo allentamento della pressione sull'offerta potrebbe dunque estendersi al 2007 e, quindi, giustificare un raffreddamento delle tensioni sul greggio. Tuttavia, il margine rimarrebbe molto basso nel confronto storico e precluderebbe un'effettiva inversione di tendenza dei prezzi (fig. 3 e 6).

**Fig. 6 – Prezzo del petrolio, media mensile, proiezioni**



A più lungo termine, è legittimo dubitare che il settore, che deve anche combattere contro il declino dei pozzi preesistenti, possa mantenere a lungo i tassi di crescita della produzione che stiamo vedendo. Oltre i prossimi anni, l'unico fattore che può condurre a un arretramento delle quotazioni verso i livelli di due anni fa è un significativo rallentamento della domanda, come avvenne dopo gli shock petroliferi degli anni '70. Da questo punto di vista, il rischio che l'economia americana rallenti bruscamente nel corso dei prossimi anni (per motivi solo in parte riconducibili al rincaro dell'energia) non è da ritenersi irrilevante, ma non è attualmente la nostra previsione centrale. Ugualmente, ci sembra improbabile che Cina e India possano sperimentare una recessione sulla mera spinta del costo dell'energia. Di contro, però, l'elevato costo dei combustibili potrebbe favorire progressi sul fronte dell'efficienza energetica, riducendo l'elasticità della domanda di petrolio alla crescita del PIL. In tal caso, però, non è da escludere che l'OPEC proceda a tagliare la produzione per frenare l'eventuale flessione dei prezzi. Per questo motivo, non crediamo che sia probabile un ritorno delle quotazioni ai livelli prevalenti anche soltanto un anno fa.

<sup>3</sup> In Nigeria si concludono quest'anno progetti per 280mila bbl/g, e un'equivalente capacità aggiuntiva dovrebbe rendersi disponibile entro fine 2006. Nel medio termine, i progetti iraniani potrebbero risultare appena sufficienti a rimpiazzare il declino produttivo naturale, nonostante l'obiettivo dichiarato di raggiungere una produzione di 5,5mln di bbl/g entro il 2010. Il Brasile dovrebbe aggiungere capacità lorda per 1,6mln bbl/g entro fine 2007 e gli Stati Uniti 0,7mln bbl/g entro fine 2006.

## Stati Uniti: previsioni complicate dopo l'uragano

Sergio Capaldi  
[sergio.capaldi@bancaintesa.it](mailto:sergio.capaldi@bancaintesa.it)

La revisione del nostro scenario per l'economia americana si svolge in un momento di particolare incertezza. Dopo due settimane dall'abbattersi dell'uragano Katrina sulle coste sud-orientale degli Stati Uniti, le implicazioni macroeconomiche di questo evento sono ancora difficili da valutare.

I primi dati riferibili ad un periodo successivo allo shock danno segnali fortemente negativi per ciò che riguarda l'occupazione, la produzione industriale, la fiducia delle famiglie e le aspettative di inflazione. L'unico sviluppo positivo è il calo del prezzo della benzina, ritornato sui livelli precedenti l'uragano. Le nostre previsioni riflettono l'assunto che non si realizzino nuove impennate del prezzo del greggio dai valori correnti e che lo stimolo fiscale prodotto dall'amministrazione Bush svolga una valida opera di sostegno al reddito e alla spesa nazionali. Tuttavia, l'entità degli stanziamenti (oltre \$60mld già approvati, ma circolano stime addirittura di \$200mld) e l'incertezza riguardo ai tempi in cui si trasformeranno effettivamente in spesa o trasferimento di reddito rende più complicato del solito l'esercizio di previsione e consigliamo di usare cautela nel valutare le proiezioni relative al 2006.

A nostro avviso, l'effetto netto sulla crescita del Pil sarà trascurabile e molto inferiore alle stime circolate in un primo momento. Il *downgrade* delle aspettative di consenso (Bloomberg Survey del 14 settembre) per la crescita del Pil 2005.T3/T4, rispettivamente di -0,5% t/t e -0,4% t/t (ann.), è in parte una reazione a dati inferiori alle attese di mercato che poco hanno a che vedere con Katrina. Rispetto al nostro precedente scenario abbiamo sottratto in media un decimo di punto percentuale alla crescita trimestrale degli ultimi due trimestri del 2005.

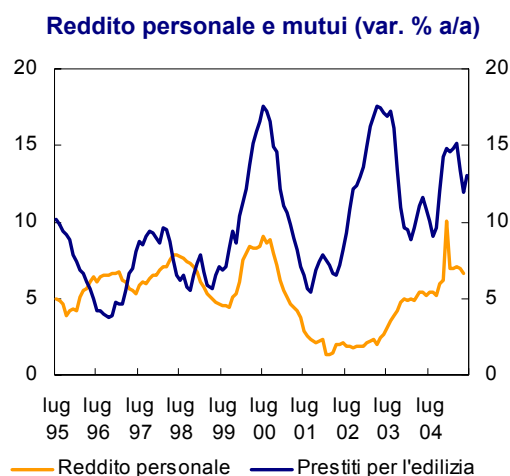
Se l'effetto netto sulla crescita sarà con tutta probabilità trascurabile, l'impatto di breve termine su produzione industriale, mercato del lavoro ed inflazione sarà molto significativo. La chiusura per pochi giorni degli impianti di estrazione e raffinazione ha frenato la produzione industriale di agosto dello 0,3% m/m secondo la Fed, considerando che dopo 20 giorni ancora si è lontani dall'avere condizioni di normalità, l'impatto su settembre sarà notevolmente più elevato. Il pieno recupero della capacità produttiva di alcuni impianti di raffinazione richiederà più tempo del previsto e ciò limiterà la produzione di questo settore essendo gli impianti attivi già operanti al pieno della capacità produttiva. L'effetto sul mercato del lavoro sarà probabilmente ancora più visibile e persistente. Il numero dei disoccupati in cerca di sussidio potrebbe superare il mezzo milione di persone, e determinare un aumento del tasso di disoccupazione a livello nazionale.

Per quanto riguarda l'inflazione, i primi effetti di Katrina sono già evidenti nel balzo degli indici dei prezzi pagati delle indagini sul manifatturiero delle Fed di New York e Philadelphia e nell'aumento delle aspettative di inflazione. Secondo l'indagine dell'Università del Michigan **le aspettative di inflazione ad un anno sono passate da 3,1% a/a al 4,6% a/a a settembre, mentre quelle di lungo periodo (5-10 anni) dal 2,8% a/a al 3,1% a/a.** L'aumento di queste ultime è particolarmente pericoloso per la propagazione degli effetti inflazionistici della componente energia, perché aumenta la probabilità che si inneschi una spirale inflattiva molto costosa da fermare.

### Le famiglie spremeranno le ultime gocce dalla ricchezza immobiliare

I consumi privati non dovrebbero mostrare cedimenti nel trimestre in corso: il +3,4% t/t (ann.) previsto per il 2005.T3 è in linea con la dinamica del primo semestre. Il combinato di un nuovo rialzo dei prezzi energetici amplificato

dall'effetto Katrina ed una moderazione della dinamica salariale hanno però imposto un ulteriore calo del saggio di risparmio. Considerando il livello già raggiunto a luglio (-0,6% minimo assoluto di questa serie) è molto probabile che il tasso di risparmio stabilisca nuovi record negativi a settembre. Dopo un modesto recupero ad agosto, il calo del reddito disponibile prodotto direttamente e indirettamente da Katrina si ripercuoterà negativamente sul tasso di risparmio. Il recupero occupazionale del 2005.T4 e la stabilizzazione del prezzo del greggio dovrebbero consentire un recupero dai minimi assoluti nel corso del trimestre. Il ritorno in campo positivo del tasso di risparmio richiederà tuttavia una moderazione dei consumi privati che potrebbe farsi più decisa se il valore della ricchezza immobiliare dovesse interrompere la sua lunga corsa verso l'alto. Le nostre previsioni per il 2006 incorporano una crescita del reddito personale (reale) del 3,3% prodotta da una crescita occupazionale dell'1,4% (+175 mila occupati in media al mese per i *non farm payrolls*) e da un aumento dei salari orari del 3,8% (in aumento rispetto al +2,8% del 2005). Con un tasso di crescita dei consumi privati (reali) al 3,0% ed un deflatore al 2,1%, il tasso di risparmio dovrebbe stabilizzarsi in media intorno allo 0,2%.



La spesa in edilizia residenziale continua a crescere ad un ritmo elevato grazie al basso livello dei tassi di interesse e alla aspettativa di crescita dei prezzi degli immobili. Sebbene l'opera di ricostruzione post Katrina vivacizzerà gli investimenti edili nelle zone alluvionate nel 2005.T4 e nel 2006, le prospettive per questo comparto di spesa restano negative a livello nazionale. Il prezzo delle nuove abitazioni è infatti calato fortemente nel corso del secondo trimestre e le ultime rilevazioni hanno confermato che questa tendenza è in atto anche nel trimestre in corso. L'indice di accessibilità all'acquisto della prima casa è inoltre in calo dagli inizi del 2004 ed è ora ai minimi dal 1988.

L'andamento dei prezzi degli immobili condiziona fortemente lo scenario per il 2006 anche indirettamente, attraverso l'effetto ricchezza sui patrimoni familiari. La liquidazione dell'incremento di valore delle abitazioni attraverso la rinegoziazione dei mutui ha fortemente sostenuto il reddito delle famiglie nel corso degli ultimi anni. La centralità del tema è stata ribadita recentemente dallo stesso Greenspan in occasione della sua ultima conferenza a Jackson Hall. Le nostre previsioni per il 2006 assumono una crescita dei prezzi immobiliari in calo verso il 7% a/a dal 13,5% a/a registrato dall'OFHEO nel 2005.T2. A dare fondatezza a questa ipotesi di scenario concorrono diversi fattori. In primo luogo la relazione tra prezzi delle nuove costruzioni e di quelle esistenti suggerisce che un calo dei primi si rifletterà

sui secondi. Il rialzo dei tassi di interesse ed un controllo più stringente del rischio di credito immobiliare limiteranno fortemente l'attività di rinegoziazione dei mutui e la diffusione di alcuni strumenti finanziari ritenuti rischiosi dalle autorità di controllo. Infine in un'ottica di medio periodo il contributo delle variabili demografiche dovrebbe farsi negativo grazie al minor peso sulla popolazione della classe generazionale in cui si concentra la domanda di abitazioni. Le caratteristiche peculiari del mercato immobiliare, caratterizzato da una forte inerzia dei prezzi, e la modesta estensione del rialzo dei tassi di interesse escludono la possibilità che si verifichino dei crolli assimilabili a quelli dei mercati finanziari. Detto ciò il rallentamento dei prezzi delle case 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 del 2006.

### **Gli investimenti industriali**

Le indicazioni che ricaviamo dalle consegne di beni capitali implicano un rallentamento degli investimenti industriali nel trimestre in corso. La volatilità mensile degli ordini e delle consegne industriali consiglia di non proiettare nel futuro cali improvvisi degli ordini che si dimostrano nella maggior parte dei fenomeni temporanei. Il recupero degli ordinativi nei prossimi mesi dovrebbe invece confermare le buone prospettive di crescita per la spesa in macchinari e software delle imprese. Discorso diverso per gli investimenti in strutture, che non hanno ancora saputo recuperare i livelli precedenti alla recessione del 2001. La stagnazione di questa tipologia di investimento - negli stessi anni in cui la spesa in macchinari e software cresceva a doppia cifra - sottolinea come l'eccesso di investimento in strutture sia stato particolarmente acuto. Considerando anche il minor tasso di deprezzamento di questa tipologia di capitale, è difficile immaginare una accelerazione significativa della spesa in strutture. In complesso, il rallentamento della domanda finale e dei profitti delle imprese dovrebbero determinare un abbassamento del profilo di crescita degli investimenti fissi delle imprese nel 2006 al 7,1% dall'8,3% del 2005.

### **Il canale estero**

La chiusura del deficit commerciale avvenuta tra marzo e luglio è il combinato di una forte crescita delle esportazioni in un momento in cui le importazioni hanno segnato il passo. Il livello delle importazioni di luglio è inferiore del 2,3% rispetto a febbraio mentre le esportazioni sono aumentate del 5,9%. Il ritardo con cui sono disponibili le statistiche sull'occupazione impediscono di valutare gli sviluppi più recenti del commercio estero. Le nostre previsioni per il trimestre in corso includono una ripresa delle importazioni del 4,7% t/t (ann.) a fronte di un rallentamento della crescita delle esportazioni al 5,7% t/t (ann.). Il rallentamento della domanda domestica dovrebbe essere il vero motore della chiusura del gap commerciale. Il rallentamento delle importazioni dovrebbe più che controbilanciare la modesta flessione del ritmo di crescita delle esportazioni. A dispetto di una stabilizzazione del deficit commerciale (in % del Pil) la chiusura del deficit di partite correnti sarà frenata dal pagamento netto delle rendite finanziarie. L'accumulazione di risorse finanziarie domestiche detenute da stranieri ha prodotto l'erosione di un saldo netto rimasto positivo sino al 2005.T1 a dispetto di un elevato debito estero. Le previsioni per il 2006 parlano di un aumento del deficit di partite correnti al 6,6% del Pil.

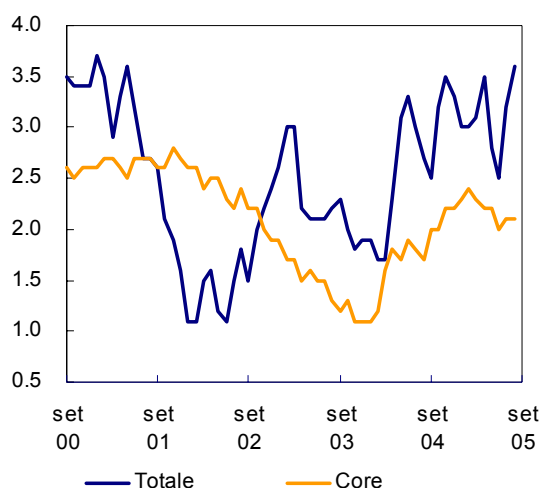
## L'inflazione

Nonostante l'eccezionale stabilità degli ultimi mesi, la nostra modellistica prevede una maggiore vivacità della dinamica inflattiva nei prossimi mesi. Le previsioni a +6, +12 mesi della variazione tendenziale implicano una moderata accelerazione del passo mensile dell'inflazione *core*. Nel resto del 2005 gli incrementi mensili dovrebbero oscillare intorno ad un trend di +0,2% m/m, nel corso del 2006 dovremmo registrare una moderata accelerazione verso una media pari a +0,25 % m/m. **Perciò il 2005 dovrebbe chiudersi con un tasso tendenziale *core* pari al 2,1% a/a, che salirebbe al +2,8% a/a per dicembre 2006.**

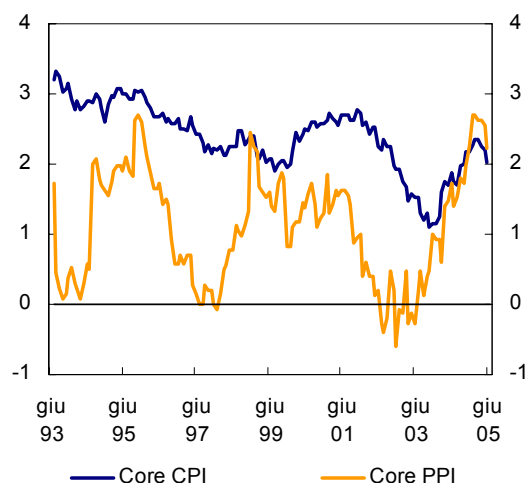
I punti salienti su cui si basano le nostre previsioni sono:

1. L'aumento del **costo del lavoro per unità di prodotto** (CLUP) dovrebbe continuare nei prossimi trimestri erodendo i margini di profitto delle imprese ed esercitando un maggior incentivo a trasmettere ai consumatori l'aumento dei costi. La chiusura dell'output gap consentirà di aumentare il *pricing power* delle imprese mentre l'aumento delle aspettative di inflazione dovrebbe alimentare una maggiore vivacità dei salari orari.
2. L'effetto del **deprezzamento del dollaro** è stato sino ora limitato ma vi sono segni di una maggiore sensibilità dei produttori esteri alle variazioni del cambio, fenomeno che potrebbe accrescersi se le divise asiatiche si rafforzassero. In prospettiva il deprezzamento della valuta continuerà ad esercitare un effetto propulsivo sulla dinamica dei prezzi.
3. L'impulso della **componente energetica**, che sarà violento sul bimestre agosto-settembre, rientrerà solo parzialmente tra ottobre e novembre. Assumiamo che sia sostanzialmente neutrale nel 2006. Ciò significa che l'indice generale dei prezzi toccherà i massimi alla fine di questo trimestre, salvo calare successivamente.

