

# Scenario Macroeconomico

**Servizio Studi e Ricerche**

**Settembre 2006**

# Scenario Macroeconomico

Settembre 2006

<b>Tutti pronti all'atterraggio?</b>	<b>3</b>
<b> Mercati valutari: il dollaro tiene botta</b>	<b>10</b>
<b> Stati Uniti: PIL 2007 rivisto al 2,6%</b>	<b>13</b>
Politica monetaria USA: pausa definitiva?	20
<b> Area euro: cronaca di una ripresa annunciata</b>	<b>24</b>
Inflazione: sotto il 2%, ma durerà poco	28
Politica monetaria: la fine dei rialzi non dovrebbe essere lontana	31
Germania: crescita 2006 robusta, rischi sul 2007	34
Francia: forte vento in poppa	35
Italia: non è il caso di adagiarsi sugli allori	37
La situazione in un'occhiata	40
<b> Regno Unito</b>	<b>41</b>
<b> L'Asia</b>	<b>42</b>
Giappone: crescita su ritmi più sostenibili, ma sempre sopra il potenziale	42
Cina: ritorno al 10%	49



## Tutti pronti all'atterraggio?

Luca Mezzomo

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

Nel corso dei mesi estivi l'accumularsi dei segnali di rallentamento dell'economia americana, tra cui spicca il tracollo dell'attività edile, ha spostato sempre più l'attenzione dalle minacce alla stabilità dei prezzi a quelle sulla tenuta dell'espansione economica. Le stesse stime di consenso sulla crescita economica statunitense nel 2007 sono scese negli ultimi tre mesi dal 2,8 al 2,6%. Il cambiamento di clima ha toccato anche la politica monetaria americana: pur mantenendo un formale orientamento restrittivo, infatti, la Fed ha sospeso fin da agosto i rialzi dei tassi ufficiali e ha annunciato di attendersi, grazie al rallentamento economico, un calo dell'inflazione nel corso del 2007.

La percezione che il ciclo di espansione degli Stati Uniti potrebbe andare incontro a una battuta di arresto, sempre più suffragata da elementi concreti, ha già intaccato il clima di fiducia in altre parti del mondo. Le indagini congiunturali europee hanno registrato tra luglio e settembre flessioni importanti: l'indice Ifo sta per tornare sotto il livello di marzo 2006, mentre il più volatile indice ZEW è repentinamente precipitato ai minimi dal 1998. Anche le misure dirette di attività produttiva sembrano registrare quanto meno tassi di espansione più lenti rispetto al brillante secondo trimestre, come testimoniano il calo dei PMI europei e dei dati di produzione industriale di luglio.

Per il momento, il rischio potenziale creato dal più basso ritmo di crescita degli Stati Uniti non è reputato così forte da bloccare la tendenza globale alla restrizione monetaria. Anche in agosto, le condizioni globali di liquidità si sono fatte meno accomodanti (v. fig. 5). Sebbene in gradi diversi, entro fine anno la politica monetaria sarà resa più restrittiva nell'eurozona, nel Regno Unito e in Giappone; anche la Cina è tornata ad utilizzare misure amministrative per rallentare l'espansione del credito. Tuttavia, le curve dei tassi a termine dell'euro cominciano a mostrare una lieve pendenza negativa sulle scadenze oltre metà 2007, riflesso della diffusa percezione che il ciclo economico europeo non potrà sganciarsi del tutto da quello americano.

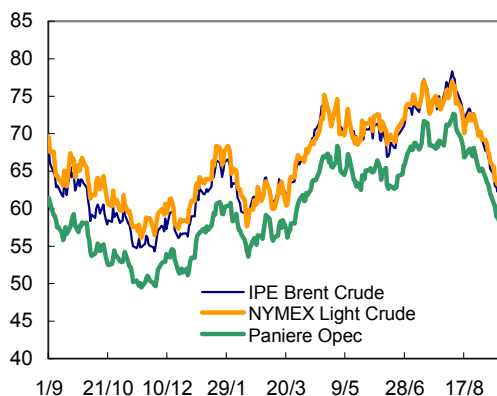
Nonostante l'orientamento inequivocabilmente negativo dei dati, le prospettive per la seconda parte del 2007 rimangono ancora molto incerte. La possibilità che la flessione dell'attività edile causi un rallentamento profondo e persistente dell'economia americana è in parte bilanciato da altri fattori di natura globale. In primo luogo, il cambio di accento della Fed ha favorito un calo generalizzato dei tassi di interesse dai massimi di luglio – fino a 50pb sulla scadenza decennale – e ha evitato ripercussioni negative importanti sugli indici azionari. Secondariamente, le quotazioni delle materie prime non energetiche si sono stabilizzate e quelle petrolifere sono velocemente crollate a partire da metà agosto (v. sotto). In altre aree la minaccia del rallentamento americano potrebbe rivelarsi meno preoccupante a causa della maggiore robustezza della domanda interna e – nel caso dell'Asia- anche per lo sviluppo significativo che ha interessato i flussi commerciali regionali e l'interscambio con l'Europa.

### Svolta sul mercato petrolifero

Da molto tempo il mercato petrolifero non beneficiava di una combinazione di eventi ribassisti così importante come quelle sperimentata in agosto e settembre.

La prima sorpresa ha riguardato la stagione degli uragani nel Golfo del Messico: mentre le previsioni parlavano di fenomeni superiori alla media storica per numero e intensità, anche se meno drammatica rispetto al 2005, fino ad oggi nessun uragano ha minacciato le installazioni petrolifere del Golfo.

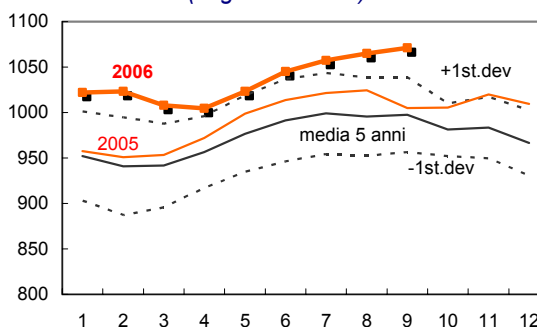
**Andamento delle quotazioni petrolifere**  
(US\$/barile)



Il risultato è che né l'estrazione, né le importazioni, né la raffinazione hanno subito l'usuale decurtazione estiva, lasciando il mercato con più scorte di quelle previste e anticipando l'usuale declino di fine stagione nei prezzi delle benzine. Meno drammatiche delle previsioni sono state anche le conseguenze dei gravi problemi di sicurezza riscontrati negli impianti BP in Alaska<sup>1</sup>. In secondo luogo, il rischio geopolitico non si è concretizzato in effettiva sottrazione di petrolio greggio al mercato: la crisi libanese si è conclusa con l'arrivo di truppe ONU che dovrebbero ridurre l'attrito tra le milizie sciite e Israele, mentre il mercato ha adottato un'interpretazione più cinica e innocua della crisi iraniana, assumendo che non abbia conseguenze a breve scadenza sull'approvvigionamento di greggio. La produzione petrolifera nigeriana è stata vicina alla quota OPEC di 2,306 milioni di barili, nonostante le tensioni politiche locali non si possano considerare risolte, e quella irachena, nonostante la guerra civile strisciante, è ai massimi dal 2004. L'unica notizia rialzista è stato il rinvio di 18 mesi del progetto Thunderhorse di BP nel Golfo del Messico, che a regime dovrebbe valere 250mila bbl/g.

Sul fronte della domanda, la fine della *driving season* americana si è accompagnata a segnali di rallentamento economico, che potrebbero frenare nel 2007 la domanda di prodotti petroliferi. In effetti, la domanda di petrolio degli Stati Uniti sarà stabile sui livelli del 2005, e le stime di crescita della domanda mondiale sono state progressivamente tagliate nel corso dell'anno.

**Stati Uniti – scorte petrolifere totali**  
(migliaia di barili)



Fonte: EIA e ns. elaborazioni

<sup>1</sup> EIA (*This Week in Petroleum*, 13 settembre 2006) riferisce che la produzione di Prudhoe Bay del mese di agosto è stimata a 189mila bbl/g, la metà rispetto al 2005, e BP ritiene di poter ripristinare il pieno flusso per la fine di ottobre. Inizialmente si pensava che l'intera produzione sarebbe stata fermata per lungo tempo.

Il calo delle quotazioni è proseguito con in situazione di ipervenduto. È questo un segnale che il trend dei prezzi si sta invertendo, e che le quotazioni ritorneranno su livelli abbandonati anni fa?

**Le condizioni di domanda e offerta rimangono poco tranquillizzanti**

Un rallentamento dell'economia mondiale può allentare la pressione sull'offerta, ma il fenomeno è già in larga misura incorporato nelle stime. Secondo l'EIA, un aumento del PIL statunitense del 2,5% (in linea con il consenso) sarebbe comunque associato a un aumento medio della domanda di petrolio di 0,4mln di barili al giorno nel 2007, assumendo condizioni climatiche più sfavorevoli rispetto al biennio 2005-06<sup>2</sup>. Le più recenti proiezioni di IEA<sup>3</sup> ed EIA collocano l'incremento atteso di domanda nel 2007 rispettivamente a 1,5mln bbl/g e 1,7mln bbl/g, per metà imputabile a Stati Uniti e Cina. In rapporto all'espansione degli impianti di estrazione, EIA stima che il margine di capacità estrattiva non utilizzato possa crescere marginalmente anche nel 2007, ma lo colloca su livelli ampiamente inferiori alla media del decennio precedente. Ciò significa che il mercato rimarrà molto esposto agli effetti di eventi negativi di offerta e potrebbe nuovamente tornare a incorporare ampi premi al rischio. Da questo punto di vista, il margine di sicurezza si è ingrossato soltanto sul mercato americano, perché la copertura garantita dalle scorte industriali OCSE è ancora a 54 giorni di domanda attesa.

A limitare il rischio di tracolli delle quotazioni è anche l'orientamento dell'OPEC a difendere le proprie entrate petrolifere. Se modeste riduzioni dell'export possono garantire prezzi percentualmente molto più elevati, il cartello può avere interesse a rimuovere la produzione in eccesso delle quote ufficiali o a tagliare le quote le stesse, come avvenne con successo nel 1999. Un segnale chiaro in tal senso è arrivato con la dichiarazione che *"i paesi membri vogliono che sia evidente la loro prontezza a reagire a ogni sviluppo che possa compromettere i propri interessi"*, corroborata dalla convocazione di una conferenza straordinaria a dicembre e dal mandato di tenere consultazioni straordinarie anche prima di tale data se le condizioni lo richiedessero<sup>4</sup>. L'Arabia Saudita ha recentemente definito prezzi intorno a \$62 "ragionevoli", ma altri, come l'Iran, fanno già pressioni per ridurre la sovrapproduzione. Se un taglio delle quote a così breve distanza dalla Conferenza è improbabile, tuttavia è possibile che sia presto decisa una silenziosa riduzione dell'export per arginare la pressione ribassista.

