

Scenario Macroeconomico

Servizio Studi

Giugno 2007

Scenario Macroeconomico

Giugno 2007

Guerra preventiva all'inflazione	3
Focus - Petrolio: diventano più limitati i margini di rialzo	5
Stati Uniti: una lunga estate calda	8
Fed: in assenza di strappi del mercato del lavoro, tassi fermi a oltranza	14
Area euro: ancora sorprese	18
I rischi per la stabilità dei prezzi sono verso l'alto	23
BCE: 4,5% a dicembre e poi?	25
Regno Unito: i tassi saliranno ancora, fino al 6%	28
L'Asia	29
Giappone: una lenta marcia verso tassi più alti	29
Cina: la corsa delle misure restrittive è sempre un passo indietro rispetto al ritmo della crescita e al trend dei prezzi	35
Mercati valutari: dollaro ai minimi da dieci anni, ma il peggio dovrebbe essere alle spalle	40

Guerra preventiva all'inflazione

Luca Mezzomo

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com

La riduzione del rischio Stati Uniti e la persistente espansione mondiale hanno spostato il baricentro della politica monetaria.

Il notevole rialzo dei tassi di interesse reali e nominali occorso negli ultimi mesi testimonia il cambiamento avvenuto nelle aspettative sulla congiuntura economica mondiale e sull'azione delle banche centrali. A prima vista le revisioni appaiono poco significative. Le stime di consenso sulla crescita economica statunitense sono rimaste stabili per il 2007 al 2,1% e sono risalite al 2,9% per il 2008; le proiezioni sulla crescita dell'eurozona sono salite di 0,1-0,2%, ma in compenso quelle per l'Estremo Oriente sono stabili. Per quanto riguarda l'inflazione, l'aumento delle quotazioni petrolifere ha causato una revisione al rialzo generalizzata, più marcata per i prezzi al consumo statunitensi (+0,2 e +0,1% rispettivamente sul 2007 e il 2008), ma di nuovo non sconvolgente. Ma la variazione delle previsioni medie (o mediane) non consente di afferrare il vero nodo della questione, che è rappresentato dal calo nella percezione del rischio di recessione negli Stati Uniti. I segnali di ripresa del ciclo di scorte nell'industria manifatturiera e la tenuta della crescita occupazionale nei servizi hanno infatti reso poco probabile un'evoluzione sfavorevole del ciclo nel corso dei prossimi mesi. I segnali giunti in tal senso hanno perciò aumentato la credibilità del messaggio della Federal Reserve, che da tempo ritiene probabile un assestamento delle crescita su livelli di poco inferiori al potenziale nel 2007 e un'accelerazione nel 2008 fino al *trend*. Da solo ciò basta a rendere improbabile un allentamento della politica monetaria americana, come i mercati ora riconoscono.

A sua volta, il ridursi del rischio Stati Uniti ha anche liberato le banche centrali di altri paesi dalle remore che prima ne hanno caratterizzato l'azione nei mesi scorsi. Non è un caso che nelle ultime settimane si sia assistito a una svolta generalizzata verso una comunicazione più aggressivamente orientata ai temi della stabilità dei prezzi e dell'eccesso di liquidità. La BCE, per esempio, non ha affatto smorzato i toni dopo il rialzo dei tassi effettuato a inizio giugno, cercando anzi di consolidare le attese di rialzo oltre il 4,25% già incorporate nei prezzi. La Banca d'Inghilterra, che peraltro è andata molto vicina a un rialzo a sorpresa dei tassi a inizio giugno, ha avvisato con inusuale fermezza famiglie, imprese e intermediari di prepararsi a un mondo di tassi più alti. In Europa orientamenti più aggressivi sono stati segnalati anche dalla Riksbank svedese, dalla Norges Bank e dalla Banca Nazionale Svizzera. E anche in Cina si attendono nuovi rialzi dei tassi e dei coefficienti di riserva per contenere l'espansione del credito, quantunque i tassi reali di interesse siano destinati a rimanere troppo bassi rispetto alla realtà economica locale.

La focalizzazione sulla stabilità dei prezzi e sul controllo della liquidità alza gli ostacoli per un taglio dei tassi.

Se avrà successo, l'azione manterrà piatte le curve dei tassi.

La nuova linea della politica monetaria non significa di per sé che i tassi ufficiali raggiungeranno livelli eccezionalmente alti. Le conseguenze, in ordine decrescente di solidità, sono altre. In primo luogo, bisogna astenersi da applicazioni semplicistiche della *Taylor rule*, associando rallentamenti della crescita e/o dell'inflazione a riduzioni dei tassi ufficiali: lo stato di partenza è rilevante, e tre fattori (il basso livello della disoccupazione, le pressioni strutturali sui mercati delle *commodities*, l'eccesso di liquidità) implicano che sarà necessario un aumento significativo e persistente delle risorse inutilizzate per far invertire il corso alla politica monetaria. Secondo: anche se nessuna banca centrale crede a legami invarianti tra moneta e inflazione, la disponibilità ad introdurre politiche monetarie più accomodanti sarà condizionata dalla velocità con cui rallenterà l'espansione di moneta e credito. Come è emerso con chiarezza nelle dichiarazioni di vari banchieri centrali, tra le autorità monetarie si ritiene che l'esistenza di un eccesso di liquidità sui mercati finanziari mondiali contribuisca a ridurre l'attenzione riposta dagli investitori nell'analisi e nel controllo del rischio, e che perciò sia di detrimento alla stabilità del sistema finanziario. Su

questo fronte, anche in Europa un rallentamento ha già iniziato a manifestarsi nell'andamento degli impieghi alle famiglie e, più recentemente, alle imprese, ma i ritmi di espansione rimangono ampiamente superiori a quelli del PIL nominale. Terzo: se le banche centrali avranno successo nel prevenire le pressioni inflazionistiche le curve dei tassi dovrebbero rimanere relativamente piatte.

Riguardo al rischio di osservare un rialzo dei tassi ufficiali significativo invece dei ritocchi che attualmente riteniamo costituire lo scenario prevalente, la risposta non è predeterminata e dipenderà invece dall'evoluzione del ciclo economico e dalle aspettative di inflazione. Queste ultime sono -e secondo noi rimarranno- sotto controllo. Come accennavamo, l'aumento dei prezzi delle materie prime presenta una componente strutturale che può essere sintomatica di strozzature nel sistema economico; per questo e altri motivi, perciò i benefici della globalizzazione sui prezzi potrebbero ormai essere in via di esaurimento. Di contro, però, le economie occidentali hanno finora assorbito gli *shock* sui prezzi energetici senza registrare impatti persistenti fuori dai capitoli direttamente influenzati, la crescita salariale continua a essere moderata e, infine, i margini di profitto complessivamente ampi potrebbero ancora aiutare ad ammortizzare gli aumenti di costo. La stessa linea 'dura' adottata dalle banche centrali, se credibile, deve avere un effetto calmierante sulle aspettative di inflazione.

Riguardo al più delicato tema dell'evoluzione congiunturale, il nostro scenario di previsione per gli Stati Uniti comporta un ritmo di crescita più blando rispetto alla mediana del consenso e rispetto alle stime prevalenti sul potenziale; se ciò fosse corretto, quindi, le pressioni inflazionistiche si allenterebbero, offrendo scarsi incentivi per una nuova restrizione della politica monetaria americana. In Europa, al contrario, il rallentamento economico previsto non sarebbe sufficiente ad aumentare il margine di risorse inutilizzate e anche le nostre stime di inflazione, come quelle BCE, sono al limite del 2%; perciò non possiamo escludere che la restrizione monetaria continui nel 2008 oltre quanto attualmente scontato, cioè il 4,5%.

La crescita economica per area geografica

	2004	2005	2006	2007	2008
Stati Uniti	3.9	3.2	3.3	2.1	2.5
Giappone	2.7	1.9	2.2	2.3	1.9
Area Euro	1.8	1.6	2.9	2.8	2.4
Europa Orientale	6.7	5.2	6.5	6.2	5.4
America Latina	5.8	4.7	5.6	4.8	4.2
OPEC	7.0	6.9	6.2	5.5	4.7
Asia orientale	7.3	7.5	8.0	7.5	7.6
Africa	4.2	4.7	6.2	5.5	5.0
Crescita mondiale	3.8	3.3	3.9	3.4	3.4

Variazioni medie annue.

Lo scenario di robusta espansione economica che continuiamo a prefigurare per i prossimi trimestri è coerente con un *trend* positivo per i prezzi delle materie prime. Tuttavia l'andamento effettivo dei prezzi può essere condizionato dall'assorbimento di fenomeni di *overshooting* e, quindi, il legame non è necessariamente solido su orizzonti di tempo corti. Per il petrolio ci attendiamo prezzi mediamente stabili intorno ai livelli già conseguiti, ma con notevoli fluttuazioni infra-annuali (v. box).

Proiezioni sui prezzi delle materie prime

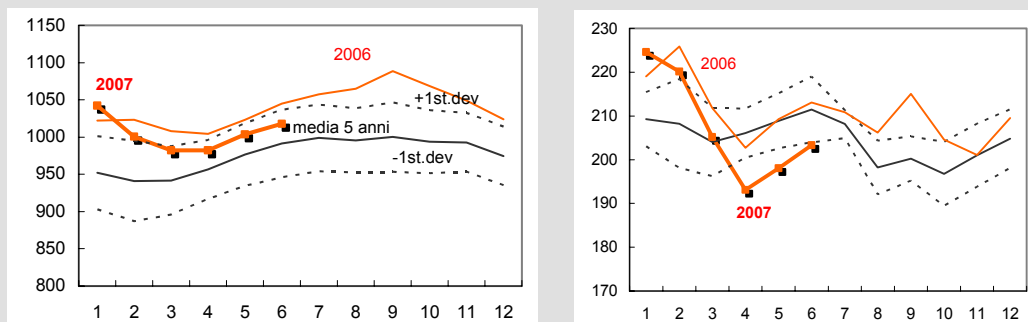
	2004	2005	2006	2007	2008
Petrolio (Brent, \$/barile)	38.3	54.4	65.4	65.0	63.4
	+32.7	+42.1	+20.1	-0.5	-2.5
Materie prime escl. combustibili (1990=100)	122.5	135.1	167.9	171.1	150.3
	+18.5	+10.3	+24.3	+1.9	-12.1
Metalli (1990=100)	134.0	169.3	265.1	302.7	223.5
	+36.1	+26.4	+56.6	+14.2	-26.1
Agricole (1990=100)	105.9	107.6	116.1	112.6	113.5
	+5.5	+1.6	+8.0	-3.0	+0.7

Livelli e variazioni medie annue

Focus - Petrolio: diventano più limitati i margini di rialzo

I segnali di riaccelerazione dell'economia americana nel secondo trimestre hanno consolidato la prospettiva che il 2007 sia caratterizzato da una crescita economica ancora robusta a livello mondiale e, quindi, migliorano le prospettive per le quotazioni delle materie prime in genere. Sempre per quanto riguarda i fondamentali del mercato, l'accumulazione di scorte in Nord America è stata finora insufficiente a riportare quelle di benzina su livelli normali rispetto alla stagione (fig. 1), anche se è presente un margine significativo a livello di greggio. Nell'ottica della stagione degli uragani ciò significa che il mercato dovrebbe essere più sensibile a eventi che blocchino l'attività di raffinazione che a sospensioni dell'attività estrattiva o dell'import di greggio, il che rappresenta un punto di partenza favorevole. A tale riguardo, l'EIA ha recentemente pubblicato le sue stime degli effetti sull'industria petrolifera della prossima stagione degli uragani come prevista da NOAA: la proiezione centrale è per una sottrazione totale di 13,2mln di barili di petrolio, contro i 162mln di mancata estrazione causati dagli uragani del 2005 fino al giugno 2006. Per confronto, le scorte di greggio assommano attualmente a 342mln di barili. La probabilità che la perdita superi i 100mln di barili è stimata all'1,3%, mentre la probabilità di un danno nullo (come fu nel 2006) è del 2,6%. Nulla si dice riguardo all'impatto sull'attività di raffinazione; tuttavia l'analisi del NOAA indica che se la stagione diventasse iperattiva (>+175% rispetto alla norma, compatibile con il range di previsione 125-210%) la probabilità che almeno uno (due) uragani di forte intensità si abbattano sulla terraferma sarebbe dell'83% (58%); quindi, è ancora possibile che l'impatto finale sia alla fine rilevante, anche se ciò non rappresenta lo scenario più probabile. La stagione delle tempeste nel Nord Atlantico è invece prevista più debole della media e dovrebbe influire marginalmente rispetto alla norma stagionale sull'attività estrattiva nel Mare del Nord. Se il rischio meteorologico non si concretizzasse che in parte, sarebbe ragionevole – ceteris paribus – attendersi una flessione delle quotazioni.

Fig. 1. - Stati Uniti: scorte petrolifere totali (sx) e scorte di benzina (dx)
(migliaia di barili)



Fonte: EIA e ns. elaborazioni

Sul fronte dell'offerta l'Opec rimane orientata a escludere la necessità di aumenti produttivi, appoggiandosi all'evidenza di elevati stoccaggi di greggio e di ampi margini inutilizzati di capacità. In effetti, in aprile le scorte OCSE erano nella parte alta dell'intervallo stagionale calcolato sull'ultimo decennio. Da notare che mentre IEA (International Energy Agency) e DOE (U.S. Department of Energy) stanno alzando le stime di domanda 2007 (per la IEA l'incremento medio annuo atteso è ora di 1,66mln di bbl/g, di cui +1,3 dovuti al blocco non-OCSE, per DOE a 1,42mln di bbl/g) e diventano più scettici riguardo al contributo dato all'offerta dai produttori non-Opec, Opec tende a collocarsi nella parte bassa del consenso come proiezione di domanda (+1,2mln) e in quella alta per le proiezioni di offerta. Come già segnalato nei mesi scorsi, ciò è un segnale che l'aumento della produzione tenderà a seguire la normalizzazione delle scorte e, quindi, potrebbe essere più reattivo che preventivo riguardo alle fasi di tensione sui prezzi. Per inciso, la domanda apparente della Cina appare più robusta delle previsioni, tanto che l'incremento rispetto al 2006 potrebbe arrivare a 0,5mln di bbl/g (0,48 nelle stime OPEC).

Fig. 2 – Andamento delle quotazioni petrolifere (US\$/barile)

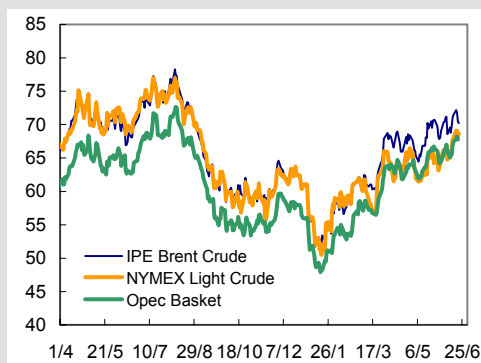
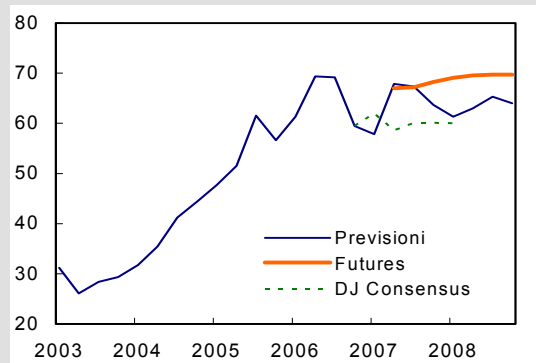


Fig. 3 - Prezzo del Brent Crude – proiezioni, consenso e mercato



Sul fronte tecnico l'evoluzione mostra una riduzione degli spazi di rialzo delle quotazioni. Grazie al recente progresso delle quotazioni il livello delle posizioni speculative lunghe sul Nymex è calato rispetto ad aprile e si trova in un limbo che non offre indicazioni chiare sulla direzione; lo stesso dicasi per il livello del *contango*, tornato su livelli fisiologici. Anche i *crack spread* 3:2:1 sul mercato americano sono calati rispetto ai picchi di maggio e sono previsti in ulteriore flessione, quantunque rimangano ampiamente sopra la media degli ultimi anni (\$21,8, 32% del costo del barile, rispetto a 22%) e siano tuttora coerenti con ulteriori rialzi del Light Crude. Infine, gli analisti tecnici rilevano configurazioni tuttora rialziste, con obiettivi a \$70 e \$70,8 per il Light Crude di agosto, attualmente a \$68,6, prima di osservare prese di beneficio; tale scenario sembra ragionevole e coerente con i fondamentali correnti.

Fig. 4 - Posizioni nette sui futures Nymex e prezzo del greggio

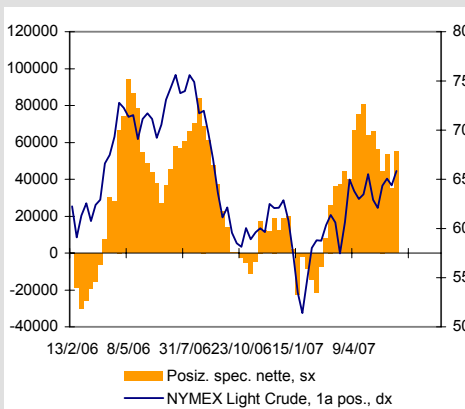
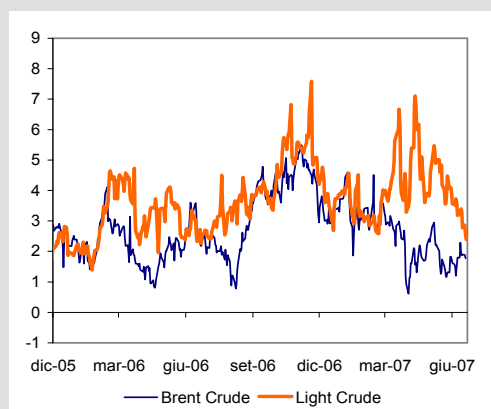


Fig. 5 - Nymex Light Crude e Brent Crude, Spread tra 6° e 1° contratto



Le previsioni di breve e medio termine

Alla luce delle considerazioni precedenti, rimaniamo tuttora convinti che l'orientamento rialzista che caratterizza le prospettive di breve termine, connesso al formarsi di un premio al rischio, non si estenderà necessariamente in modo lineare all'estate. Se il materializzarsi degli scenari di rischio che ora preoccupano il mercato potrebbe implicare picchi vicini o pari ai massimi storici, lo scenario centrale è coerente con una flessione dei prezzi e il mantenimento di un *contango* sui mercati dei *futures*. Per il Brent (fig. 3) stimiamo 70,1\$ nel T3 (in rialzo da 68,8\$) e 64,7\$ nel T4 (invariato rispetto a un mese fa). La media annua risulterebbe perciò di \$65,3 per il Brent (+1,0% a/a) e di \$64,4 per il WTI (-2% a/a). In tale contesto l'anomalia di mercato rappresentata dall'ampio *spread* invertito fra Light Crude e Brent Crude, già ridimensionatasi con il rialzo del Light Crude nel corso del mese di giugno, presenta ancora margini di riduzione di circa un dollaro.