**CPI: inflazione core ancora moderata, nonostante le pressioni dal petrolio (var. % a/a)**



**CPI e PPI core (var. % a/a)**





## Stati Uniti: una stima dell'effetto Katrina

Sergio Capaldi  
[sergio.capaldi@bancaintesa.it](mailto:sergio.capaldi@bancaintesa.it)

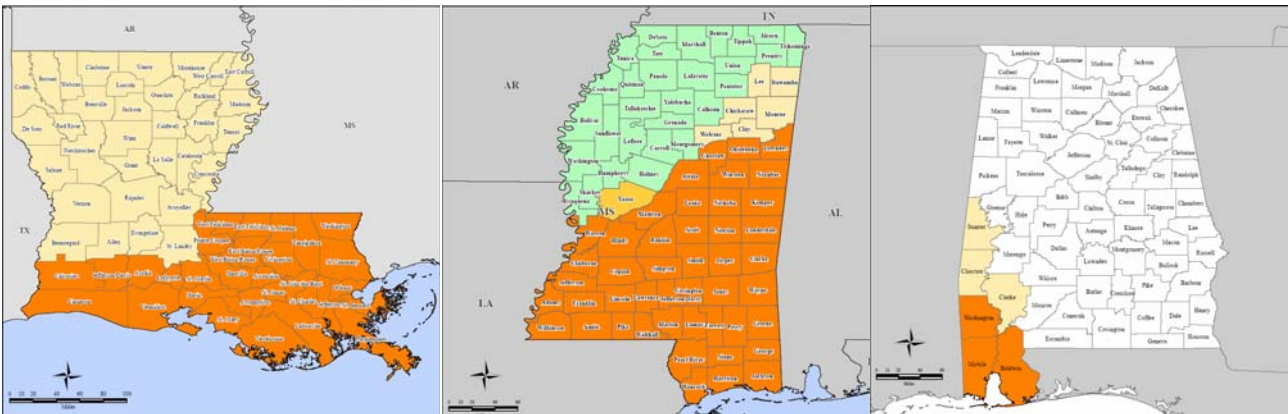
Il bilancio del disastro arrecato dall'uragano Katrina si appesantisce ogni giorno di nuove vittime. Un bilancio definitivo non sarà possibile per ancora svariate settimane già da subito si sa che il prezzo in termini di vite umane è stato altissimo. Nel trattare questo argomento il primo pensiero va a tutti coloro che hanno perso la vita e alle loro famiglie.

La ponderazione degli effetti economici di un evento così tragico è stata al centro dell'attenzione dei mercati finanziari. Mai come in questo caso le previsioni sono affette da una imprecisione immane. L'incertezza circa i tempi di recupero sono di tale portata che neanche l'apparente precisione dei calcoli riesce a camuffare la soggettività delle stime. Detto ciò veniamo ai numeri. Il *Congressional Budget Office* (CBO) colloca l'impatto tra -0,5% e -1,0% nel secondo semestre con una perdita di occupati entro la fine dell'anno di circa 400 mila unità. Il calcolo includeva una spesa federale di US\$ 10,5 mld per le spese di soccorso cifra divenuta ormai obsoleta alla luce dei US\$ 51,8 mld appena approvati dal Congresso. Considerando una stima di danni di US\$ 100 mld e che circa US\$ 25-30 mld sono coperti da assicurazione, con questa cifra l'amministrazione avrebbe stanziato un ammontare appena sufficiente a pareggiare il conto, puramente economico, con la natura. Inoltre la stima del danno totale sembra destinata ad aumentare e c'è già chi parla di altri US\$ 50 mld necessari per finanziare un'opera di ricostruzione che richiederà anni. Il peso di questa spesa ricadrà principalmente sul bilancio del 2006 e 2007 essendosi praticamente concluso l'anno fiscale in corso.

Alla luce di queste nuove informazioni abbiamo provato a quantificare l'impatto sul Pil 2005.2S. Siamo giunti a una stima nettamente inferiore a quella del CBO e a molte altre che circolano sui mercati finanziari.

Per prima cosa abbiamo tentato di non trattare i tre stati colpiti da Katrina allo stesso modo. Per le maggiori devastazioni Louisiana e Mississippi sono stati di gran lunga gli stati più disastrati con rispettivamente 31 e 46 contee mentre l'Alabama ha subito danni estesi solo in 3 contee.

### La distribuzione delle dichiarazioni di disastro del FEMA al 9 settembre 2005



Fonte: Federal Emergency Management Agency

Secondo, anche all'interno dei singoli stati abbiamo tentato di differenziare i danni dei principali centri urbani a seconda delle contee di appartenenza. Il criterio guida è stato quello di seguire la distinzione tra contee per le quali il FEMA (Federal Emergency Management Agency) pratica una assistenza di tipo pubblico (più lieve) o individuale (più grave, segnate nelle cartine in arancione). Per ciò che riguarda la Louisiana le aree urbane più colpite sono state quelle di New Orleans-Metairie-



Kenner e Houma-Bayou Cane-Thibodaux ma anche quelle di Lake Charles, Lafayette e Baton Rouge hanno subito danni notevoli. Per il Mississippi i centri più colpiti sono stati quelli di Gulfport-Biloxi, Pascagoula e Hattiesburg. Infine per ciò che riguarda l'Alabama l'unica città interessata in modo grave è quella di Mobile.

Per ottenere una stima dell'impatto sul Pil abbiamo utilizzato come *proxy* il numero di occupati nel settore non agricolo. L'utilizzo di questa variabile permette anche di esplicitare le ipotesi di impatto sulla struttura occupazionale e di filtrare la stima del dato nazionale di settembre per l'effetto distorsivo dell'uragano. Le informazioni circa la chiusura degli impianti di estrazione e raffinazione, dei porti, l'interruzione della distribuzione di acqua, elettricità e gas, l'impatto annichilente sulla strutture turistico alberghiere e l'allagamento di molte vie di comunicazione terrestri hanno suggerito di appesantire la stima di impatto sui settori Minerario, Costruzioni, Manifatturiero, Trasporti, Commercio, Utilities, Educazione ed Alberghiero. Lievemente meno lesa è sembrata l'occupazione nei settori Finanziario, Professionale e Pubblico. Le ipotesi di crescita della manodopera nei prossimi mesi del 2005 assumono una ripresa più vivace per quei settori maggiormente penalizzati dall'uragano ed il cui stallo ha ripercussioni a livello nazionale.

Le implicazioni in termini di crescita del prodotto statale lordo (GSP) di Louisiana, Mississippi ed Alabama sono spaventose. Per la Louisiana il tasso di crescita del 2005.T3 e T4 è rispettivamente del -24,3% t/t e -30,5% t/t (ann.). Per il Mississippi abbiamo -11,9% t/t e -14,8% t/t (ann.). Infine per l'Alabama il calo del GSP è quantificabile in -2,2% t/t e -3,9% t/t (ann.). Considerando il peso che i 3 stati hanno sul Pil nazionale (rispettivamente 1,24% per Louisiana, 1,18% per l'Alabama e 0,64% per il Mississippi) il loro contributo in termini di crescita sarà appena percettibile per l'Alabama mentre Louisiana e Mississippi dovrebbero nell'insieme contribuire con un -0,4% t/t (ann.) nel 2005.T3 e -0,5% t/t (ann.) nel 2005.T4 alla crescita del Pil nazionale.

Sin qui l'effetto diretto esercitato dalla devastazione di Katrina. C'è un altro effetto, questa volta indiretto che viaggia attraverso il rincaro del prezzo della benzina e di altri combustibili. L'impatto sulla crescita del Pil direttamente imputabile a Katrina via consumi privati è abbastanza rilevante e pari a -0,3% t/t nel 2005.T3 e -0,4% t/t (ann.) nel 2005.T4.

Infine l'effetto di stimolo della spesa pubblica federale per il primo soccorso e la ricostruzione. Abbiamo ipotizzato che dei US\$ 62,3 mld che l'amministrazione intende spendere complessivamente circa un terzo verrà utilizzata entro la fine dell'anno. Considerando che la spesa giornaliera del FEMA è passata da US\$ 0,5 mld a US\$ 2,0 mld con la firma dei primi contratti per la costruzione di abitazioni di emergenza, l'ipotesi di 13 mld spesi entro dicembre potrebbe sembrare molto conservativa. In realtà è possibile che queste risorse siano effettivamente spese in un arco di tempo più esteso e che l'effetto di stimolo sia diluito tra più trimestri. Le modalità di intervento inoltre non comprendono solo l'intervento di spesa diretto dell'amministrazione ma anche varie forme di trasferimento ai redditi delle famiglie che ne sosterranno il potere d'acquisto e quindi i consumi. L'impatto complessivo sul Pil di queste manovre di stimolo dovrebbe aggiungere circa un +0,5% t/t al 2005.T3 ed un +0,8% t/t (ann.) al 2005.T4.

Nel complesso l'effetto congiunto di questi fattori dovrebbe produrre un freno alla crescita di -0,2% t/t nel 2005.T3 e di -0,1% t/t (ann.) nel 2005.T4. L'esiguità dell'impatto è da attribuire all'imputazione di uno stimolo fiscale tre volte superiore a quello imputato dal CBO: a parità di spesa ritroviamo, infatti, un freno alla crescita di -0,5% t/t per il 2005.T3 e di -0,6% t/t (ann.) per il 2005.T4, valori del tutto compatibili con la stima CBO.

A dispetto di un effetto sulla crescita che dovrebbe rivelarsi tutto sommato contenuto, la perdita di posti di lavoro è stata probabilmente devastante e con ogni probabilità sarà sufficientemente persistente da non essere assorbita prima del 2006 inoltrato. Nel solo stato della Louisiana dovremmo rilevare un calo di 400 mila occupati nel settore non agricolo, il meno popoloso Mississippi dovrebbe aver perso circa 100 mila posti mentre l'Alabama dovrebbe contenere la perdita a circa 45 mila occupati. Nel complesso la rilevazione di settembre dell'indagine nazionale sugli occupati potrebbe comprendere un contributo netto di Louisiana, Mississippi ed Alabama di circa -545 mila posti di lavoro. L'opera di ricostruzione che seguirà alla messa in sicurezza delle aree colpite porterà ad una forte crescita occupazionale in alcuni settori, tuttavia l'effetto netto nel breve termine si manterrà in territorio largamente negativo se si pensa che il numero di occupati a dicembre dovrebbe essere ancora di 330 mila unita inferiore al livello preesistente all'uragano.

## Politica monetaria: Fed funds: i rialzi proseguono

Giovanna Mossetti  
[giovanna.mossetti@bancaintesa.it](mailto:giovanna.mossetti@bancaintesa.it)

La Fed ha alzato ancora i tassi e ha sottolineato che l'economia prima dell'uragano era in buona salute. Il comunicato alza il tiro sui rischi relativi ai prezzi e afferma che c'è un aumento di pressioni inflazionistiche. Il messaggio resta invariato rispetto alle altre riunioni: i fed funds saliranno ancora. Il rialzo del 20 settembre pesa però più di altre mosse del passato. Alzare i tassi dopo Katrina segnala una forte convinzione da parte del Comitato (nonostante un voto di dissenso) riguardo ai rischi di aumento dell'inflazione e alla necessità di proseguire sul sentiero dei rialzi.

L'esito della riunione del FOMC del 20 settembre dà informazioni importanti per lo scenario dei tassi, anche prima della lettura dei verbali (in pubblicazione l'11 ottobre). Il fatto che la Fed abbia deciso di alzare i tassi nonostante l'uragano è, da solo, un messaggio molto forte e riassume in modo inequivocabile la visione dei rischi che la banca centrale percepisce per lo scenario dei prossimi trimestri. **I rischi sui prezzi sono bilanciati solo con la politica monetaria appropriata che, secondo il comunicato, consiste nel continuare a rimuovere lo stimolo monetario. Le parole sono importanti:** anche se sono state ripetute da molti mesi, in questa occasione hanno un peso diverso, enormemente maggiore.

A fronte del più grande disastro naturale della storia degli Stati Uniti la Fed non ha cambiato la propria valutazione dello scenario economico, salvo affermare ovviamente che c'è un forte aumento dell'incertezza nel breve termine. Quindi al di là della questione di metodo, in base alla quale la politica monetaria non deve rispondere a shock temporanei, come è scritto nei libri di testo oltre che in molti interventi della banca centrale, **la Fed continua a percepire in questo momento più rischi dal lato dell'inflazione che dal lato della crescita** nonostante la formulazione "salomonica" adottata da mesi nel comunicato.

## Il messaggio del 20 settembre resta invariato: i tassi devono salire

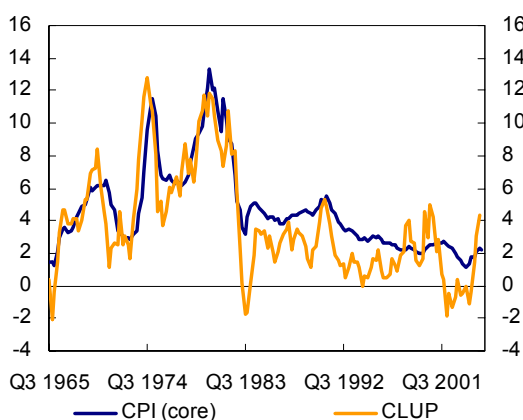
Nella riunione del 20 settembre, la Fed ha proseguito sul sentiero dei rialzi e ha ribadito la propria preoccupazione per lo scenario dei prezzi. La decisione della Fed di alzare i fed funds anche dopo l'uragano, è giustificata nel primo paragrafo del comunicato su due basi:

1. Prima di tutto secondo la Fed **la crescita manteneva "un buon ritmo" prima dell'arrivo dell'uragano.**
2. In secondo luogo, l'"opinione del Comitato" è che **l'impatto di Katrina**, pur essendo significativo in termini di perdita di output e di aumento dei prezzi e

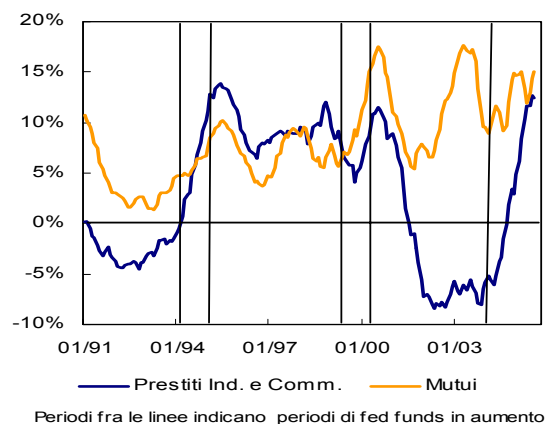
della loro volatilità nel settore energetico nel breve termine, **“non pone una minaccia più persistente” oltre all’aumento dell’incertezza sullo scenario dei prossimi mesi.** La valutazione dello scenario economico riprende le affermazioni dei precedenti comunicati, affermando che lo stimolo monetario e la crescita della produttività continuano a sostenere le prospettive di crescita, mentre dal lato dell’inflazione il “rialzo dei prezzi energetici e di altri costi” (forse il costo del lavoro?) hanno “il potenziale di aumentare le pressioni inflazionistiche”. Inoltre, la Fed ammette che l’inflazione *core* è rimasta moderata e che “le aspettative di inflazione di più lungo termine restano contenute”, ma in passato le aspettative erano state definite “ben contenute”. **Non è certo passato inosservato alla Fed il forte rialzo delle aspettative di inflazione emerso dall’indagine dell’Università del Michigan,** che ha registrato un incremento delle aspettative di inflazione a 1 anno da 3,1 a 4,6% (il livello più alto in più di dieci anni) e un aumento anche più preoccupante, benché più modesto, delle aspettative a 5 anni, da 2,8% di agosto a 3,1% di settembre.

Nella sua parte prospettica il comunicato resta invariato: la politica monetaria è ancora accomodante e i rialzi proseguiranno a un ritmo misurato, mentre i rischi restano equilibrati “con la politica monetaria appropriata. **La Fed continua a segnalare che i fed funds non sono ancora arrivati alla neutralità** e che preferisce rischiare di perdere un po’ di crescita pur di non perdere la tanto faticosamente conquistata stabilità dei prezzi basata su aspettative di inflazione stabili.

**CPI core e CLUP (var. % a/a)**



**Il credito continua a crescere (mutui e prestiti, var % a/a)**



Dal punto di vista del Comitato, la **decisione di settembre è stata certamente sofferta**, come dimostra il fatto che per la prima volta in due anni la decisione **non è stata presa all’unanimità**, ma con il dissenso di Mark Olson, membro del Board. Inoltre, la richiesta di alzare il tasso di sconto non proveniva da tutte le Fed regionali, ma solo da sette distretti su dodici. I distretti che non hanno richiesto il rialzo sono, oltre a quello di Atlanta, colpito dall’uragano, anche San Francisco, Cleveland, Dallas, St Louis.

**Lo scenario per le prossime riunioni: non si vede ancora la fine**

La conclusione che si trae dal comunicato e dalla decisione di settembre è che **la Fed intende alzare ancora i tassi diverse volte, e non una sola volta come sconta il mercato.** Questo non sorprende alla luce del fatto che con il rialzo recente dell’inflazione e con le pressioni inflazionistiche in aumento citate dalla

Fed (e recepite dalle famiglie nelle aspettative a medio oltre che a breve termine), **i tassi reali sono di nuovo in calo**. Inoltre, lo stimolo fiscale potrebbe anche più che compensare la perdita diretta di reddito dovuta all'uragano.

Il sentiero dei tassi è determinato dalla Fed in base alla valutazione dei costi e dei benefici di ciascuna mossa. Sul fronte dei rischi, benché la Fed citi esplicitamente solo quelli relativi a crescita e inflazione, non bisogna dimenticare che la banca centrale deve valutare sempre anche un rischio più generale, relativo alla potenziale instabilità dei mercati finanziari. Nel Federal Reserve Act, la Fed oltre al mandato di determinare la politica monetaria in modo da contribuire alla massima crescita compatibile con la stabilità dei prezzi, ha anche quello di **preservare la stabilità dei mercati finanziari**. Su questo fronte i richiami alla "schiuma" presente sul mercato immobiliare da parte di molti esponenti della Fed, primo fra tutti Greenspan, e al livello storicamente basso del premio al rischio su molti asset confermano che la banca centrale non può fermarsi e correre il rischio di dover accelerare il passo dei rialzi in futuro in seguito a una ripresa dell'inflazione.