**Le previsioni di breve e medio termine**

Con il mercato in ipervenduto e i prezzi tornati sui livelli precedenti il balzo primaverile, stanno maturando le condizioni per un rimbalzo tecnico delle quotazioni, con massimi probabili a quota \$68-70 per il WTI dopo il raggiungimento di minimi nella fascia 58,3-60,0\$. Nei prossimi mesi, rischio geopolitico a parte, va tenuta sotto osservazione la situazione del mercato del gasolio.

Per quanto riguarda lo scenario 2007, riteniamo che vi siano le condizioni per una maggiore stabilità dei prezzi dopo lo strappo violento degli ultimi tre anni: rallentamento della crescita economica, lieve aumento della capacità produttiva disponibile, segnali di reazione agli alti prezzi dei carburanti. Proiettiamo una media 2007 a \$68,5 e \$70,1 rispettivamente per Brent Crude e WTI, con picco nel 2007.T3. Quest'ultimo è motivato dall'ipotesi che la stagione degli uragani non sia tranquilla come quella 2006 e che la frequenza di eventi meteorologici estremi

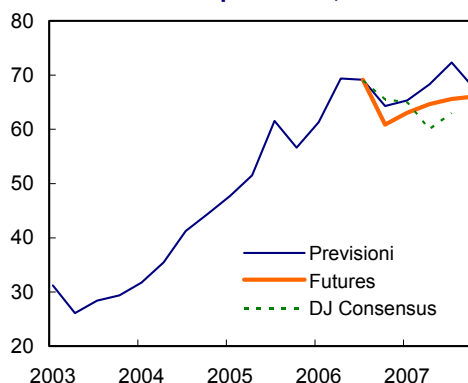
<sup>2</sup> EIA, Short-term energy outlook, settembre 2006.

<sup>3</sup> IEA, Oil Market Report, 12 settembre 2006.

<sup>4</sup> 142° Conferenza OPEC, 11 settembre 2006, <http://www.opec.org/opecna/Press%20Releases/2006/PR152006.htm>.

nella regione sia strutturalmente maggiore<sup>5</sup>. Le nostre proiezioni sono più alte del consenso di mercato (\$60 e \$62 rispettivamente per Brent e WTI nel 2007.T2), e anche dell'attuale profilo dei *futures*.

#### Prezzo del Brent Crude – proiezioni, consenso e mercato



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

#### Proiezioni sui prezzi delle materie prime

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Petrolio (Brent, \$/barile)</b>	28.9	38.3	54.4	66.8	68.5	63.9
	+15.4	+32.7	+42.1	+22.7	+2.5	-6.7
<b>Materie prime escl. combustibili (1990=100)</b>	103.4	122.5	135.1	161.5	160.9	147.2
	+6.9	+18.5	+10.3	+19.5	-0.4	-8.5
<b>Metalli (1990=100)</b>	98.4	134.0	169.3	262.6	272.9	213.3
	+12.2	+36.1	+26.4	+55.1	+3.9	-21.8
<b>Agricole (1990=100)</b>	100.4	105.9	107.6	110.8	111.3	115.4
	+3.8	+5.5	+1.6	+3.0	+0.5	+3.7

Livelli e variazioni medie annue

#### Crescita del PIL per area, a/a

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Stati Uniti</b>	2.5	3.9	3.2	3.4	2.6	3.0
<b>Giappone</b>	1.8	2.3	2.6	2.6	2.3	2.3
<b>Area Euro</b>	0.8	1.7	1.5	2.7	2.0	1.8
<b>Europa Orientale</b>	5.8	6.7	5.2	5.7	5.6	4.9
<b>America Latina</b>	1.9	5.8	4.5	5.0	4.3	3.8
<b>OPEC</b>	1.5	7.9	6.7	6.0	5.0	4.5
<b>Asia orientale</b>	6.5	7.3	7.2	7.9	7.3	7.2
<b>Africa</b>	3.4	4.4	4.6	5.6	4.9	4.4
<b>Crescita mondiale</b>	2.4	3.7	3.3	3.8	3.2	3.3

Variazioni medie annue.

<sup>5</sup> Sebbene non vi sia una maggior frequenza globale di cicloni tropicali, l'aumento si è effettivamente verificato nell'Atlantico settentrionale e ci sono prove statistiche di un aumento dell'energia scaricata dagli uragani (+70% negli ultimi 30 anni). V. K. Emanuel, *Anthropogenic Effects on Tropical Cyclone Activity*, <http://wind.mit.edu/~emanuel/anthro2.htm>, per un'analisi e riferimenti bibliografici. Ovviamente, e il 2006 ne è un buon esempio, ciò non toglie che vi possano ancora essere anni relativamente poveri di eventi estremi.

## Lo scenario per area in sintesi

### Stati Uniti

Abbiamo significativamente rivisto al ribasso le nostre stime di **crescita** per il trimestre in corso al 2,0% t/t (ann.) dal 2,9% t/t elaborato a luglio. La stima è considerevolmente inferiore alla media di consenso (+2,8% t/t *Survey Bloomberg* di settembre).

Il riesame delle prospettive macro di medio periodo ha sostanzialmente convalidato il giudizio formulato lo scorso giugno: la crescita dovrebbe rallentare nei prossimi trimestri e chiudere l'anno con una variazione del Pil al 3,4% il rallentamento dovrebbe stabilizzarsi nel corso del 2007 e fissare la crescita al 2,6%.

Accantonate le oscillazioni che hanno caratterizzato il Pil dell'ultimo trimestre del 2005 e del primo del 2006, il macro trend che vediamo per il 2006-2007 apre una nuova fase dopo il *soft landing* iniziato nella seconda metà del 2004 ed interrotto nella seconda metà del 2005 da un fugace rimbalzo congiunturale. L'indicatore anticipatore dell'OCSE e quello del Conference Board hanno mostrato segnali di rallentamento. Il valore corrente di questi indicatori confermerebbe le prospettive di un calo del Pil tendenziale al 2,6% a/a un tasso considerato certamente inferiore a quello potenziale. Ciò favorirà nel 2007 un calo delle misure di inflazione.

Il segnale di una crescita ora prevista chiaramente al di sotto del potenziale ci induce a eliminare dallo scenario la previsione di un ultimo rialzo dei **fed funds** a 5,5%. Rispetto al mercato però dissentiamo sulla previsione di tagli dei tassi: manteniamo infatti l'opinione che almeno nel primo semestre i tassi non scenderanno dai livelli di fine 2006, considerando i rischi di inflazione e la buona tenuta della crescita dei consumi attesa per i prossimi trimestri.

### Area euro

Le notizie raccolte durante i mesi estivi ci spingono a rivedere la **crescita** 2006 al 2,7% da un precedente 2,3%. Il 2007 sarà un anno di rallentamento e registrerà un ritorno della crescita all'1,9%. Il picco di questo ciclo si è visto a inizio estate, ma gli indicatori congiunturali rimangono coerenti con una crescita del Pil area euro al di sopra del potenziale (0,5%/t) fino a fine anno. Come avevamo previsto la domanda interna si è confermata il principale motore di crescita. In particolare, nei mesi primaverili, gli investimenti aziendali hanno fatto la parte del leone e ci attendiamo una tenuta della spesa in macchinari anche nella restante parte dell'anno. Nel 2006.S2, i consumi delle famiglie dovrebbero recuperare terreno, sostenuti da una dinamica più vivace dell'occupazione e da un recupero di potere di acquisto legato al calo dei prezzi delle benzine. Il prossimo anno, il rallentamento del commercio mondiale, i passati rialzi dei tassi ufficiali e politiche fiscali più restrittive in Germania e in Italia riporteranno la crescita appena al di sopra al potenziale. I passati movimenti di petrolio e cambio nonché gli squilibri internazionali e l'incertezza sulla profondità del rallentamento dell'economia americana continuano a rappresentare un rischio verso il basso per il nostro scenario. Tuttavia, la nostra modellistica suggerisce che anche un *hard landing* negli Stati Uniti introduce rischi verso il basso e comunque meno significativi che in passato per la crescita dell'area nel 2007.

Il recente crollo del prezzo del petrolio e dei carburanti si rifletterà nei dati di **inflazione** del bimestre settembre-ottobre che scenderanno fin verso l'1,7/1,8%. La media attesa per il 2006 viene così limata al 2,2% dal 2,4% atteso solo un paio di mesi fa, ma i rischi per la stabilità dei prezzi non sono diminuiti. La stima per il 2007, anche se limata al 2,3% da 2,4%, rimane comunque superiore all'obiettivo della banca centrale ed in accelerazione.



La manovra di normalizzazione della politica monetaria della **BCE** non dovrebbe durare ancora a lungo. Dopo avere già aumentato il tasso refi di 100pb, la banca centrale ha segnalato che ciò non è ancora sufficiente e un aumento ad inizio ottobre è stato già “preannunciato” piuttosto esplicitamente. Lo scenario più probabile è che i tassi ufficiali vengano ritoccati ancora prima della fine dell’anno fino al 3,50%. A quel punto la BCE potrebbe riprendere per qualche mese almeno un atteggiamento attendista, di “*wait and see*”, di fronte all’atteso rallentamento dell’economia e seguito delle manovre fiscali annunciate per il 2007, degli effetti del rallentamento del commercio mondiale, dell’apprezzamento del cambio e delle stesse mosse di politica monetaria.

**L’Asia:  
Giappone**

Anche le economie asiatiche condivideranno il trend di rallentamento della crescita atteso per l’economia mondiale, ma la trasmissione dell’indebolimento dell’economia USA sull’Asia sarà molto limitata. La crescita in **Giappone** passerà da 2,6% del 2006 al 2,3% nel 2007. Per la Cina, la crescita dovrebbe scendere dall’11% del 2006 al 10% del 2007. e in **Cina** condividerà il trend di rallentamento del resto dell’economia mondiale. Due punti sono da notare per quanto riguarda lo scenario dell’Asia. Prima di tutto, la crescita di Cina e Giappone resterà ancora al di sopra del potenziale, mantenendo così qualche pressione verso l’alto sui prezzi a livello globale. Inoltre, la buona tenuta di queste economie è legata alla dinamica positiva della domanda domestica e alla quota crescente dell’export intra-area, rendendole relativamente immuni al contagio dall’economia USA.