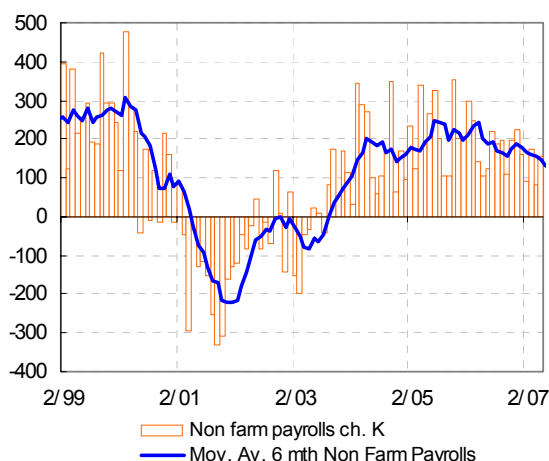
Stati Uniti: una lunga estate calda

Sergio Capaldi

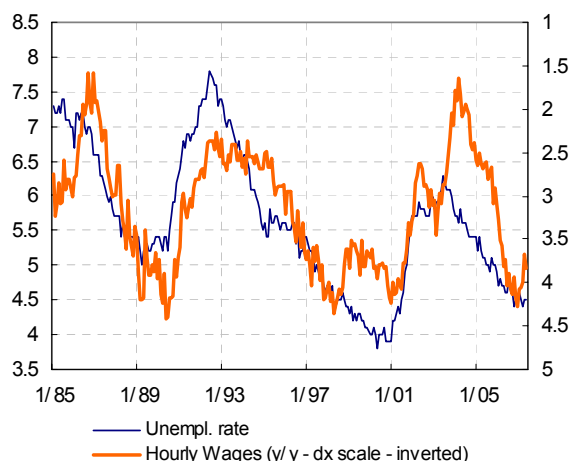
sergio.capaldi@intesasanpaolo.com

Negli ultimi mesi il tenore delle informazioni sullo stato di salute della maggiore economia mondiale è stato incoraggiante. Dopo che il forte rallentamento del primo trimestre aveva agitato il fantasma della recessione, i dati del secondo hanno riportato un po' di ottimismo ed allontanato gli spettri. Questo miglioramento di clima è visibile nella riduzione delle probabilità di taglio dei *fed funds*, la probabilità espressa dalle opzioni di una riduzione di 25 p.b. entro la fine dell'anno era data al 56,4% al 14 maggio contro il 19,2% del 13 giugno. La distribuzione di probabilità¹ appare ora oggi centrata sul 5,25 e distribuita in modo tutto sommato simmetrico. Il cambiamento di *sentiment* è tuttavia andato oltre, invece che posticipare il prossimo taglio di qualche mese, il mercato ha di fatto eliminato qualsiasi intervento espansivo nel prossimo anno e mezzo. I *futures* sui *fed funds* sulla scadenza di dicembre 2008 incorporano una probabilità del 94,1% di tassi fermi con una piccola probabilità (5,9%) di un ulteriore rialzo al 5,5%. Considerando la rapidità del cambiamento (un mese scarso) e la sua ampiezza vale la pena analizzare l'evoluzione dei dati che hanno maggiormente avuto un ruolo nel conformare le attese, il mercato del lavoro e le indagini ISM hanno dato il via a questo movimento agli inizi di maggio ragion per cui è ragionevole iniziare da qui.

La crescita occupazionale in *soft landing*



La dinamica salariale segnala una riduzione delle spinte inflative



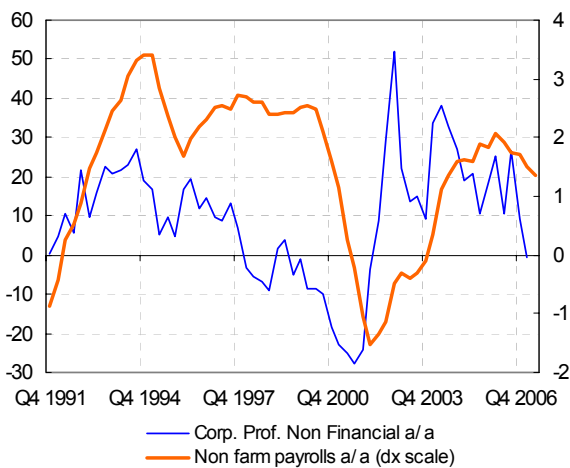
Il mercato del lavoro. La crescita occupazionale non ha dato segnali di un cambiamento di tendenza, il tasso di crescita continua timidamente a rallentare da circa un anno in accordo con il rallentamento dell'economia e gli ultimi dati hanno confermato questa tendenza. In realtà quello che colpisce dei dati di aprile e maggio è la stabilità del tasso di disoccupazione fermo al 4,46% un valore giudicato, quasi unanimemente, inferiore al tasso NAIURU (collocabile tra il 4,0% ed il 5,5%) e quindi tale da non consentire di abbassare la guardia sul fronte inflazione. Su questo argomento le ultime statistiche descrivono davvero un quadro così preoccupante sulle pressioni inflative? Ci sono seri dubbi al riguardo, almeno per quanto riguarda gli squilibri tra domanda ed offerta o più sinteticamente da *output gap*. La definizione del tasso NAIURU (lo spartiacque

¹ Riferita al meeting dell'11 dicembre 2007. Le probabilità sono calcolate da Bloomberg attraverso la funzione <FFIP> Go.

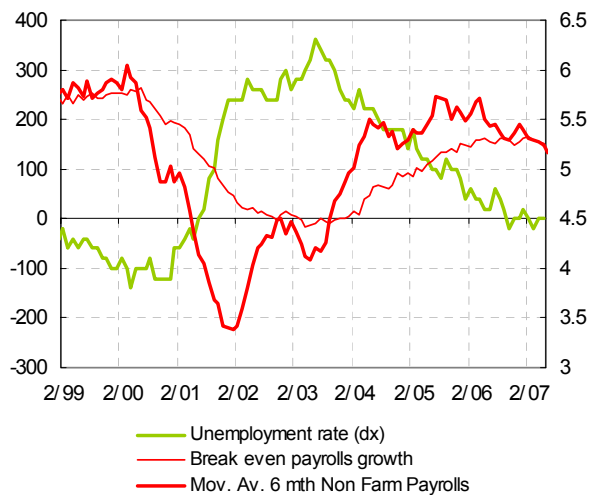
delle pressioni inflative da salari) è molto problematica, la moderazione dei salari orari osservata negli ultimi mesi non sembra indicare, in effetti, un surriscaldamento del mercato del lavoro e questo suggerirebbe un livello del NAIRU in linea con i valori correnti. Secondo. I tempi di consegna riportati dalle indagini ISM non mostrano strozzature nel processo produttivo segno che la capacità produttiva è pienamente adeguata alla domanda. Terzo. L'utilizzo degli impianti industriali rilevato dalla Fed ha già mostrato una svolta dai massimi locali e si muove su valori storicamente non associati ad una accelerazione dell'inflazione.

Detto ciò e ritornando sul mercato del lavoro, altri indicatori hanno fornito segnali meno incoraggianti rispetto alla stabilità del tasso di disoccupazione. Il rapporto Popolazione/Occupati, il tasso di partecipazione, gli occupati in *part time* per debolezza dell'economia ed il calo degli indici di diffusione descrivono un quadro di moderato raffreddamento del mercato del lavoro. Il rallentamento dei profitti e delle domande di prestiti industriali e commerciali non suggerisce un quadro di recupero degli investimenti e dell'occupazione. Il rallentamento delle vendite e della produttività del lavoro (ai minimi degli ultimi 12 anni per le imprese non finanziarie) si è riflesso nella stagnazione dei profitti nei primi tre mesi dell'anno. Se si conviene che questo rallentamento è in parte ciclico non ci sono ragioni per ritenere che il recupero di produttività avverrà solo grazie alla accelerazione delle vendite (se è quando questo si materializzerà) senza alcun impatto sugli organici. Di fronte ad un calo dei profitti le imprese di norma ristrutturano e come prima cosa smettono di assumere nuovo personale, in questo senso il calo dei nuovi posti di lavoro evidenziato dalle statistiche sui *job openings* suggerisce che ci siamo già addentrat in questa prima fase.

La stagnazione dei profitti induce ristrutturazioni d'organico



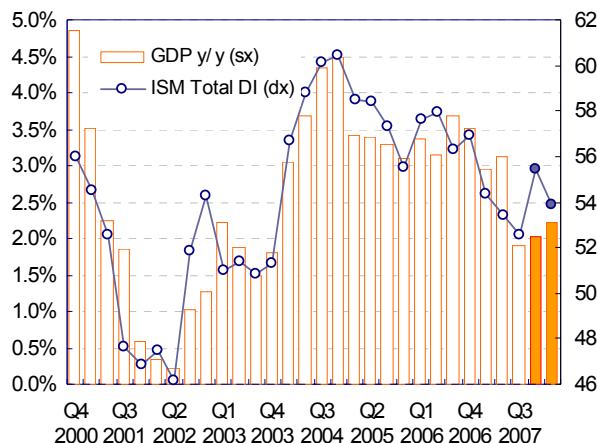
Tasso di disoccupazione. Prossimi alla svolta



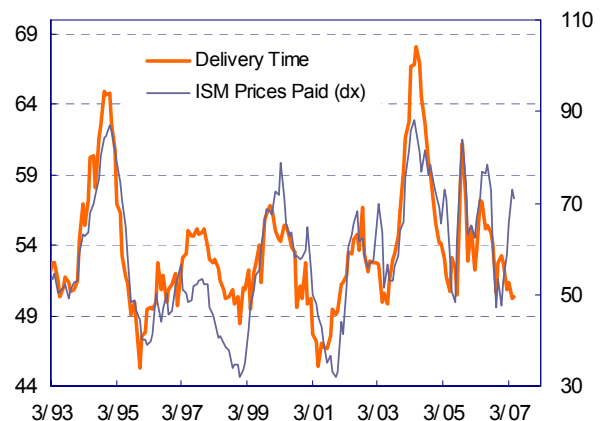
Se il rallentamento della crescita occupazionale continua a rappresentare la tendenza futura del mercato del lavoro quanto dovremmo aspettare prima di vedere un rialzo significativo del tasso di disoccupazione? Per quantificare il punto di *break even* tra crescita occupazionale (*non farm payrolls*) e tasso di disoccupazione abbiamo utilizzato un semplice modello Stato-Spazio in cui la crescita occupazionale di *break even* è la variabile latente. In base alle stime del modello la crescita degli occupati necessaria a stabilizzare il tasso di disoccupazione risulta essere pari a 152 mila unità, un valore in linea con la recente dinamica dei *payrolls* e decisamente superiore a quanto comunemente

accettato dagli addetti ai lavori. Il profilo storico conferma il calo del *break even* avvenuto tra la fine degli anni '90 ed oggi in accordo con il rallentamento demografico e la dinamica della partecipazione al lavoro. Considerando che abbiamo già raggiunto questa soglia l'aumento del tasso di disoccupazione dipenderà da quanto rapido sarà il rallentamento occupazionale che vedremo nei prossimi mesi, un profilo coerente con il passo di crescita che prevediamo per la seconda metà dell'anno dovrebbe portare ad un aumento moderato del tasso di disoccupazione entro fine anno (al 4,9% a dicembre 2007 con un primo calo degli occupati nel corso del quarto trimestre).

Il recupero delle indagini ISM conferma il rimbalzo primaverile



Il calo dei tempi di consegna indica minori pressioni sui prezzi



Le indagini presso le imprese. Le ultime indagini ISM rappresentano di gran lunga il pezzo di informazione più positivo e sorprendente degli ultimi mesi. Non solo la *survey* sul manifatturiero recupera valori che non si vedevano da oltre 1 anno, anche l'indagine gemella sui servizi, meno ciclica, ha mostrato di condividere il recupero del manifatturiero. Il rimbalzo delle indagini ISM conferma le aspettative di crescita del Pil dopo la battuta d'arresto del primo trimestre. Come per il Pil anche il recente recupero di questi indicatori deve essere interpretato alla luce della debolezza di ciò che abbiamo visto nei primi mesi dell'anno. Il forte decumulo delle scorte già evidente nelle indagini ISM si è infatti riflesso nelle statistiche di contabilità nazionale sottraendo alla crescita circa un punto percentuale solo nel primo trimestre 2007. Aggregando le indagini ISM in base ai pesi che i due macro settori hanno nell'economia, si ricava un indice di diffusione totale a 55,5 (media di aprile-maggio), valore uguale a quello rilevato nel 2005.T2 quando la crescita del Pil fu del 3,3% t/t (ann.). In prospettiva i rapporti scorte/produzione e ordini inevasi/scorte suggeriscono che il ciclo delle scorte potrebbe presto esaurire la sua spinta propulsiva; in questo senso ciò che le indagini ISM ci diranno nei prossimi 2-3 mesi darà un quadro più rappresentativo e fedele del reale stato dell'economia americana. Nel breve periodo le nostre aspettative sono di un leggero calo delle indagini a giugno e nel terzo trimestre dovremmo in generale osservare una ulteriore flessione degli indici di diffusione. In termini di ISM Totale dovremmo passare dal 55,5 di aprile-maggio al 53,8 nel T3 un valore coerente con una crescita del Pil inferiore al 3% t/t (ann.) nel secondo semestre dell'anno.

I consumi privati. I consumi privati rappresentano l'ultimo baluardo del soft landing dell'economia americana. La forza dei consumi ha permesso sin ora di tollerare la crisi dell'edile ed il rallentamento degli investimenti industriali senza

gravi ripercussioni sul resto dell'economia e sull'occupazione in particolare. La tendenza nei prossimi trimestri verrà guidata oltre che dalla crescita del reddito sempre più dalle variabili patrimoniali. Il rallentamento della ricchezza immobiliare dovuto al calo degli investimenti e dei prezzi delle case dovrebbe presto iniziare ad incidere sulla dinamica dei consumi. Il rialzo dei tassi di interesse sui mutui ipotecari e la riduzione dei margini di rivalutazione delle case dovrebbe essiccare questa fonte di liquidità delle famiglie favorendo il ritorno dei consumi su di un sentiero di crescita più ancorato alle fonti di reddito da lavoro. Il rallentamento dei consumi dovrebbe manifestarsi in modo più evidente nel 2008 a seguito anche del manifestarsi di un peggioramento del mercato del lavoro nella seconda metà del 2007: il rallentamento della crescita occupazionale coniugato con la moderazione della dinamica salariale determineranno un rallentamento del reddito disponibile indebolendo ulteriormente la dinamica dei consumi. Dopo che per due trimestri il calo del prezzo della benzina e la inattesa tenuta occupazionale hanno alimentato redditi e consumi, la restante parte del 2007 vede questi due effetti invertirsi. In particolare il prezzo della benzina ha ormai raggiunto nuovi record assoluti e non sembra destinato a scendere nel breve termine. La crescita occupazionale ha invece rallentato insieme ai salari orari determinando una sostanziale stagnazione del reddito disponibile.

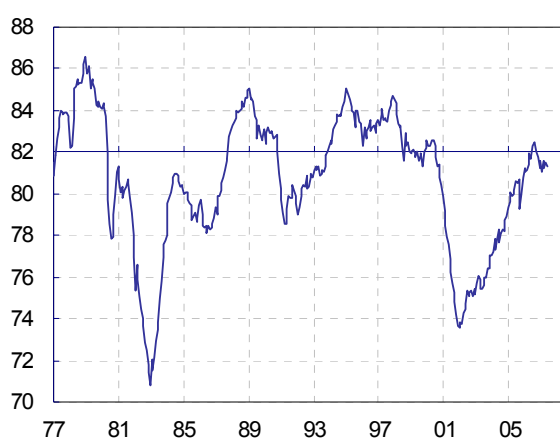
Gli investimenti industriali. Il recupero di aprile-maggio degli ordinativi di beni capitali ed il buon andamento della spesa in costruzioni non residenziali hanno permesso di tirare un sospiro di sollievo sugli investimenti industriali dopo che nel quarto trimestre dello scorso anno si era registrato il primo calo degli ultimi quattro anni. L'andamento dei profitti ed il calo della domanda di prestiti bancari ci fa ritenere improbabile una duratura accelerazione degli investimenti industriali. I profitti incidono sulla dinamica degli investimenti in due modi. Il primo è finanziario, fornendo cioè i mezzi economici per i nuovi investimenti direttamente dall'interno. Il secondo è economico, i profitti correnti danno una idea della produttività del capitale e come tali sono informativi nelle decisioni di investimento. Al di là di come la si voglia spiegare la stagnazione dei profitti avrà l'effetto di moderare la crescita degli investimenti da un lato e dall'altro di incidere sulla crescita occupazionale impegnando le imprese in una fase di ristrutturazione.

L'edilizia residenziale. L'edilizia residenziale continua ad essere per il momento l'unico settore dell'economia americana in aperta recessione. Dopo che qualche segnale di stabilizzazione aveva indotto a credere che il settore avesse ormai toccato il fondo, i nuovi cali delle vendite, del numero di nuovi cantieri e della fiducia dei costruttori hanno allontanato il punto di svolta per l'immobiliare. Il contributo alla crescita continuerà ad essere negativo nei prossimi trimestri ed una inversione di tendenza non si avrà prima degli ultimi mesi del 2007. Occorre mettere in evidenza che sebbene il settore edile potrebbe completare l'aggiustamento nel 2007 i suoi effetti sul resto dell'economia potrebbero aver solo iniziato a prendere presa. Dopo anni di abbondante disponibilità finanziaria prodotta dall'estrazione di valore dalla ricchezza immobiliare, il 2007 sarà un anno di sostanziale inaridimento di questa fonte di reddito. Questo effetto colpirà i consumi nel medio periodo in modo più evidente nel corso del 2008 in corrispondenza di una maggiore debolezza del mercato del lavoro e dei redditi personali.