**La Fed di Greenspan**, nel suo approccio di gestore dei rischi dell'economia, oggi **tiene un occhio sull'inflazione, e l'altro sui prezzi degli asset e sul bilancio costi-benefici derivanti da un eventuale errore nella tattica** della politica monetaria. Questo fatto resterà determinante per la previsione del punto di arrivo del sentiero dei rialzi dei fed funds, e la Fed per ora non vuole far vedere al mercato la fine dei rialzi. .

Nelle prossime settimane ci sono molti **discorsi** in calendario, e in particolare due interventi di Greenspan. In queste occasioni la Fed confermerà la propria opinione di fiducia nella solidità dell'economia e i propri timori di una ripresa di pressioni inflazionistiche, segnalando che le condizioni dell'economia richiedono, nonostante l'uragano, un'ulteriore rimozione di stimolo monetario. Una prospettiva di medio termine andrà tenuta ben presente quando, nei prossimi mesi, il flusso dei dati sarà, invece, negativo e potrebbe ostacolare la ripresa delle aspettative sui tassi. **Ribadiamo però la nostra valutazione secondo cui i rischi sul sentiero dei fed funds sono prevalentemente verso l'alto e non escludiamo di rivedere in futuro al rialzo le stime sul punto di arrivo del ciclo di rialzi.**

## Stati Uniti – Previsioni

	2004	2005	2006	2004				2005				2006		
				4	1	2	3	4	1	2	3	1	2	3
PIL (US\$ 1996,a/a)	4,2	3,5	3,0	3,8	3,6	3,6	3,4	3,3	3,2	3,1	2,9			
- trim./trim. annualizzato				3,3	3,8	3,3	3,4	2,9	3,3	2,9	2,4			
Consumi privati	3,9	3,5	3,0	4,3	3,5	3,0	3,4	2,3	3,1	3,1	3,1			
IFL - privati non residenziali	9,4	8,3	7,1	10,4	5,7	8,4	5,7	6,0	8,8	7,4	6,4			
IFL - privati residenziali	10,3	5,9	-1,5	1,6	9,5	9,8	2,2	-3,0	-3,1	-0,8	-4,3			
Consumi e inv. pubblici	2,2	2,2	1,5	0,9	1,9	2,7	3,7	4,1	1,6	-0,6	-0,9			
Esportazioni	8,4	8,0	6,9	7,1	7,5	13,2	5,9	7,2	5,9	5,9	6,8			
Importazioni	10,7	6,6	5,9	11,3	7,4	0,5	4,8	7,8	5,8	6,1	6,4			
Var. scorte (contrib., % Pil)	0,4	-0,3	0,2	0,0	0,1	-0,5	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1			
Partite correnti (% Pil)	-5,7	-6,5	-6,6	-6,4	-6,5	-6,4	-6,6	-6,7	-6,6	-6,7	-6,8			
Deficit Federale (% Pil)	-3,6	-2,7	-2,9											
Debito pubblico (% Pil)	64,0	65,5	66,7											
CPI (a/a)	2,7	3,3	2,5	3,4	3,0	2,9	3,7	3,4	3,2	2,7	2,1			
Produzione Industriale	4,1	3,0	2,3	4,4	3,8	1,4	2,4	1,6	3,1	3,1	1,7			
Disoccupazione (%)	5,5	5,2	5,0	5,4	5,3	5,1	5,1	5,2	5,1	5,0	5,0			
Federal Funds (%)	1,35	3,16	4,34	1,95	2,47	2,94	3,48	3,75	3,95	4,34	4,61			
Tasso a 10 anni (%)	4,27	4,31	5,21	4,17	4,30	4,16	4,29	4,49	4,79	5,11	5,42			
Cambio effettivo	85,4	83,1	81,7	81,8	81,3	83,5	84,7	83,1	82,3	81,7	81,4			

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

## Area euro

Anna Maria Grimaldi  
[anna.grimaldi@bancaintesa.it](mailto:anna.grimaldi@bancaintesa.it)

GianLuigi Mandruzzato  
[gianluigi.mandruzzato@bancaintesa.it](mailto:gianluigi.mandruzzato@bancaintesa.it)

- Le revisioni al ribasso della crescita area euro a inizio anno lasciano la nostra stima per il 2005 a 1,3% da un precedente 1,4% a giugno.
- Rivediamo marginalmente la nostra stima di crescita per il 2006 a 1,8% da 1,9% a giugno. Il nostro scenario è sostanzialmente invariato.
- Il caro petrolio peserà sulla crescita tra fine 2005 e inizio 2006 ma l'impatto dovrebbe essere controbilanciato da un cambio più favorevole.
- La domanda domestica è la vera protagonista di questa fase di crescita più sostenuta.
- Prospettive occupazionali più favorevoli e tagli fiscali in Spagna e probabilmente in Francia dovrebbero garantire un'accelerazione del reddito disponibile e dei consumi delle famiglie.
- Ma la vera novità potrebbe essere una svolta nel settore delle costruzioni tedesco dopo circa dieci anni di discesa quasi a filo di piombo.
- Profitti più elevati, l'aumento di redditività e condizioni monetarie ancora largamente espansive per buona parte del 2006 dovrebbero tradursi in un tasso di crescita degli investimenti più sostenuto.
- Il ciclo politico in Italia, Francia e Olanda genererà un aumento di spesa pubblica. Il deficit area euro resterà al 3,1% del Pil; debito pubblico in aumento.
- Il caro petrolio continuerà a esercitare pressioni sui prezzi al consumo fino a marzo 2006. Le pressioni sottostanti rimangono contenute. In media annua vediamo l'inflazione europea a 2,0% da una stima di 2,2% nel 2005.
- La BCE rimane in attesa di una conferma della ripresa della domanda interna, che arriverà, e dovrebbe iniziare ad alzare i tassi ufficiali da metà 2006.

### ***La crescita tornerà al trend nonostante il caro petrolio***

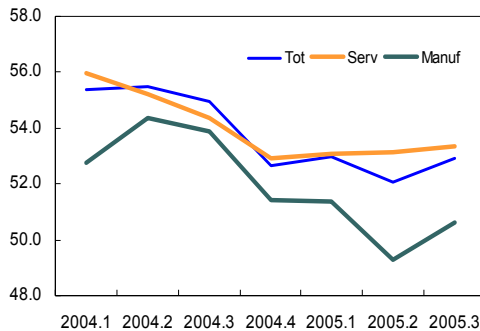
Continuiamo a pensare che dopo il rallentamento primaverile la crescita nell'area euro stia tornando in linea con il trend di +0,4% t/t. I rischi sulle nostre stime sono ancora prevalentemente verso il basso: il nostro scenario potrebbe risultare ottimistico dato l'andamento del greggio negli ultimi mesi che ha portato alla revisione al rialzo del 20% delle nostre previsioni sul prezzo del Brent nel 2006. Il caro petrolio farà sentire il suo peso sulla crescita tra fine 2005 e inizio 2006, ma l'impatto dovrebbe essere controbilanciato da un cambio più favorevole. Rivediamo dunque solo marginalmente la nostra stima di crescita per il 2006 a 1,8% da 1,9% a giugno.

Per il momento, le informazioni disponibili per i mesi di luglio e agosto mostrano un miglioramento del clima economico generale. Il PMI sintetico si è infatti assestato in media al di sopra del livello del secondo trimestre, l'indice di fiducia sintetico della Commissione Europea è salito ad agosto per il terzo mese consecutivo e si trova 1,3 punti al di sopra del livello di giugno.

### ***Il cambio più favorevole sta offrendo sollievo al manifatturiero***

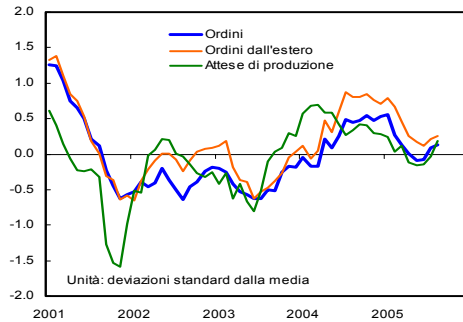
Il deprezzamento del cambio e condizioni di domanda globale più vivaci hanno offerto sollievo al settore manifatturiero sia a luglio che ad agosto e di riflesso sono aumentate le attese di produzione. Le imprese riportano in particolare un miglioramento degli ordini domestici e dall'estero. Il PMI manifatturiero è balzato a luglio per poi correggere solo parzialmente in agosto e in media rimane al di sopra del livello del secondo trimestre. I dati reali mostrano un progresso moderato della produzione industriale a luglio sulla spinta di forti recuperi in Germania e in minor misura in Italia, mentre ha deluso la produzione francese.

**Fig. 1 - Migliora il clima economico generale**



Fonte: NTC research, e Banca Intesa

**Fig. 2 – Salgono le attese di produzioni e gli ordini nel manifatturiero**



Fonte: Commissione UE, e Banca Intesa

Meno marcato il miglioramento nel settore dei servizi, ma l'indice PMI rimane pur sempre al di sopra di 50, livello coerente con un tasso di crescita nullo dell'output.

I dati sull'export di luglio mostrano un rallentamento in Germania, Francia e Italia ma il miglioramento del PMI manifatturiero ex – area euro fa sperare in un recupero agosto e settembre. In media nel terzo trimestre ci attendiamo un proseguimento del trend più positivo dell'export europeo già osservato nel 2005.T2.

**Ma la vera protagonista di questa fase di crescita più positiva è la domanda interna!**

Ma la vera protagonista di questa fase di crescita più sostenuta dovrebbe essere la domanda interna, sia nella seconda metà dell'anno in corso sia nel 2006. Vediamo la domanda interna crescere in media di 1,2% fino a fine anno e un'ulteriore accelerazione nell'intorno di 1,7% a/a nel 2006.

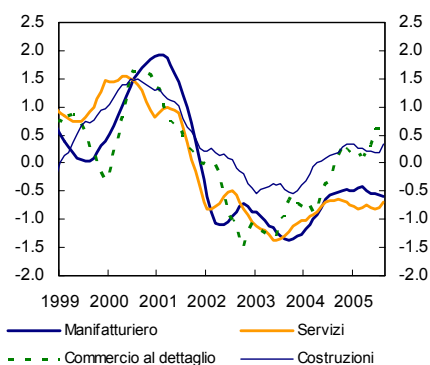
**Ma cosa ci rende così fiduciosi sul “revival” della domanda interna nell’area euro?**

Il progresso dovrebbe essere trainato da consumi e investimenti. Già nel terzo trimestre di quest'anno, secondo le nostre stime, i consumi delle famiglie registreranno un aumento di +0,4% t/t dopo lo stallo primaverile. La spinta dovrebbe venire dalla ripresa dei consumi francesi, che, stando ai dati sulle vendite al dettaglio, viaggiano nell'intorno di 1,0% t/t. Non deluderanno di certo gli spagnoli e probabilmente i consumi rallenteranno solo di poco in Italia, dato l'andamento dell'occupazione. C'è poco da scommettere invece per il momento sui consumi tedeschi. È possibile che vedremo un temporaneo rallentamento nei consumi tra fine 2005 e inizio 2006. Non escludiamo infatti una correzione in Francia e un po' di volatilità in Germania, soprattutto se dovesse essere approvato l'aumento dell'IVA, e non vanno ignorati gli effetti sulle statistiche della riforma sanitaria in Olanda.

**Più occupazione e tagli fiscali sosterranno il reddito e i consumi.**

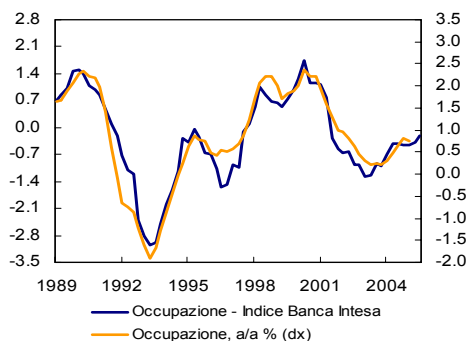
**Nel 2006, vediamo un'ulteriore accelerazione dei consumi all'interno dell'area euro. Il reddito disponibile dovrebbe infatti guadagnare terreno.** Mentre prevediamo una sostanziale stabilità dei salari reali, ci sembra che le prospettive occupazionali siano in miglioramento (si veda il grafico 4). L'indicatore di Banca Intesa segnala un'accelerazione del tasso di crescita tendenziale verso l'1% già nel terzo trimestre. Ulteriore supporto al reddito disponibile e ai consumi verrà dai tagli fiscali ormai certi in Spagna e Olanda, e probabili in Francia.

**Fig. 3 – Migliorano le prospettive occupazionali**



Fonte: NTC research, e Banca Intesa

**Fig. 4 – Un tasso di crescita dell'occupazione più positivo dovrebbe sostenere il reddito disponibile**

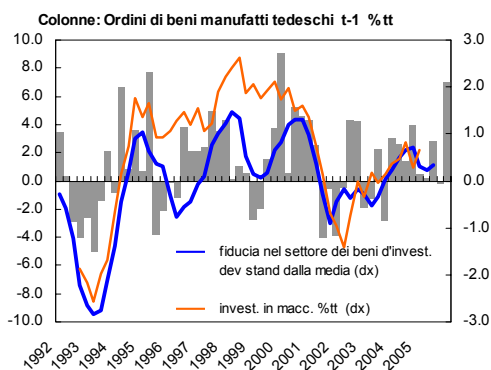


Fonte: Commissione UE, e Banca Intesa

**Finalmente un po' di spesa in beni capitali**

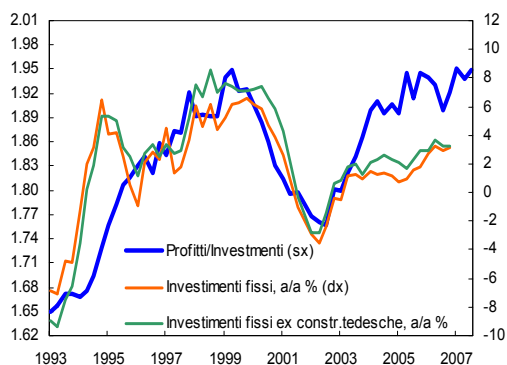
La crescita della domanda interna dovrebbe essere spinta anche dagli investimenti fissi. A fronte di una crescita sostenuta dei profitti, si è visto un calo degli investimenti nell'area euro negli ultimi due anni. Storicamente un aumento del rapporto profitti investimenti andava di pari passo con un'accelerazione degli investimenti. Tuttavia, a partire da fine 2003, si è aperto un gap tra queste due variabili. In parte, gli investimenti UE risentono del trend di re-investimento dei profitti in paesi emergenti. Tuttavia, riteniamo che si renda necessario all'interno dell'area almeno una parziale sostituzione della capacità produttiva esistente. Il clima di incertezza degli ultimi due anni ha probabilmente indotto le imprese europee a posticipare le decisioni di spesa. Tuttavia, l'andamento degli ordini di beni manufatti tedeschi, che ha un *lead* di un trimestre sugli investimenti in macchinari è coerente con un'accelerazione a inizio 2006. Ulteriore supporto alla spesa per investimenti dovrebbe venire dalle condizioni finanziarie, che rimarranno largamente espansive per buona parte del 2006, anticipiamo infatti un primo rialzo dei tassi ufficiali solo a giugno dell'anno prossimo.

**Fig. 5 – L'andamento degli ordini di beni manufatti tedeschi segnala un'accelerazione degli investimenti UE**



Fonte: Eurostat, Bundesbank e Banca Intesa

**Fig. 6 – La crescita del rapporto profitti investimenti fa sperare in un ciclo più positivo degli investimenti UE**



Fonte: Eurostat, Bundesbank e Banca Intesa

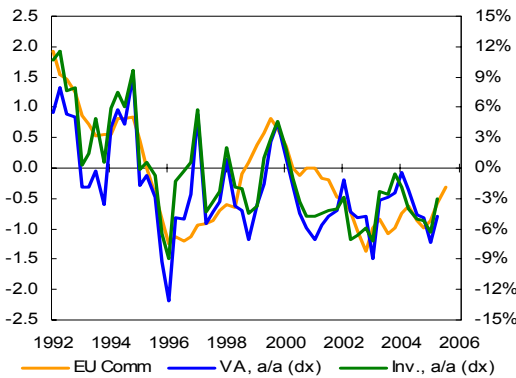


**Ma la vera novità sono le costruzioni tedesche**

Ma forse la novità più importante, che in parte giustifica il nostro scenario di crescita più elevata nel 2006, è che le costruzioni tedesche pare abbiano smesso di crollare e il settore potrebbe consolidarsi dopo dieci anni di discesa quasi a filo di piombo. Quello che fino ai primi mesi dell'anno è apparsa quasi esclusivamente come un miglioramento del clima di fiducia si sta traducendo in solidi dati reali. I fondamentali sembrano sostenere l'idea che questa volta non si tratti una falsa partenza.