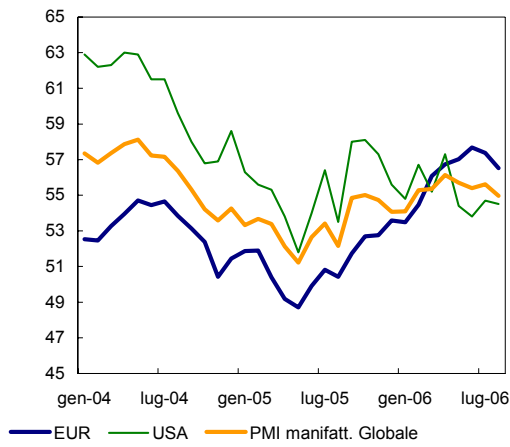
Per quanto riguarda **le politiche economiche**, con la crescita anche l’anno prossimo sopra il potenziale, le autorità sia in Cina che in Giappone proseguiranno sul sentiero di graduale e moderata restrizione. In **Giappone**, la politica fiscale del nuovo primo ministro Abe non dovrebbe essere molto diversa da quella del suo predecessore Koizumi e sarà improntata a un contenimento della spesa pubblica attraverso riforme strutturali (pensioni, sanità, poste). La politica monetaria proseguirà sul sentiero di graduale normalizzazione dei tassi volta ad evitare il mantenimento di condizioni finanziarie eccessivamente espansive. La **BoJ** mantiene la previsione per l’inflazione intorno a 0,8% a fine anno fiscale 2007. Queste indicazioni sono coerenti con tassi almeno intorno all’1% a metà 2007.

**Cina**

In **Cina**, il rallentamento previsto per il prossimo anno è in realtà un ritorno alla “normalità” del 10% dopo l’accelerazione del primo semestre di quest’anno: il modesto indebolimento della domanda, già visibile dai dati congiunturali del terzo trimestre, è stato ottenuto attraverso l’adozione di varie misure restrittive nei mesi estivi. Le autorità hanno alzato due volte tassi di intervento e coefficiente di riserva, e introdotto blocchi amministrativi ai nuovi progetti di investimento, oltre a continuare a permettere il graduale, se pure limitato, apprezzamento del tasso di cambio. Gli effetti delle misure amministrative cominciano a vedersi nei dati di luglio e agosto e le autorità segnalano di volere ora attendere prima di intervenire ancora. Nuove misure verranno adottate solo se si vedrà una nuova riaccelerazione della crescita, poichè sembra ormai un dato di fatto che la crescita effettiva si discosti di almeno due punti percentuali dall’obiettivo fissato dal governo.

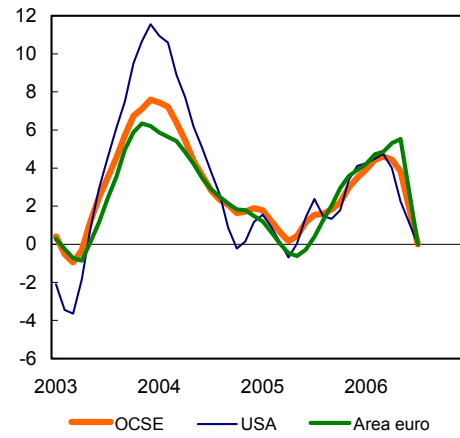
## Tendenze dell'economia globale

**1 - PMI manifatturiero globale**



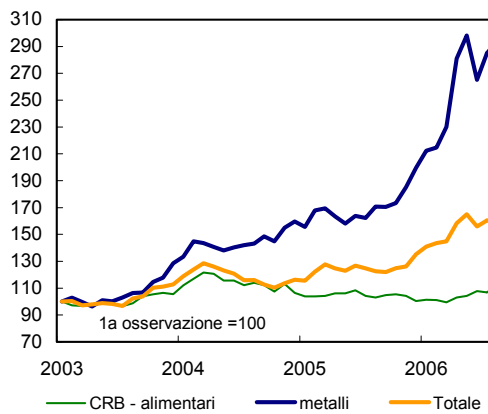
Fonte: Banca Intesa, su dati NTC, ISM e altri.

**2 - Indici anticipatori OCSE**

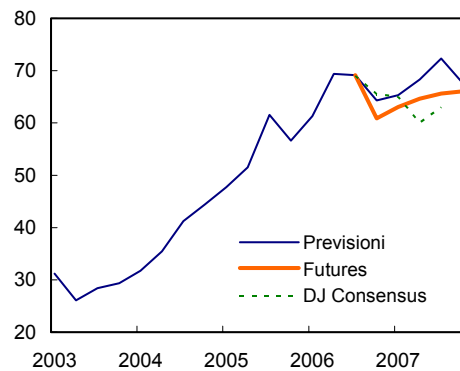


Fonte: EcoWin, OCSE.

**3 - Indici delle materie prime**

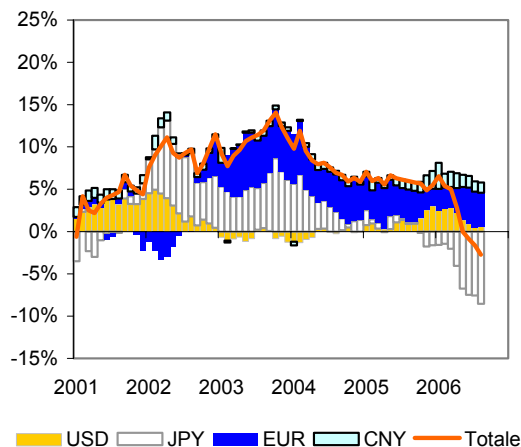


**4 - Prezzo del petrolio – proiezioni (Brent Crude)**



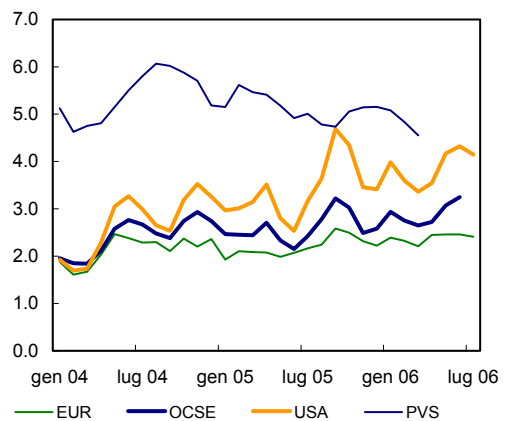
Fonte: Banca Intesa, Reuters e Dow Jones.

**5 - Variazione della liquidità globale**



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

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



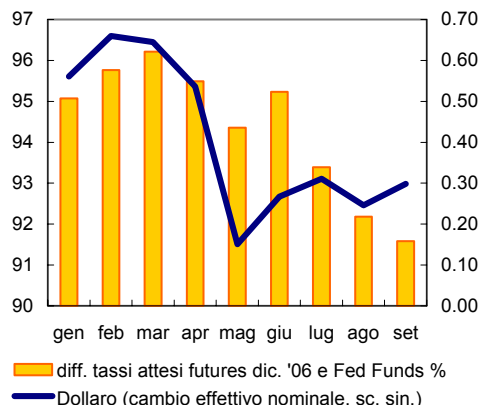
Fonte: EcoWin, OCSE.

## Mercati valutari: il dollaro tiene botta

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

**USD** – Nel precedente numero dello “Scenario Macroeconomico” (giugno 2006), dove avevamo intitolato la sezione sui mercati valutari “Dollaro: cercando il *trend*”. In quella fase infatti non vedevamo segnali che avrebbero fatto intraprendere una tendenza definita, soprattutto al ribasso – dove certamente comunque puntava lo scenario di rischio. Nel corso del terzo trimestre infatti **il dollaro** (cambio effettivo nominale) **ha rialzato la testa** rispetto ai minimi registrati nel secondo. E questo è avvenuto **nonostante le aspettative di rialzo dei Fed Funds siano andate progressivamente diminuendo, fino a tradursi in attese di taglio dei tassi ufficiali**. Lo si può interpretare come un’indicazione di buona capacità di tenuta del biglietto verde - pur a fronte di timori di rallentamento dell’economia USA – e quindi come un segnale che la fine del ciclo di restrizione monetaria da parte della Fed non segnerà l’inizio di un deprezzamento della divisa statunitense. Questo non significa che stia per iniziare una nuova fase ascendente, ma che si potrà avere un periodo di aggiustamento che, per quanto su livelli medio/bassi, non vedrà più un indebolimento indiscriminato come fu nel triennio 2002-2004.

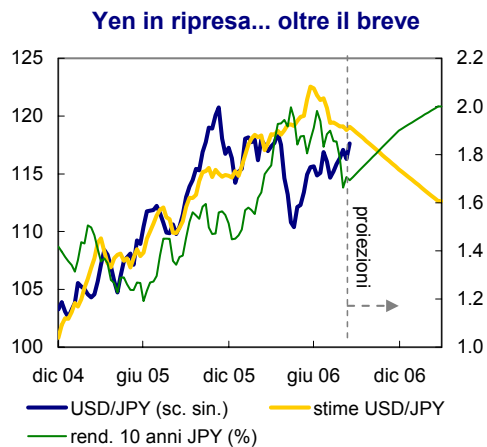
**La fine dei rialzi Fed non dovrebbe far crollare il dollaro**



A livello istituzionale non esiste un orientamento politico condiviso a favorire la caduta del dollaro, semmai a favorire la rivalutazione delle divise sottovalutate. In occasione dell'**ultimo G7** (16 settembre) è stato nuovamente (anche se implicitamente) ribadito il concetto su questo punto, tramite l'**invito ai paesi emergenti con grossi avanzi di parte corrente a lasciar fluttuare liberamente le proprie divise**. Il richiamo espresso è stato fatto alla Cina, ma può sentirsi chiamato in causa anche il Giappone. Da parte delle autorità di Pechino infatti già si sono ricevute nuove aperture. La **PBoC**, dopo aver lasciato muovere *de facto* il cambio USD/CNY su margini di oscillazione più larghi, **ha anche fatto esplicitamente riferimento alla possibilità di ampliare la banda di fluttuazione giornaliera** (attualmente  $\pm 0,3\%$ ), come alternativa alla rivalutazione *una tantum* della parità USD/CNY. L'allargamento della fascia è un'opzione che potrebbe essere anche annunciata nel giro di poco tempo: i mercati sono “preparati” e l'ulteriore rafforzamento atteso di yuan quale viene incorporato dai contratti *non-deliverable forwards* appare abbastanza realistico. Sia le aperture esplicite da parte della Cina sia il fatto che al G7 non siano stati inaspriti i toni nei confronti di Pechino dovrebbero contribuire a contenere le speculazioni rialziste sullo yuan e di riflesso le pressioni ribassiste (da questo lato) sul dollaro. **Contemporaneamente il quadro di fondo si imposta in modo sempre più favorevole anche allo yen**. A margine del G7 infatti il ministro delle finanze Tanigaki ha ammesso esplicitamente - anche di fronte al disagio manifestato

dalle autorità europee per l'eccessiva debolezza di yen contro euro - che il recente indebolimento dello yen è stato un po' rude.