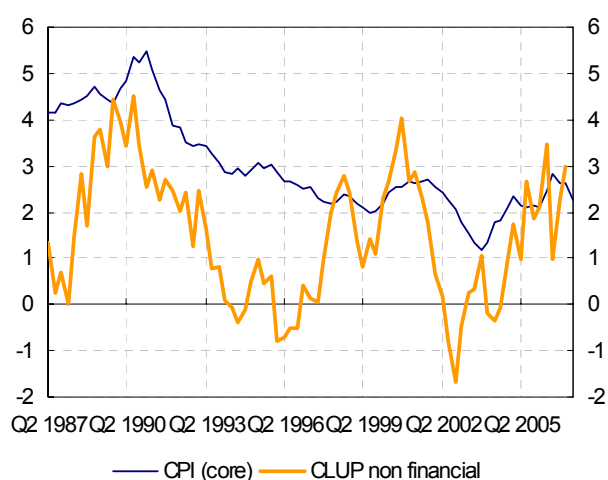
L'inflazione. A dispetto del recente rincaro energetico, la dinamica dei prezzi al consumo ha mostrato una tendenza al rallentamento. Al netto di alimentari ed energia l'inflazione si è riportata al 2,2% a/a a maggio il valore più basso dal marzo 2006 e sembra destinata a scendere sotto il 2% nei primi mesi del 2008 dopo circa 4 anni di oscillazioni sopra questa soglia. Il calo dell'inflazione dovrebbe favorire il ridimensionamento delle aspettative di medio periodo (Univ.

del Michigan) stabili intorno al 3,0% dal 2005. In prospettiva la diminuzione della percentuale di utilizzo delle risorse produttive dovrebbe favorire un ulteriore rallentamento dei prezzi al consumo. Per ciò che riguarda gli impianti, la percentuale di utilizzo della capacità produttiva si mantiene ben al di sotto dei livelli storicamente associati ad un accumulo di pressioni sui prezzi (82,0%), il calo dei tempi di consegna evidenziato dalla indagini ISM conferma indirettamente il progressivo scemare delle pressioni inflative. L'aumento del tasso di disoccupazione su livelli ritenuti più coerenti con la stabilità dei salari ed il recupero della produttività dovuta alle ristrutturazioni aziendali dovrebbero indurre il rallentamento del costo del lavoro per unità di prodotto ed anche per questa via favorire il rallentamento dei prezzi core.

Utilizzo della capacità produttiva



Inflazione e CLUP



Conclusioni

Il nostro scenario macro non è materialmente cambiato, quello che invece non sembra trovare pace è il *sentiment* del mercato. Così come il peggioramento dei dati congiunturali tra la fine del 2006 e gli inizi del 2007 aveva innescato timori di una imminente recessione il loro miglioramento negli ultimi mesi ha capovolto i termini del discorso. Il nostro scenario prevede una crescita moderata (sub potenziale) nel corso della seconda metà dell'anno e nel prossimo. Crescita sufficiente a produrre un progressivo rallentamento dell'occupazione sotto la soglia di *break even*. La stabilizzazione del tasso di disoccupazione avvenuta negli ultimi nove mesi ha seguito con un certa inerzia il rallentamento della crescita economica; l'estensione del periodo di crescita sub potenziale e la stagnazione dei profitti domestici porteranno ad un incremento del tasso di disoccupazione e ad un rallentamento della dinamica dei salari e dei consumi. In quest'ottica il mercato avrà altre opportunità nei prossimi mesi per modificare di nuovo le aspettative sui *fed funds*, tomando a scontare possibili interventi espansivi nel corso del 2008.

Previsioni – Stati Uniti

	2006	2007	2008	2006		2007				2008	
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (US\$ 1996,a/a)	3.3	2.1	2.5	3.0	3.1	1.9	2.1	2.1	2.2	2.6	2.4
- trim./trim. annualizzato				2.0	2.5	0.7	3.2	2.0	2.9	2.1	2.5
Consumi privati	3.2	3.2	2.6	2.8	4.2	4.4	1.6	2.7	2.5	2.7	2.7
IFL - privati non residenziali	7.2	2.8	4.3	10.0	-3.1	2.9	2.0	4.2	4.3	4.2	4.1
IFL - privati residenziali	-4.2	-13.0	1.3	-18.6	-19.8	-15.4	-9.7	-2.7	0.8	2.6	3.6
Consumi e inv. pubblici	2.1	1.8	1.3	1.7	3.4	1.0	2.4	1.3	1.3	1.2	1.3
Esportazioni	8.9	5.4	6.8	6.8	10.6	-0.6	7.7	4.1	7.1	7.1	7.1
Importazioni	5.8	3.0	5.2	5.6	-2.6	5.7	3.3	3.3	5.0	5.5	6.7
Var. scorte (contrib.,% Pil)	0.2	-0.1	0.0	0.0	-0.3	-0.2	0.4	-0.1	0.1	-0.1	0.0
Partite correnti (% Pil)	-6.5	-6.1	-5.8	-7.0	-5.9	-6.1	-6.2	-6.3	-6.0	-5.8	-5.9
Deficit Federale (% Pil)	-1.6	-1.6	-1.8								
Debito pubblico (% Pil)	61.8	62.4	63.2								
CPI (a/a)	3.2	2.5	1.8	3.4	2.0	2.4	2.5	2.2	3.1	2.4	1.5
Produzione Industriale	4.0	2.0	2.2	4.0	-1.5	1.0	5.0	1.0	2.5	2.1	1.9
Disoccupazione (%)	4.6	4.6	5.2	4.7	4.5	4.5	4.5	4.7	4.9	5.1	5.2

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

Fed: in assenza di strappi del mercato del lavoro, tassi fermi a oltranza

Giovanna Mossetti

giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com

I dati americani hanno segnalato con sempre maggior forza che è assai improbabile vedere un'ampia correzione verso il basso del mercato del lavoro nei prossimi mesi, rendendo altrettanto improbabile a breve scadenza un forte aumento del tasso di disoccupazione. Gli ultimi dati dei sussidi (311mila per la settimana conclusa il 9/6, con una media mobile a quattro settimane a 311mila) confermano che giugno vedrà probabilmente un tasso di disoccupazione sui livelli degli ultimi mesi, continuando ad alimentare le pressioni inflazionistiche sul 2008 che preoccupano la Fed. Nel breve, lo scenario di riaccelerazione della crescita con un'inflazione corrente relativamente moderata è confermato dal **Beige Book**. L'attività cresce in tutte le aree; in sette distretti la crescita è "modesta o moderata", e negli altri cinque si registra accelerazione rispetto ai mesi precedenti. Il trend dei consumi è "generalmente verso l'alto", con le vendite di auto pressoché stabili. L'attività del settore manifatturiero è riportata in aumento nella maggior parte dei distretti, con segnali di debolezza nell'indotto del settore costruzioni e nel settore immobiliare. Sul mercato del lavoro la crescita dell'occupazione ha accelerato, soprattutto per i lavoratori qualificati, ma non si registra un aumento delle pressioni salariali. Per i prezzi l'unico elemento riportato è il continuo aumento dei prezzi dei beni energetici, a fronte di stabilità di altre materie prime.

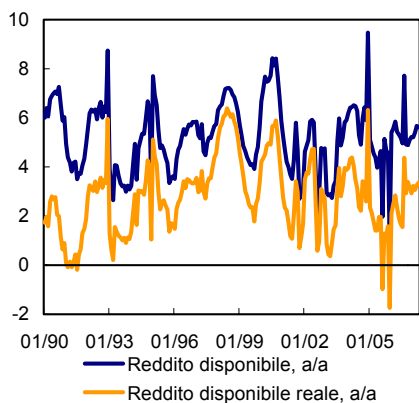
1. Nuove previsioni per i fed funds: messaggi dalla Fed coerenti con tassi fermi ancora a lungo

Nel complesso quindi si confermano i segnali di riaccelerazione della crescita e di dinamica positiva dell'occupazione, a fronte di un'inflazione senza particolari tensioni almeno nel breve termine. Inoltre, lo scenario dei consumi rimane favorevole, grazie anche al supporto della crescita del reddito e del reddito disponibile, nonostante gli aumenti del prezzo della benzina degli ultimi mesi : **il quadro è coerente con tassi stabili per il futuro prevedibile**. Pertanto, visto che la politica monetaria in questo ciclo anomalo - almeno nella relazione crescita/disoccupazione – dipende in modo cruciale dallo scenario del mercato del lavoro, senza rialzi violenti del tasso di disoccupazione non ci saranno neppure tagli dei fed funds: **eliminiamo la nostra precedente previsione di taglio dei tassi a dicembre 2007 e marzo 2008**.

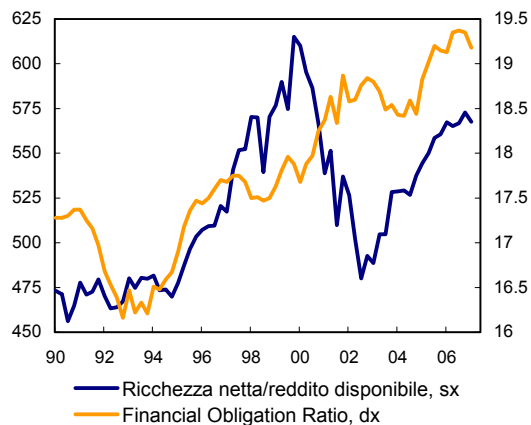
Rimane chiaro che la Fed in questo contesto **naviga a vista** e ripetiamo ancora una volta che ci potrà essere un cambiamento di rotta solo con segnali duraturi di forte correzione del mercato del lavoro evidenziati omogeneamente da molti indicatori (nuovi sussidi, componente occupazione degli indici di attività, valutazioni del mercato del lavoro delle indagini di fiducia), oltre che da tasso di disoccupazione e nuovi occupati. Marginali rialzi del tasso di disoccupazione non sarebbero sufficienti a indurre un cambiamento di atteggiamento da parte della banca centrale, considerando la buona dinamica del reddito e della ricchezza netta delle famiglie. Guardando i grafici della pagina seguente, si deve notare **una grande differenza fra il 2000-01 e il 2006-07: il crollo della ricchezza netta del 2000 non trova riscontro nel ciclo attuale** e rende molto meno rischioso lo scenario di occupazione e consumi. Una differenza analoga si trova nell'andamento del *financing gap* delle imprese, che era su livelli record su base storica nel 2000 ed è invece ora vicino alla media storica e solo modestamente positivo, nonostante i massicci pagamenti di dividendi e riacquisti di azioni degli ultimi anni. A queste considerazioni prettamente cicliche aggiungiamo che il trend della partecipazione alla forza lavoro su base strutturale non aumenterà più, per una serie di eventi che si rafforzano a vicenda e comprimono la crescita di

occupati necessaria a stabilizzare il tasso di disoccupazione. Pensionamento dei *baby boomers*, stabilizzazione e/o marginale calo della partecipazione femminile, netto calo della partecipazione della coorte 16-24 anni (dovuto ai crescenti ritorni da istruzione secondaria superiore e soprattutto universitaria) sono fattori determinanti come hanno sottolineato più volte studi della Fed e del CBO.

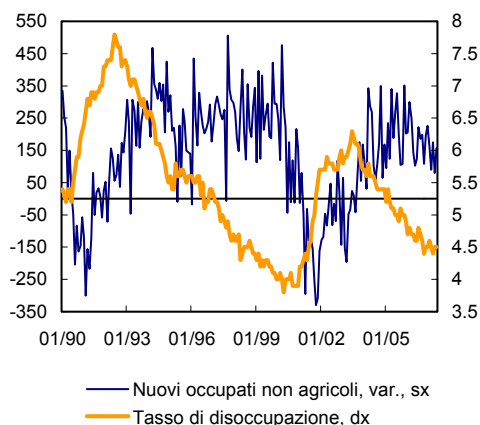
Il reddito disponibile in crescita



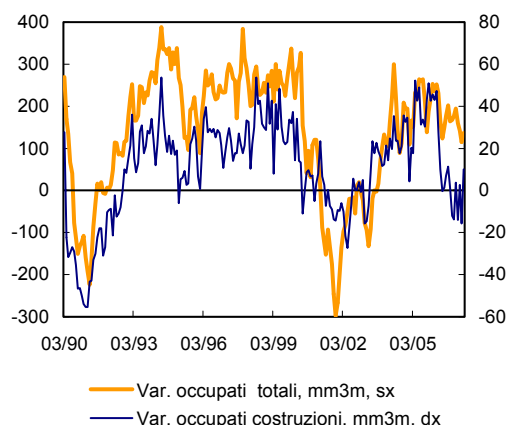
La ricchezza netta supporta i consumi



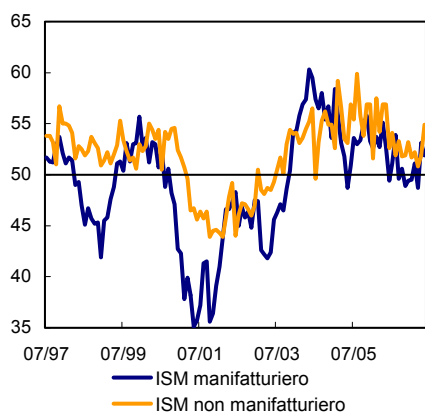
Questa crescita degli occupati ha portato il tasso di disoccupazione da 5 a 4,5% da inizio '06



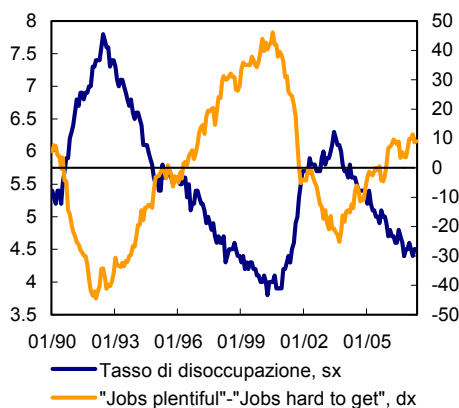
...pur senza avere più il contributo del settore delle costruzioni



Per ora non ci sono segnali preoccupanti dalle indagini, nè presso le imprese...



...nè presso le famiglie



Fonte: Ecowin

Recentemente, la Fed ha voluto mandare due messaggi importanti. Il primo è che lo scenario economico domestico e i suoi rischi sono invariati; il secondo riguarda invece lo scenario internazionale, ed è la preoccupazione per premi al rischio troppo bassi. Entrambi questi messaggi sono coerenti con il mantenimento di una politica invariata a lungo: la banca centrale ritiene che le condizioni del credito siano probabilmente un po' troppo accomodanti, pur in presenza di un tasso di intervento in territorio marginalmente restrittivo.

2. Scenario domestico invariato

Per quanto riguarda lo scenario domestico, la Fed ha voluto confermare la valutazione dello scenario economico che mantiene ormai da trimestri, con una previsione di riaccelerazione della crescita e di persistenza dei rischi verso l'alto sui prezzi, con una dimostrazione di assoluta omogeneità di vedute su tutto lo spettro dei partecipanti (da Hoenig a Lacker). La voce autorevole di Bernanke ha ripetuto senza esitazioni il messaggio centrale dei verbali di maggio. La correzione dell'immobiliare durerà più a lungo del previsto ma non si è trasmessa ad altri settori dell'economia, la crescita riaccelererà verso il potenziale e i rischi "un po' verso l'alto" ("somewhat to the upside") sui prezzi rappresentano la principale preoccupazione per la banca centrale. Bernanke ha detto che la Fed agirà come necessario per contenere i prezzi, ma ha anche suggerito che la stabilità delle aspettative di inflazione riduce la necessità di eventuali rialzi dei tassi. L'elevato grado di utilizzo delle risorse (lavoro e capitale) determina potenziali pressioni inflazionistiche, nonostante il persistente rallentamento della crescita: "la domanda finale può essere ancora alta rispetto alla capacità produttiva sottostante". Commenti analoghi sono venuti da tutti gli esponenti che hanno parlato e che coprono tutta la distribuzione falchi-colombe nel FOMC. Difficilmente, a meno di grandi sorprese dai dati, lo scenario macroeconomico di luglio rivedrà drasticamente le previsioni pubblicate a fine gennaio. Ci sarà un po' di aggiustamento al margine, con inflazione e crescita a fine anno forse un po' più basse, ma senza ripercussioni sul tasso di disoccupazione. Un quadro anche su questo fronte coerente con politica monetaria invariata.

3. Preoccupazioni per premi al rischio molto (troppo?) bassi

Il secondo messaggio della banca centrale, mandato anche da Fukui e Trichet, riguarda il **basso premio al rischio sui mercati finanziari**. Il timore per **le possibili conseguenze derivanti da un "underpricing" del rischio di credito** è al centro degli interventi della Fed delle ultime settimane, molto più di quanto non lo siano i temi congiunturali. **Bernanke** ha sottolineato il timore per le conseguenze di un "prezzo per il rischio piuttosto basso (...) questo non è necessariamente sbagliato ma solleva la preoccupazione che, se questo insieme di circostanze favorevoli fosse interrotto da un evento geopolitico e o da altri sviluppi, il prezzo per il rischio salirebbe" con conseguenze "più serie" di quanto osservato in eventi analoghi negli anni passati. Tesi analoghe sono state sostenute da Warsh e Kroszner (Board). **Yellen** (San Francisco Fed) è tornata sul tema, sottolineando che un problema centrale della congiuntura corrente è rappresentato "(dal)la possibilità e (dal)le potenziali conseguenze di un improvviso e disturbante spostamento della tolleranza del rischio" sui mercati finanziari. Secondo Yellen i premi al rischio sono "notevolmente bassi" e il recente rialzo dei rendimenti non è stato sufficiente a risolvere "l'enigma dei bond". Yellen considera la possibilità che la riduzione del premio al rischio sia la conseguenza di un genuino calo del rischio, in parte determinato dalla ridotta volatilità dei cicli economici, in parte dall'ampia disponibilità di fondi sui mercati mondiali grazie a tassi di interesse ancora molto bassi in diverse grandi aree. Vi è tuttavia la possibilità che gli investitori stiano "sottostimando il rischio": questo è anche il

timore di Bernanke e di altri membri del Board che hanno parlato di rischio nelle ultime settimane.

Secondo Yellen, le banche centrali di fronte a questi timori possono solo aumentare la supervisione sulle istituzioni finanziarie e sui mercati dei derivati. Poiché è difficile sapere quando premi al rischio molto (e apparentemente troppo) bassi sono delle “bolle”, le banche centrali non devono cercare di sgonfiare i prezzi con politiche restrittive, ma essere preparate a reagire in caso di correzioni dirompenti. È probabile che l’analisi e le conclusioni di Yellen siano ampiamente condivise alla Fed. Se è vero che le banche centrali non devono attivamente sgonfiare potenziali bolle, è tuttavia altrettanto vero che per non essere compiacenti occorre non avere politiche monetarie accomodanti in un contesto così rischioso. Queste considerazioni rafforzano la previsione di tassi fermi molto a lungo.