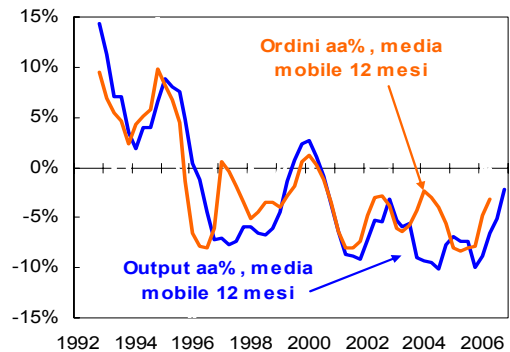
Il clima di fiducia complessivo ha iniziato a migliorare a fine 2002 ed ha raggiunto ad agosto il livello più elevato degli ultimi quattro anni. Siamo indotti a pensare che il miglioramento sia piuttosto solido visto l' aumento continuo del flusso di ordinativi e le intenzioni da parte delle imprese di espandere la manodopera utilizzata. I dati di contabilità nazionale, sia sugli investimenti in costruzioni sia sul valore aggiunto hanno mostrato segni di miglioramento del settore nel 2005:T2. Dopo il tracollo di -3,3% t/t e -6,4% a/a nel 2005:T1, gli investimenti in costruzioni sono calati di solo 0,2%t/t e -4,7% a/a nel secondo trimestre. Il valore aggiunto è aumentato del 1,7% t/t dopo un calo di -3,4% t/t nei mesi invernali. I dati sugli ordini sono coerenti con una tasso di crescita positivo dell'output nel 2005:T3. Riteniamo dunque che il settore delle costruzioni tedesco abbia toccato il fondo a inizio anno, è che da fine 2005 potremmo passare da tassi di crescita pesantemente negativi a una stagnazione o crescita lievemente positiva. Una svolta nel settore delle costruzioni avrebbe un effetto propulsivo non trascurabile sulla crescita tedesca e dell'area euro. Negli ultimi dieci anni, infatti, le costruzioni hanno tolto in media lo 0,5% alla crescita annua del Pil tedesco.

**Fig. 7 – Ad agosto, la fiducia nel settore delle costruzioni tedesche ha raggiunto il livello più elevato dal 2001**



Fonte: Commissione UE, Bundesbank e Banca Intesa

**Fig. 8 – Il flusso di nuovi ordini è coerente con un tasso di crescita meno negativo nel 2005.T3**



Fonte: Bundesbank e Banca Intesa

**Più spesa pubblica, il deficit non migliorerà nemmeno nel 2006**

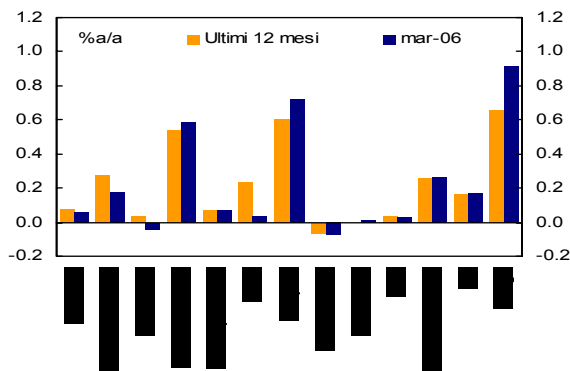
Non trascuriamo lo stimolo che potrebbe venire alla crescita dalla spesa pubblica nel corso del 2006, anno elettorale in Italia e pre-elettorale in Francia e Olanda. Vediamo complessivamente un aumento dei consumi pubblici di 1,7% dopo il +1,0% stimato per il 2005. Il risvolto negativo è che il deficit area euro resterà continuerà ad aumentare fino al 3,2% dal 2,7% del 2004. Il rapporto debito/Pil pertanto arriverà a sfiorare il 72% a fine 2006.

Ma veniamo all'inflazione. Il capitolo energia continuerà ad esercitare pressioni verso l'alto sui prezzi al consumo fino a marzo del 2006. Una graduale moderazione del prezzo del greggio nel corso del 2006 dovrebbe garantire un calo dell'inflazione al di sotto del 2% nella seconda metà dell'anno. In media annua vediamo l'inflazione area euro calare al 2,0% da una stima del 2,2% nel



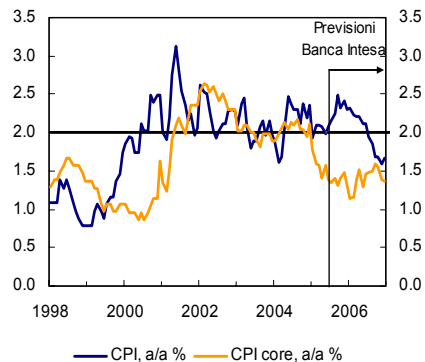
2005. Le pressioni inflazionistiche sottostanti rimarranno contenute per buona parte del prossimo anno. L'inflazione core in media annua si assesterà all'1,4% da una stima di 1,5% quest'anno.

**Fig. 9 – Il capitolo energia continuerà a pesare sui prezzi al consumo fino a marzo 2006**



Fonte: Eurostat e Banca Intesa

**Fig. 10 – Le pressioni inflazionistiche sottostanti rimarranno contenute**



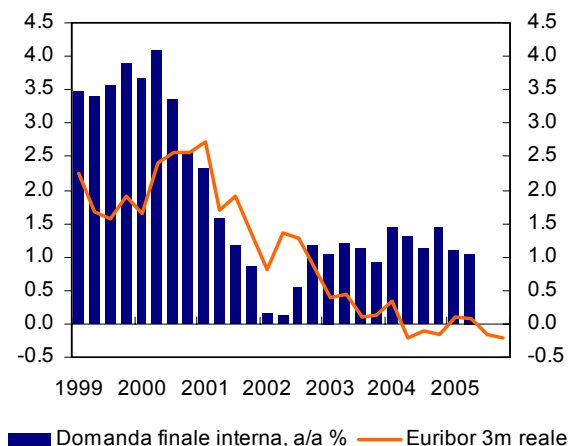
Fonte: Eurostat e Banca Intesa

### Politica monetaria: tassi fermi fino a metà 2006

*La politica monetaria corrente rimarrà appropriata ancora per diversi mesi*

Alla riunione del 6 ottobre la BCE lascerà il tasso refi invariato al 2% per il ventottesimo mese consecutivo e non sono alle porte variazioni nemmeno nei prossimi mesi. Come ha spesso ripetuto il Presidente Trichet, i tassi sono ritenuti appropriati e non vi è bisogno nel breve termine di modificarli in nessuna direzione. Tuttavia, è chiaro che l'inclinazione della BCE è attualmente per una prossima mossa al rialzo che non è stata ancora messa in atto a causa della fragilità dell'andamento della domanda domestica. Proprio **sulla base di una previsione di progressivo ma sostenibile miglioramento della congiuntura interna nei prossimi trimestri, ci aspettiamo che l'attuale fase di politica monetaria ultra-espansiva veda la fine nel corso del prossimo anno.**

#### Tassi reali ai minimi



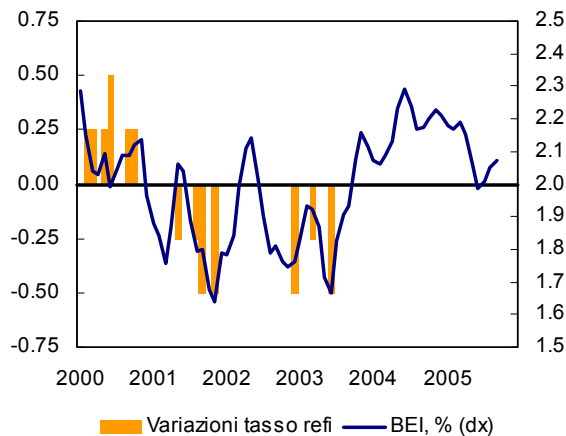
**La stance espansiva è stata giustificata dall'incertezza sulla domanda domestica**

L'anomalia è infatti rappresentata da un **livello di tassi reali negativo** (-0,2% secondo le nostre stime nel 2005.T4), a fronte di una domanda domestica che nonostante tutto si dimostra discretamente resistente agli urti del caro petrolio. La variabilità del clima di fiducia e la situazione particolare della Germania, la cui domanda domestica solo ora inizia a mostrare qualche segnale di risveglio, hanno però consigliato il mantenimento di una stance espansiva alla banca centrale, accomodando la **persistenza del CPI headline sopra il 2%** perchè, in assenza di pressioni dalla domanda e dai salari, la dinamica del CPI core si è dimostrata contenuta e le aspettative di inflazione hanno mostrato di ritenere transitorie le sfuriate dei prezzi dell'energia.

**Ciò contribuisce l'accumulo di liquidità in eccesso e la rincorsa dei prezzi degli immobili**

**Il contrappasso di una tale politica è stato di creare le condizioni per una sensibile accelerazione della domanda di credito, soprattutto rivolta al settore immobiliare residenziale.** Il binomio eccesso di liquidità e sopravvalutazione degli immobili è il principale motivo di preoccupazione pensando alla stabilità dei prezzi e a quella del sistema finanziario nel medio termine. Inoltre, **l'andamento delle aspettative sull'inflazione hanno assunto negli ultimi mesi un carattere meno rassicurante.** La *break-even inflation* nelle obbligazioni indicizzate è tornata a salire nell'ultimo bimestre interrompendo una tendenza al ribasso inaugurata nel giugno 2004. Contestualmente, **le aspettative dei consumatori sono in aumento dalla fine del 2004, in parallelo con gli aumenti del prezzo del petrolio,** e hanno raggiunto il livello più elevato dal 2002. Alla luce del recente nuovo aumento del prezzo del Brent, delle previsioni su questa variabile e sul CPI in generale, non sembra probabile che il trend delle aspettative di inflazione si inverta nei prossimi mesi.

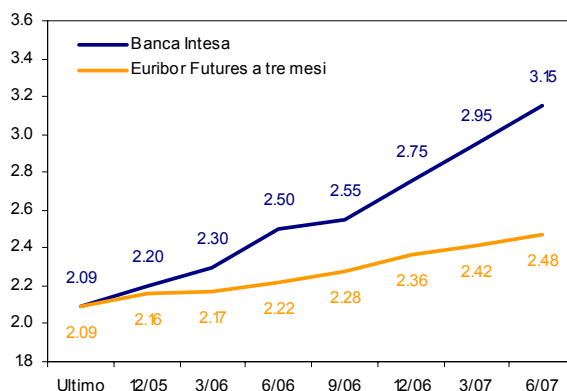
**Le aspettative di inflazione sono aumentate**



**La normalizzazione dovrebbe iniziare nel 2006, ma i mercati non ci credono**

In conclusione, la BCE appare intenzionata a mantenere lo status quo ancora per diversi mesi, in attesa che i segnali di risveglio della domanda domestica si consolidino. Ciò creerebbe le condizioni perchè la banca centrale risponda all'aumento delle aspettative sull'inflazione ed inizi a normalizzare la stance di politica monetaria nel tentativo di assorbire parte della liquidità in eccesso sedando la crescita dei prezzi degli immobili residenziali. **La variabile chiave per il timing delle mosse sui tassi sarà quindi la crescita dei consumi e degli investimenti** che secondo le nostre stime potrebbero avvicinare il 2% nella prima metà del 2006. **Il nostro scenario è più aggressivo di quello sottoscritto dal mercato dei Futures sull'Euribor che non crede ad aumenti dei tassi ufficiali se non nel 2007.**

### Il mercato non vede mosse al rialzo fino al 2007



### Elezioni tedesche: in attesa della luce verde

*Il risultato delle elezioni è stato deludente, ma potrebbe comunque portare ad un governo gradito ai mercati*

*La CDU di Angela Merkel ha la maggioranza relativa, ma il margine sulla SPD di Schroeder è risicato*

*Una coalizione CDU-FDP-Verdi potrebbe governare efficacemente*

**Agli occhi dei mercati finanziari il risultato delle elezioni tedesche del 18 settembre non poteva essere più infelice per le necessità della Germania e dell'Europa.** Tuttavia, la situazione è ancora fluida e non è detto che la Germania debba essere governata da una Grosse Koalition tra CDU e SPD nei prossimi quattro anni. **La composizione del nuovo governo avrà un impatto sensibile sui mercati finanziari i quali seguiranno con la massima attenzione l'evoluzione dei colloqui tra i partiti.** Il termine ultimo per l'elezione del nuovo Cancelliere è il 18 ottobre: in caso di mancato accordo si tornerebbe alle urne. Sicuramente, **il clima di incertezza che si vivrà fino alla creazione di un governo peserà sul morale dei mercati, soprattutto di quelli azionari, che già hanno penalizzato il Dax rispetto alle altre piazze europee.**

Dal punto di vista pratico, il voto ha dato la **maggioranza relativa alla CDU** di Angela Merkel, che dovrebbe essere il prossimo Cancelliere, **ma il margine sulla SPD di Schroeder è ridotto a soli tre seggi (225 contro 222).** Il partito dei liberali FDP, alleato della CDU, ha guadagnato 61 seggi mentre i Verdi, alleati della SPD, ne hanno ottenuti 51, numeri insufficienti a garantire alle alleanze canoniche la maggioranza del Bundestag, pari ad almeno 307 seggi. La Nuova Sinistra, che si colloca alla sinistra della SPD nell'arco parlamentare, ha ottenuto a sorpresa 54 seggi, sottraendo voti soprattutto ai due maggiori partiti, e potrebbe in teoria spostare l'ago della bilancia a sinistra. Tuttavia, la SPD ha escluso nella maniera più assoluta l'ipotesi di governare con la Nuova Sinistra fondata da ex-membri della SPD stessa. Le possibili vie di uscita dallo stallo portano o alla Grosse Koalition CDU-SPD o ad una soluzione tripartitica, una novità per la Germania, in seguito al cambio di coalizione di uno tra Verdi e FDP. Questi ultimi però si sono dichiarati assolutamente incompatibili con una collaborazione con la SPD lasciando sul campo solo **due alternative: la Grosse Koalition e la "Jamaika Koalition" tra CDU, FDP e Verdi.**

**Quest'ultima soluzione potrebbe dimostrarsi più agile della Grosse Koalition nell'architettare le riforme strutturali** su alcuni temi chiave quali il mercato del lavoro e la tassazione, poiché maggiori sono i punti di contatto tra i programmi e le basi elettorali dei partiti. Inoltre, sarebbe preferibile anche perché ridurrebbe le tensioni dovute allo scontro tra personalità all'interno di una Grosse Koalition. La leadership della CDU, e della Merkel, non sarebbe in discussione, almeno nella prima parte della legislatura, e semmai le due ali, FDP e Verdi appunto, potrebbero contribuire a smussare su alcuni dei punti più controversi, quali ad esempio l'aumento dell'IVA avvertito da entrambi.

**La Jamaika Koalition potrebbe sfruttare il volano della fondamentale vicinanza di vedute nei tre partiti sulla necessità di liberalizzare e rendere più flessibile i mercati del lavoro e dei prodotti, di semplificare il sistema fiscale** riducendo le aliquote e sfrondando il groviglio di esenzioni, deduzioni e trattamenti speciali che nel 2003 ha guadagnato alla Germania il titolo di sistema fiscale meno efficiente da parte del World Economic Forum. Un **punto di contrasto scontato è la politica energetica**, laddove i Verdi si oppongono all'idea di CDU-FDP di allungare il periodo di attività delle centrali nucleari, ma la questione non appare così urgente e decisiva per i cristiano-liberali da escludere una mediazione. Altro motivo di divergenza appare sulle modalità di riforma del sistema sanitario, ma, data la comune consapevolezza della necessità di ridurre il peso sulla fiscalità e sul costo del lavoro, un compromesso non appare irraggiungibile.

**La Grosse Koalition è il worst case scenario**

**Al contrario, trovare soluzioni condivisibili tra i partiti di un'eventuale Grosse Koalition non appare semplice.** Le soluzioni proposte nelle rispettive piattaforme elettorali hanno mostrato un sensibile allontanamento delle posizioni, soprattutto a causa di una sterzata verso una politica più sociale da parte della SPD, preoccupata di recuperare consensi presso la propria base elettorale insoddisfatta dalle iniziative prese sotto l'Agenda 2010. Un governo CDU-SPD avrebbe quindi il suo maggiore pregio nell'ampia maggioranza in entrambi i rami del parlamento, ma all'atto pratico l'attività legislativa tedesca continuerebbe a muoversi nel solco dell'esperienza degli ultimi due anni quando di fatto il paese è stato guidato da una coalizione CDU-SPD.

**La Jamaika Koalition è la soluzione preferita dalle imprese**

Proprio questo ha spaventato i mercati, portandoli a penalizzare le attività denominate in euro e in particolar modo quelle tedesche. Ma **se la Grosse Koalition è il worst case scenario, ci sembra vi siano motivi per un cauto ottimismo.** Non vi sarebbe infatti un peggioramento netto del quadro politico rispetto agli ultimi anni, lasciando alla spinta riformatrice proveniente dal basso l'onere di rinnovare il sistema produttivo tedesco. Pertanto, una volta assorbita la delusione per l'occasione mancata, crediamo che torneranno a pesare i motivi che hanno portato alla sovraperformance del Dax rispetto agli altri indici europei dal lancio dell'Agenda 2010 nel marzo 2003 fino all'agosto 2005. **Se invece fosse la Jamaika Koalition a governare per i prossimi quattro anni le implicazioni sia per le prospettive macroeconomiche sia per i mercati finanziari dovrebbero tornare a migliorare in maniera decisa se, come è emerso da un sondaggio del Financial Times Deutschland, le imprese la considerano "la migliore coalizione possibile".**

Le consultazioni tra i partiti, già iniziate, proseguiranno nei prossimi giorni. Una fase di attendismo è resa probabile dalla consapevolezza che fino ai primi di ottobre i risultati non saranno definitivi<sup>4</sup> e quindi l'elezione del nuovo Cancelliere non sarebbe comunque possibile. Le schermaglie iniziali, caratterizzate ancora da dichiarazioni di poca apertura da parte di FDP e Verdi, potrebbero rapidamente ammorbidirsi se la popolarità della Jamaika Koalition presso i cittadini tedeschi continuasse a crescere come accaduto nei primi giorni successivi al voto.