**JPY** – Per quanto le premesse “confortino” le aspettative di avvio di svolta rialzista (lungamente attesa) dello yen è probabile che questa si faccia attendere ancora per qualche mese. Ora, **nel passaggio fra terzo e quarto trimestre, la divisa nipponica rischia invece ulteriori pressioni ribassiste, principalmente a causa dell'ancora elevato differenziale di rendimento** (sia con gli Stati Uniti sia con l'area euro, e non solo). Il contesto appare favorevole ad un' almeno temporanea estensione dei *carry trades* ed anche i flussi di portafoglio suggeriscono una dinamica di breve non favorevole. Si aggiunga anche che con il 30 settembre si chiude il semestre fiscale, generando ulteriore possibile pressione in uscita verso destinazioni a rendimento più elevato con l'avvio di ottobre. Oltre il breve comunque sembra opportuno rientrare sulle discese di yen a 118/120 USD/JPY e 150-153 EUR/JPY. Il *downside* di yen contro euro dovrebbe restare entro 152/153, in quanto nei differenziali di rendimento le prossime mosse restrittive della BCE sono già ampiamente incorporate. L'area sopra 150 viene considerata “problematica” dal punto di vista delle autorità europee.

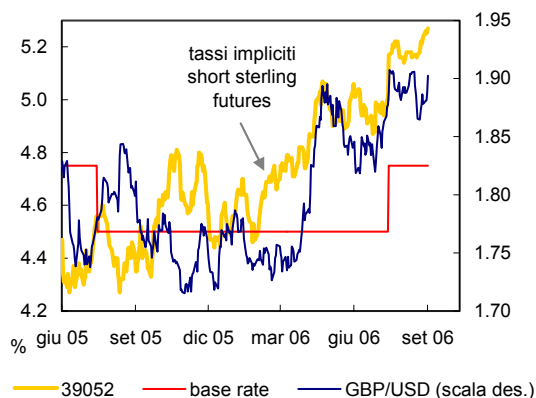


Non riteniamo che il passaggio di consegne in corso tra Koizumi e Shinzo Abe alla guida del partito liberaldemocratico e poi nel ruolo di primo ministro interferisca in modo significativo con il mercato. Dai sondaggi risulta qualche perplessità circa le capacità di leadership di Abe, ma l'atteggiamento proattivo in termini di riforme di cui il paese ha bisogno viene ritenuto un elemento favorevole per la borsa giapponese.

**EUR** – Negli ultimi mesi **l'euro ha dato prova di avere pochi spunti propri e di muoversi ancora di riflesso rispetto al dollaro**. I minimi recenti in area 1,26 - dove il cambio ha indugiato più giorni sul supporto critico di 1,2630 EUR/USD sfondato il quale si riaprirebbe il fronte ribassista verso 1,24 (minimi di luglio) - sono stati raggiunti in un contesto di forte esposizione speculativa montata su aspettative di fine ciclo rialzi Fed. Nonostante tale spunto abbia più volte in corso d'anno portato l'euro alle soglie di 1,3000 il cambio non è mai però riuscito neppure a toccare tale livello - fermandosi al massimo a 1,2979 (5 giugno). Questo non significa che **il rischio di raggiungere quota 1,30** si possa ora considerare scampato. Nel breve infatti, entro il passaggio dal terzo al quarto trimestre con la fine degli aumenti Fed e la prosecuzione dei rialzi BCE, **rimane. Non consideriamo però tale possibilità come scenario centrale**, bensì come rischio alternativo, per quanto con probabilità di verificarsi non insignificante. Ma soprattutto un eventuale strappo sopra 1,30 dovrebbe essere contenuto nella

dimensione, limitato nel tempo e non rappresentare l'avvio di un nuovo trend rialzista. Sopra tale soglia infatti l'euro è ancora da considerarsi ampiamente sopravvalutato: questo, in un contesto di rallentamento atteso della crescita dell'area euro nel corso del 2007, anche in funzione dei rialzi dei tassi in arrivo e della passata forza del cambio, non rende sostenibile un periodo protratto oltre 1,30. **A meno di un *decoupling* effettivo tra economia europea e statunitense o di un innalzamento strutturale della crescita potenziale dell'area euro** manteniamo quindi previsioni ancora con oscillazioni concentrate sul *range* tra 1,24 e 1,30.

#### La Banca d'Inghilterra alza i tassi e la sterlina si rafforza



**GBP** – Nella precedente pubblicazione trimestrale di giugno avevamo privilegiato uno scenario centrale di stabilità dei tassi da parte della **Banca d'Inghilterra**, sottolineando però un rischio crescente di restrizione monetaria, che imputavamo alla difficoltà delle imprese di continuare ad assorbire attraverso la riduzione dei margini i continui aumenti dei costi a monte. Tale rischio si è materializzato, con una stretta a sorpresa in agosto che ha riportato il *base rate* al 4,75%. Le **attese** ora sono **per un altro intervento** di pari entità, **che farebbe terminare l'anno con tassi al 5,0%** (per ulteriori dettagli v. sezione "Regno Unito"). **Questo rappresenta un fattore di forza della sterlina**, in consolidamento sopra 1,9000 GBP/USD e in prossimità di 0,6700 EUR/GBP livello che potrebbe essere messo sotto pressione a breve. **Il picco della divisa britannica dovrebbe però essere lasciato alle spalle durante il quarto trimestre**. La decelerazione attesa dell'economia nel 2007 e il grado comunque di sopravvalutazione del cambio suggeriscono infatti una tendenza correttiva dopo il possibile ulteriore rafforzamento atteso in questa fase.

## Stati Uniti: PIL 2007 rivisto al 2,6%

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

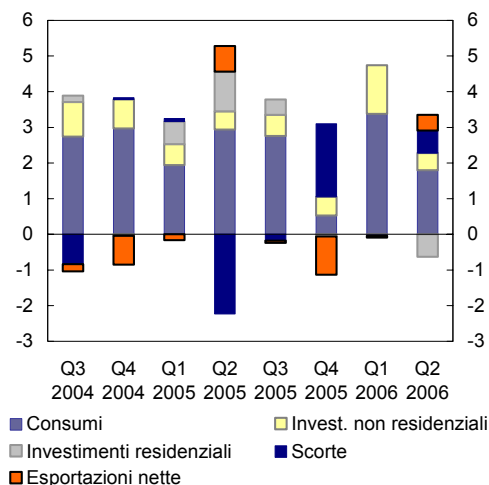
### Il punto sul trimestre in corso. L'epicentro è l'edilizia residenziale

Abbiamo significativamente rivisto al ribasso le nostre stime di crescita per il trimestre in corso al 2,0% t/t (ann.) dal 2,9% t/t elaborato a luglio. La stima è considerevolmente inferiore alla media di consenso (+2,8% t/t *Survey Bloomberg* di settembre). Dati i possibili effetti di mercato legati ad una delusione sulla crescita appare opportuno chiarire alcuni aspetti su cui è basata la nostra previsione.

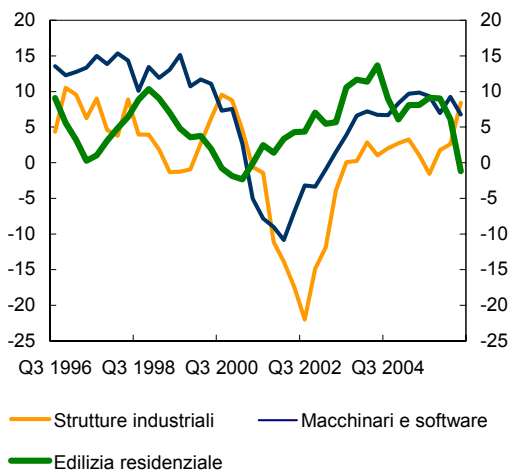
Le vendite al dettaglio di agosto sono cresciute dello 0,2% m/m contro attese di -0,2% m/m. La sorpresa positiva è stata prodotta dal mancato calo delle componenti auto che, a dispetto del crollo di oltre il 6% delle vendite denunciate dalle case costruttrici, è riuscita a difendere i livelli del mese precedente. Questa discrepanza potrebbe essere sanata dalla prossima revisione, visto che non sembra dipendere da un rialzo dei listini. Considerando la dinamica dell'aggregato che esclude anche i materiali edili, il calo reale delle vendite di auto ed ipotizzando una stabilizzazione dell'andamento dei servizi (+0,6% m/m) si ottiene una stagnazione ad agosto dei consumi privati che in termini reali dovrebbe tradursi in un calo dello 0,1% m/m. Ipotizzando un recupero a settembre (+0,4% m/m consumi nominali) ed una stabilizzazione del deflatore intorno allo 0,1% m/m il 2006.T3 si chiuderebbe con una crescita dei consumi reali del 3,6% t/t (ann.) leggermente al di sopra delle attese di mercato (+3,0% t/t *Survey Bloomberg* di settembre) ed in recupero dal 2,6% t/t (ann.) dello scorso trimestre.

Alle buone notizie sui consumi si aggiungono quelle sugli investimenti industriali. Gli ordinativi di beni capitali al netto di difesa ed aerei continuano a mostrare una certa vivacità. Le indagini di settore (NFIB) hanno in realtà indicato un probabile rallentamento anche per questo aggregato ma ciò non avverrà nel trimestre in corso. Il livello elevato degli ordini nuovi e di quelli inevasi garantisce un rallentamento molto progressivo degli investimenti. Al contrario il recupero delle consegne e la vivace domanda di strutture non residenziali suggerisce una crescita molto intensa nel 2006.T3 per gli investimenti delle imprese.