I rischi macroeconomici sono ridimensionati, alla luce dei risultati positivi della politica monetaria e della riduzione dei rischi derivanti dal collasso del settore immobiliare. Ma per la Fed, l’altra faccia della medaglia dello scenario più confortante sulla crescita è **l’aumento dei timori legati a premi al rischio molto (o troppo?) bassi sui mercati finanziari globali**. “Non è il momento di essere compiacenti”: queste parole sono identiche negli interventi della BCE, della Fed, della BoE: potrebbero essere ormai più importanti dei comunicati stampa delle singole banche centrali.

Area euro: ancora sorprese

Anna Maria Grimaldi
anna.grimaldi@intesasanpaolo.com

- **La crescita nell'area euro continua a sorprendere per vigore.** La più forte entrata nell'anno in corso, in particolare in Germania, ed il continuo ottimismo delle imprese europee ci inducono a **rivedere al rialzo la crescita per l'anno in corso al 2,8% da un precedente 2,4%**. L'area registrerà quindi un tasso di sviluppo ancora ampiamente al di sopra del potenziale.
- **Il principale motore di crescita in questa fase ciclica è la domanda interna** che sembra recuperare quota più velocemente rispetto a quanto anticipato. A inizio 2007 si è vista una forte accelerazione degli investimenti industriali. Il trend proseguirà nella restante parte dell'anno grazie a condizioni finanziarie ancora ampiamente favorevoli e alla crescita vigorosa dei profitti.
- **Già dai mesi primaverili si dovrebbe vedere un contributo più significativo dei consumi.** In particolare in Germania, rientrato l'effetto dell'IVA, la spesa delle famiglie dovrebbe crescere ad un passo più sostenuto. **Il reddito disponibile è atteso accelerare in corso d'anno.** La crescita dell'occupazione dovrebbe rimanere vivace ed i salari reali saranno in modesta accelerazione.
- **Il tasso di disoccupazione calerà ulteriormente verso il 6,8%** per fine anno, mettendo sotto pressione la dinamica salariale.
- **La domanda estera ed in particolare i flussi con l'Asia continuano ad offrire supporto all'attività economica.**
- **Nel 2008, ci aspettiamo che la crescita rallenti (al 2,4%) ma che resti comunque al di sopra del potenziale.** I passati rialzi dei tassi ufficiali saranno infatti controbilanciati da politiche fiscali meno restrittive e da una parziale riaccelerazione della crescita mondiale.
- Movimenti erratici del prezzo del greggio, un ulteriore apprezzamento del tasso di cambio nonché il rientro disordinato degli squilibri internazionali continuano a rappresentare un rischio verso il basso per il nostro scenario.
- **L'inflazione è attesa ritornare al di sopra del 2,0% da fine estate ed in media annua nel corso del prossimo anno si manterrà al di sopra del target BCE. I rischi per la stabilità dei prezzi sono verso l'alto.** In particolare, con il permanere della crescita al di sopra del potenziale l'*output gap* tornerà in territorio positivo in corso d'anno, alimentando le pressioni verso l'alto sulla dinamica dei prezzi al consumo.
- **Il vero nodo riguarda il punto di arrivo dei tassi d'interesse nell'area euro.** Con il rialzo di giugno **la politica monetaria ha toccato la soglia superiore del range di neutralità. Tuttavia, come indicato dalla BCE nel comunicato di giugno, i tassi d'interesse sono ancora sul lato accomodante.** In questa fase di prolungata espansione al di sopra del potenziale e di crescita della massa monetaria ai massimi degli ultimi 17 anni i rischi per la stabilità dei prezzi rimangono verso l'alto.
- Alla luce delle sorprese sulla crescita e della comunicazione piuttosto aggressiva da Francoforte, **abbiamo rivisto il punto di arrivo per i tassi BCE al 4,5% a dicembre. Vediamo quindi tassi fermi per buona parte del 2008, tuttavia i rischi sono verso l'alto.**
- Se l'evolversi dello scenario macroeconomico rimane importante nel determinare il punto di arrivo dei tassi ufficiali, anche la dinamica della massa monetaria avrà il suo peso. A più riprese, **Trichet nelle ultime settimane ha**

ribadito che l'inflazione rimane, nel lungo periodo, un fenomeno monetario.

Nel 2007 crescita del Pil come nel 2006

Il 2007 si è aperto con una crescita di 0,6%/t (3,1%/a), solo in modesto rallentamento rispetto alla fine del 2006 (0,9%/t; 3,3%/a). La sorpresa riflette l'atterraggio più che morbido della Germania dove il Pil ha viaggiato ancora a velocità superiore al trend (0,5%/t). Trainati dalla locomotiva tedesca anche gli altri Paesi dell'Area sono avanzati ad un ritmo sostenuto.

In assenza dello shock di politica fiscale in Germania e dell'apprezzamento del tasso di cambio effettivo (circa il 3% nei primi tre mesi dell'anno) la crescita nell'Area sarebbe stata più forte di circa due decimi un risultato decisamente sorprendente dal momento che fino a 5 mesi fa ancora si temeva una stagnazione.

Gli investimenti hanno fatto da volano nel T1

La brillante performance di inizio anno è spiegata dalla forte accelerazione degli investimenti - 10,1%/a da un precedente 6,1%/a. La Germania ha contribuito con un sorprendente +4,2%/t, mentre negli altri paesi la crescita si è mantenuta su livelli più normali. Il recupero della spesa in macchinari è stato anche più significativo di quanto anticipato dalle imprese con l'indagine di marzo elaborata della Commissione Europea. Stando alle indicazioni dell'indagine, in questa fase la spesa è destinata non soltanto al rinnovo di capacità produttiva esistente, ma anche all'ampliamento delle strutture, come è tipico di una fase espansiva più matura.

Le costruzioni, favorite da un clima eccezionalmente mite, hanno giocato un ruolo significativo. La spesa per consumi, penalizzata dall'IVA tedesca, si è, invece, contratta di 0,1%/t.

Il commercio estero ha pesato sulla crescita sottraendo uno 0,5%/t. L'export ha infatti stagnato dopo il balzo del 3,5%/t di fine 2006.

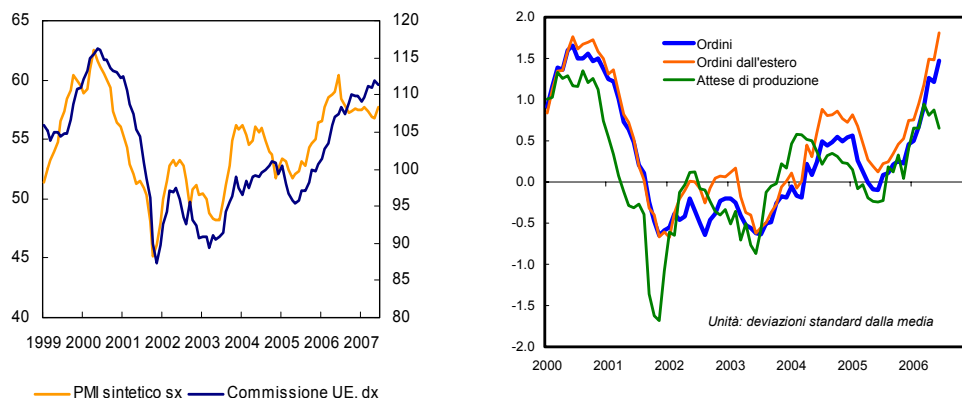
Le scorte hanno contribuito per uno 0,5%/t controbilanciando il forte smobilizzo magazzino del quarto trimestre. La volatilità delle scorte è in larga misura un fenomeno tedesco e riconducibile a distorsioni nella contabilizzazione dei flussi commerciali tra settembre e novembre dello scorso anno. Già dai mesi il ciclo delle scorte dovrebbe essere tornato alla normalità.

Le imprese industriali e di servizi hanno continuato a segnalare un inarrestabile ottimismo nei mesi primaverili. Gli indicatori di fiducia si sono mantenuti su livelli coerenti con un'accelerazione della crescita del Pil a 0,7%/t nel T2. Il PMI composito si è mosso in media a 57,2 da 57,5 a marzo e dicembre. L'indice di fiducia economica elaborato dalla Commissione Europea ha viaggiato a 111,4 da un precedente 110. È risultato particolarmente sorprendente l'andamento dell'indice IFO che dopo il calo di gennaio è tornato tra febbraio e maggio e nonostante la correzione di giugno si è assestato in media a 108,1 dal 107,5 di inizio 2007.

Il continuo ottimismo delle imprese europee è riconducibile al massiccio afflusso di ordini

L'ottimismo delle imprese europee è riconducibile al continuo afflusso di ordini. Se il commercio estero continua a contribuire in modo preponderante, il progressivo recupero della domanda interna in tutta l'area comincia a fare da spinta.

Fig. 1 – L'inarrestabile afflusso di ordini tiene alto il morale



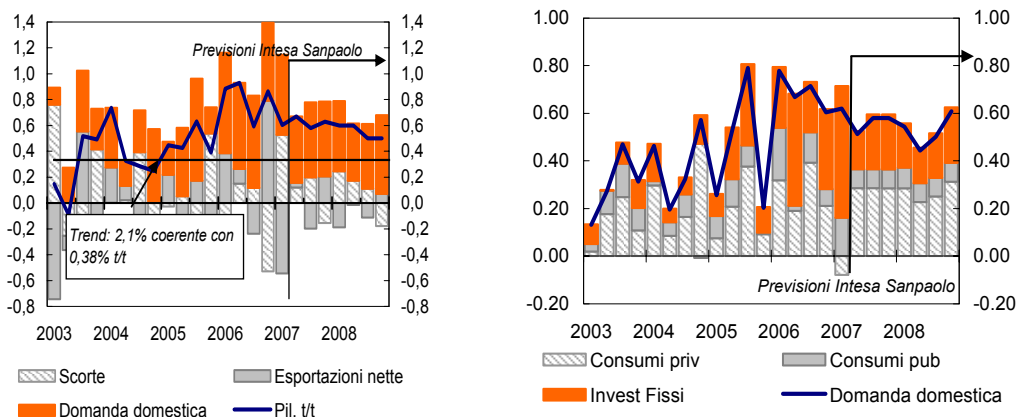
Fonte: NTC; Eurostat, Commissione UE e Intesa Sanpaolo

La sorpresa di inizio anno e le indicazioni ancora ampiamente favorevoli dalle indagini di fiducia ci inducono a **rivedere la stima per il 2007 al 2,8% dal 2,4% incorporato nel nostro scenario di marzo.**

La revisione è particolarmente significativa per la Germania con la stima per l'anno che passa al 2,8% da un precedente 2,1%.

Il nostro profilo trimestrale vede un ritorno della crescita al 2,5%a/a a fine anno. L'€-index anticipatore di Intesa Sanpaolo suggerisce finanche rischi verso l'alto dal momento che stima una crescita del 3,1%a/a a dicembre.

Fig. 2 – La domanda interna garantirà una crescita del Pil al di sopra del potenziale su tutto lo scenario di previsione.



Fonte: Eurostat, Commissione UE e Intesa Sanpaolo

La domanda interna rimarrà il principale motore di crescita in tutta l'area anche se il mix dovrebbe spostarsi progressivamente dagli investimenti ai consumi in corso d'anno.

La domanda interna rimarrà il principale motore di crescita.

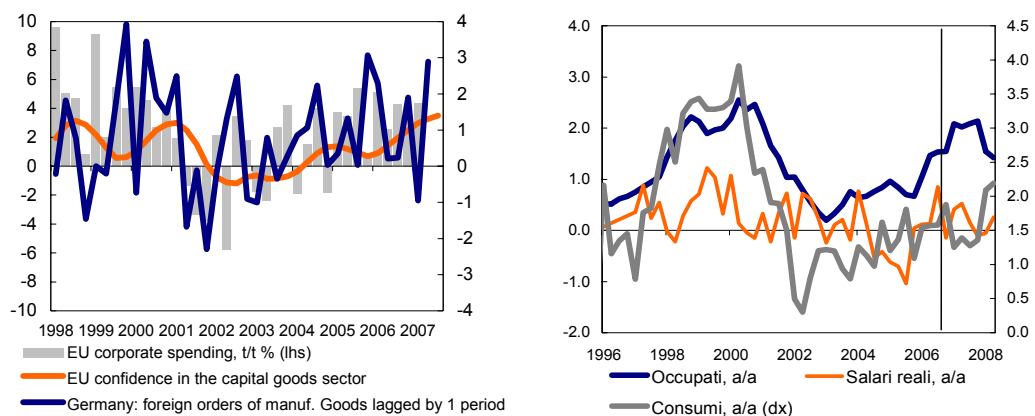
Le prospettive nel medio termine per la spesa in macchinari rimangono ancora buone: le attese di produzione e gli indici di fiducia sono sui massimi dal 2000. Gli ordini tedeschi di beni manufatti dall'estero - un buon anticipatore del ciclo degli investimenti nell'eurozona- hanno recuperato brillantemente tra

febbraio e aprile 2007. **Le condizioni finanziarie rimangono ancora ampiamente favorevoli** e la crescita dei profitti elevata. **La fortissima ondata di fusioni e acquisizioni dovrebbe contribuire a sostenere gli investimenti in tecnologia.**

Le costruzioni cresceranno ad un passo meno sostenuto nei mesi primaverili. In particolare in Germania, il calo degli ordini e la moderazione degli indici di fiducia suggerisce una crescita del comparto meno vivace nei mesi a venire.

Dopo il calo di inizio anno imputabile allo shock di politica fiscale in Germania, i consumi delle famiglie dovrebbero recuperare quota. La crescita dell'occupazione e una dinamica salariale in modesta accelerazione dovrebbero garantire una buona tenuta della dinamica del reddito disponibile e della spesa per consumi nella restante parte dell'anno. Il clima di fiducia più disteso ed il recupero delle intenzioni di acquisto dalle indagini sui consumatori sembrano indicare in questa direzione. Tuttavia, i passati rialzi dei tassi d'interesse cominciano a gravare sulla dinamica del reddito, in particolare in Spagna e Italia, dove la maggioranza dei mutui erogati negli ultimi anni è a tasso variabile.

Fig.3 – La spesa per investimenti viaggerà ancora ad un passo sostenuto, i consumi sono visti in accelerazione grazie alla buona tenuta del mercato del lavoro



Fonte: Eurostat, Commissione UE e Intesa Sanpaolo

La fase di prolungata espansione al di sopra del potenziale è in parte riconducibile ad un momento congiunturale migliore delle attese. Ma è evidente che **hanno contribuito alla ripresa anche fattori strutturali.** La dinamica della produttività del lavoro per addetto nell'eurozona sembra aver toccato il minimo a fine 2004. Secondo le nostre stime la produttività per addetto dovrebbe aver accelerato all'1,7% nel 2006, circa un punto al di sopra della media dei cinque anni precedenti. Il recupero di efficienza è particolarmente evidente in Germania e l'andamento del mercato del lavoro tedesco ne è un chiaro riflesso. Quel che conta è che il recupero di produttività sia strutturale e non meramente ciclico. Riteniamo che larga parte del miglioramento sia strutturale. L'impatto negativo sull'offerta delle politiche volte a riportare sul mercato del lavoro i lavoratori non qualificati e i disoccupati di lunga durata dovrebbe essere ormai rientrato. La maggiore esposizione alla concorrenza internazionale ha infatti accelerato un processo di ristrutturazione aziendale in particolare nell'industria. La forza lavoro si sta ampliando grazie ad un maggiore assorbimento di immigrati, come testimoniano le frequenti revisioni alle statistiche sull'occupazione in particolare in Spagna, Francia e Italia.

Tuttavia, come anche sottolineato da Trichet nella Conferenza stampa di giugno, è presto per rivedere le stime di crescita potenziale nell'Eurozona dal 2,2%. È tuttavia evidente che **dopo tre anni di crescita sopra trend, l'output gap è ormai in chiusura** ed è atteso tornare in territorio positivo già dal secondo trimestre di quest'anno, con implicazioni non trascurabili per la dinamica dei prezzi al consumo.

Ancora sopra potenziale nel 2008

Il miglioramento dei fondamentali dovrebbe mantenere la crescita sopra al potenziale anche nel 2008.

Il miglioramento dei fondamentali dovrebbe assicurare una tenuta della crescita al di sopra del trend anche nel 2007

Sebbene i passati rialzi dei tassi d'interesse e condizioni creditizie meno favorevoli faranno da freno alla spesa per consumi ed investimenti, la politica fiscale allenterà la presa. In Germania, si prospettano tempi più facili per le imprese che vedranno una riduzione della tassazione sui profitti dal 40% al 38%. Anche in Italia, dove la dinamica delle entrate continua a sorprendere e l'esecutivo fronteggia un netto calo di consensi presso l'opinione pubblica, è più che probabile che la politica di rigore sia in parte allentata. Difficilmente il nuovo esecutivo in Francia ingaggerà in una brusca correzione di bilancio.

Il commercio estero dopo una fase di rallentamento nei mesi centrali del 2007 dovrebbe ritrovare in parte vigore grazie anche al recupero della domanda statunitense.

Tabella 1 – Crescita del Pil 2007 – 2008 per i principali paesi dell'area euro

	Pil %			
	2005	2006	2007	2008
area euro	1,5	2,8	2,8 (2,4)	2,4
Belgio	1,5	3,0	2,7 (2,1)	2,3
Francia	1,2	2,0	2,1	2,3
Germania	1,1	2,9	2,8 (2,1)	2,3
Italia	0,2	1,9	1,9 (1,7)	1,7
Olanda	1,5	2,9	2,6 (2,8)	2,6
Spagna	3,5	3,9	3,8 (3,5)	3,2 (3,4)

Precedenti stime in (). Fonte: Eurostat e stime Intesa Sanpaolo

Permane una forte dispersione all'interno dell'area nella performance di crescita

Anche nel 2008 **rimarrà un'ampia dispersione all'interno dell'area in termini di performance di crescita** in larga misura riconducibile al differenziale di competitività. La **Germania è attesa crescere del 2,3%**. In Francia, la crescita potrebbe recuperare marginalmente al **2,3%**, la vittoria di Sarkozy potrebbe portare a novità significative per la competitività del paese e quanto meno crea un clima di maggiore fiducia per le imprese. In **Spagna ci aspettiamo un rallentamento della crescita nel 2008** al 3,2% da un atteso 3,8% nell'anno in corso: il venir meno dei fondi strutturali da Bruxelles peserà progressivamente sull'andamento della domanda interna. Il rallentamento del mercato immobiliare riduce lo scopo per ulteriori investimenti in costruzioni. La spesa per consumi

potrebbe essere penalizzata dai passati rialzi dei tassi d'interesse in considerazione dell'elevato grado di indebitamento a tasso variabile delle famiglie spagnole e dal rallentamento dei prezzi delle case. **In Italia, la crescita dovrebbe mantenersi all'1,7%**, ancora al di sopra del potenziale stimato nell'intorno dell'1,3%. Il miglioramento dei saldi di bilancio porterà molto probabilmente ad un allentamento della politica fiscale con effetti positivi sulla crescita nel breve termine ma con ripercussioni gravose per il debito e quindi sulla performance del paese nel medio periodo. Il taglio del cuneo fiscale dovrebbe avere un impatto sulla crescita di 0,2-0,3% sulla crescita 2008 e dovrebbe manifestarsi principalmente con una crescita più vigorosa degli investimenti industriali. L'ammontare complessivo della manovra è stimato nell'intorno di 7-8 mld di euro. Di questi, 4,4 andranno alle imprese tramite sgravi IRAP mentre 2,9 ai lavoratori tramite una riduzione dell'aliquota IRPEF.