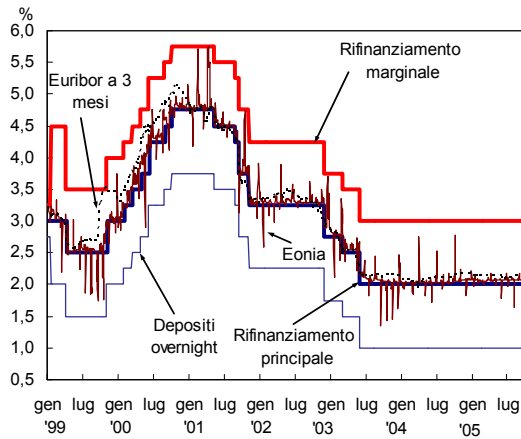
<sup>4</sup> Il 2 ottobre si svolgeranno le operazioni di voto in una circoscrizione di Dresda, rinviate a causa della morte improvvisa di un candidato. I seggi assegnati non dovrebbero sovvertire l'attuale maggioranza relativa della CDU. Nel 2002 tutti e tre i seggi furono vinti dalla CDU e le proiezioni dicono che almeno un seggio verrà assegnato alla CDU anche quest'anno.

**Area Euro – Previsioni**

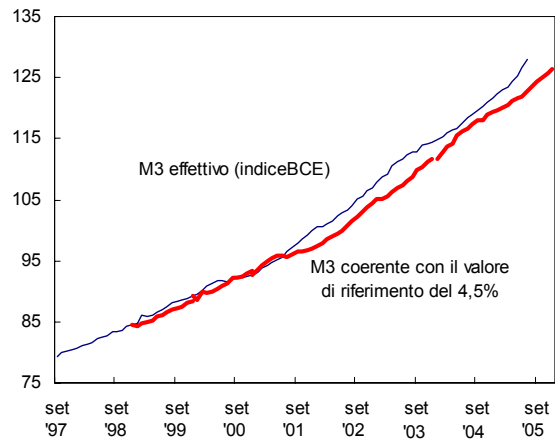
	2004	2005	2006	2004				2005				2006		
				4	1	2	3	4	1	2	3	1	2	3
Pil (prezzi costanti, a/a)	1,8	1,3	1,8	1,5	1,3	1,1	1,3	1,6	1,5	1,8	1,8	1,5	1,8	1,8
- t/t				0,2	0,4	0,3	0,4	0,4	0,3	0,6	0,4	0,3	0,6	0,4
Consumi privati	1,4	1,2	1,3	0,8	0,2	-0,1	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,4
Investimenti fissi	1,3	1,3	3,0	0,4	-0,2	0,2	1,1	0,6	0,8	0,7	0,8	0,8	0,7	0,8
Consumi pubblici	1,1	1,0	1,7	-0,3	0,5	0,3	0,2	0,3	0,8	0,1	0,4	0,8	0,1	0,4
Esportazioni	6,0	3,9	5,5	0,5	-0,7	2,1	1,8	1,5	1,2	1,1	0,9	1,2	1,1	0,9
Importazioni	6,1	4,1	5,4	1,4	-1,4	2,1	1,3	1,4	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Var. scorte (contrib., % Pil)	0,4	0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,2	-0,3	-0,1	-0,2	0,2	0,1	-0,2	0,2	0,1
Partite correnti (% Pil)	0,6	-0,1	-0,2	0,4	0,2	0,0	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2
Deficit pubblico (% Pil)	-2,7	-3,1	-3,2											
Debito pubblico (% Pil)	70,6	71,2	71,8											
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	2,1	2,2	2,0	2,3	2,0	2,0	2,3	2,3	2,2	2,1	1,8	2,2	2,1	1,8
Produzione industriale (a/a)	1,9	0,9	1,3	-0,2	0,1	0,4	0,5	0,3	0,1	0,0	1,0	0,1	0,0	1,0
Disoccupazione (ILO, %)	8,9	8,7	8,4	8,8	8,8	8,7	8,6	8,6	8,5	8,5	8,4	8,5	8,5	8,4

Variazioni % sul periodo precedente, se non diversamente indicato

**I principali tassi a breve termine**



**La crescita della massa monetaria**



## Germania

GianLuigi Mandruzzato

[gianluigi.mandruzzato@bancaintesa.it](mailto:gianluigi.mandruzzato@bancaintesa.it)

La dinamica trimestrale del Pil tedesco mostra oscillazioni vortuose che non riflettono l'andamento piuttosto inerziale degli indicatori. Il 2005.T3 dovrebbe offrirne un nuovo esempio facendo seguire un +0,5% t/t allo 0% del T2. L'andamento sottostante dell'economia è però coerente con un moderato miglioramento in corso ormai da fine 2003. I dati più recenti sulle componenti della domanda le mostrano, con l'eccezione delle vendite al dettaglio, ben orientate a sostegno di una ripresa sostenibile nella parte finale del 2005 e nel 2006 nonostante gli urti del caro petrolio. Da notare il maggiore dinamismo della domanda domestica. Il PMI dei servizi è tornato sui livelli di fine 2000, il clima di fiducia nel settore edile è ai massimi da circa quattro anni, la paura della disoccupazione ai minimi da fine 2002 e le intenzioni di spesa dei consumatori ai massimi da fine 2001. Inoltre, rispetto a fine 2003 vi sono circa 300mila occupati in più e il tasso di disoccupazione secondo la definizione ILO è tornato al livello di allora. Infine, i profitti delle aziende tedesche crescono ad un robusto 3,5% a/a nel 2005.S1 dopo il 5,5% dell'intero 2004. Tutto ciò depone a favore di un risveglio della domanda domestica che si affiancherebbe alle esportazioni come motore della ripresa. Un freno potrebbe derivare dalle scorte che dopo tre anni di contributi positivi in media dello 0,5% all'anno, verosimilmente involontari, dovrebbe nel 2006 invertire questa tendenza. Rispetto a giugno, confermiamo la stima di 1% per il 2005 e alziamo a 1,4% da 1,3% quella del 2006.

Gli effetti del caro petrolio hanno impedito al CPI di rallentare dopo la fine degli effetti delle misure fiscali del 2004. Il CPI dovrebbe anzi accelerare nel 2005 a 1,9% dall'1,8% del 2004. Al netto di energia e prezzi amministrati, il CPI viaggia intorno all'1% da metà 2003: non esistono tensioni inflazionistiche e la Germania flirta sempre con l'eccessiva disinflazione. Non ci aspettiamo che la situazione cambi nel 2006.

Per le finanze pubbliche non sembrano esservi miglioramenti nonostante i buoni risultati della riforma dei sussidi di disoccupazione poiché la crescita è ancora troppo debole e dipendente dalla domanda estera. La crescita nominale stimata nel 2005/06 è in media lo 0,8% inferiore alle attese del Ministero delle Finanze. Ciò rende improbabile che il rapporto deficit/Pil scenda sotto il 3% prima del 2007. Senza nuove misure di contenimento, il debito aumenterebbe fino al 73% del Pil alla fine del decennio.

### Germania – Previsioni

	2004	2005	2006	2004				2005				2006		
				4	1	2	3	4	1	2	3	1	2	3
PIL (prezzi 1995, a/a)	1,1	1,0	1,4	0,5	0,8	0,6	1,1	1,6	1,1	1,5	1,4			
t/t				-0,1	0,8	0,0	0,5	0,3	0,3	0,5	0,4			
Consumi privati	0,2	-0,1	1,0	0,8	-0,5	-0,3	0,1	0,4	0,2	0,3	0,4			
Investimenti fissi lordi	-1,5	0,0	3,1	-0,4	-1,2	0,2	2,0	0,0	0,6	1,1	0,7			
Consumi pubblici	-1,6	-0,4	0,7	-1,9	0,6	0,6	-0,2	0,1	0,2	0,1	0,2			
Esportazioni	8,3	5,7	6,0	0,5	2,5	1,2	1,6	1,9	1,6	1,2	1,0			
Importazioni	6,1	5,3	7,2	0,5	-0,6	2,3	2,6	2,8	1,4	0,0	1,8			
Var. scorte (contrib., % Pil)	0,5	0,7	0,3	-0,1	-0,1	0,4	0,4	0,4	-0,2	-0,5	0,2			
Partite correnti (% Pil)	3,8	3,8	3,4	3,6	5,1	4,1	2,8	3,2	3,8	3,6	3,0			
Deficit (% Pil)	-3,7	-3,6	-3,3											
Debito (% Pil)	66,1	68,6	70,1											
CPI (a/a)	1,8	1,9	1,6	2,1	1,7	1,6	2,0	2,0	2,2	1,8	1,3			
Produzione Industriale	2,4	2,1	1,6	0,0	0,9	0,6	0,9	-0,4	0,4	0,3	0,9			
Disoccupazione (%)	10,6	11,6	11,0	10,7	11,7	11,8	11,6	11,4	11,3	11,1	10,9			

Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato.

## Francia

Anna Maria Grimaldi  
[anna.grimaldi@bancaintesa.it](mailto:anna.grimaldi@bancaintesa.it)

La Francia dovrebbe continuare a distinguersi per una performance leggermente migliore della media. Manteniamo la nostra stima di crescita per la Francia a 1,6%, invariata rispetto a giugno. Nel 2006, l'economia francese dovrebbe crescere di 1,9%. La migliore performance è in parte spiegata dal fatto che sia il settore manifatturiero che il settore dei servizi francese è meno sensibile all'andamento del greggio di quanto non lo siano Italia e Germania. Questo almeno quanto si evince dalle matrici input-output per il 2001. (Si veda il grafico 1 e 2 nella pagina successiva).

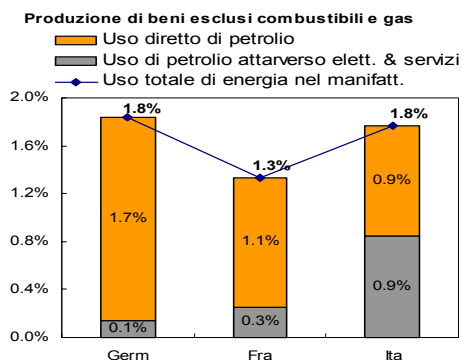
Anche gli indicatori congiunturali mostrano un clima economico complessivamente più positivo che nel resto dell'area euro. In particolare, il settore dei servizi francesi sembra essere entrato in una fase di espansione più sostenuta a inizio estate. Il PMI dei servizi ha registrato un continuo miglioramento da aprile fatto eccezione per una lieve pausa a giugno. In agosto, l'indice di attività ha toccato il livello di 54,6 ben al di sopra del livello consistente con un tasso di crescita nulla e di due punti più elevato che nell'area euro. Il progresso nel settore manifatturiero è meno sostenuto, ma in ogni caso più marcato che nel resto dell'area euro.

Sul fronte della domanda, i dati sul commercio estero segnalano un calo dell'export a luglio, ma il cambio più favorevole e una ripresa della crescita nell'area euro dovrebbero garantire un progresso più sostenuto del commercio estero.

Una vera e propria *shopping mania* nei mesi estivi lascia i consumi delle famiglie in rotta per un rimbalzo dell'1,0% dopo il calo di -0,3% t/t in primavera. La ritrovata vivacità dei consumi francesi è in parte spiegata da generosi sconti di fine stagione, ma anche da una caduta del tasso di risparmio. Indirettamente, l'esuberanza del mercato immobiliare ha trainato la spesa per consumo e soprattutto di articoli per la casa. È possibile che i consumi corrgeano a fine 2005. Nel 2006 i consumi dovrebbero continuare a crescere ad un passo sostenuto, la ripresa economica da sola sarebbe sufficiente a determinare un calo della disoccupazione. Inoltre le misure adottate dal governo di de Villepin a giugno dovrebbero contribuire ad un tasso di crescita dell'occupazione più sostenuto nel medio termine. Il Primo Ministro ha fatto della crescita dell'occupazione la bandiera del suo mandato e ulteriori misure potrebbero essere introdotte con la finanziaria 2006. Ma con la finanziaria di quest'anno potrebbero peraltro arrivare tagli fiscali ad ulteriore sostegno dei consumi.

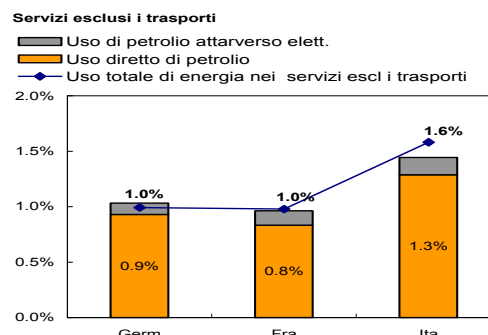
Il parziale recupero di produttività legato alla sospensione delle 35 ore e le condizioni di finanziamento particolarmente convenienti dovrebbero sostenere gli investimenti nei prossimi mesi. L'ultima indagine trimestrale sugli investimenti dell'INSEE mostra rispetto alla indagine di dicembre una revisione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

**Il manifatturiero e ...**



Fonte: Eurostat e ricerca Banca Intesa

**... servizi francesi fanno un uso meno intensivo di petrolio di Italia e Germania**



Fonte: Eurostat e ricerca Banca Intesa

Ci aspettiamo, come preannunciato nelle scorse settimane, un stimolo fiscale significativo nel 2006, anno pre-elettorale. In particolare, il governo ha promesso di incrementare la spesa per grandi infrastrutture. La finanziaria dovrebbe dare conferma dell'entità dello stimolo fiscale e delle misure da adottare per riportare il deficit al 3,0% del Pil. Secondo le nostre stime il deficit e il debito continueranno a crescere nel corso del 2006.

La Francia dovrebbe quindi continuare a crescere leggermente al di sopra della media europea nel 2005 e 2006 aiutata da una spesa per investimenti più vivace e da una tenuta dei consumi. Tuttavia nel medio periodo è difficile che la Francia resca a mantenere il suo vantaggio - a meno di un ripensamento del modello economico, uno dei più garantisti all'interno dell'area euro. Ci aspettiamo che le riforme animino il dibattito politico nel corso del prossimo anno.

**Principali previsioni macroeconomiche 2005-2006**

	2004	2005	2006	2004				2005				2006		
				4	1	2	3	4	1	2	3	1	2	3
PIL (prezzi 1995, a/a)	2,0	1,6	1,8	2,1	1,9	1,3	1,7	1,4	1,5	1,9	1,8	1,5	1,9	1,8
t/t	0,7	0,4	0,1	0,7	0,4	0,1	0,5	0,4	0,5	0,6	0,4	0,5	0,6	0,4
Consumi privati	2,3	2,3	2,5	1,2	0,8	-0,3	1,2	0,5	0,6	0,7	0,6	0,6	0,7	0,6
Investimenti fissi lordi	2,1	2,9	3,1	1,2	1,5	-0,4	0,9	0,8	0,9	0,7	0,8	0,9	0,7	0,8
Consumi pubblici	2,7	1,4	1,7	0,6	0,2	0,3	0,4	0,5	0,4	0,3	0,5	0,4	0,3	0,5
Esportazioni	2,0	1,6	2,5	0,8	-0,2	1,0	-0,2	0,9	0,4	0,5	0,9	0,4	0,5	0,9
Importazioni	6,1	4,4	4,6	1,1	0,7	1,3	-0,7	1,3	2,4	1,3	0,2	2,4	1,3	0,2
Var. scorte (contrib., % Pil)	0,8	0,2	0,0	-0,3	-0,1	0,4	-0,6	0,0	0,4	0,2	-0,4	0,4	0,2	-0,4
Partite correnti (% Pil)	-0,4	-1,3	-1,2	-0,8	-1,4	-1,5	-1,1	-1,2	-1,2	-1,4	-1,2	-1,2	-1,4	-1,2
Deficit (% Pil)	-3,7	-3,4	-3,5											
Debito (% Pil)	65,6	66,0	66,4											
CPI (a/a)	2,3	2,0	2,0	2,3	1,9	1,9	2,0	2,1	2,2	2,1	1,9	2,2	2,1	1,9
Produzione Industriale	1,8	0,7	1,6	1,0	0,0	-0,5	0,8	0,4	0,5	0,5	0,2	0,5	0,5	0,2
Disoccupazione (%)	10,0	10,1	9,9	10,0	10,1	10,2	10,1	10,0	10,0	9,9	9,9	10,0	9,9	9,9
Cambio effett. (1990=100)	107,4	107,9	107,9	108,3	108,5	107,8	107,7	107,5	107,5	107,8	108,0	107,5	107,8	108,0

Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato.