Contributi alla crescita per componenti del Pil



L'epicentro del rallentamento è nell'edilizia

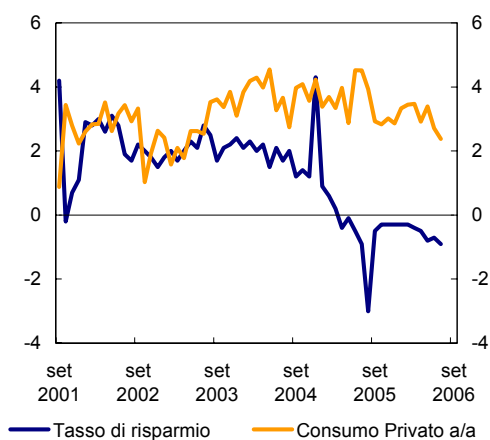


Per ciò che riguarda il trimestre in corso le buone notizie finiscono qui. Sebbene investimenti fissi industriali e consumi privati rappresentino insieme oltre l'80% del

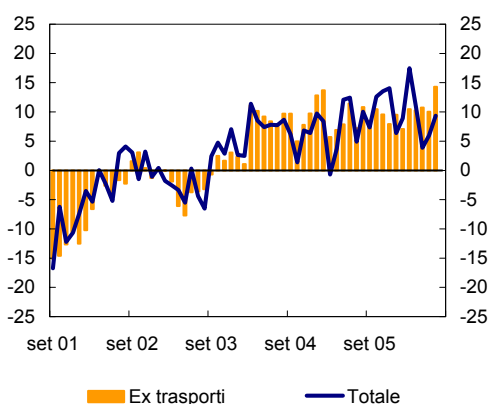
Pil, il brusco calo degli investimenti in edilizia residenziale ed il contributo marginalmente negativo delle scorte e del canale estero dimezzeranno la crescita del trimestre fermandola al 2,0% t/t (ann.) contro un consenso di mercato al 2,8% t/t (*Survey Bloomberg* di settembre).

Il settore edile è l'epicentro della brusca frenata dell'economia americana; da quanto prolungata ed intensa sarà la sua stagnazione dipenderà sostanzialmente la possibilità di recupero nei prossimi trimestri. Gli investimenti in edilizia sono calati quasi del 10% t/t (ann.) nel 2006.T2 e l'andamento della spesa privata residenziale suggerisce un calo ancora più severo nel 2006.T3. Il calo degli investimenti edili rappresenta il primo e più diretto effetto depressivo che origina da questo settore. L'espulsione di manodopera rallenta la dinamica occupazionale (e dei salari orari) e quindi la crescita dei redditi personali. Gli impiegati nel settore delle costruzioni sono aumentati solo nell'ultimo anno di circa 200 mila unità circa il 13% dell'aumento totale degli occupati nel settore privato. A questo secondo effetto se ne aggiungerà un altro se e quando il rallentamento dei prezzi immobiliari richiederà un tasso di risparmio più elevato. La stagnazione dei *capital gains* sulla ricchezza immobiliare potrebbe infatti incidere sulla necessità di accumulare risorse oggi per far fronte ai consumi durante il pensionamento. Il freno alla crescita che deriva da questo canale potrebbe non richiedere un calo dei prezzi immobiliari ma solo una loro stagnazione - evento quanto più probabile visto il vero e proprio crollo dei prezzi delle case nuove ed esistenti. D'altra parte questo effetto ricchezza inciderà sulle abitudini di spesa in un arco di tempo relativamente lungo, quando il ridimensionamento dei *capital gains* degli immobili avrà portato ad una nuova definizione del sentiero di crescita dei consumi.

**Consumi sotto i riflettori**



**Gli investimenti industriali tengono**



Il contributo alla crescita della spesa pubblica dovrebbe essere sostanzialmente neutrale. Con un andamento stagnante della spesa pubblica in costruzioni a luglio la crescita di questa componente nel 2006.T3 dipenderà dalla capacità di mettere a segno recuperi molto significativi nei prossimi due mesi. Anche ipotizzando un rimbalzo della spesa pubblica, il contributo alla crescita difficilmente sarà di qualche rilievo.

A dispetto dello scorso trimestre il canale estero dovrebbe offrire un contributo alla crescita marginalmente negativo e ciò contribuirà ad esaltare il ruolo depressivo della componente edile. Il saldo della bilancia commerciale di luglio ha mostrato infatti un peggioramento del deficit, US\$ -68,0 mld contro attese di US\$ -65,5 mld. Il deterioramento non è attribuibile esclusivamente ad una più sfavorevole ragione di scambio per l'acquisto di petrolio. Anche al netto di questa componente si registra infatti un aumento del deficit di oltre 2 mld a US\$ -42,5

mld. In termini reali (a prezzi e cambi costanti) il deficit sale a -59,1 mld un valore significativamente superiore alla media del 2006.T2 (-57,6 mld). Ipotizzando che il saldo di agosto-settembre ritorni sulla media del secondo trimestre il freno alla crescita nel 2006.T3 dovrebbe attestarsi intorno a -0,2% (ann.).

Infine l'andamento delle scorte suggerisce un probabile contributo negativo dall'accumulazione di capitale circolante. Rispetto alla media del 2006.T2 il valore di luglio (+0,6% m/m) sottrarrebbe alla crescita circa lo 0,4% (ann.). Si tratta ovviamente di un dato isolato che potrebbe facilmente essere attenuato dalle prossime rilevazioni. Detto ciò sembra comunque improbabile un sovvertimento del contributo di questa componente alla crescita del trimestre.

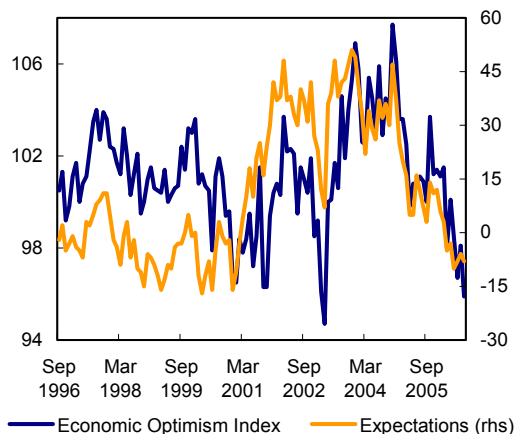
Le indicazioni dal lato della domanda compongono sino ad ora un quadro decisamente poco incoraggiante. Si tratta in qualche caso di un'evidenza empirica frammentaria ed incompleta suscettibile inoltre di ampie revisioni. In questa situazione l'esame degli indicatori di offerta può rivelarsi particolarmente utile per la convalida della previsione.

### Gli indicatori dal lato dell'offerta confermano la frenata del trimestre

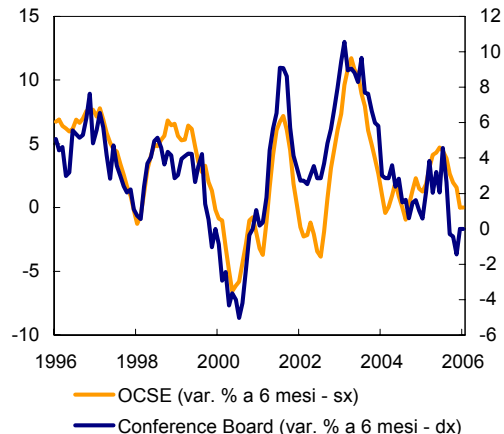
La produzione industriale di agosto vede un calo dell'output dello 0,1% m/m contro attese di crescita dello 0,3% m/m. Su base trimestrale la crescita media dei primi due mesi del 2006.T3 vede un rallentamento sul trimestre precedente al 4,5% t/t (ann.) dal 6,6% t/t registrato nel 2006.T2. Inoltre, complice la revisione al rialzo dei mesi precedenti, l'utilizzo della capacità produttiva cala di tre decimi a 82,4.

Anche l'andamento delle ore lavorate e l'aumento del tasso di disoccupazione testimoniano come la crescita si sia probabilmente attestata su di un passo inferiore al potenziale. Il rallentamento della crescita occupazionale e la stagnazione delle ore di lavoro settimanali si sono riflesse nello stallo delle ore aggregate, molto correlate con l'andamento del Pil. Sulla base dei primi due mesi del 2006.T3 si registra una crescita di appena lo 0,8% t/t (ann.) contro il 2,7% t/t realizzato nel 2006.T2. Il peggioramento del giudizio sulle condizioni del mercato del lavoro registrato dal Conference Board si è accompagnato ad un aumento del tasso di disoccupazione di due decimi di punto al 4,8% nel 2006.T3.

#### Le piccole imprese sempre più pessimiste



#### Gli indicatori anticipatori puntano verso il basso



I risultati delle indagini ISM lasciano pensare ad un rallentamento anche più marcato di quello che emerge dagli indicatori di domanda. L'ISM totale (manifatturiero e non) sulla base dei dati di luglio ed agosto cala di 2,9 punti a

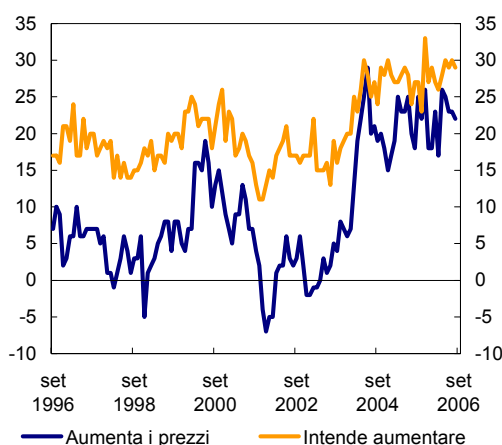


54,4 nel 2006.T3, un valore coerente con un calo del tendenziale sotto il 3,0% a/a. Le indicazioni che ricaviamo dal crollo dello ZEW e dal Philly Fed, dall'andamento del rapporto scorte/fatturato e dall'aumento degli *spread corporate* indicano ampie possibilità di calo delle indagini ISM anche a settembre. Il sondaggio svolto presso le piccole imprese (NFIB) fornisce un quadro ancora più pessimistico della congiuntura, basti pensare che l'indice di ottimismo economico è già sceso sotto i valori raggiunti in concomitanza della recessione del 2001. Sul fronte edile, l'indagine svolta dall'associazione dei costruttori (NAHB) descrive il rallentamento attuale e prospettico della domanda di abitazioni con l'indice NAHB che ha ormai raggiunto i minimi toccati nel corso della recessione del 1990-91.