In conclusione, rispetto allo scenario macroeconomico di marzo la nostra valutazione delle prospettive per l'eurozona è ancora una volta più ottimista per il 2007; ciò è riconducibile ad un recupero più forte delle attese della domanda interna e degli investimenti industriali in particolare in Germania. **Il miglioramento dei fondamentali in alcuni paesi dell'Area ci induce a ritenere che la crescita del Pil possa rimanere al di sopra del trend anche nel 2008.**

Movimenti erratici del prezzo del greggio nonché il rientro disordinato degli squilibri internazionali continuano a rappresentare **un rischio verso il basso** per il nostro scenario.

I rischi per la stabilità dei prezzi sono verso l'alto

Di nuovo sopra il 2% da fine estate in avanti

Nei primi sei mesi del 2007, l'inflazione si è mantenuta al di sotto del 2,0%a/a, grazie ad un effetto base favorevole dalla componente energia. Lo shock di politica fiscale in Germania ha avuto un impatto limitato a inizio anno dal momento che i dettaglianti tedeschi avevano trasferito parte dell'aumento dell'IVA sui prezzi al consumo già a novembre e dicembre 2006.

Nei mesi estivi il perdurare di un effetto base favorevole dalla componente energia dovrebbe mantenere l'inflazione sotto il 2,0%. Sull'orizzonte di previsione le pressioni dall'energia rimarranno contenute. Il nostro scenario centrale rimane coerente con un solo modesto rincaro del greggio nel 2007 (BRT a 65,3\$ a barile da 64,8\$ nel 2006) ed un leggero calo il prossimo anno a 63,5\$ in media. Il recente rincaro del prezzo del petrolio dovrebbe rivelarsi un fenomeno di breve durata e tipico del periodo estivo. Non si possono escludere picchi intorno ai massimi storici ma questi richiederebbero condizioni climatiche eccezionali. I prezzi degli **alimentari freschi** hanno esibito significativi rincari tra aprile e maggio in alcuni paesi dell'Area, a causa di fattori climatici erratici ed il trend potrebbe proseguire nei prossimi mesi.

In media, continuiamo a vedere l'inflazione leggermente al di sopra (2,1%) del target BCE sia quest'anno che il prossimo. Nella prima metà del 2007 la dinamica dei prezzi al consumo è stata gonfiata per un buon 0,5% (secondo le stime BCE apparse sul bollettino di maggio) dalla dinamica dei prezzi amministrati. Nel 2008, il contributo dai prezzi amministrati dovrebbe gradualmente diminuire grazie al significativo miglioramento dei saldi di finanza pubblica e al maggior grado di concorrenza in particolare nelle comunicazioni e nei trasporti. Scemeranno gradualmente anche le pressioni importate grazie in parte al rafforzamento del cambio.

Fig. 4 – L'inflazione tornerà al di sopra del 2% da dopo l'estate

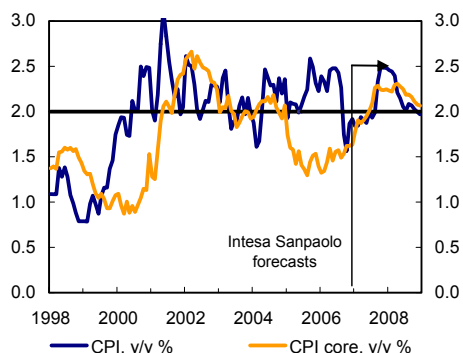
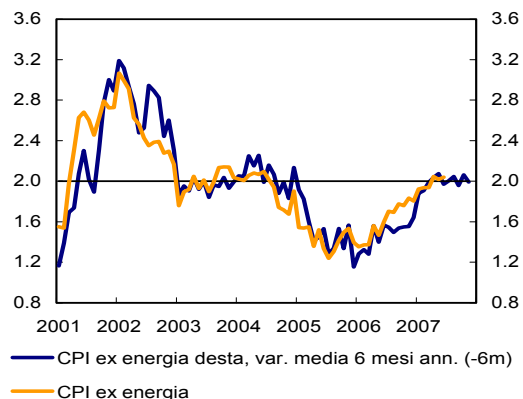


Fig. 5 – Limitate pressioni dalla componente energia ma il prezzo dei beni salirà fino a inizio 2008



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nel 2008, l'inflazione è attesa in media al 2,1%, ma la fase di prolungata espansione aumenta i rischi per la stabilità dei prezzi nel medio termine

La dinamica sottostante dei prezzi al consumo al netto delle componenti volatili e dei prezzi amministrati è vista in netta accelerazione fino a inizio 2008, come suggerisce la variazione annualizzata destagionalizzata del CPI ex energia (Fig.5).

In questa fase le maggiori pressioni sulla dinamica dei prezzi al consumo derivano da fattori domestici. Al prolungarsi dell'espansione economica al di sopra del potenziale ed al ridursi delle risorse inutilizzate nell'economia, aumentano le pressioni sui prezzi finali di vendita ed il rischio di maggiori rivendicazioni salariali. La dinamica del costo del lavoro in termini reali è rimasta stabile a 0,3% a/a nel primo trimestre secondo le stime di Eurostat. Per il momento, le pressioni dai salari sono state contenute, 1,9% a/a nel T1 da un precedente 2,4% a/a a fine 2006. Le trattative dell'IG Metall in Germania si sono chiuse un accordo che può ritenersi ampiamente neutrale per il manifatturiero e a basso rischio per il resto dell'economia. È vero, tuttavia, che in altri Paesi dell'area i tavoli di negoziazione sono ancora aperti e come più volte sottolineato dai banchieri centrali è cruciale che gli aumenti salariali siano commensurati ai guadagni di produttività onde evitare l'innescarsi di spirali inflazionistiche.

Fig. 6 – Minori pressioni dalla politica fiscale

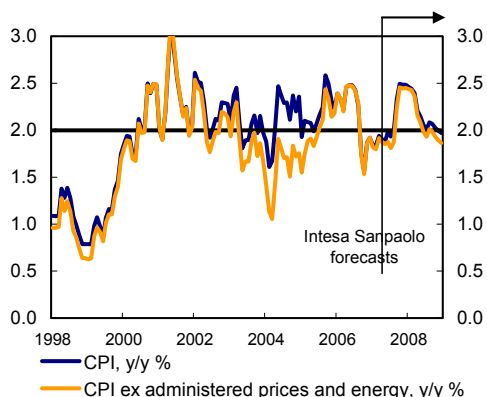
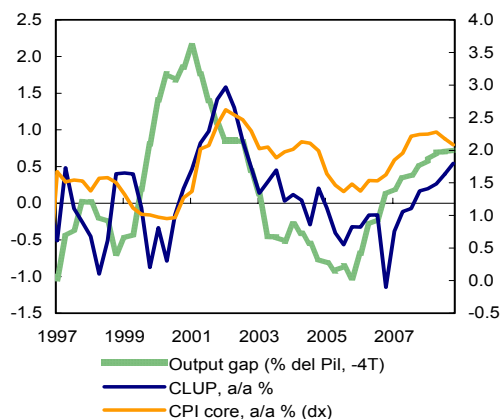


Fig. 7 – Ma pressioni crescenti dai fondamentali



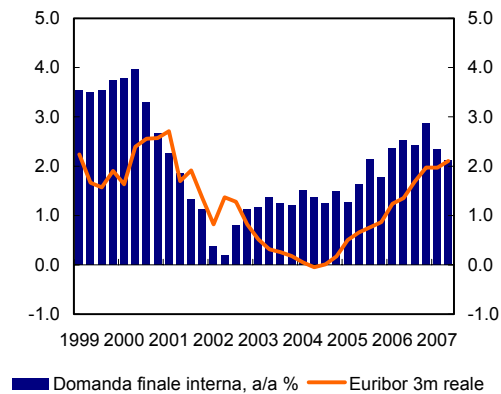
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nonostante l'inflazione stabile, i crescenti rischi per la stabilità dei prezzi richiedono, come sottolineato dai membri del Consiglio Direttivo, un attento monitoraggio.

BCE: 4,5% a dicembre e poi?

Con il rialzo di giugno i tassi d'interesse nell'area euro hanno superato il **range superiore di neutralità**. Tuttavia, la comunicazione da Francoforte nella conferenza stampa di giugno e nelle ultime settimane si è mantenuta piuttosto aggressiva e solo marginalmente più *soft* di quando la banca centrale voleva preparare un rialzo due riunioni in avanti. **La politica monetaria è ancora sul lato accomodante, dal momento che i tassi reali non sono ancora appropriati in questa fase di prolungata espansione** al di sopra del potenziale.

Fig.8 – La politica monetaria è ancora sul alto accomodante.



Fonte, Eurostat, Reuters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Con la revisione delle previsioni di giugno la BCE ha giustificato il **permanere di un orientamento restrittivo**. La BCE ha incorporato la sorpresa sul primo trimestre e rivisto la media per l'anno in corso al 2,6% (2,3-2,9%) da un precedente 2,5% (2,1-2,9%). La stima per il 2008 è stata rivista verso il basso di un decimo al 2,3% (1,8-2,8%) da un precedente 2,4% (1,9-2,9%) ma la revisione riflette l'aumento del prezzo dei prodotti petroliferi e non preoccupazioni da fattori endogeni per la dinamica della domanda interna. L'inflazione nel 2007 è stata rivista al rialzo al 2,0% (1,8-2,2%) da un precedente 1,8% (1,5-2,1%). Le stime per il 2008 sono invariate al 2,0% (1,4-2,6%). Tuttavia come la BCE sottolinea che mentre nel 2007 la dinamica dei prezzi amministrati ha aggiunto uno 0,5% pieno – come stimato dalla BCE—nel 2008 il contributo scemerà e l'inflazione (2,0%) sarà in larga misura spiegata da fattori domestici.

Tabella 2 - Le revisioni di giugno dello scenario macro giustificano il permanere di un orientamento restrittivo

Macroeconomic projections							
	Year	ECB		Consensus fcast (may 07)		Intesa San Paolo	
		HICP	GDP	HICP	GDP	HICP	GDP
June 2007	2006	2.2	2.8	2.2	2.7	2.2	2.8
December 2006	2007	2.0	2.2	2.1	2.0	2.3	2.3
March 2007	2007	1.8	2.5	1.8	2.3	2.1	2.4
June 2007	2007	2.0	2.6	1.9	2.5	2.0	2.7
December 2006	2008	1.9	2.3	na	na	2.2	2.3
March 2007	2008	2.0	2.4	1.9	2.1	2.1	2.3
June 2007	2008	2.0	2.3	1.9	2.2	2.0	2.4

Fonte: ECB e Intesa Sanpaolo

Sono ancora le pressioni da capacità produttiva e salari a preoccupare la BCE. Come evidenziato nella sezione precedente i rischi per la stabilità dei prezzi da salari e chiusura dell'output gap sono decisamente verso l'alto.

Abbiamo quindi rivisto il punto di arrivo per i tassi BCE al 4,5%. Come avviene alla fine di un ciclo di rialzi, Trichet ha ribadito che la banca centrale non vuole vincolarsi ad un sentiero prestabilito per la politica monetaria. Ci sembra, tuttavia, che la tempistica più probabile sia per un rialzo a settembre e quindi un'ultima mossa a fine anno. **Sebbene con una stima di crescita 2008 al 2,3% ed inflazione al 2,0% un ulteriore ritocco al 4,5% potrebbe sembrare eccessivo va considerato che il costo opportunità (in termini di minore crescita) di alzare di ancora 25 pb è più basso del costo opportunità di rimanere fermi (in termini di maggiore inflazione).** La stima di crescita al 2,3% (ancora sopra trend) ed inflazione al 2,0% nel 2008 incorpora tassi a breve al 4,5% è quindi facile che in assenza di ulteriori ritocchi oltre il 4,25% si possa andare fuori target.

Vi è un ulteriore elemento, emerso dalla conferenza stampa di giugno, che ci fa propendere per un ritocco oltre il 4,25%. **Secondo la BCE, non vi è ancora evidenza sufficiente per ritenere che la crescita potenziale sia aumentata nell'area euro dal momento che i recuperi di produttività potrebbero essere ciclici più che strutturali.** Se così fosse l'output gap sarebbe più ampio e **quindi la BCE nel breve termine avrebbe necessità di ritoccare di più i tassi di policy** per evitare pressioni cicliche sulla dinamica dei prezzi al consumo.

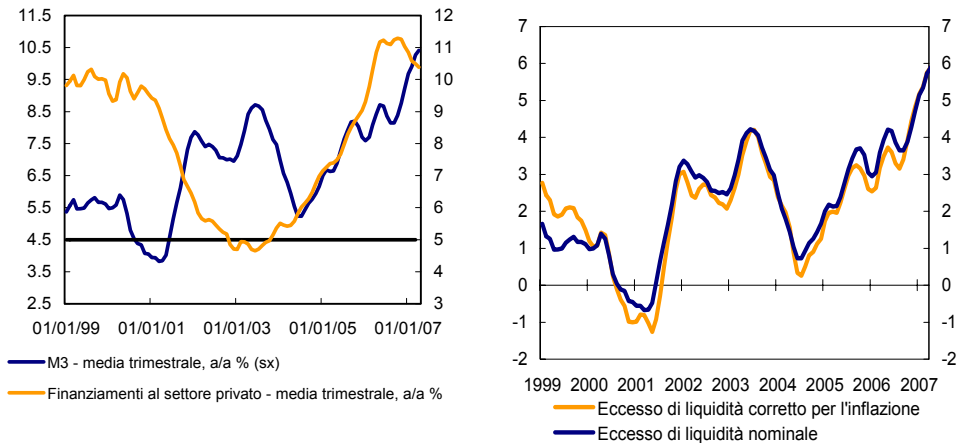
Il vero nodo è cosa farà la BCE dopo dicembre. Il nostro scenario centrale vede tassi fermi nel 2008. Sicuramente l'evolvere dello scenario macroeconomico continua ad avere un peso cruciale in questa fase finale di ritocco dei tassi d'interesse. Tuttavia, la dinamica della massa monetaria, ancora sui massimi degli ultimi 24 anni conterà non meno. Sebbene la BCE riconosce che i dati mostrano una moderazione nella crescita del credito al settore privato in particolare alle famiglie, rimane preoccupata per l'abbondante liquidità a livello globale per sacche di sottovalutazione del rischio in particolare nel mercato dei crediti.

Nelle ultime settimane Trichet ed altri membri del Consiglio Direttivo della BCE hanno ribadito con forza e a più riprese che l'inflazione rimane un fenomeno monetario nel medio periodo.

Citiamo: "La relazione di lungo periodo tra offerta di moneta e inflazione persiste. L'inflazione rimane un fenomeno monetario nel medio termine"; "Ignorare la dinamica della massa monetaria comporterebbe rischi eccessivi, dal momento

che un rialzo di M3 indica l'esistenza di rischi verso l'alto per il profilo d'inflazione nel medio periodo". Il Presidente Trichet si è spinto oltre affermando che "la relazione tra offerta di moneta e dinamica dei prezzi al consumo persiste nei dati e questo è vero non solo per l'area euro anche per gli Stati Uniti".

Fig. 9 – Nonostante i rialzi dei tassi d'interesse, il credito al settore privato stenta a rallentare e la crescita della massa monetaria eccede la dinamica del Pil nominale



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Non possiamo quindi escludere che la BCE possa spingersi anche oltre il 4,50% se la crescita economica dovesse confermarsi ancora più forte delle attese a fine estate a fronte di una dinamica della massa monetaria ancora sui massimi storici. È ragionevole che la banca centrale voglia prendersi maggiore assicurazione contro il rischio di un'accelerazione della dinamica dei prezzi al consumo nel medio termine.

Previsioni – Area Euro

	2006	2007	2008	2006		2007				2008	
				3	4	1	2	3	4	1	2
Pil (prezzi costanti, a/a)	2,9	2,8	2,4	2,8	3,3	3,0	2,8	2,8	2,4	2,5	2,4
- t/t				0,6	0,9	0,6	0,7	0,6	0,5	0,7	0,6
Consumi privati	1,8	1,4	2,3	0,7	0,4	-0,1	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
Investimenti fissi	5,1	5,6	3,6	1,0	1,5	2,5	0,3	0,8	1,0	1,3	0,5
Consumi pubblici	2,0	1,7	1,3	0,6	0,4	0,8	-0,1	0,4	0,3	0,5	0,2
Esportazioni	8,5	6,1	5,7	1,4	3,5	0,3	1,6	1,2	1,3	1,5	1,6
Importazioni	8,0	6,1	5,6	2,1	1,7	1,6	1,1	1,3	1,4	1,4	1,3
Var. scorte (contrib., % Pil)	0,1	0,3	0,0	0,1	-0,5	0,5	0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,0
Partite correnti (% Pil)	-0,1	0,2	0,1	-0,2	0,5	0,2	0,2	0,3	0,1	0,0	0,1
Deficit pubblico (% Pil)	-1,6	-1,1	-1,0								
Debito pubblico (% Pil)	68,2	67,0	65,7								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	2,2	2,1	2,1	2,2	1,8	1,9	1,9	2,0	2,3	2,3	2,1
Produzione industriale (t/t)	4,0	3,0	2,5	0,9	0,6	0,8	0,9	0,3	0,6	0,7	0,8
Disoccupazione (ILO, %)	7,8	7,1	6,8	7,8	7,6	7,2	7,0	7,0	6,8	6,8	6,8
Euribor 3 mesi	3,08	4,26	4,74	3,22	3,59	3,82	4,03	4,46	4,73	4,67	4,62
EUR/USD	1,26	1,33	1,26	1,27	1,29	1,31	1,35	1,35	1,33	1,28	1,26

Variazioni % sul periodo precedente, se non diversamente indicato

Regno Unito: i tassi saliranno ancora, fino al 6%

Asmara Jamaleh

asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com

Altra **revisione al rialzo per la crescita** dell'economia britannica che prevediamo **al 2,6%** dal 2,5% precedente per **quest'anno**. Dai dati recenti risulta che ancora una volta a sorprendere in positivo è la domanda domestica, sia per quanto riguarda la componente dei consumi che per quella degli investimenti. La Banca d'Inghilterra infatti ha segnalato che una delle condizioni che dovrebbero verificarsi per impedirle di stringere ulteriormente la politica monetaria sarebbe un significativo ridimensionamento della domanda interna. Poiché però le stime suggeriscono al massimo una leggera decelerazione che in quanto tale non impedisce alla crescita nel suo complesso di continuare a viaggiare a potenziale **c'è da attendersi che la BoE alzi ancora i tassi di altri 50 pb prima di fine anno, portando il base rate al 6,0%**. L'effetto restrittivo della politica monetaria si sentirà pienamente i primi mesi dell'anno prossimo, il che porta a rivedere verso il basso la crescita attesa nel 2008 dal 2,4% precedente al 2,2-2,3%.