## Italia: il peggio è passato

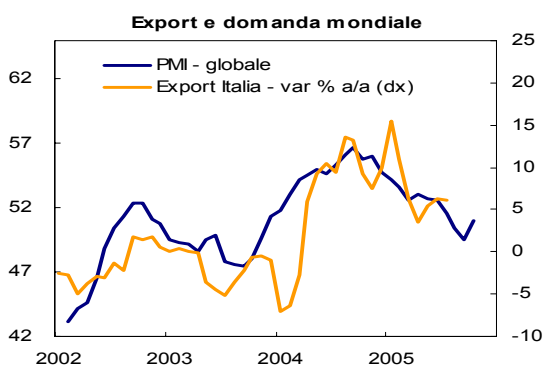
Anna Maria Grimaldi  
[anna.grimaldi@bancaintesa.it](mailto:anna.grimaldi@bancaintesa.it)

Dopo i risultati disastrosi di fine 2004 -- inizio 2005, l'economia italiana ha registrato una sorprendente *performance* nei mesi primaverili. Il Pil è infatti schizzato del +0,7% t/t nel secondo trimestre, uno *sprint* che pensavamo fosse soltanto un ricordo del passato: non si vedeva un numero così forte da inizio 2001. La ripresa è in larga parte spiegata da una forte accelerazione della domanda interna ed in particolare dei consumi delle famiglie. L'export recupera con un brillante +5,5% t/t, aiutato dal cambio più favorevole e migliori condizioni di domanda a livello globale. Ma questa è storia; certo la storia a volte si ripete ma alla luce delle ultime informazioni disponibili riteniamo che la crescita nella seconda metà dell'anno non sarà così brillante come in primavera.

Sicuramente il momento congiunturale è più favorevole e per il momento ancora in lieve miglioramento rispetto ai mesi primaverili. Sul fronte della domanda interna gli unici dati disponibili per il terzo trimestre sono le immatricolazioni auto per luglio e agosto che sono consistenti con un'accelerazione dei consumi di auto nel terzo trimestre. La spesa per durevoli potrebbe aver ancora tenuto in estate anche se l'indagine ISAE mostra un peggioramento delle intenzioni di spesa. **La tenuta dei redditi da lavoro dovrebbe garantire un tasso di crescita dei consumi simile a quello osservato in primavera. (+0,6% t/t).** Gli investimenti delle imprese sono rimbalzati al +2,0% t/t dopo il -1,9% t/t del periodo precedente. I dati sulla disponibilità di beni avevano indicato una ripresa della domanda interna. È possibile che gli investimenti in macchinari continuino a crescere nella seconda metà dell'anno. Tuttavia riteniamo che a meno di un consolidamento di questa fase congiunturale più positiva è difficile che gli investimenti ritornino a crescere ai tassi del passato e che le imprese si spingano oltre la sostituzione di capacità produttiva esistente.

I segnali dal canale estero rimangono positivi: l'indagine ISAE e PMI hanno mostrato un'accelerazione della domanda dall'estero.

**Fig. 1 – Domanda globale in miglioramento**



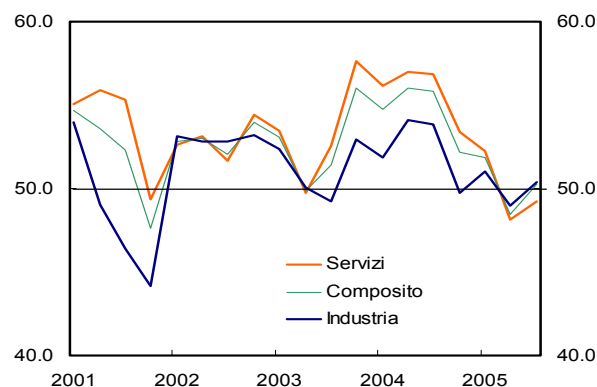
Fonte: NTC, Istat e Banca Intesa

I dati sulle esportazioni verso destinazioni extra area euro sono risultate in rallentamento a luglio (+0,9% m/m dopo +3,2% m/m). Il cambio più favorevole dovrebbe, tuttavia, continuare ad offrire supporto all'export e alla produzione. L'andamento dei PMI negli altri paesi industrializzati suggerisce una moderata accelerazione della domanda globale e l'export italiano dovrebbe in parte beneficiarne.

Dal lato dell'offerta, l'indagine ISAE ha offerto segnali incoraggianti a luglio e agosto, guadagnando due punti e mezzo. Le imprese italiane hanno riportato un aumento degli ordini e hanno rivisto al rialzo le aspettative di produzione futura. L'indice PMI è salito di quasi quattro punti tra maggio e luglio e un livello di 50,8 rimane consistente con un tasso di crescita della produzione industriale lievemente positivo. Il clima congiunturale più favorevole non interessa solo il manifatturiero ma anche i servizi. L'Indice PMI sintetico è balzato di quasi due punti a luglio ed ha quindi corretto parzialmente ad agosto, ma in media resta al di sopra del livello del secondo trimestre. Tuttavia, il miglioramento degli indici di fiducia potrebbe voler dire poco per le stime di crescita del 2005.T3, dal momento che negli ultimi sei mesi non è riscontrabile una forte coerenza tra le indicazioni dal lato dell'offerta ed in particolare tra le indagini congiunturali ISAE e PMI e i dati di produzione industriale e valore aggiunto nei servizi. Peraltro il PMI composito si trova su di un livello consistente con un tasso di crescita dell'economia prossimo allo zero.

L'unico dato reale disponibile sul fronte dell'offerta è la produzione industriale di luglio, che segna un ingresso nel 2005.T3 più elevato delle attese medie. Tuttavia, la variazione trimestrale rimane in territorio negativo. Fare pronostici sul mese di agosto è sempre molto difficile ma, anche assumendo una variazione leggermente positiva fino a settembre, è difficile che la produzione industriale cresca allo stesso passo dei mesi primaverili (+0,7% t/t).

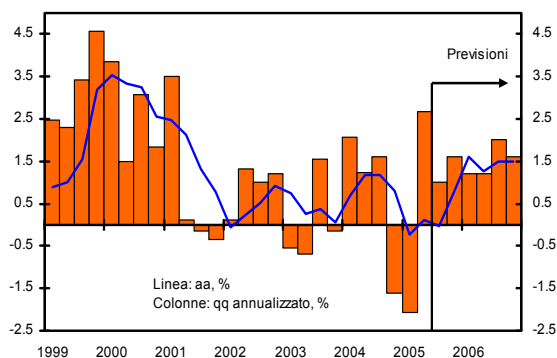
**Fig. 2 – Fiducia in miglioramento ma su livelli consistenti con un tasso di crescita appena positivo**



Fonte: NTC, Istat e Banca Intesa

A meno di una forte spinta dai servizi, il Pil italiano potrebbe nuovamente deludere nel terzo trimestre. Ci sembra dunque cauto assumere un tasso di crescita dello 0,3% t/t in estate e una lieve accelerazione verso lo 0,4% t/t a fine anno. **Complessivamente nel 2005 il Pil dovrebbe chiudere l'anno in territorio positivo, avanzando mediamente dello 0,2% rispetto all'anno precedente.**

**Fig. 3 – Difficilmente il Pil ripeterà l'exploit primaverile**



Fonte: Istat e Banca Intesa

Se è vero che tecnicamente l'Italia è fuori dalla recessione, nei primi sei mesi dell'anno la crescita media è stata appena positiva, un dato che rispecchia meglio lo stato di salute effettivo del nostro Paese.

È chiaro che il manifatturiero e l'economia italiana stanno traendo sollievo dal deprezzamento del cambio e da condizioni di domanda più favorevoli. Tuttavia, continuiamo a pensare che la crisi strutturale che ha permeato la performance dell'industria italiana negli ultimi due anni non può trovare completa soluzione in forze cicliche più favorevoli. La perdita di competitività sui mercati internazionali riflette un aumento del costo del lavoro in eccesso della media europea. Si rendono necessarie riforme strutturali che mirino a recuperare la competitività di costo non solo nell'industria ma anche nei servizi. In assenza di tali misure, è difficile che l'Italia possa tornare a crescere in linea con la media europea.

**Nel 2006, vediamo la crescita italiana accelerare a 1,4%, in linea con il trend.**

La revisione alle nostre stime di crescita rispetto a giugno riflette un punto di entrata nell'anno leggermente più elevato. Riteniamo che il cambio più favorevole e una domanda globale ancora vivace dovrebbero garantire una ripresa sia pure moderata dell'export. Le imprese italiane potrebbero dunque continuare a sostituire la capacità produttiva esistente come già visto nel secondo trimestre di questo anno. Complessivamente vediamo gli investimenti fissi crescere del 3,3% in media annua dopo una stima di -0,3% per l'anno in corso. La tenuta del mercato del lavoro e prospettive occupazionali più favorevoli, come indicato dalle indagini congiunturali, dovrebbero garantire una crescita dell'occupazione almeno pari a quella osservata nella prima metà del 2005 0,6% a/a. Di conseguenza ci aspettiamo un progresso dei consumi intorno all'1,4% dopo una stima di + 1,0% quest'anno.

Lo scenario per le finanze pubbliche italiane era già piuttosto incerto prima delle dimissioni di Siniscalco da Ministro dell'Economia. La pronta sostituzione con il suo predecessore Tremonti evita il rischio di lasciare scoperta la posizione nella fase cruciale dell'elaborazione della manovra per il 2006, ma non migliora necessariamente le prospettive (proprio sotto la direzione di Tremonti, infatti, l'equilibrio di fondo dei conti pubblici era sensibilmente peggiorato). La proposta iniziale di Finanziaria, stilata ancora da Siniscalco e accolta negativamente da ampi settori della stessa maggioranza di governo, presenta alcuni punti di criticità e sarà probabilmente rivista. Le informazioni disponibili parlano di una manovra di €23mld di cui €11,5mld dovevano essere destinati ad un taglio del deficit pari allo 0,8% del Pil, come concordato con Bruxelles. I restanti €12mld erano destinati allo sviluppo. Si parla di un piano per gli investimenti e l'occupazione per un valore di circa €3mld e di un fondo per lo sviluppo per €4,6mld. Si fa sempre più

diffuso il timore (per alcuni, l'auspicio) che la pressione della consultazione elettorale consigli di accantonare l'obiettivo di consolidamento dei conti al fine di privilegiare interventi in grado di riguadagnare il consenso popolare. Di fronte a questo panorama, già le prime scelte del nuovo ministro saranno cruciali per l'evoluzione del clima di fiducia.

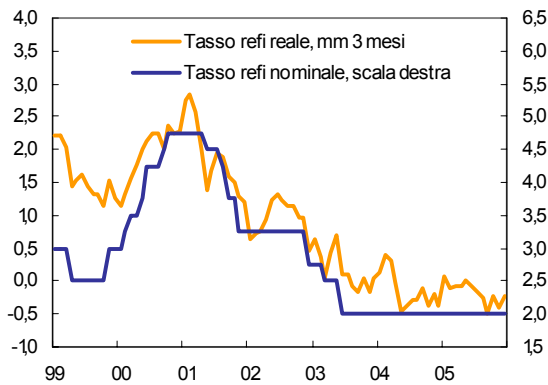
### Italia – Principali previsioni macroeconomiche per il periodo 2005 / 2006

	2002	2003	2004	2005	2006	2005				2006			
						T1	T2	T3	T4	T1	T2	3	4
<b>PIL (prezzi 1995, a/a)</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>1.0</b>	<b>0.2</b>	<b>1.4</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>0.7</b>	<b>1.6</b>	<b>1.2</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>
						<b>-0.5</b>	<b>0.7</b>	<b>0.3</b>	<b>0.4</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>
Consumi delle famiglie	0.4	1.4	1.0	1.1	1.4	0.1	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4
Consumi collettivi	1.9	2.3	0.7	1.0	1.6	0.1	0.3	0.2	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
Investimenti fissi	1.3	-1.8	1.9	-0.6	3.3	-0.8	1.5	1.0	0.7	0.7	0.7	0.7	1.0
Investimenti in macch.	-0.1	-3.8	2.2	-2.5	3.9	-1.9	2.0	1.0	1.0	0.8	0.8	1.0	1.0
Investimenti in trasporti.	0.1	-6.4	-3.1	-2.4	2.2	6.4	-6.1	1.0	1.5	1.0	1.0	0.5	0.8
Investimenti in costruz.	3.3	1.7	3.0	1.7	2.9	-1.4	3.1	1.0	0.2	0.6	0.5	0.5	1.0
Importazioni	-0.5	1.3	2.5	2.2	5.3	-2.9	4.8	0.5	1.0	1.5	1.0	1.0	1.0
Esportazioni	-3.2	-1.9	3.2	-0.3	3.7	-4.7	5.5	0.5	2.0	-0.5	0.6	0.8	1.0
<b>Contr. % PIL</b>													
Commercio estero	-0.8	-0.9	0.2	-0.7	-0.5	-0.5	0.2	0.0	0.3	-0.6	-0.1	-0.1	0.0
Domanda finale interna	0.8	0.9	1.1	0.7	1.8	-0.1	0.8	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
Var. scorte	0.4	0.4	-0.3	0.2	0.0	0.1	-0.3	-0.2	-0.4	0.5	0.0	0.1	-0.1
Partite correnti (% Pil)	0.7	-0.5	-0.1	-0.8	-1.3	-2.0	-2.5	1.3	-1.8	-1.8	-2.1	1.3	-1.8
Deficit (% Pil)	-2.7	-3.2	-3.2	-4.4	-4.6								
Debito (% Pil)	108.3	106.8	106.6	108.3	108.3								
Fabb. del settore statale mld €	-31.5	-42.6	-47.4	-69.9	-67.6								
CPI (a/a)	2.5	2.7	2.2	1.9	1.9	1.9	1.8	2.0	2.0	1.9	2.0	1.8	1.8
Produzione Industriale (a/a)	-1.6	-0.6	-0.6	-1.3	0.4	-2.3	-1.5	-1.4	0.2	1.4	-0.1	nd	nd
Disoccupazione (%)	8.7	8.4	8.0	7.8	0.0	8.2	8.0	7.9	8.0	7.9	7.7	7.7	7.8

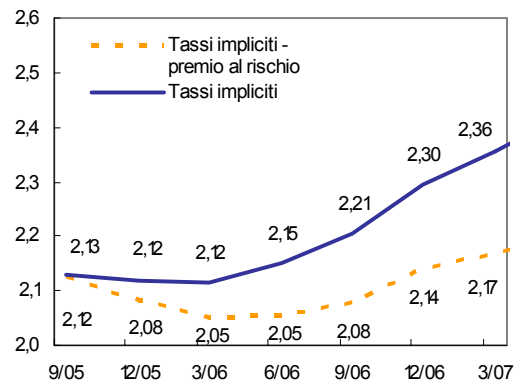
Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato.

## La situazione in un'occhiata

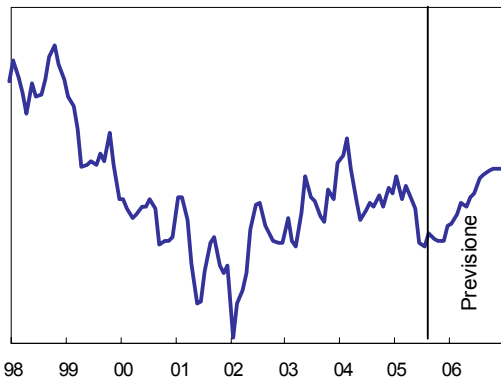
**Tasso refi nominale e reale**



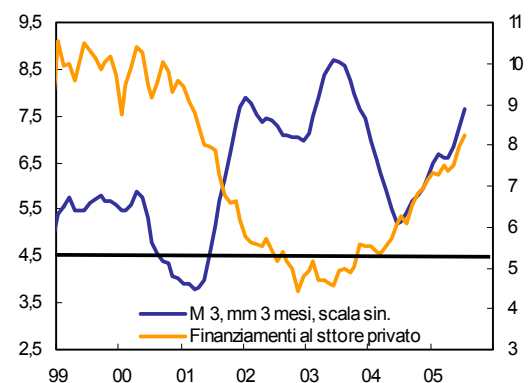
**La curva strip dei Futures sull'Euribor a 3 mesi**



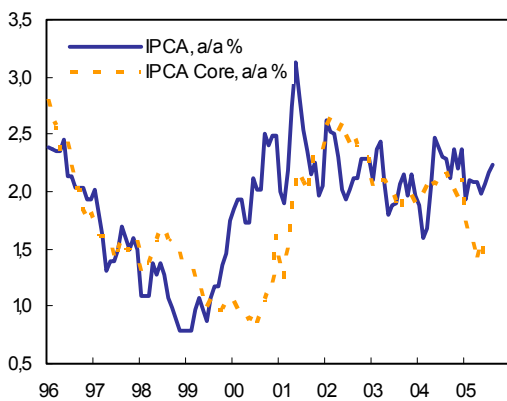
**Indice Banca Intesa di condizioni monetarie**



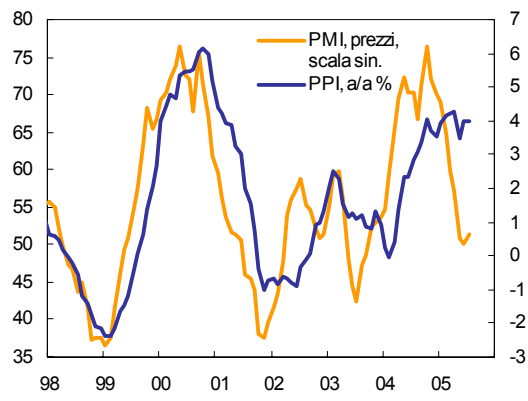
**Moneta e credito**



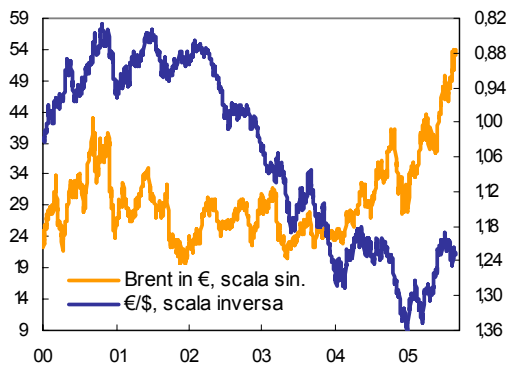
**Inflazione headline e inflazione core**



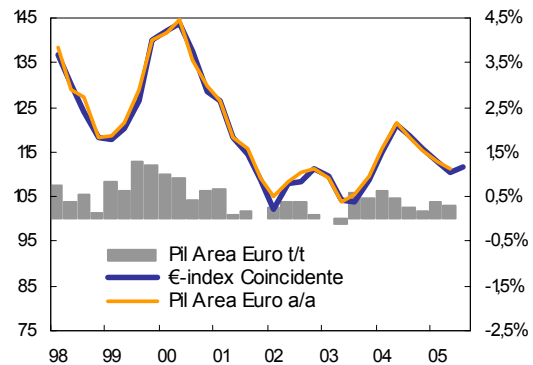
**Prezzi a monte e inflazione alla produzione**



**Pressioni esterne sulla stabilità dei prezzi**



**Indicatori ciclici e crescita del Pil**



## Regno Unito

Asmara Jamaleh  
[asmara.jamaleh@bancaintesa.it](mailto:asmara.jamaleh@bancaintesa.it)

**Ulteriore revisione al ribasso per le stime di crescita dell'economia britannica**, attesa assestarsi al 2,0% rispetto al 2,4% precedentemente previsto, tornando per la prima volta dal 2002 **poco sotto il proprio potenziale**. **A pesare è soprattutto la dinamica dei consumi privati**, in consistente rallentamento rispetto alla performance degli ultimi dieci anni, dopo il vistoso raffreddamento del settore immobiliare indotto dai rialzi dei tassi attuati tra il 2003 e il 2004. Il rischio della fase in corso è quello infatti di un recupero della spesa della famiglie più lento e modesto del previsto, dopo la frenata subita nel primo trimestre. Sul mercato del lavoro la disoccupazione, per quanto bassa (2,8%), è in risalita ininterrotta da febbraio, e la dinamica retributiva è andata ridimensionandosi. Proiezioni di inflazione sotto controllo nel medio termine esercitano un effetto contenitivo. Il caro-petrolio non sembra preoccupare a parte effetti di prima battuta di carattere temporaneo, sia per la tenuta del cambio sia per l'elevato di competitività che minimizza il trasferimento a valle degli incrementi di costo.