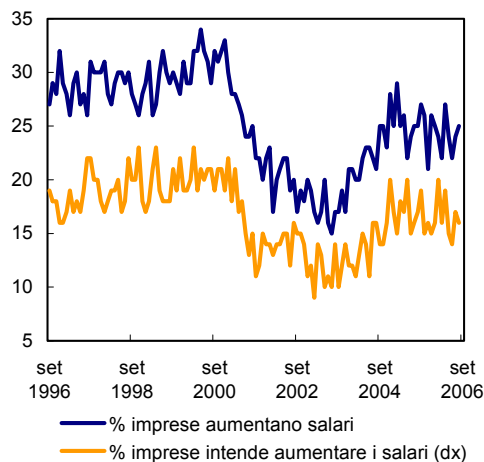
### L'inflazione offre segnali di moderazione. Pressioni inflative di incerta lettura

Il CPI di agosto ha confermato le aspettative di mercato e della Fed di una dinamica inflativa in rallentamento. Dopo cinque mesi in crescita in media dello 0,3% m/m, luglio e agosto hanno visto il *core* ritornare a crescere dello 0,2% m/m, un tasso non troppo lontano dal passo ritenuto accettabile dalla Fed. I mercati hanno reagito molto positivamente con tassi in calo ed un azionario in recupero compiaciuti sia dal lieve rallentamento del *core* sia dal fatto che l'indice generale non ha ancora incamerato il calo dei prezzi della benzina. Ciò significa che il dato di settembre vedrà un contributo della voce energia che incorporerà anche il calo del prezzo della benzina di agosto. Prevedibilmente l'effetto sul mese sarà fortemente negativo. I prezzi alla produzione di agosto confermano le indicazioni di rallentamento della dinamica inflativa emerse dai prezzi al consumo. L'indice generale sale meno delle attese (+0,1% m/m e 3,7% a/a contro +0,3% m/m) mentre il *core* cala addirittura dello 0,4% m/m (0,9% a/a) contro attese di un aumento dello 0,2% m/m. Come per il CPI anche qui la componente energia, in aumento dello 0,3% m/m, non ha ancora incorporato il recente calo del prezzo della benzina e ciò dovrebbe riflettersi in un contributo particolarmente negativo di questa componente nella lettura di settembre. A completare la sequenza di dati favorevoli sul fronte inflativo anche il calo delle aspettative di inflazione di lungo periodo. L'indagine condotta dall'Università del Michigan mostra un calo di tre decimi di punto al 2,9% per l'inflazione mediana sui 5-10 anni.

**Elevato il pricing power delle imprese**



**La dinamica salariale non appare fuori controllo**

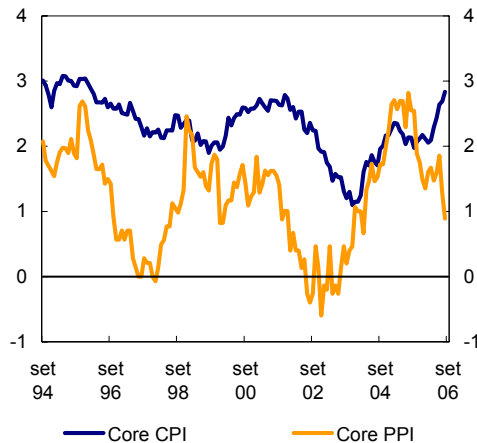


L'unica nota stonata è venuta dalla revisione al rialzo dei redditi da lavoro del 2006.S1. L'aumento dei salari ha infatti determinato un balzo del costo del lavoro

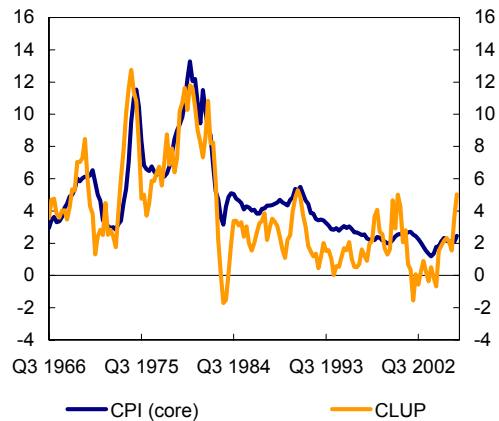
per unità di prodotto (CLUP) ai massimi degli ultimi sei anni (5,0% a/a nel 2006.T2). Le implicazioni in termini di inflazione del balzo del CLUP devono essere temperate dalla considerazione che 1) il costo orario del lavoro registrato dai dati di contabilità nazionale sui redditi personali è in parte gonfiato dalla componente variabile (stock options) che ha una minore incidenza sui prezzi; 2) misurazioni più accurate del costo del lavoro (indice ECI) non hanno mostrato un aumento paragonabile a quello dei dati di contabilità nazionale; 3) l'andamento delle entrate tributarie segnala un rallentamento dei redditi personali e ciò dovrebbe ridimensionare la dinamica del CLUP.

Alla luce del recente calo dei prezzi energetici, il comportamento delle indagini presso le imprese (ISM e NFIB) si presta ad una chiave di lettura più tranquillizzante. Le indagini hanno efficacemente descritto l'andamento del pricing power lungo il corso della ripresa e l'accumularsi di pressioni inflative del lato dei costi (ISM). Dopo il picco raggiunto nel 2004 i tempi di consegna si sono considerevolmente ridotti e l'andamento più recente suggerisce una loro ulteriore riduzione dovuta al rallentamento dell'economia. Il calo del tasso di disoccupazione su livelli considerati incompatibili con la stabilità dei salari non ha d'altro canto generato pressioni significative dal lato dei costi. Le intenzioni di aumento dei salari e gli aumenti effettivamente praticati dalle piccole imprese (NFIB) non sembrano descrivere una dinamica fuori controllo del costo del lavoro. A giudicare dall'andamento di questi indicatori, il maggior pricing power delle imprese sui propri mercati di sbocco ha permesso di scaricare sul consumatore finale l'aumento del costo delle materie prime mentre minori sarebbero state le pressioni esercitate dai salari. Se le indagini tendono a ridimensionare l'effetto inflativo esercitato dal costo del lavoro, il recente calo del prezzo del petrolio ed il rallentamento della domanda dovrebbero avere un impatto molto significativo sui prezzi dalle imprese. Considerando il livello ancora molto elevato dei profitti in percentuale del Pil, sembrano esserci ampi margini per contrastare il prospettico calo di *pricing power* con una politica di prezzo più aggressiva.

**I prezzi alla produzione sgonfiano le pressioni inflative**



**L'aumento del CLUP preoccupa**



**Nel medio termine la crescita resterà sotto il potenziale**

Il riesame delle prospettive macro di medio periodo ha sostanzialmente convalidato il giudizio formulato lo scorso giugno: la crescita dovrebbe rallentare nei prossimi trimestri e chiudere l'anno con una variazione del Pil al 3,4% il rallentamento dovrebbe stabilizzarsi nel corso del 2007 e fissare la crescita al 2,6%.

Accantonate le oscillazioni che hanno caratterizzato il Pil dell'ultimo trimestre del 2005 e del primo del 2006, il macro trend che vediamo per il 2006-2007 apre una nuova fase dopo il soft landing iniziato nella seconda metà del 2004 ed interrotto nella seconda metà del 2005 da un fugace rimbalzo congiunturale. L'indicatore anticipatore dell'OCSE e quello del Conference Board hanno mostrato segnali di rallentamento. Il valore corrente di questi indicatori confermerebbe le prospettive di un calo del Pil tendenziale al 2,6% a/a, un tasso considerato certamente inferiore a quello potenziale.

### **Consumi privati ed edilizia residenziale restano i punti deboli dello scenario**

La crescita dei redditi non ha evitato un ulteriore calo del tasso di risparmio ormai stabilmente in campo negativo dall'aprile del 2005 e pronto a raggiungere nuovi record. L'insostenibilità di questo regime pone una forte ipoteca sullo scenario di medio/lungo termine per l'economia americana. Il rallentamento dei capital gains sulla ricchezza immobiliare spingerà nella direzione di una moderazione dei consumi privati e verso un ripristino di livelli adeguati di risparmio. Questo processo di aggiustamento in uno scenario di soft landing dovrebbe prendere diversi anni, in questa ottica dal 2006 è lecito attendersi al più una stabilizzazione del tasso di risparmio su livelli ampiamente inferiori a quelli di equilibrio di lungo periodo (5% circa). Le nostre previsioni per il 2007 incorporano una crescita del reddito personale del 5,4% prodotta da una crescita occupazionale dell'1,2% (+126 mila occupati in media al mese per i non farm payrolls) e da un aumento dei salari orari del 4,1%. Con un tasso di crescita dei consumi privati (reali) al 3,0% ed un deflatore all'1,8%, il tasso di risparmio dovrebbe calare in media verso -0,3% nel corso dell'anno.

L'andamento dei principali indicatori mensili ha sino ad ora confermato l'aspettativa di forte calo degli investimenti residenziali. Il rallentamento delle vendite di nuove case ed il calo del numero di nuovi cantieri e della fiducia delle imprese costruttrici (indici NAHB) non lasciano molte speranze. L'accumulo di case invendute avvalorava uno scenario di stagnazione dei prezzi e più in generale di calo della domanda di abitazioni. L'andamento dei prezzi degli immobili condiziona fortemente lo scenario per il 2007-2008 anche indirettamente, attraverso l'effetto ricchezza sui patrimoni familiari. Le nostre previsioni assumono una convergenza dei prezzi immobiliari verso il 6,5% a/a dal 10,1% a/a registrato dall'OFHEO nel 2006.T2. Le caratteristiche peculiari del mercato immobiliare, caratterizzato da una forte inerzia dei prezzi escludono la possibilità che si verifichino dei crolli. Detto ciò la tendenza dei prezzi a convergere verso la media di lungo periodo (6,5% negli ultimi 10 anni) dovrebbe progressivamente annullare l'effetto della ricchezza immobiliare e condizionare visibilmente lo scenario macro dei prossimi anni.

### **Gli investimenti industriali sosterranno ancora la crescita**

Al netto della voce difesa ed aerei civili, gli ordinativi di beni capitali non hanno dato sin ora segnali di cambiamento del trend molto positivo iniziato nel 2003. In una prospettiva di medio termine, il rallentamento della domanda finale e dei profitti delle imprese dovrebbero determinare una moderazione del profilo di crescita degli investimenti industriali nel 2007 al 7,5% dall'8,0% del 2006.