Nel secondo trimestre l'economia resterà ancora sopra potenziale decelerando solo allo 0,6% t/t dallo 0,7% del primo, grazie ad un lieve ridimensionamento dei consumi ma soprattutto ad una più visibile moderazione degli investimenti che provengono da una serie di trimestri straordinariamente positivi. **Dovrebbe gradualmente migliorare invece il contributo delle esportazioni nette**, grazie al vigore della domanda estera che riesce a più che compensare la forza del cambio. Per fine anno sarà d'aiuto anche il deprezzamento atteso della sterlina che dovrebbe invertire la rotta sia contro dollaro sia contro euro una volta che la BoE abbia smesso di alzare i tassi.

L'inflazione è destinata a rientrare rispetto ai picchi dei mesi scorsi (massimo di marzo fuori *target* a 3,1%), nel breve anche grazie alla riduzione delle tariffe energetiche. **Ma buona parte dei passati aumenti di prezzo è da considerarsi permanente** ed è improbabile che possa scendere sotto il *target* del 2,0% nel 2007-2008. Questo indica che **il recente vistoso rallentamento della dinamica retributiva è verosimilmente solo di carattere transitorio**, suggerendo di leggere con cautela i dati sul mercato del lavoro. Il calo ininterrotto dei disoccupati negli ultimi otto mesi ha certamente contribuito a riattivare pressioni rialziste che andranno scemando solo verso fine anno quando in seguito all'ulteriore restrizione monetaria attesa la disoccupazione riprenderà a salire. Questo non comprometterà però la dinamica dei consumi: la riduzione delle tasse sancita da Gordon Brown nell'ultimo *budget* dovrebbe infatti agevolare una buona tenuta della spesa privata.

Previsioni – Regno Unito

	2006	2007	2008	2006		2007				2008	
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi cost., a/a)	2,8	2,6	2,2	2,9	3,0	2,9	2,7	2,5	2,3	2,2	2,2
t/t				0,7	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6
Consumi privati	1,9	2,4	1,7	0,3	1,0	0,6	0,5	0,4	0,2	0,4	0,5
Investimenti fissi	6,5	6,4	2,3	2,1	2,6	1,7	0,9	0,9	0,8	0,5	0,4
Consumi pubblici	2,4	2,3	2,5	0,6	0,7	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Esportazioni	11,6	-4,1	6,3	-11,1	-0,4	-0,6	1,5	1,4	1,7	1,6	1,5
Importazioni	11,8	-4,0	4,2	-11,1	-0,2	-0,6	1,4	1,0	1,1	1,0	0,9
Var. scorte (contrib., % Pil)	0,2	-0,7	-0,2	-0,4	-0,6	-0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Partite correnti (% Pil)	-3,4	-3,1	-2,8	-3,3	-3,9	-3,0	-3,2	-3,1	-3,1	-3,0	-2,9
Deficit (% Pil)	-2,9	-2,6	-2,7								
Debito (% Pil)	44,3	44,7	45,2								
RPIX (a/a)	2,9	3,1	2,8	3,2	3,4	3,7	3,3	2,7	2,8	2,8	2,8
Produzione Industriale	-0,1	0,1	0,7	0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,2	0,3
Disoccupazione (%)	3,0	2,8	3,2	3,0	3,0	2,9	2,7	2,7	2,9	3,0	3,1
Eurosterlina a 3 mesi	4,80	5,78	6,03	4,85	5,17	5,49	5,74	5,90	6,00	6,05	6,05
Long Gilt	4,50	5,27	5,38	4,62	4,60	4,86	5,17	5,50	5,54	5,47	5,38
Sterlina/dollaro	1,84	1,95	1,80	1,87	1,92	1,95	1,98	1,98	1,90	1,82	1,80
Cambio effett. (1990=100)	101,0	103,3	98,7	102,1	103,6	104,6	103,9	103,8	100,8	99,2	98,7

Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato.

L'Asia

Giappone: una lenta marcia verso tassi più alti

Giovanna Mossetti

giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com

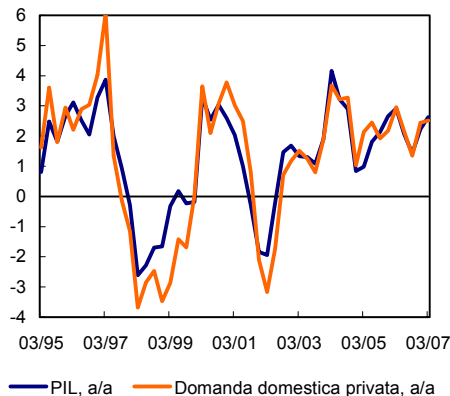
Il 14-15 giugno la Banca del Giappone ha mantenuto una valutazione favorevole dello scenario economico e confermato l'aspettativa che, con la crescita sopra il potenziale per un periodo prolungato, tassi eccessivamente bassi mettono a rischio le prospettive di crescita. Il messaggio di Fukui dell'ultimo mese, secondo cui i tassi possono salire anche in presenza di inflazione marginalmente negativa è un segnale chiaro del fatto che le condizioni di eccesso di domanda indicato da una crescita persistentemente al di sopra del potenziale richiede tassi più elevati di quelli attuali. L'insieme di informazioni raccolte dalla banca centrale fra la riunione di maggio e quella di giugno è coerente con segnali da parte della BoJ di preparazione per un rialzo dei tassi entro la fine dell'estate.

Scenario macroeconomico: nuove informazioni positive

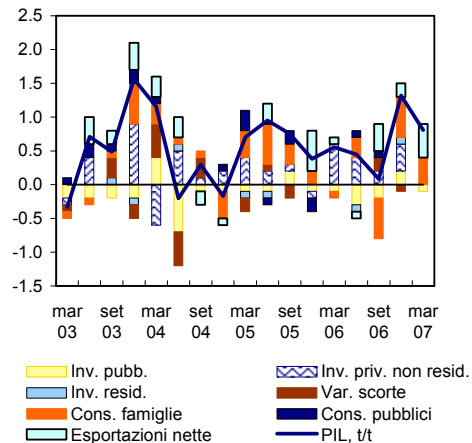
1. Una crescita più forte in 2007.T1, spinta da consumi ed esportazioni nette

La stima di crescita del PIL del primo trimestre è stata rivista verso l'alto, da 0,6% t/t (2,6% t/t ann.) a 0,8% t/t (3,3% t/t ann.). La revisione è stata determinata da due fattori, un notevole miglioramento della dinamica degli investimenti fissi privati e una netta accelerazione delle esportazioni nette. Per quanto riguarda gli investimenti fissi non residenziali, la revisione è in linea con le indicazioni dell'indagine del Ministero delle Finanze sulla **spesa per investimenti**, che aveva mostrato una crescita della spesa in conto capitale del 13,6% a/a, degli utili del 7,4% e del fatturato del 6,3%. La stima della crescita degli investimenti è stata rivista da -0,9% t/t a 0,25% t/t. La **domanda domestica** è cresciuta su base trimestrale dello 0,4%, con un contributo alla crescita complessiva di uguale entità. La parte del leone nella crescita della domanda domestica del primo trimestre l'hanno comunque fatta i **consumi**, che hanno registrato una crescita di 0,8% (rivisto marginalmente da 0,9% della prima stima) e contribuito alla crescita complessiva per 0,4%. Le **esportazioni nette** hanno registrato una variazione dell'11% t/t, in seguito a una revisione verso il basso consistente della crescita delle importazioni (da 0,9% a 0,4% t/t) a fronte di una crescita molto sostenuta delle esportazioni (3,3% t/t, invariata rispetto alla prima stima). Il contributo delle esportazioni nette è così passato da 0,2 di 2006.T4 a 0,5% di 2007.T1, segnalando gli effetti espansivi della debolezza del cambio, oltre che della forza della crescita globale.

Il sentiero del PIL rimane soddisfacente



...anche se gli investimenti privati hanno rallentato



Fonte: Ecowin

Dal lato della domanda del settore pubblico gli investimenti hanno registrato un calo molto più marcato di quanto visto nella prima stima (-1,2% t/t dalla stima preliminare di -0,1% t/t), e i consumi hanno mantenuto la modesta variazione negativa stimata inizialmente (-0,1% t/t). In termini di contributo alla crescita gli investimenti fissi pubblici hanno segnato un -0,1%.

La revisione verso l'alto della crescita degli investimenti è rilevante per lo scenario di politica monetaria: negli ultimi mesi si sono accumulati elementi di debolezza dal lato delle imprese (produzione e soprattutto ordini), alimentando timori di un rallentamento più marcato della crescita complessiva nei prossimi trimestri. Nel mese di aprile la **produzione industriale** è scesa di 0,1% m/m contro attese di un aumento di 0,5%, dopo il -0,3% m/m di marzo. I piani di produzione delle imprese sono molto positivi (+1,8% a maggio e +1,4% a giugno), anche se l'indagine METI recentemente sovrastima in modo anche ampio la produzione effettiva. Il dato di aprile, con un calo molto modesto insieme a previsioni di ripresa della produzione, segnala che la correzione dell'*output*, legata ancora alla necessità di smaltire magazzini, dovrebbe essere a uno stadio avanzato. Per quanto riguarda gli ordini, il dato di aprile in parte riduce la negatività delle informazioni precedenti, con un aumento di 2,2% m/m. A marzo e febbraio gli ordini erano scesi di -4,5 e di -4,9% m/m rispettivamente, e le imprese hanno segnalato previsioni di ulteriore forte riduzione degli ordini in 2007.T2. Lo spaccato della produzione di aprile mostra un aumento nel settore dei macchinari di 2,9% m/m, inferiore all'ampio calo registrato a marzo (-4,1% m/m) e l'aumento delle scorte e del rapporto scorte/fatturato indica che il secondo trimestre potrebbe vedere ancora moderazione, ma di natura essenzialmente transitoria.

L'indice **PMI del settore manifatturiero** è sceso da 52,3 di aprile a 51,4 a maggio, il livello più basso da gennaio 2005. L'indagine registra un nuovo calo della componente ordini, a 50,1, il livello più basso da dicembre 2004. La componente produzione è scesa di 2 punti, a 52, in contrasto con le indicazioni positive emerse dall'indagine METI per i piani di output del mese di maggio (+1,8% m/m). Marginalmente positivo invece il movimento della componente occupazione, in aumento di 0,1 da 53 di aprile a 53,1 di maggio. La componente prezzi ricevuti è in aumento di 1,4 punti, a 51,4. D'altra parte, però, l'indice di attività del settore terziario è aumentato ad aprile dell'1,7%, compensando il calo di -1,9% (rivisto da -2,2%) di marzo), con un trend verso l'alto del settore della distribuzione al dettaglio. I dati sono in linea con i dati positivi emersi anche dal Reuters Tankan per il settore servizi e confermano l'aspettativa di una discreta dinamica dei consumi anche nel secondo trimestre.

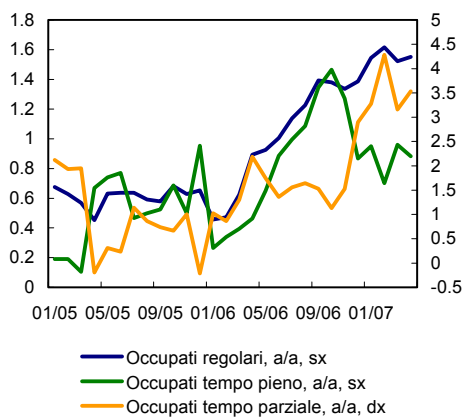
Le informazioni dell'indagine MoF, indiscutibilmente forti, danno supporto alla previsione di crescita dell'attività delle imprese, se pure a un ritmo meno sostenuto che nella seconda parte del 2006. Il quadro economico è più confortante e permetterà alla BoJ di mantenere invariata la valutazione di "crescita moderata" dell'economia giapponese anche nei prossimi mesi.

Con la revisione verso l'alto dei dati di PIL 2007.T1, **la crescita per il 2007 passa da una previsione di 2,4 a 2,5%. Apportiamo però una revisione maggiore alla previsione per il 2008:** poichè l'apprezzamento del cambio sarà più lento di quanto incluso nel precedente scenario, **la crescita per il prossimo anno sarà più vivace, a 2,3%** anzichè 1,9% come indicato nelle previsioni di marzo.

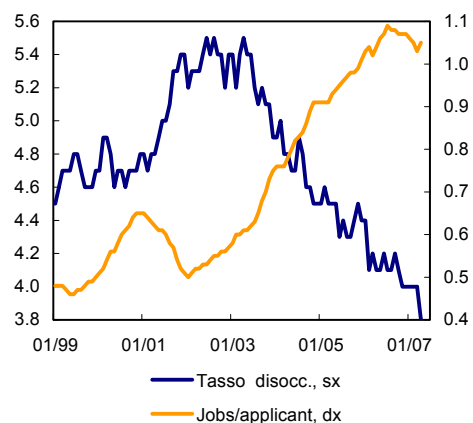
2. Mercato del lavoro e consumi

Il mercato del lavoro ad aprile ha dato netti segni di miglioramento, dopo diversi mesi di stabilità su livelli elevati. Il **tasso di disoccupazione** è sceso a 3,8%, dopo cinque mesi consecutivi al 4%. Il calo del tasso di disoccupazione (il livello più basso dal 1999) deriva dall'accelerazione della crescita degli occupati rispetto agli ultimi mesi, superiore alla dinamica della forza lavoro. Il genuino miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro è sottolineato anche dall'aumento del rapporto **jobs/applicant**, salito a 1,05 da 1,03: questo indicatore era in calo da dicembre. Il tasso di disoccupazione non inflazionistico è stimato intorno al 3%. I dati segnalano che ci dovrebbero essere supporti per una ripresa della dinamica salariale e quindi per la sostenibilità del sentiero positivo dei consumi.

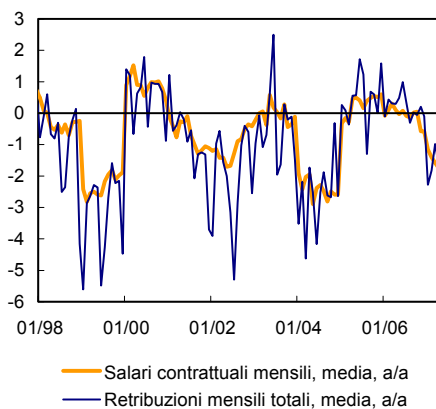
Crescono gli occupati...



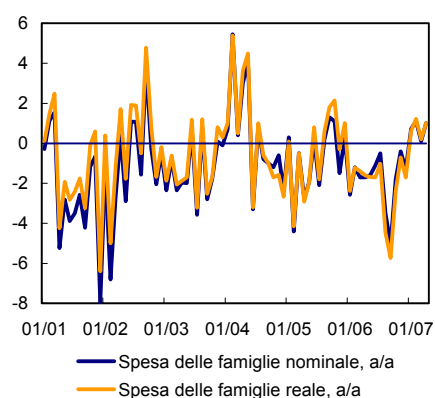
...scende il tasso di disoccupazione...



Scende ancora il monte salari...



....ma i consumi sono in ripresa



Fonte: Ecwin

I dati su **retribuzioni e occupazione di aprile** hanno confermato le dinamiche degli ultimi trimestri: crescita forte degli occupati, con un calo dei salari su base tendenziale. Gli occupati sono aumentati dell'1,6% a/a ad aprile (dopo 1,5% di marzo), con una marginale riaccelerazione della crescita degli occupati a tempo pieno. La **variazione delle retribuzioni è stata molto più negativa delle attese**, con un calo di -0,7% a/a (pur con un aumento di 0,7% delle ore di straordinario (variazione uguale a quella di marzo)). I salari contrattuali sono scesi di 1% a/a. Il trend negativo delle retribuzioni è condiviso da tutte le dimensioni di imprese: per le imprese con più di 30 dipendenti, le retribuzioni registrano una variazione a/a pressoché nulla, in calo continuo da livelli vicini a +1% nella prima parte del 2006.

I dati vengono rivisti successivamente, a volte con variazioni significative rispetto alla prima stima: per marzo, la variazione delle retribuzioni è stata rivista verso l'alto da -0,4% a/a a -0,1%, con un contributo positivo dalla crescita degli straordinari, passata da una stima preliminare di -0,4% a/a a quella rivista di +0,2% (grazie a un aumento dello 0,7% delle ore lavorate). Anche la componente bonus, tipicamente molto volatile, ha registrato un netto aumento su base mensile (+14,7% dopo -27% di febbraio). In conclusione, comunque, **la variazione del reddito da lavoro derivante dalla combinazione di crescita degli occupati e calo delle retribuzioni rimane positiva, con un variazione del reddito da lavoro pari a circa l'1%**, coerente quindi in ogni caso con una buona dinamica dei consumi.

La **spesa complessiva delle famiglie** ad aprile ha sorpreso fortemente verso l'alto, con un aumento di 1,1% a/a, contro attese di un modesto +0,2% a/a, dopo il +0,1% a/a di marzo. Anche la spesa delle famiglie di lavoratori dipendenti ha registrato un netto miglioramento, a 0,4% a/a da -0,3% a/a di marzo. La ripresa dei consumi deriva in larga parte dall'aumento della propensione al consumo, e segnala che il forte aumento del tasso di risparmio del 2006 potrebbe invertire tendenza quest'anno. I dati sono in linea con le informazioni dall'indice dei consumi stimato dal Cabinet Office, coerenti con la prosecuzione di un trend positivo per i consumi. Le **vendite al dettaglio** hanno registrato un andamento meno positivo di quello della spesa complessiva, segnando una variazione di -0,6% a/a ad aprile (+0,4% m/m), dopo il -0,7% a/a di marzo e contro aspettative di -0,2% a/a. Il dato è stato influenzato da un forte calo delle vendite di auto. Nell'insieme i dati sono comunque molto positivi e segnalano che il sentiero di crescita dei consumi resterà sostenuto, grazie anche al supporto del miglioramento del mercato del lavoro e della forte dinamica dei redditi da capitale.