I rischi su tempi e modalità di ripresa dei consumi, unitamente alla sostanziale assenza di preoccupazioni inflazionistiche, tornano ad alimentare **speculazioni per un altro taglio dei tassi, dopo quello sancito in agosto** (da 4,75% a 4,50%). Al momento la probabilità di un tale evento entro l'anno appare molto ridotta, ma resta condizionata all'effettivo andamento dei consumi nel terzo trimestre. Le stime sono per un ulteriore progresso rispetto al secondo, soprattutto dato il basso livello di partenza. Ma le indicazioni provenienti dalle indagini congiunturali e di fiducia del settore, per quanto tendano ad amplificare la percezione delle fasi negative, non mostrano ancora segnali di svolta. Più vivace resta invece l'andamento degli investimenti aiutati sia da condizioni finanziarie più favorevoli che dalla buona tenuta della domanda estera. Le esportazioni nette infatti nel 2005.II hanno fornito un ampio contributo positivo alla crescita (0,6%), quasi neutralizzato da quello in senso contrario delle scorte (-0,5%) – il che però costituisce una premessa positiva per l'avvio del terzo trimestre. **Il 2005.III dovrebbe in definitiva mostrare un consolidamento sui ritmi di crescita del 2005.II intorno allo 0,5% (abbondante)**. La tendenza gradualmente al ribasso del cambio (sopravalutato) favorirà anche l'attività del settore manifatturiero, che uscirà dalla recessione del primo semestre, anche se non sarà sufficiente a far mantenere alle esportazioni i ritmi del 2005.II. Accelera infine la crescita della spesa pubblica, rendendo arduo il ritorno sotto il 3% del rapporto deficit/Pil anche nel 2005/06.

### Previsioni – Regno Unito

	2004	2005	2006	2004				2005				2006		
				4	1	2	3	4	1	2	3	1	2	3
PIL (prezzi cost., a/a) t/t	3,2	2,0	2,5	2,7	2,1	1,8	2,0	2,0	2,2	2,4	2,6	0,6	0,6	0,7
Consumi privati	3,7	1,7	2,5	0,6	0,1	0,2	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,7
Investimenti fissi	4,9	3,2	3,6	-0,2	0,3	1,5	1,0	0,9	0,7	0,8	0,8	0,6	0,6	0,6
Consumi pubblici	3,1	2,1	2,7	0,4	0,7	0,4	1,0	0,7	0,6	0,6	0,6	1,3	1,3	1,3
Esportazioni	3,4	5,3	6,0	1,1	-0,9	5,6	0,5	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4	1,3	1,4
Importazioni	5,4	4,2	5,8	1,7	-1,2	3,0	0,8	1,5	1,4	1,3	1,4	0,0	0,0	0,0
Var. scorte (contrib., % Pil)	0,1	-0,3	-0,2	0,3	0,0	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,2	-2,3	-2,5
Partite correnti (% Pil)	-2,0	-1,9	-2,4	-1,4	-2,0	-1,7	-1,9	-2,2	-2,3	-2,5	-2,5			
Deficit (% Pil)	-3,1	-3,5	-2,6											
Debito (% Pil)	41,5	42,0	42,5											
RPIX (a/a)	2,2	2,4	3,0	2,3	2,2	2,2	2,6	2,5	2,6	3,0	3,1			
Produzione Industriale	0,7	-0,8	0,9	0,1	-0,8	0,0	0,1	0,6	0,7	-0,5	0,5			
Disoccupazione (%)	2,7	2,7	2,8	2,6	2,6	2,7	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8			
Eurosterlina a 3 mesi	4,59	4,71	4,38	4,84	4,86	4,84	4,62	4,50	4,45	4,40	4,35			
Long Gilt	4,87	4,41	4,30	4,65	4,66	4,44	4,29	4,25	4,31	4,31	4,28			
Sterlina/dollaro	1,83	1,83	1,75	1,86	1,89	1,86	1,78	1,78	1,77	1,76	1,75			
Cambio effett. (1990=100)	104,1	102,2	97,3	102,4	102,9	103,3	101,7	100,9	99,6	98,0	96,7			

Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato.

## Giappone: sorprese positive

Giovanna Mossetti

[giovanna.mossetti@bancaintesa.it](mailto:giovanna.mossetti@bancaintesa.it)

Dati economici e risultati elettorali in Giappone hanno fornito sorprese positive per le prospettive di medio termine del paese, e confermato l'analisi ottimistica contenuta nello scenario trimestrale di giugno. La domanda domestica ormai costituisce un supporto credibile per la crescita: come indicato ormai da parecchi mesi, il mercato del lavoro e la dinamica dei salari sono la miglior assicurazione per una crescita dei consumi solida e per l'eventuale fine della deflazione.

Le novità dell'ultimo trimestre sono due. Da un lato **la revisione dei dati di contabilità nazionale molto ampia per il secondo e più marginale per il primo trimestre, portano a una revisione verso l'altro delle previsioni di crescita per l'anno** e danno anche supporto a uno scenario di mantenimento della crescita superiore al potenziale nel 2006. Dall'altro, lo scioglimento della Dieta deciso a luglio a fronte della sconfitta parlamentare di Koizumi sulla privatizzazione delle poste si è trasformata in **una vittoria elettorale senza precedenti, quasi un plebiscito a favore del processo di riforme strutturali iniziato dal governo.**

Nel complesso quindi lo scenario è positivo, con l'aspettativa di un ritorno dell'inflazione in territorio positivo verso fine anno e di una normalizzazione della politica monetaria nel corso del prossimo anno fiscale. Il neo dello scenario giapponese resta quello delle finanze pubbliche che, con la normalizzazione dei tassi diventerà di maggiore preoccupazione. Nel frattempo però, il messaggio è quello di approfittare della luna di miele con la normalizzazione dell'economia e il ridimensionamento del gigantesco settore pubblico giapponese, complice anche lo scenario positivo per la crescita.

### I risultati elettorali confermano il mandato a Koizumi

Le elezioni di settembre hanno dato una maggioranza schiacciante al governo in carica per proseguire sulla strada della privatizzazione delle poste. Il risultato del voto è stato un deciso aumento del margine della coalizione uscente nella camera bassa, come appare chiaro dalla tabella.

#### Elezioni: un mandato per la riforma postale

	Settembre 2005	Pre elezioni
LDP	296	212
DPJ	113	177
New Komeito	31	34
Japan Communist	9	9
SDP	7	5
People's New Party	4	4
Nippon Party	1	3
Indipendenti*	13	30
Altri	6	3
<b>Totale seggi</b>	<b>480</b>	<b>477</b>
*Membri LDP che hanno votato contro la riforma postale		
<b>Coalizione di governo</b>		
<b>LDP + Komeito</b>	<b>327</b>	<b>246</b>

Fonte: Bloomberg

Il partito di maggioranza relativa prima della elezioni, l'LDP, ha ottenuto con il voto la maggioranza assoluta nella camera bassa (con il 61% dei seggi, dal 44% pre-elezioni), guadagnando 84 seggi a scapito sia degli altri partecipanti alla coalizione, sia dei partiti dell'opposizione. I 30 seggi dei rappresentanti che dall'interno dell'LDP si erano opposti al decreto sulla riforma postale, determinando la decisione di Koizumi di sciogliere la Camera, sono diventati 13, e anche il Komeito, alleato dell'LDP nel governo precedente, ha perso seggi (-3). Il partito democratico ha perso 64 seggi, passando da 177 a 113, contribuendo a ridurre il numero di rappresentanti dell'opposizione da 198 a 134.

**L'implicazione più immediata delle elezioni è il mandato a proseguire con la riforma postale.** Questo vuol dire che il nuovo governo ripresenterà il decreto su cui era stato sconfitto, anche se occorre tenere a mente che l'intero processo di privatizzazione delle poste prenderà anni (v. Scenario Macroeconomico ottobre 2004) e in base allo scenario del governo non dovrebbe concludersi prima del 2017. Il processo di privatizzazione richiede molti passaggi cruciali nel prossimo decennio legati alla divisione delle attività ora svolte dall'agenzia delle poste in quattro agenzie separate per assicurazioni, servizi finanziari, servizi postali e gestione del risparmio. Il decreto su cui il governo era stato messo in minoranza era solo uno dei tanti passi da compiere sulla strada della privatizzazione. Il governo dovrà ancora superare molti ostacoli, nonostante il brillante risultato di settembre, non ultimo il passaggio di leadership fra un anno, quando Koizumi lascerà il suo posto come ribadito subito dopo le elezioni.

### Revisione dei dati e scenario macroeconomico

La revisione delle stime della crescita per il secondo trimestre è stata ampia ed era stata implicitamente preannunciata dai dati relativi alla spesa per investimenti del secondo trimestre pubblicata qualche giorno prima della revisione dei dati del PIL. La crescita aggregata del secondo trimestre è stata portata da 0,3% a 0,8% t/t, in gran parte grazie a un maggior contributo degli investimenti privati non residenziali.

#### Revisione della crescita del secondo trimestre - Var. % t/t

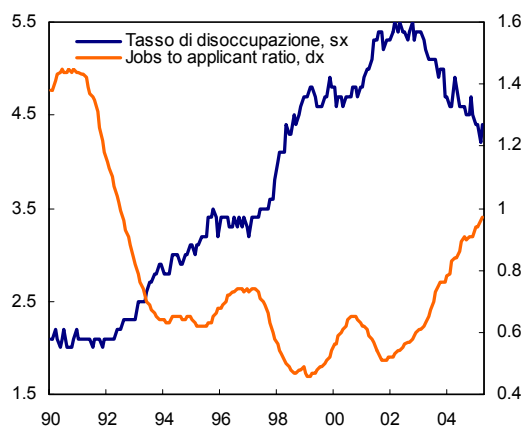
	Q2 rev.	Q2 prel.	Contributo
<b>PIL</b>	0,8	0,3	0,6
<b>Domanda domestica</b>	0,6	0,1	0,7
<b>Domanda privata</b>	0,9	0,2	0,3
- Consumi	0,6	0,7	0,3
- Inv. resid.	-2,3	-2,3	-0,1
- Inv. non resid.	3,6	2,2	0,6
- Scorte			-0,2
<b>Domanda pubblica</b>	-0,3	-0,4	-0,1
- Consumi	0,2	-0,2	0,0
- Investimenti	-2,6	-1,3	-0,1
<b>Esportazioni</b>	2,9	2,8	0,4
<b>Importazioni</b>	1,5	1,6	-0,2

La crescita del secondo trimestre non raggiunge quella del primo, ma è sufficientemente forte in termini di contributo della domanda domestica privata (+0,7% t/t) da portare a prevedere un altro anno di crescita al di sopra del potenziale. In giugno, la crescita per l'anno 2005 era prevista a 1,5%: con la revisione dei dati appena pubblicata, rivediamo lo scenario, con un rialzo della crescita del PIL a 2,2%.

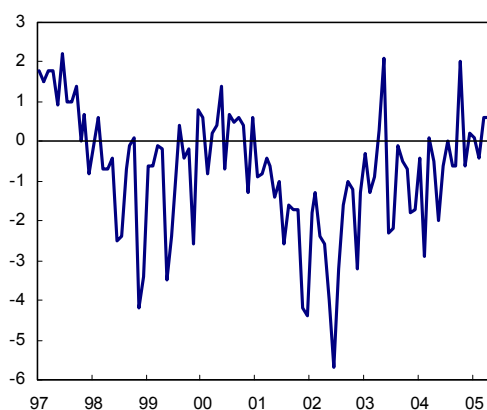


Il punto principale della previsione resta un sentiero relativamente solido e stabile dei consumi delle famiglie, sostenuto dal miglioramento strutturale delle condizioni del **mercato del lavoro**. Su questo fronte non ci sono modifiche, come mostra il grafico degli indicatori del mercato del lavoro. Gli ultimi dati di occupazione confermano il ritmo di **crescita degli occupati**, in aumento a luglio su base tendenziale dello 0,5%, con tassi di crescita positivi da inizio anno. Anche dal punto di vista della remunerazione i dati recenti sono positivi. La **crescita dei salari** aggregati a luglio è stata di +1,7% a/a.

**Il mercato del lavoro finanzia la crescita**



**Crescita dei salari nominali a/a positiva**



Fonte: Bloomberg

Il sentiero dei **consumi** è stato positivo, e forte, per due trimestri consecutivi, dopo tre trimestri di contrazione da marzo a dicembre 2004. Le prospettive per i prossimi trimestri restano buone e l'unica vera incognita sulla spesa delle famiglie è da attribuire all'incertezza sulla data di introduzione dell'imposta sui consumi. L'ipotesi di introduzione dell'imposta a inizio 2007 avrebbe portato a un'accelerazione dei consumi nel 2006, seguita da un rallentamento nell'anno successivo, come la storia insegna. Tuttavia ora sembra che il nuovo governo abbia intenzione di rimandare ancora l'attuazione di questa misura e ciò dovrebbe mantenere il sentiero dei consumi nel prossimo anno stabile intorno a uno 0,4% medio per trimestre.

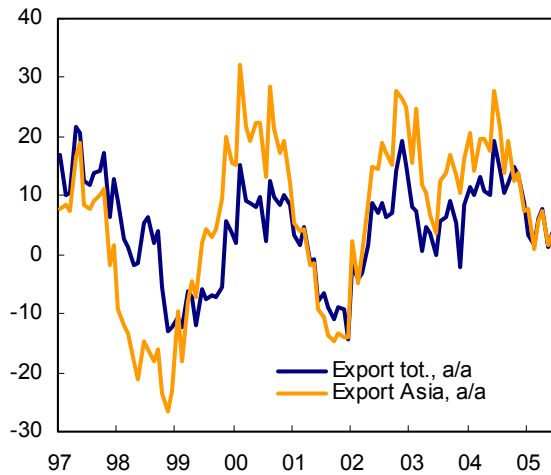
Le indicazioni delle indagini di fiducia delle famiglie supportano il quadro positivo dei consumi. Negli ultimi tre mesi la **fiducia delle famiglie** si trova opra 48, su livelli che non si vedevano dal 1991. Nell'ultimo dato disponibile, relativo ad agosto 2005, appena pubblicato la componente occupazione dell'indagine si è portata al di sopra di 50 (50,4), e l'indicatore relativo al clima per gli acquisti di beni durevoli è stato sopra 50 per tre mesi su quattro a partire da maggio. Il segnale positivo proveniente dall'indagine non riguarda solo i livelli, ma anche la stabilizzazione dei miglioramenti dell'ultimo anno. A favorire la crescita dei consumi contribuisce anche la percezione sempre più radicata fra le famiglie che **la deflazione sia al termine**. Nell'indagine, la percentuale di intervistati che risi aspetta aumenti dei prezzi nei prossimi 12 mesi è al 44,6%, contro un 6,4% che si aspetta un calo.

Per gli **investimenti**, il secondo trimestre ha registrato un'ulteriore accelerazione, a +3,6% t/t, dal già sostenuto tasso di crescita del primo (+2,3%), grazie anche al forte crescita dei profitti (+12,9% a/a in 2005.T2). Le prospettive restano positive, nonostante il rallentamento della crescita degli ordini di macchinari (+5% a/a a

giugno), che non è più a due cifre da diversi mesi dopo un 2004 straordinario. La perdita di vigore della dinamica degli ordini complessivi è da attribuire alla debolezza degli ordini esteri (-1% a/a a giugno). Le informazioni positive vengono dagli ordini domestici, che restano in crescita sostenuta (+10,9% a/a a giugno). Gli ordini domestici rappresentano circa il 60% degli ordini totali.