### **Il canale estero beneficerà del calo delle quotazioni del petrolio**

Il deficit di partite correnti in percentuale del Pil ha raggiunto nuovi record nel 2005.T4 portandosi al 7,1%. È opinione condivisa che il ritmo di crescita del

debito estero non è sostenibile agli attuali livelli. Le previsioni per il 2007 parlano di una stabilizzazione del deficit intorno al 6,4% del Pil mentre per il 2006 dovremmo vedere una sensibile chiusura del gap commerciale di pari passo con il calo del prezzo del greggio. A dispetto di una crescita globale che si manterrà su livelli storicamente elevati, progressi più evidenti su questo fronte saranno ostacolati dal pagamento netto delle rendite finanziarie che rallenteranno la chiusura del conto delle partite correnti.

### L'inflazione core ha già raggiunto i massimi

La dinamica degli ultimi mesi dell'inflazione ha confermato le indicazioni della nostra modellistica. In prospettiva l'inflazione core dovrebbe mantenersi sul passo attuale (+0,2% m/m) per poi rallentare nel 2007. In termini tendenziali il core dovrebbe mantenersi intorno al 2,8% a/a nel 2006.T3 per poi chiudere l'anno in leggero calo verso il 2,6% a/a. Nel 2007 il rallentamento dell'economia dovrebbe rallentare il core verso il 2,3% a/a per fine anno.

#### Stati Uniti – Previsioni

	2005	2006	2007	2005				2006				2007		
				4	1	2	3	4	1	2	3			
PIL (US\$ 1996,a/a)	3,2	3,4	2,6	3,1	3,7	3,6	3,1	3,2	2,5	2,5	2,6			
- trim./trim. annualizzato				1,8	5,6	2,9	2,0	2,5	2,8	2,8	2,6			
Consumi privati	3,5	3,2	3,0	0,8	4,8	2,6	3,6	3,1	3,1	2,8	2,5			
IFL - privati non residenziali	6,8	8,0	7,5	5,2	13,7	4,7	9,1	8,6	7,9	6,8	6,5			
IFL - privati residenziali	8,6	-2,2	-7,3	-1,0	-0,3	-9,8	-11,4	-8,2	-7,6	-5,8	-4,0			
Consumi e inv. pubblici	0,9	1,7	0,8	-1,1	4,9	0,9	0,2	0,8	0,7	1,0	1,2			
Esportazioni	6,8	8,5	8,0	9,6	14,0	5,1	6,9	7,4	8,4	8,8	8,8			
Importazioni	6,1	6,3	5,0	13,2	9,1	0,6	6,2	6,1	5,8	4,5	4,1			
Var. scorte (contrib., % Pil)	-0,3	0,3	0,0	0,5	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0			
Partite correnti (% Pil)	-6,5	-6,5	-6,3	-7,1	-6,7	-6,7	-6,6	-6,4	-6,4	-6,4	-6,4			
Deficit Federale (% Pil)	-3,1	-2,0	-2,3											
Debito pubblico (% Pil)	64,5	64,4	64,8											
CPI (a/a)	3,4	3,6	2,3	3,7	3,7	4,0	3,5	3,1	2,9	2,3	2,0			
Produzione Industriale	3,2	4,5	3,9	5,2	5,0	6,4	4,9	3,6	3,5	3,8	3,1			
Disoccupazione (%)	5,1	4,7	5,0	4,9	4,7	4,6	4,7	4,8	4,9	5,0	5,1			

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

## Politica monetaria USA: pausa definitiva?

Giovanna Mossetti

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

I mercati nell'ultimo mese sono tornati a concentrarsi principalmente sui rischi per la crescita, determinati dal rallentamento in atto dell'economia americana. Il *focus* sull'inflazione che aveva caratterizzato i mesi primaverili è quasi sparito anche prima del calo recente del prezzo del petrolio che ridurrà l'inflazione *headline* nei prossimi mesi più di quanto previsto fino a poche settimane fa. L'attuale ottimismo dei mercati sulle dinamiche dei prezzi deriva dalla convinzione che il trend dell'inflazione verso l'alto sarà corretto "automaticamente" dal rallentamento della domanda e dall'eventuale stabilizzazione (o calo) dei prezzi energetici, soprattutto negli USA. Poiché l'inflazione è tipicamente un indicatore ciclico ritardato, la Fed non vorrà rischiare di alzare troppo i tassi quando il ciclo ha già svoltato.

Questa logica ha trovato supporto nei **verbali della riunione del FOMC** di agosto e nei discorsi di alcuni membri del comitato. I verbali affermano infatti che nelle previsioni dello staff, "l'inflazione dei prezzi al consumo *core* sarebbe scesa un po' verso la fine dell'anno e nell'anno prossimo, soprattutto per il calo degli effetti di più elevati prezzi dell'energia e delle importazioni". Inoltre, "la maggior parte dei partecipanti pensava che, con i prezzi energetici in possibile stabilizzazione, la domanda aggregata in rallentamento, le aspettative di inflazione di lungo termine contenute, l'inflazione del PCE *core* probabilmente sarebbe scesa in modo graduale, dai suoi attuali livelli elevati, anche se i rischi verso l'alto sull'inflazione erano significativi".

### Aumentano i rischi verso il basso per la crescita, ma i rischi sull'inflazione restano verso l'alto

Con l'accumularsi di dati di consumi deboli, qualche segnale di rallentamento anche dal lato delle imprese, e indicazioni di una correzione del mercato immobiliare più marcata di quanto atteso, i rischi dal lato della crescita sono aumentati. Le previsioni di crescita per il 2007 sono state riviste verso il basso sia nelle indagini di consenso sia nello scenario Banca Intesa. Tuttavia, nel breve-medio termine i rischi sull'inflazione restano verso l'alto e, come hanno detto i verbali sono "significativi".

Nella previsione di Banca Intesa, il sentiero del CPI *core* dovrebbe toccare un picco a 2,8% a/a a settembre, con variazioni mensili di 0,2%, per poi ridiscendere verso il 2,6% con variazioni mensili di 0,15 nei tre mesi successivi. La Fed non reagisce mai a un singolo dato e guarda a una serie di rilevazioni, specialmente nel caso dell'inflazione che è volatile nel brevissimo termine. Pertanto saranno due o tre dati nei prossimi mesi a determinare se la banca centrale dovrà riportare l'attenzione dei mercati sul proprio *tightening bias*, per limitare il rischio che il rialzo dell'inflazione si trasferisca in modo più persistente sui salari.

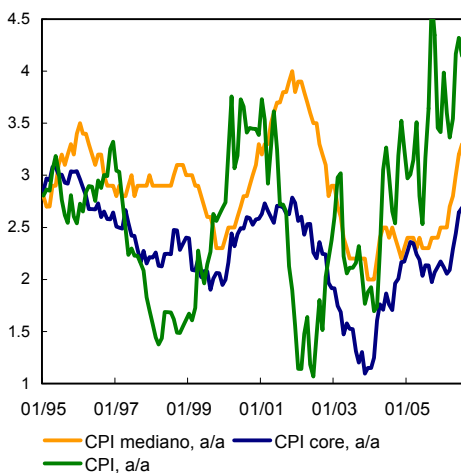
Il trend verso l'alto dell'inflazione dura da circa tre anni, e accomuna tutte le misure di variazioni dei prezzi, come mostrano i grafici. Disaggregando le componenti per grandi settori, si osserva che il trend verso l'alto è comune a tutte le componenti dell'inflazione, anche al netto dell'energia. La banca centrale ha un obiettivo implicito sull'inflazione *core* poiché ritiene che questa misura sia in grado di prevedere bene l'andamento dell'inflazione *headline* nel medio termine, come confermato dall'andamento delle serie su periodi oltre l'anno (vedi sotto).

Il differenziale fra inflazione *core* e inflazione totale si è allargato negli ultimi anni, anche perché gli shock ai prezzi energetici non sono stati transitori, come in passato, bensì permanenti e non vi è stato un rientro dell'inflazione verso la sua media precedente. Negli ultimi sei mesi, la persistenza degli shock energetici insieme all'esaurirsi di risorse inutilizzate nell'economia, ha dato luogo a **un trend**

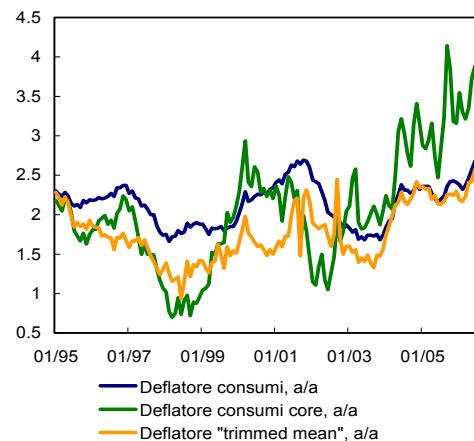
**verso l'alto dell'inflazione core.** Questo è il motivo per cui i rischi sull'inflazione sono considerati particolarmente significativi dalla banca centrale. L'ultimo anello della catena, quello del costo del lavoro, sta rispondendo al trend dei prezzi, come indicano i verbali (anche prima della drastica revisione verso l'alto del costo del lavoro): "diversi partecipanti hanno notato le revisioni ai dati storici che descrivono un quadro dei trend di costi più preoccupante, le revisioni verso l'alto delle misure del CLUP che riflettono revisioni all'insù dei compensi del fattore lavoro e revisioni all'ingiù alla produttività del lavoro". Il calo del prezzo del petrolio dell'ultimo mese riduce le pressioni inflazionistiche, ma offrendo anche sostegno ai consumi, limita simultaneamente i rischi sulla crescita. La dinamica dell'inflazione *core* dei prossimi mesi non dovrebbe comunque risentire in misura significativa dell'andamento dei prezzi energetici nel breve termine.

L'attenzione della Fed per il trend recente dell'inflazione *core* è dettata in parte anche dall'apparente cambiamento della relazione fra inflazione e tasso di disoccupazione. La globalizzazione del recente passato sembra aver allentato la relazione fra tasso di disoccupazione e inflazione (curva di Phillips). La possibilità di aumentare l'offerta delocalizzando la produzione e di contenere le pressioni inflattive grazie alla concorrenza ha permesso negli ultimi anni di registrare una crescita aggregata al (o al di sopra del) potenziale nei paesi industrializzati senza generare variazioni significative nel tasso di inflazione. Il tasso di disoccupazione ha continuato a scendere senza determinare consistenti aumenti dei prezzi. Una curva più piatta, come ha detto Bean della Bank of England al convegno di Jackson Hole<sup>6</sup> sulla politica monetaria, permette alle banche centrali di rispondere a shock negativi con costi pressoché inesistenti sulla crescita se l'inflazione è su livelli desiderati. Questo clima idilliaco per le politiche monetarie vale fino a quando l'inflazione rimane ancorata in un intorno dell'inflazione obiettivo. Se l'inflazione sale al di sopra del livello desiderato e le banche centrali vogliono farla ridiscendere, il costo in termini di disoccupazione e crescita sarà tanto più grande quanto più piatta è la curva di Phillips prevalente. In parte questo fenomeno è la conseguenza del fatto che con la globalizzazione la politica monetaria di ciascuna banca centrale interagisce con le condizioni di domanda e offerta globale.