Le **indicazioni positive per l'inizio del secondo trimestre** sono confermate dalla pubblicazione degli indici delle componenti del PIL stimati dal Cabinet Office per il mese di aprile. Dai nuovi dati emerge un quadro di ripresa degli investimenti fissi delle imprese e di proseguimento della dinamica positiva dei consumi.

Cabinet Office – Indici (destagionalizzati) di stima delle componenti del PIL

	Aprile	Marzo	Febbraio	Gennaio
Consumi privati	0.4 (4.2)	-0.7 (4.3)	0.9 (2.8)	1.2 (2.9)
Investimenti fissi non residenziali	6.2 (2.9)	-6 (4.8)	1 (13.7)	0.6 (8.1)
Investimenti residenziali	-0.2 (-4.2)	-0.4 (-2.5)	-0.3 (0.9)	-0.6 (5.4)
Investimenti pubblici	-1.9 (-7.4)	-2.2 (-1.0)	0.3 (6.5)	-0.5 (9.7)
Esportazioni	-3.9 (-1.8)	1.8 (11.8)	-1.7 (9.5)	2.6 (10.6)
Importazioni	2.5 (-1.4)	-8 (1.3)	4 (7.0)	0.1 (-2.1)

Fonte: Cabinet Office. Variazioni m/m, in parentesi variazioni t/t ann.

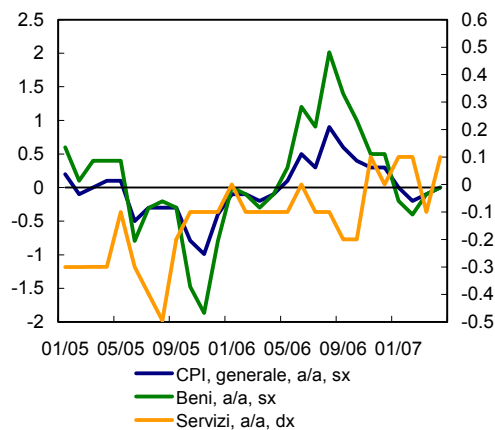
Dati gennaio-aprile 2007.

3. Inflazione

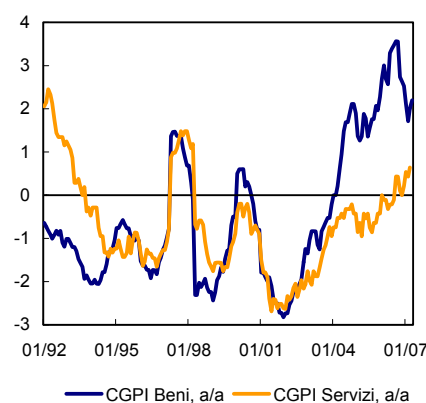
L'inflazione nazionale al netto degli alimentari freschi ad aprile è salita a -0,1% a/a (da -0,3% a/a a marzo) in linea con le aspettative di consenso. La variazione dei prezzi al consumo ha avuto un contributo positivo dai prezzi energetici e dall'aumento dell'1% del comparto sanità, legato in parte all'incremento dei premi assicurativi e in parte all'aumento dei prezzi dei servizi medici. I prezzi dei servizi al netto degli affitti hanno continuato ad aumentare (con l'esclusione del comparto telecomunicazioni). L'indice degli affitti ha invece segnato un nuovo calo su base tendenziale passando da -0,2% a -0,3%. L'indice

headline è rimasto invariato su base tendenziale, da -0,1% di marzo. L'indice al netto di energia e alimentari ha registrato un movimento simile a quello del "core" giapponese, passando da -0,4% a -0,2%. I dati di Tokio relativi a maggio mostrano un indice al netto degli alimentari freschi invariato su base tendenziale, segnalando che anche nei prossimi mesi l'indice nazionale dovrebbe mantenersi intorno a zero. Anche dal lato dei prezzi alla produzione si riscontra una dinamica positiva dei servizi. **I prezzi dei servizi alla produzione** hanno segnato un'accelerazione della crescita tendenziale, da 0,6% di marzo a 1,1% a/a ad aprile (0,1% m/m), su aumenti di affitti, spedizioni e trasporti. La variazione 3m/3m ann. è salita a 2,2% da 0,4% di marzo. Il dato si unisce a quello dei prezzi dei beni alla produzione, anch'esso in accelerazione (+0,8% m/m, +2,2% a/a) e dà supporto all'opinione della BoJ secondo cui si stanno accumulando gradualmente pressioni verso l'alto sui prezzi.

Graduale rialzo dei prezzi dei servizi nel CPI...



...e nei prezzi alla produzione



Fonte: Ecwin

Politica monetaria: la BoJ, con calma, prepara il prossimo rialzo

Le nuove informazioni raccolte dalla BoJ sono tranquillizzanti, e rendono più **probabile il proseguimento della normalizzazione dei tassi di intervento, con un prossimo rialzo durante il terzo trimestre**. L'attesa della banca centrale nei prossimi mesi è giustificata da una serie di motivi. Prima di tutto l'inflazione resterà vicina a zero per gran parte dell'estate e osservando le aspettative delle famiglie si registra un aumento della percentuale di coloro che si aspettano prezzi stabili nei prossimi 12 mesi (mentre scende la percentuale di coloro che si aspettano prezzi in rialzo): di conseguenza, anche senza un rialzo dei tassi per un semestre, l'inflazione e le aspettative di inflazione contribuiscono a un rialzo del tasso di interesse reale. Inoltre, è ragionevole che la BoJ aspetti i dati del Tankan di giugno (in uscita il 2 luglio) e quelli del PIL 2007.T2 (in uscita a metà agosto), considerando che le statistiche mensili sono piuttosto inaffidabili e spesso non sono determinanti per le previsioni sulla crescita delle componenti della domanda. Infine, a luglio ci sono le elezioni politiche e anche questo fatto contribuisce a rendere più probabile un nuovo **aumento dei tassi non prima di agosto**.

La **riunione della BoJ** di giugno si è conclusa con un voto unanime per tassi fermi allo 0,5% e valutazione invariata dell'economia. Secondo la banca centrale l'inflazione resterà probabilmente intorno a zero per i prossimi mesi, ma il trend di lungo periodo è verso l'alto. La crescita rimane positiva, la domanda domestica dovrebbe continuare ad aumentare, e recentemente i consumi sono stati "solidi". La valutazione della banca centrale riflette le informazioni recenti, soprattutto dal lato dei consumi. Le affermazioni di **Fukui** hanno fatto ridurre le aspettative di mercato per un rialzo dei tassi in Giappone già a luglio. Fukui ha detto che deve

essere “più sicuro” dello scenario congiunturale di crescita e prezzi prima di discutere di un rialzo dei tassi. Fukui ha anche detto che c'è incertezza riguardo agli effetti del rialzo dei rendimenti a lungo termine sull'economia. Fukui ha anche commentato il recente rialzo delle aspettative di un rialzo scontate dal mercato degli OIS, con circa 80% per un rialzo ad agosto: secondo Fukui il mercato è informativo ma non determina la politica della banca centrale. Queste dichiarazioni non implicano una riduzione della probabilità di un rialzo estivo, ma vogliono sottolineare che mancano ancora dei tasselli prima di entrare nel vivo della discussione di un rialzo, con il primo tassello fissato dal Tankan.

Il messaggio di fondo di Fukui rimane coerente con uno scenario di normalizzazione dei tassi nei prossimi trimestri. La nostra previsione è che **il prossimo rialzo avvenga entro l'estate, fra agosto e settembre**. La BoJ avrà a disposizione i dati del Tankan di giugno a inizio luglio e le stime del PIL 2007.T2 a metà agosto. In caso di dati molto forti dall'economia, il rialzo potrebbe essere ad agosto, anche prima della pubblicazione della stima del PIL. In passato però la banca centrale ha in genere atteso conferme dai dati di contabilità nazionale prima di intervenire sui tassi: per questo al momento sembra marginalmente più probabile un rialzo a settembre.

Previsioni – Giappone

	2006	2007	2008	2006		2007				2008	
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2,2	2,3	1,9	1,5	2,5	2,2	2,4	2,8	1,9	1,9	1,9
- trim/trim annualizzato				0,3	5,5	1,7	2,1	2,1	1,7	1,7	2,0
Consumi privati	0,9	1,4	2,0	-4,2	4,3	2,2	0,8	1,7	2,0	2,2	2,2
IFL - priv. non residenziali	7,6	7,8	4,9	3,4	13,2	7,3	6,5	6,0	5,6	4,4	4,6
IFL - priv. residenziali	1,0	1,7	1,6	-0,3	9,1	-1,4	3,2	2,6	1,7	2,1	1,4
Investim. pubblici	-7,7	-3,2	1,1	-17,8	15,6	-8,6	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1
Consumi pubblici	0,3	2,0	1,4	2,6	0,5	3,3	1,3	2,3	1,2	1,8	0,3
Esportazioni	9,6	6,3	6,4	10,0	2,4	10,0	3,7	7,4	6,6	6,1	6,3
Importazioni	4,5	5,2	10,4	-1,8	-2,4	9,5	8,7	9,2	6,5	15,0	13,0
Var. scorte (contrib., % Pil)	0,0	-0,3	-0,1	0,2	-0,1	-0,3	0,2	-0,1	-0,2	0,0	0,1
Partite correnti (% Pil)	3,9	3,9	3,6	3,7	4,6	4,2	3,9	3,8	4,0	3,9	3,6
Deficit (% Pil)	-6,6	-6,1	-5,7								
Debito/PIL (% Pil)	164,0	167,1	170,0								
CPI (a/a)	0,2	0,1	0,6	0,6	0,3	0,2	0,0	-0,1	0,3	0,7	0,5
Produzione Industriale	4,2	3,5	2,1	4,0	11,0	0,5	1,3	2,4	2,5	3,8	1,2
Disoccupazione (%)	4,1	3,8	3,8	4,1	4,1	3,9	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Tasso a 3 mesi - CD (%)	0,33	0,65	1,32	0,45	0,48	0,56	0,55	0,68	0,80	0,95	1,17
Tasso a 10 anni (%)	1,76	1,70	1,99	1,67	1,68	1,71	1,70	1,67	1,74	1,85	1,95
Dollaro/Yen (Yen)	116,4	115,8	107,9	116,3	117,8	119,6	118,2	114,7	110,9	107,9	108,0
Cambio effettivo (1990=100)	124,6	123,7	134,4	123,9	121,6	119,2	119,9	125,1	130,7	133,9	133,7

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

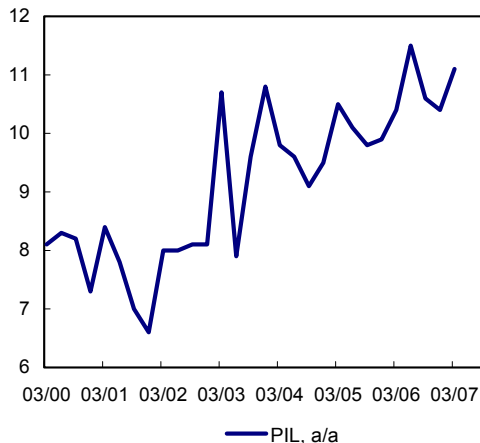
Cina: la corsa delle misure restrittive è sempre un passo indietro rispetto al ritmo della crescita e al trend dei prezzi

Giovanna Mossetti

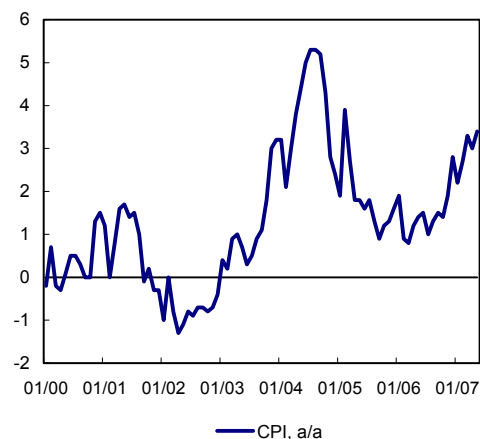
giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com

Trimestre dopo trimestre, la crescita economica cinese si mantiene straordinariamente stabile, su livelli elevati, al di sopra di quanto vorrebbero le autorità. Il susseguirsi di interventi restrittivi serve appena a evitare ulteriori forti strappi verso l'alto, ma non è riuscito negli ultimi mesi a evitare un modesto trend verso l'alto degli indicatori congiunturali. I dati di PIL del primo trimestre hanno confermato la riaccelerazione della crescita all'11,1% a/a, dopo il 10,4% di fine 2006, e quindi la necessità di nuove misure restrittive su tassi, credito e riserva obbligatoria. Da più di un anno la crescita non sta sotto il 10% (l'ultimo periodo di crescita a una cifra, a 9,9%, è stato a fine 2005) e sembra difficile che le misure attuate finora e quelle che verranno messe in atto nei prossimi mesi, siano sufficienti a portare la crescita verso i ritmi indicati nei piani ufficiali del governo (intorno all'8%).

PIL a/a: per ora, nessuna indicazione di rallentamento



L'inflazione punta verso l'alto



Fonte: Ecwin

I dati recenti segnalano con chiarezza che la crescita difficilmente rallenterà in modo duraturo fino a quando non si avrà un più netto rialzo dei tassi reali e un più significativo apprezzamento del cambio. Poiché gli interventi su queste variabili dovranno ancora essere gradualisti, la dinamica della domanda potrà rallentare solo temporaneamente e in misura modesta. Dopo la tornata di dati di maggio, ancora una volta al di sopra delle aspettative per tutte le variabili, le autorità hanno scelto la strada delle misure amministrative. La banca centrale ha individuato otto banche che hanno violato i vincoli sull'erogazione dei prestiti e che saranno soggette a sanzioni. Successivamente, il trend sempre più esplosivo dell'avanzo commerciale ha determinato l'annuncio dell'eliminazione di sussidi all'export su 2831 tipi di prodotti, in vigore dal 1° luglio. Queste misure sul commercio estero si sommano a quelle attuate qualche mese fa su un numero molto più ristretto di prodotti, mirate a frenare l'export e ad aumentare le importazioni. Tuttavia ci vorrà molto tempo, misure molto più forti e soprattutto ulteriori apprezzamenti del cambio, per limitare il tasso di crescita dell'avanzo commerciale.

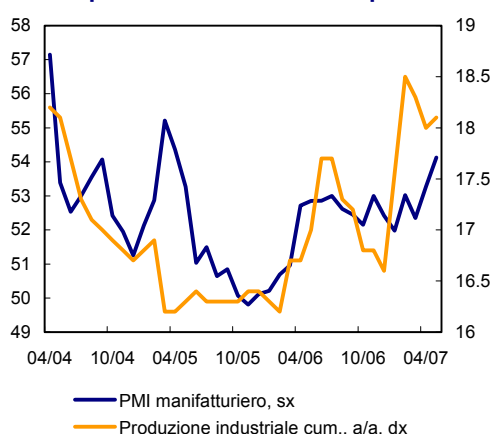
Dal lato dell'attività delle **imprese**, le informazioni puntano al mantenimento di ritmi di crescita vicini a quelli del primo trimestre. La **produzione industriale** da

inizio 2007 ha segnato un'inversione rispetto al trend in calo della seconda metà del 2006: la riaccelerazione è netta e riporta i tassi di crescita dell'*output* anche al di sopra dei ritmi elevati del primo semestre dello scorso anno. Da marzo, la produzione industriale è in aumento ben al di sopra del 15% medio di 2006.T4, con un'ulteriore accelerazione nell'ultimo dato disponibile, +18,1% a/a a maggio. Anche gli **investimenti fissi** sono tornati ad accelerare, con una crescita cumulata del 25,9% a/a per gennaio-maggio, da 25,5% per gennaio-aprile. Gli investimenti in costruzioni non accennano a rallentare (in aumento di 27,5% a/a per gennaio-maggio), nonostante l'introduzione di misure restrittive sul settore (controlli nella vendita di terreni pubblici e imposizione di una tassa sul valore dei terreni). Dall'indagine sugli investimenti si registra anche il costante prevalere di fondi interni delle imprese per il finanziamento degli investimenti. L'utilizzo di fondi interni è in aumento del 29,2% a/a per gennaio-maggio, contro 26,4% per gennaio-aprile, nettamente al di sopra della crescita dei prestiti (14,1% a/a per gennaio-maggio) e dei fondi dall'estero (+16,6% a/a per gennaio-maggio).

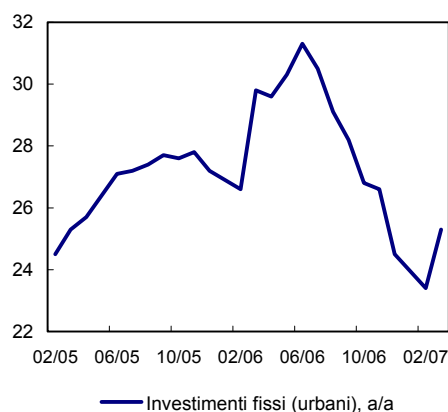
Le **vendite al dettaglio** hanno continuato ad accelerare nei mesi primaverili, con un aumento del 15,9% a/a a maggio, dal 15,5% di aprile. L'aumento medio nel 2006 è stato del 13,7%, e nei primi 5 mesi di quest'anno le vendite sono cresciute del 15,2%. L'accelerazione recente dell'inflazione contribuisce a gonfiare l'aumento delle vendite nominali, con aumenti superiori al 35% a/a per alcune voci delle vendite nel comparto alimentare. E' probabile che anche il continuo aumento del mercato azionario stia contribuendo a spingere i consumi delle famiglie, considerando la dinamica sostenuta delle spese voluttuarie (abbigliamento, gioielleria, servizi ricreativi, elettronica). Rimane fortissima la dinamica delle vendite legate al settore costruzioni, con un incremento del 62,8% a/a a maggio delle vendite di materiali per costruzioni, in linea con quanto emerge dai dati degli investimenti in costruzioni.

Le autorità con il piano economico presentato a inizio anno si erano prefisse l'obiettivo di spostare la composizione della domanda dagli investimenti verso i consumi. Quanto emerge dai dati tuttavia mostra che a fronte dell'accelerazione dei consumi non appaiono rallentamenti degli investimenti. Questo punto conferma l'aspettativa di ulteriori misure restrittive, da attuarsi gradualmente, ma senza interruzione, nei prossimi mesi.