Il peggioramento del **canale estero**, che nel secondo trimestre ha contribuito negativamente alla crescita del PIL per -0,2%, non è particolarmente preoccupante per le prospettive di crescita, considerando le prospettive favorevoli della domanda domestica.

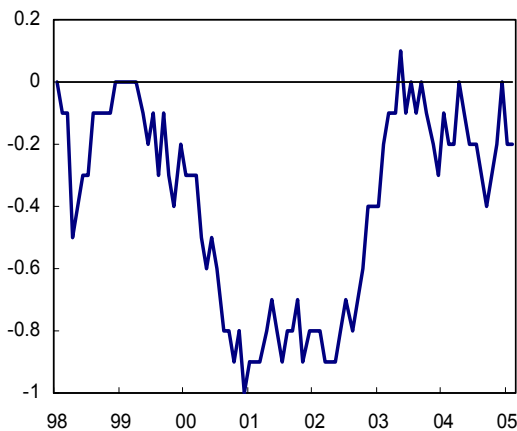
**Le esportazioni non sono più il motore della crescita**



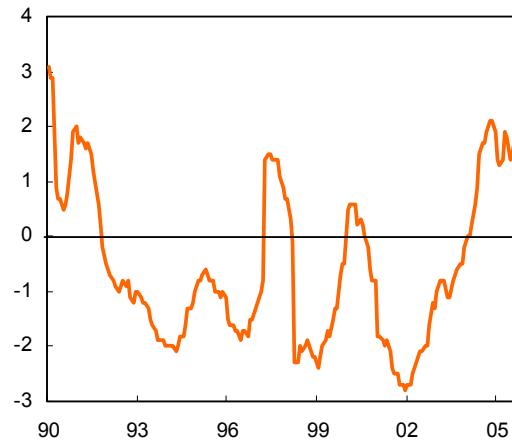
Fonte: Bloomberg

L'**inflazione** continua il suo sentiero verso la normalità e probabilmente entro fine anno il CPI tornerà a crescere a tassi positivi su base tendenziale. L'effetto deflazionistico della deregolamentazione delle tariffe uscirà dal calcolo dell'inflazione nei prossimi mesi e, come ha detto la BoJ recentemente, il CPI core al netto di queste componenti è già stabile e marginalmente positivo. È da rilevare anche il fatto che **i prezzi degli immobili a Tokyo sono aumentati**, se pure modestamente, per la prima volta in 15 anni.

**Il CPI core rimane influenzato dalle tariffe**



**I prezzi alla produzione risentono dell'aumento del prezzo del petrolio**



Fonte: Bloomberg

La **politica monetaria** si prepara, con estrema gradualità, a modificare la propria strategia. I voti delle ultime riunioni di politica monetaria della BoJ restano a maggioranza, con opinioni divergenti sul mantenimento dell'obiettivo sulle riserve (7 a 2). In un intervento del 15 settembre, il vice governatore della banca centrale Iwata ha affermato che alcuni partecipanti alle riunioni ritengono che **l'inflazione core sarà nulla o positiva a partire da ottobre**, mentre l'economia sta tornando su un sentiero di crescita sostenibile anche in assenza di stimoli eccezionali di politica economica. Il governatore Fukui continua a essere molto cauto nei commenti relativi a eventuali modifiche della strategia di politica monetaria e afferma che prima di effettuare cambiamenti, occorre essere molto sicuri della stabilizzazione della crescita su un sentiero solido.

I verbali delle ultime riunioni della banca centrale mostrano chiaramente l'apertura della discussione sull'obiettivo di riserve, il primo passo verso una potenziale normalizzazione della politica monetaria. Due esponenti del Board hanno proposto una riduzione dell'obiettivo, Mizuno a un range compreso fra 25 e 30 tln, Fukuma a un range fra 27 e 32 (dall'attuale intervallo 30-35). Fukuma, in un discorso successivo alla pubblicazione dei verbali ha ribadito la propria posizione, sostenendo che la BoJ potrebbe abbassare l'obiettivo di riserve a mantenere il tasso di intervento a zero. Secondo Fukuma, la riduzione dell'obiettivo di riserve non avrebbe effetti negativi sulla crescita, mentre il mantenimento di un obiettivo troppo elevato potrebbe incoraggiare gli investitori a prendere una dose eccessiva di rischio e mantenere la politica invariata nonostante i cambiamenti di condizioni economiche potrebbe essere un errore.

Lo scenario macroeconomico e le dichiarazioni divergenti di membri della BoJ, in particolare la differenza di vedute tra il governatore e i vice governatori, fanno prevedere ancora molta gradualità nei cambiamenti di policy, ma anche un cambiamento di regime a partire dal primo trimestre del 2006. La nostra previsione è che entro la fine di quest'anno fiscale, e in particolare fra gennaio e marzo, **la BoJ potrebbe eliminare l'obiettivo sulle riserve** introdotto due anni fa e successivamente mantenere i tassi ancora a zero per un trimestre o due, iniziando una nuova strategia di politica monetaria **con tassi positivi a partire dall'ultimo trimestre del 2006**. L'eliminazione dell'obiettivo di riserve sarà comunque un segnale chiaro ai mercati riguardo al futuro dei tassi di intervento e si rifletterà sulle aspettative di politica monetaria in modo piuttosto rapido. Le conseguenze si vedranno sul costo del finanziamento del debito che diventerà il nuovo problema di policy per i prossimi anni.

#### Previsioni – Giappone

	2004	2005	2006	2004				2005				2006		
				4	1	2	3	4	1	2	3	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	2,6	2,2	1,5	0,9	1,0	2,2	2,8	3,0	1,9	1,4	1,3			
- trim/trim annualizzato				0,6	5,7	3,2	1,8	1,3	1,2	1,4	1,5			
Consumi privati	1,5	1,7	2,1	-1,2	5,0	2,4	1,5	1,3	2,4	3,2	1,6			
IFL - priv. non residenziali	5,8	7,9	3,4	0,8	13,0	15,2	6,1	3,1	1,6	2,0	2,5			
IFL - priv. residenziali	2,2	-1,9	2,4	2,3	-5,3	-8,9	-1,6	4,5	4,2	5,3	2,3			
Investim. pubblici	-10,8	-9,0	-2,0	-0,7	-3,6	-10,0	-2,4	-2,5	-1,3	-1,0	-0,3			
Consumi pubblici	2,7	1,8	1,1	2,5	2,8	0,8	0,4	1,3	1,3	0,5	2,3			
Esportazioni	14,5	5,5	5,9	6,3	-0,3	12,1	5,3	7,7	5,0	4,1	5,0			
Importazioni	8,9	6,9	9,9	8,9	2,7	6,1	9,2	9,7	11,3	11,9	8,4			
Var. scorte (contrib., % Pil)	0,2	0,1	-0,1	0,2	0,3	-0,5	0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,0			
Partite correnti (% Pil)	3,7	3,4	3,0	3,6	3,5	3,4	3,4	3,3	3,2	3,0	2,9			
Deficit (% Pil)	-8,0	-7,6	-7,4											
Debito/PIL (% Pil)	148,7	159,8	165,9											
CPI (a/a)	0,0	-0,1	0,1	0,5	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,1			
Produzione Industriale	5,3	2,1	2,6	-3,7	7,3	-1,7	5,6	3,7	2,7	1,8	1,6			
Disoccupazione (%)	4,7	4,2	3,8	4,6	4,6	4,3	4,0	3,9	3,9	3,9	3,8			
Tasso a 3 mesi - CD (%)	0,04	0,09	0,18	0,03	0,05	0,04	0,21	0,07	0,01	0,12	0,23			
Tasso a 10 anni (%)	1,52	1,34	1,49	1,43	1,32	1,17	1,40	1,48	1,56	1,50	1,44			
Dollaro/Yen (Yen)	108,2	107,3	99,4	105,8	104,5	107,5	111,0	106,0	102,0	99,5	98,0			
Cambio effettivo (1990=100)	135,1	135,4	146,4	135,5	136,5	134,8	132,2	138,0	143,2	146,3	148,2			

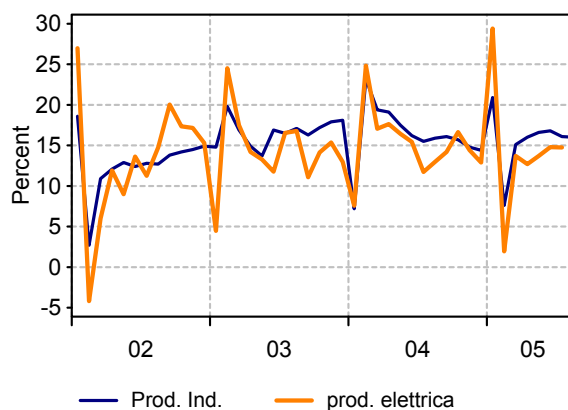
Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato.

## Cina: torna a correre l'export

Luca Mezzomo  
[luca.mezzomo@bancaintesa.it](mailto:luca.mezzomo@bancaintesa.it)

Dal 22/7 la Cina ha formalmente abbandonato l'ancoraggio rigido al dollaro statunitense. La gestione del cambio è ora ispirata dall'obiettivo di "mantenere il cambio del RMB praticamente stabile a un livello adattabile di equilibrio, in modo da promuovere l'equilibrio fondamentale della bilancia dei pagamenti e salvaguardare la stabilità economica e finanziaria". Tale obiettivo viene perseguito ancorando il tasso di cambio a un paniere di divise, di cui però non viene resa nota la composizione esatta. Il paniere di riferimento, che comunque ha valore più come guida di medio-lungo termine che come metro per i movimenti giornalieri, include come minimo USD, EUR, JPY, KRW, SGD, AUD, RUB, MYR, GBP e THB. I pesi non sono stati resi pubblici, ma stimiamo che dollaro, euro e yen possano essere rispettivamente al 55%, 12% e 16%. Venerdì 22/7 la parità iniziale del dollaro è stata di 8,11 RMB. Da allora, il prezzo di chiusura sul mercato interbancario locale determina la parità di ingresso per il successivo giorno lavorativo. La banca centrale consentirà oscillazioni massime di  $\pm 0,3\%$  (limite che, in futuro, potrebbe essere rivisto) da tale parità centrale. Per le altre divise la banca centrale annuncerà una banda specifica di fluttuazione, che dovrà essere abbastanza ampia da accomodare i movimenti dei *cross*. L'esperienza dei primi giorni mostra però una eccezionale stabilità del cambio con il dollaro USA e un'eccessiva volatilità di quelli con yen ed euro, fenomeno coerente con l'attribuzione di un peso molto elevato (ben oltre il 90%) alla divisa statunitense; evidentemente la banca centrale sta operando attivamente per stabilizzare il mercato. In pratica, dunque, le implicazioni macroeconomiche della riforma rimangono del tutto trascurabili.

Cina – produzione industriale  
(variazione a/a)



Anche il previsto rallentamento economico cinese appare un fenomeno molto circoscritto: la frenata di settori oggetto di misure specifiche di contenimento (edilizia residenziale, filiera metallurgica, cemento) viene più che compensata dalla performance del resto dell'economia, che risente poco anche del rincaro energetico. La crescita tendenziale del PIL nel primo semestre 2005 è stimata dalle autorità al 9,5% e il ritmo di espansione della produzione industriale superava il 16% anche in luglio, nonostante il calo dell'indice PMI manifatturiero a 50,6 (minimo storico per la serie).

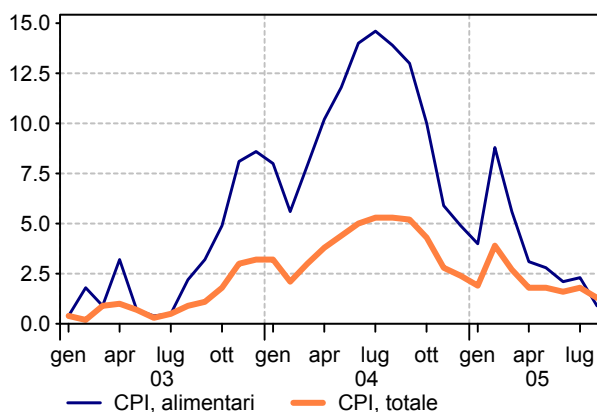
L'economia cinese gode allo stesso tempo della spinta dell'export e di una riaccelerazione della domanda interna, ancora sostenuta anche dagli investimenti esteri. Nonostante il rincaro di petrolio e carbone, l'attivo della bilancia commerciale si è mantenuto sui 10mld di US\$ tra maggio ed agosto, marcando

un miglioramento di circa 30mld rispetto allo stesso periodo del 2004. Questa eccezionale performance è però dovuta anche a un rallentamento della crescita dell'import, attribuibile in parte alla disponibilità di scorte interne e in parte alla sostituzione con produzione interna. Un'altra componente di natura transitoria è costituita dalla corsa a consegnare prodotti tessili destinati ai mercati, come l'Europa, dove si stava sviluppando una reazione protezionistica dopo la cessazione dell'accordo multifibre.

Sul fronte interno, soltanto gli investimenti in costruzioni sono dichiarati in calo dell'11% a/a, ma il totale degli investimenti fissi si espande ancora del 23,5% a/a. Questo andamento divergente riflette anche l'impatto di misure specifiche, come il taglio agli investimenti infrastrutturali finanziati con emissioni obbligazionarie, scesi da \$14mld a \$10 e altri interventi che hanno effettivamente creato una notevole dispersione settoriale dei dati sulla spesa in conto capitale.

La spesa in consumi, sostenuta dal fenomeno strutturale dell'aumento nei redditi pro-capite medi, rimane vibrante. Il mercato automobilistico si è prontamente ripreso dal rallentamento di inizio anno e le immatricolazioni sono tornate a segnare incrementi del 25% su base tendenziale. Il ritmo di espansione delle vendite al dettaglio è da circa un anno superiore al 10% a/a.

Cina – prezzi al consumo a/a



La priorità precedentemente attribuita al raffreddamento economico è calata a causa dell'andamento eccezionalmente moderato dell'inflazione. Grazie al rientro delle tensioni sugli alimentari (in particolare sui cereali), l'indice dei prezzi al consumo registrava in agosto un incremento tendenziale di appena l'1,3%. In queste condizioni, nonostante il forte aumento della liquidità connesso all'avanzo esterno appare improbabile che le autorità possano decidere un rialzo dei tassi di interesse. La politica fiscale, che punta a un deficit di 1,9% del PIL quest'anno, ha invece assunto un moderato orientamento restrittivo. Inoltre, si assiste a una rotazione di priorità: sta calando l'enfasi sui progetti infrastrutturali, mentre crescono le risorse destinate al sostegno degli agricoltori e a limitare l'impatto della ristrutturazione industriale.

In conclusione, bisognerà attendere il rallentamento dell'economia americana e il rientro dell'ondata di investimenti esteri (che per ora si è soltanto stabilizzata) perché l'economia cinese si attesti su ritmi di espansione più moderati. Nel breve termine, la crescita rallenterà soprattutto per un minore dinamismo dell'export nei mesi finali del 2005.

		2002	2003	2004	2005	2006	2007
PIL (prezzi correnti)	mld CNY	10517.2	11739.0	13687.6	16343.2	17900.7	20019.7
	a/a	8.1	11.6	16.6	19.4	9.5	11.8
PIL (prezzi correnti)	mld USD	1270.7	1418.3	1653.7	1907.2	2195.6	2544.0
PIL (prezzi costanti)	a/a	8.3	9.4	9.5	9.1	8.7	9.4
Consumi	a/a	6.2	6.3	8.7	10.1	11.0	11.0
Investimenti fissi	a/a	16.7	24.6	19.5	18.3	11.4	14.7
Consumi pubblici	a/a	7.6	5.1	6.5	5.0	5.0	4.5
Esportazioni	a/a	24.4	33.8	22.8	20.5	14.3	12.0
(stima domanda estera)	a/a	4.2	6.2	12.1	7.0	8.1	8.5
Importazioni	a/a	24.6	37.1	21.1	14.2	16.3	18.6
Produzione industriale	a/a	20.3	26.2	21.5	13.8	11.1	12.4
Tasso di disoccupazione	%	3.9	4.2	4.2	4.0	3.9	3.9
Inflazione (CPI)	a/a	-0.8	1.2	3.9	2.3	2.3	3.7
Tasso d'interesse (b/t)	%	5.3	5.3	5.4	5.6	5.3	5.3
USD/CNY (media)		8.28	8.28	8.28	8.18	7.93	7.73
	a/a		0%	0%	-1%	-3%	-3%
USD/CNY (fine periodo)		8.3	8.3	8.3	8.1	7.9	7.7
EUR/CNY (fine periodo)		8.2	9.6	10.6	9.8	9.5	8.8

Fonte: Banca Intesa.

## STUDI E RICERCHE

### Responsabile

Gregorio De Felice

### Gruppo di lavoro:

---

Luca Mezzomo

#### Macroeconomia

Sergio Capaldi  
Anna Maria Grimaldi  
Gianluigi Mandruzzato  
Giovanna Mossetti

#### Mercati valutari

Asmara Jamaleh

#### Database Management

Simonetta Melotto

#### Nucleo Editoriale

Sonia Papandrea  
Aldo Perego

---

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

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

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