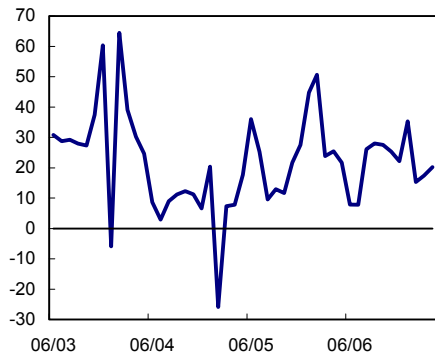
La produzione industriale riparte...



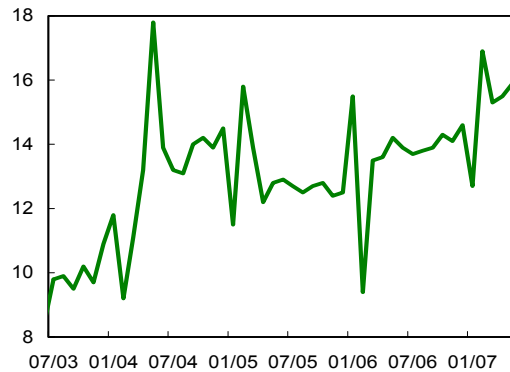
...e la crescita degli investimenti fissi riaccelera



Vendite di autoveicoli ancora forti...



...e le vendite al dettaglio accelerano

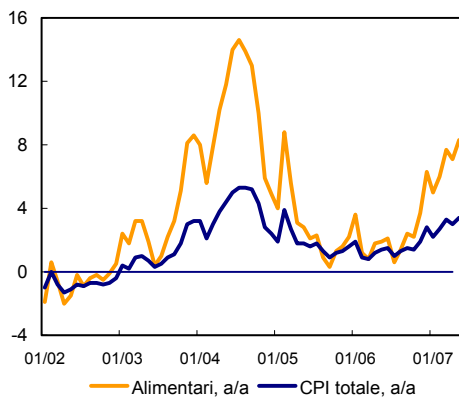


— Vendite al dettaglio, a/a

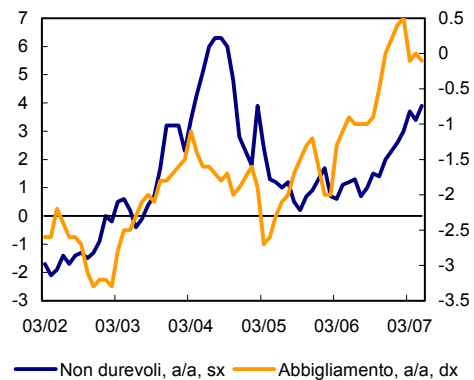
Fonte: Bloomberg, Ecowin

L'**inflazione** continua a crescere, spinta dagli alimentari, ma anche da altri comparti. A maggio l'inflazione è salita al 3,4% a/a, dal 3% di aprile. La spinta più forte ai prezzi al consumo viene dal comparto alimentare, che ha registrato una netta accelerazione dei prezzi all'8,3% a/a, dal 7,1% di aprile. All'interno della voce alimentari si vede una forte accelerazione per alcune voci con aumenti vicini al 30% a/a (carni, 26,5%, uova, 37%), a fronte di un trend molto più moderato per altri sotto-capitoli (cereali, 5,9%). L'inflazione per il comparto alimentare nei primi cinque mesi dell'anno è stata pari al 6,8%, contro un aumento dell'inflazione ex-alimentari dell'1%. Si osserva anche una dinamica sostenuta per i servizi, in aumento su base tendenziale dell'1,7%, in linea con l'andamento del 2006. La crescita positiva dei prezzi dei servizi è distribuita a tutte le voci (trasporti, 3,9%; sanità, 2,2%; affitti, 3,4%).

Inflazione in rialzo, come sempre influenzata dal comparto alimentare



...ma spinta anche da tutti gli altri capitoli

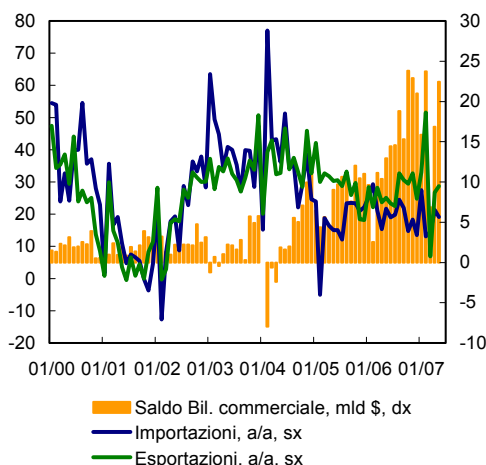


Fonte: Ecowin

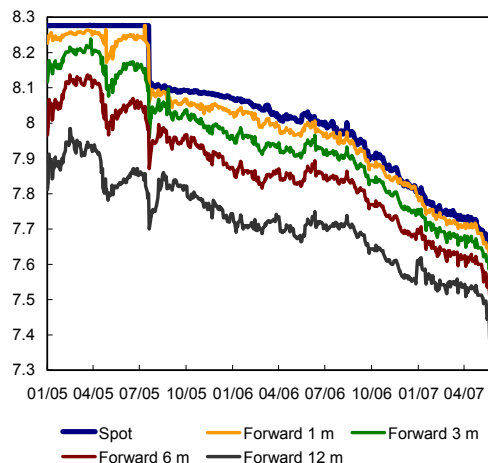
Nella seconda metà del 2006 la domanda domestica aveva registrato una modesta frenata, mentre il canale estero continuava ad accelerare. Nella prima metà del 2007, il canale estero resta su ritmi di crescita molto forti e la domanda domestica riaccelera: è questo il motivo per cui il PIL in 2007.T1 è cresciuto dell'11% e probabilmente si manterrà sugli stessi ritmi anche nel secondo trimestre.

L'avanzo di bilancia commerciale continua la sua inesorabile marcia verso l'alto. A maggio l'avanzo complessivo era pari a 22,4 mld \$, in aumento da 16,9 mld di aprile. L'avanzo cumulato da inizio anno è pari a 85,7 mld \$, e supporta l'aspettativa di un altro forte aumento per l'anno rispetto all'anno precedente (per il 2006 l'avanzo complessivo è stato di 177,5 mld \$). Le **esportazioni** sono aumentate del 28,7% a/a a maggio, poco sopra la media del 2006 (27,2%). E' da notare che recentemente la crescita delle esportazioni verso gli USA ha rallentato, passando da una media di 24,9% nel 2006, a 15,9% a/a a maggio 2007, mentre si osserva una forte accelerazione dell'export verso l'Europa (+39,4% a/a, contro 26,6% nel 2006) e verso il Giappone (+14,4% a maggio, contro +9,1% nel 2006). I trend dell'export sono in linea con l'andamento relativo della crescita delle aree dell'economia mondiale e spiegano perchè l'economia cinese non ha quasi risentito del rallentamento dell'economia USA dell'ultimo anno. Le **importazioni** sono in aumento del 19,1% a/a a maggio (in linea con la crescita del 2006, a 20%). L'andamento della bilancia commerciale mantiene elevata la pressione perchè le autorità proseguano sulla strada delle misure di freno all'export (riduzione dei sussidi alle esportazioni) e di incentivo all'import (riduzione di tariffe).

Il canale estero continua a contribuire alla crescita...



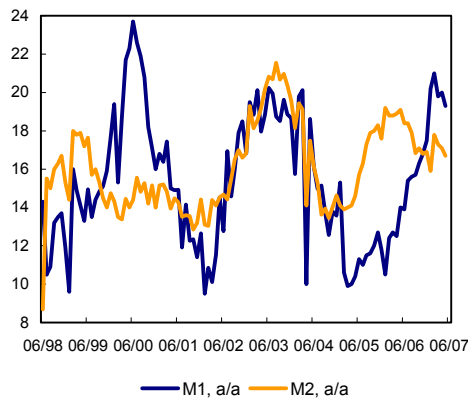
...e non è intaccato dall'apprezzamento del cambio



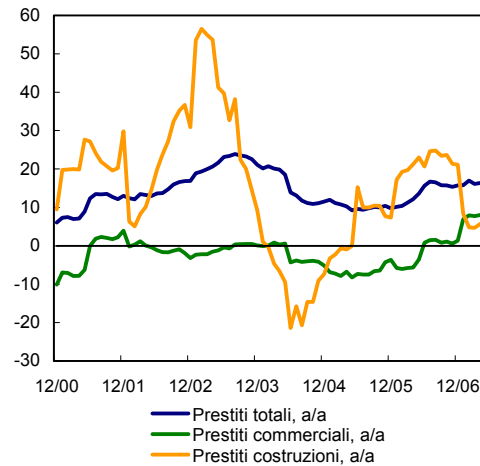
Fonte: Bloomberg, Ecowin

L'andamento degli aggregati monetari riflette gli effetti delle misure di restrizione monetaria adottati nel recente passato. La crescita di M2 è in calo da tre mesi, al 16,7% a/a, dal 17,8% di febbraio, sta dirigendosi verso l'obiettivo della banca centrale, fissato al 16%. Una tendenza analoga si registra per M1. Il rallentamento della crescita degli aggregati monetari riflette però anche il rallentamento della crescita dei depositi (da 11,3% a/a di aprile a 9,4% a/a di maggio) dovuto al massiccio ingresso dei risparmiatori cinesi sul mercato azionario. Dal lato degli aggregati creditizi, la crescita rimane molto sostenuta, a +18,1% a/a a maggio per i nuovi prestiti in RMB.

Aggregati monetari: modesto rallentamento



Crescita dei prestiti stabile



Fonte: Bloomberg, Ecowin

Previsioni

Dopo il forte dato di crescita del PIL in 2007.T1 la **previsione di crescita per il 2007 sale marginalmente a 10,4% dal 10%** indicato nello Scenario di marzo, mentre la previsione per il prossimo anno si mantiene circa in linea con la previsione precedente (10,2% da 10,3% di marzo). La crescita complessiva dovrebbe essere determinata da una serie di sei trimestri in **crescita pressoché costante**, intorno al 10,5%. In termini di composizione della domanda lo scenario vede un trend chiaramente verso l'alto per la crescita dei **consumi** che, dal 9,2% del 2006 dovrebbe attestarsi all'11,4% nel 2007 e salire ancora al 12,7% nel 2008. Gli **investimenti** in macchinari del settore privato, dopo incrementi molto cospicui nella prima metà di quest'anno, dovrebbero poi rallentare verso una crescita del 13% nel 2008, dal 19% del 2007. Gli investimenti n costruzioni dovrebbero crescere a un ritmo circa costante nel periodo 2007-08, intorno al 19%. L'**inflazione** dovrebbe aver toccato il picco e stabilizzarsi intorno al 3,3% per gran parte dell'anno.

Previsioni – Cina

		2003	2004	2005	2006	2007	2008
PIL (prezzi correnti)	mid CNY	13582.3	15987.8	19223.9	21568.9	24473.7	27784.5
	a/a	12.9	17.7	20.2	12.2	13.5	13.5
PIL (prezzi costanti)	a/a	10.0	10.1	10.4	10.7	10.4	10.2
Consumi	a/a	6.5	8.1	9.1	9.2	11.4	12.7
Investimenti fissi	a/a	24.6	20.2	20.0	19.7	18.0	11.5
Consumi pubblici	a/a	6.5	8.3	10.2	9.4	8.7	7.9
Esportazioni	a/a	33.8	22.8	20.2	21.4	15.7	14.9
Importazioni	a/a	37.3	21.7	7.0	11.2	19.1	25.9
Produzione industriale	a/a	26.2	21.5	13.8	10.6	11.2	10.3
Tasso di disoccupazione	%	4.2	4.2	4.2	4.2	4.1	4.1
Inflazione (CPI)	a/a	1.1	3.9	1.8	1.5	3.1	2.6
Tasso d'interesse (b/t)	%	5.3	5.4	5.6	5.9	6.4	6.6
USD/CNY (media)		8.28	8.28	8.19	7.97	7.63	7.26
	a/a		0%	-1%	-3%	-4%	-5%
USD/CNY (fine periodo)		8.3	8.3	8.1	7.8	7.5	7.1
EUR/CNY (fine periodo)		9.6	10.6	9.7	10.0	9.6	9.1

Fonte: Intesa Sanpaolo.

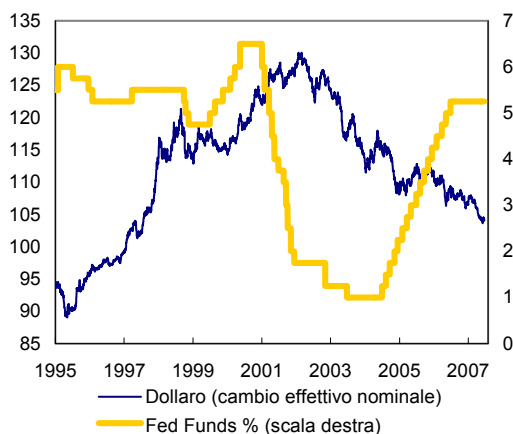
Note: tasso di interesse: lending rate, short-term (fonte IMF, serie IFS i60p..). Le componenti della domanda interna sono ricostruite e non sono da considerarsi ufficiali.

Mercati valutari: dollaro ai minimi da dieci anni, ma il peggio dovrebbe essere alle spalle

Asmara Jamaleh

asmara.jamaleh@intesianpaolo.com

Il tratto distintivo del secondo trimestre 2007 per i mercati valutari è stato sicuramente la debolezza del dollaro, che passerebbe inosservata se non si facesse il confronto storico: in termini di cambio effettivo infatti ha rivisto proprio in questo periodo livelli abbandonati dieci anni fa, nel 1997 (v. fig.). Se considerata in tale prospettiva la debolezza del biglietto verde giustifica un legittimo dubbio: è forse questo il momento del tanto paventato tracollo?



Il peggio per il dollaro dovrebbe essere alle spalle una volta rimosse le aspettative di taglio dei Fed Funds.

La debolezza di questo secondo trimestre è imputabile a un doppio ordine di fattori: gli uni irreversibili, gli altri ciclici. I primi offrono una guida sulle tendenze di lungo termine, e riguardano soprattutto la maggiore flessibilità dello yuan e il graduale ridimensionamento del dollaro nelle riserve valutarie mondiali. Entrambi questi fattori portano verso un dollaro mediamente più debole rispetto agli anni di massima forza. I fattori ciclici invece riguardano le variabili fondamentali (crescita e tassi) e sono quelli che determinano i trend di apprezzamento o deprezzamento di breve termine. Nel secondo trimestre si è avuto il picco delle aspettative di rallentamento dell'economia americana e delle attese di taglio dei tassi Fed. **Ora le attese di riduzione dei Fed Funds sono state rimosse e questo ha favorito un principio di recupero del dollaro dai minimi di inizio giugno.** E dovrebbe essere sufficiente ad evitare che arretri sotto tali minimi, **ma rischia di non essere sufficiente ad agevolarne una prosecuzione rialzista già nell'immediato.** Durante la fase estiva è probabile infatti che il dollaro si trovi ad essere messo di nuovo sotto pressione perchè pur essendo stata eliminata la prospettiva di riduzione dei tassi non si prevede neppure che questi salgano.

Euro e sterlina temporaneamente favorite dallo scenario tassi. L'opposto vale per lo yen.

Lo scenario di stabilità dei tassi USA nel breve può favorire di nuovo euro e sterlina nel corso dell'estate, dato che sia la BCE sia la BoE alzeranno i tassi un altro paio di volte entro fine anno. L'EUR/USD tornerebbe così verso 1,36-1,37 e il cambio GBP/USD poco sopra quota 2,00 (massimi di aprile). **In questo contesto la divisa più penalizzata su tutti i cross rischia di essere lo yen**, dato che la BoJ difficilmente metterà mano ai tassi prima della seconda parte dell'estate e che comunque anche in tal caso i differenziali resteranno ancora molto sfavorevoli a meno che – ipotesi poco probabile – la BoJ non acceleri il ritmo di normalizzazione monetaria. Lo yen rischia dunque uno strappo seppure temporaneo a 125 USD/JPY o poco sopra e tra 167 e 170 EUR/JPY.

SERVIZIO STUDI

Responsabile
Gregorio De Felice

Gruppo di lavoro:

Luca Mezzomo

Macroeconomia
Sergio Capaldi
Anna Maria Grimaldi
Giovanna Mossetti

Mercati valutari
Asmara Jamaleh

Database Management
Simonetta Melotto

Nucleo Editoriale
Sonia Papandrea
Aldo Perego

IMPORTANTI COMUNICAZIONI

Il presente documento è stato preparato, nell'ambito della propria attività di ricerca studi e analisi, da Intesa Sanpaolo S.p.A. ("Intesa Sanpaolo") banca di diritto italiano iscritta all'Albo delle Banche al n. 5361 e capogruppo del "Gruppo Intesa Sanpaolo" iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari, autorizzata da Banca d'Italia alla prestazione dei servizi di investimento.

Il presente documento è stato pubblicato da Banca Caboto S.p.A. ("Caboto") banca di diritto italiano iscritta all'Albo delle Banche al n. 5570 società appartenente al "Gruppo Intesa Sanpaolo" iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari, autorizzata da Banca d'Italia alla prestazione dei servizi di investimento.

Le informazioni fornite e i dati qui contenuti sono tratti da informazioni fornite al pubblico dalle società oggetto del presente studio (le "Società"), o da notizie altrimenti pubbliche e si riferiscono alla data del presente documento.

Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di Intesa Sanpaolo e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede; in nessun caso si potrà ritenere che siano state rilasciate attestazioni o garanzie, esplicite o implicite, in merito alla loro attendibilità, completezza o correttezza. La società, i dirigenti, i rappresentanti o i dipendenti del Gruppo non assumono alcuna responsabilità per eventuali danni – diretti o indiretti, patrimoniali e non – derivanti dall'uso delle informazioni qui riportate. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari.

ALTRE COMUNICAZIONI

Il presente studio è distribuito da Banca Caboto, ed è reso disponibile alle società del Gruppo, che potranno metterlo a disposizione dei propri clienti in ragione dei preventivi accordi e del preventivo assenso di Intesa Sanpaolo. Costituiscono canali di diffusione la posta cartacea, la posta elettronica e il sito internet di Caboto (www.caboto.it).

Il presente documento è di esclusiva proprietà di Intesa Sanpaolo a cui appartiene ogni diritto di proprietà intellettuale su dati, informazioni, opinioni e valutazioni. Esso non può essere riprodotto né ridistribuito, direttamente o indirettamente, a nessun'altra persona ovvero pubblicato, in tutto o in parte, per nessuno scopo, senza specifica autorizzazione di Intesa Sanpaolo.