**Inflazione in aumento, misurata con il CPI ...**

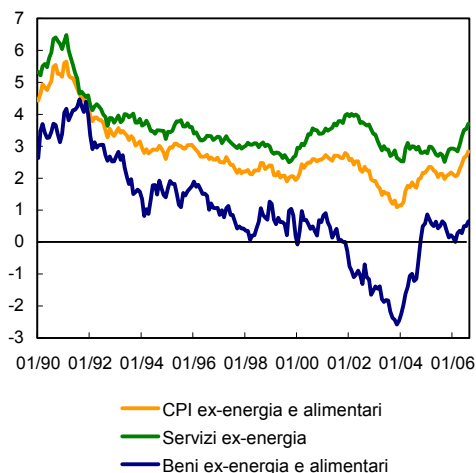


**...e con il deflatore dei consumi**

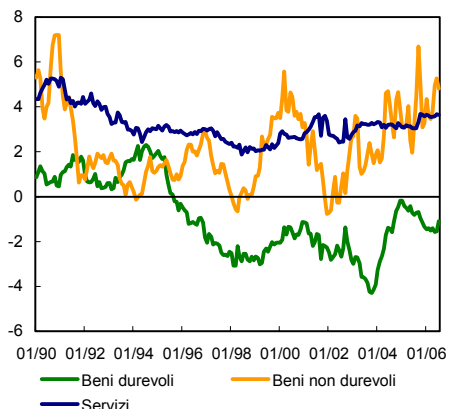


<sup>6</sup> C. Bean, Comments on Rogoff, Kansas City Fed, Jackson Hole, Agosto 2006

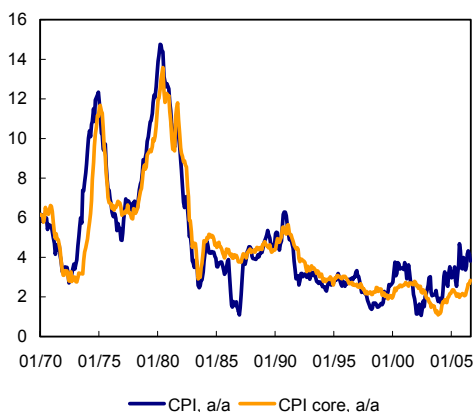
**CPI core: componenti (var. % a/a)**



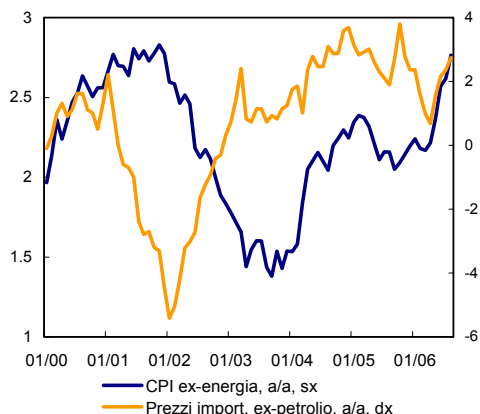
**Deflatore dei consumi: componenti (var. % a/a)**



**Nel medio termine CPI e CPI core convergono**



**Qualche segnale di trasferimento di pressioni dai prezzi all'import al CPI**



Fonte: Ecwin

**La pausa nel processo di rialzi dei tassi sembra essere diventata definitiva, per via dei maggiori rischi sulla crescita**

Gli interventi da parte dei membri del FOMC hanno confermato l'esistenza di un ampio spettro di opinioni sui rischi relativi di crescita e inflazione. Sulla crescita, Poole ha affermato che l'economia è "robusta", Minehan ha detto che l'attuale scenario economico "è relativamente favorevole" e nei prossimi trimestri la domanda dovrebbe espandersi a un ritmo in linea con quello di crescita dell'offerta, poco sotto il 3%; Yellen ha invece sottolineato con enfasi i rischi sulla crescita derivanti dalla debolezza del mercato immobiliare. Sull'inflazione, Yellen ha espresso un relativo ottimismo sullo scenario di rientro dell'inflazione verso la "comfort zone" del FOMC, pur sottolineando che "con un'inflazione troppo alta, la politica monetaria deve avere un bias verso ulteriore restrizione". Pianalto ha detto che l'inflazione "elevata" è ancora una preoccupazione e che la Fed deve essere "vigile" sui prezzi: tuttavia, la pausa nei rialzi dei tassi è "appropriata" per valutare se sono necessari altri rialzi. Lacker, che ha dissentito sulla decisione di agosto, ha ribadito invece che "semplicemente non penso che la crescita da sola

porterà giù l'inflazione. Poole ha detto che non c'è garanzia che la crescita in rallentamento raffredderà l'inflazione, e la politica della Fed dipenderà dai dati.

La riunione del **FOMC di settembre** si è conclusa come ad agosto, con tassi fermi al 5,25%, e il voto di dissenso di J. Lacker, presidente della Richmond Fed, che avrebbe invece voluto un rialzo di 25 pb. Anche il comunicato non contiene novità significative rispetto a quello di agosto e mantiene l'indicazione di rischi verso l'alto sull'inflazione. Il testo afferma che la moderazione della crescita "in parte riflette "il raffreddamento del mercato immobiliare", mentre scompare il riferimento agli effetti ritardati dei rialzi dei tassi e dei prezzi energetici. Ad agosto tale raffreddamento era definito "graduale", oggi il FOMC elimina l'aggettivo in risposta ai dati che segnalano una debolezza molto più decisa rispetto a un paio di mesi fa. Sul fronte dell'inflazione, le parole sono molto simili nel descrivere il fatto che l'inflazione *core* rimane "elevata", con potenziali pressioni all'insù derivanti "dall'alto livello di utilizzo delle risorse e dai prezzi dell'energia e di altre materie prime". Come ad agosto il comunicato afferma che "le pressioni inflazionistiche probabilmente si modereranno nel corso del tempo" grazie ad aspettative di inflazione contenute, agli effetti ritardati dei rialzi dei tassi di interesse e questa volta si aggiunge anche il contributo di una minore pressione dai prezzi energetici.

Nessuno dei cambiamenti verbali trasmette un cambiamento di opinione sui rischi per lo scenario. Infatti il comunicato conclude che "il Comitato ritiene che rimangano alcuni rischi di inflazione" e ribadisce che i tempi e l'entità di eventuale ulteriore restrizione saranno, come in passato, dettati dall'evoluzione dello scenario di crescita e inflazione. La pausa dunque rimane giustificata dalla necessità di raccogliere informazioni sullo scenario ciclico, con un segnale di preoccupazione per la dinamica dei prezzi *core*. Per maggiore chiarezza sulla diffusione delle preoccupazioni sui prezzi comunque sarà necessario aspettare la pubblicazione di verbali l'11 ottobre, quando ci saranno maggiori informazioni sulla valutazione dei rischi associati alle varie opzioni di policy.

Anche se i rischi sull'inflazione restano verso l'alto, i recenti dati sulla crescita sono stati molto deludenti e sembrano segnalare un trasferimento della debolezza del settore immobiliare residenziale anche al settore manifatturiero. **Rivediamo verso il basso la previsione di crescita del PIL per il 2007** (vedi editoriale in questo numero di SMT) **a 2,6% da 2,9%**. Il segnale di una crescita ora prevista chiaramente al di sotto del potenziale ci induce **a eliminare dallo scenario la previsione di un ultimo rialzo dei fed funds a 5,5%**. Rispetto al mercato però dissentiamo sulla previsione di tagli dei tassi: manteniamo infatti l'opinione che almeno nel primo semestre i tassi non scenderanno dai livelli di fine 2006, considerando i rischi di inflazione e la buona tenuta della crescita dei consumi attesa per i prossimi trimestri.



## Area euro: cronaca di una ripresa annunciata

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

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

- Le notizie raccolte durante i mesi estivi ci spingono a rivedere la crescita 2006 al 2,7% da un precedente 2,3%. Il 2007, sarà ancora un anno di rallentamento ma si arriverà all'1,9% e non all'1,7% come stimavamo nel nostro scenario di giugno.
- Il picco di questo ciclo si è visto a inizio estate, ma gli indicatori congiunturali rimangono coerenti con una crescita del Pil area euro al di sopra del potenziale (0,5%t/t) fino a fine anno.
- Come avevamo previsto la domanda interna si è confermata il principale motore di crescita. In particolare, nei mesi primaverili, gli investimenti aziendali hanno fatto la parte del leone, ci attendiamo una tenuta della spesa in macchinari anche nella restante parte dell'anno.
- Nel 2006.S2, i consumi delle famiglie dovrebbero recuperare terreno, sostenuti da una dinamica più vivace dell'occupazione e da un recupero di potere di acquisto legato al calo dei prezzi delle benzine.
- Il prossimo anno, il rallentamento del commercio mondiale, i passati rialzi dei tassi ufficiali e politiche fiscali più restrittive in Germania e in Italia riporteranno la crescita appena al di sopra al potenziale.
- I passati movimenti di petrolio e cambio nonché gli squilibri internazionali e l'incertezza sulla profondità del rallentamento dell'economia US continuano a rappresentare un rischio verso il basso per il nostro scenario.
- La nostra modellistica suggerisce che un *hard landing* negli Stati Uniti introduce, limitati rischi verso il basso e comunque meno significativi che in passato per la crescita dell'area nel 2007.

### Sempre più forte la crescita 2006

Il 2006 è stato un anno di continue sorprese per la crescita area euro. Ci si aspettava già alla fine del 2005 una forte ripresa ciclica ma nel corso di quest'anno siamo stati costretti a rivedere costantemente al rialzo le nostre previsioni di crescita. Fino a marzo scorso, eravamo allineati con il consenso (2,1%) quindi a giugno, fiduciosi sul vigore della ripresa abbiamo alzato la nostra stima al 2,3% distaccandoci dal consenso fermo ancora sulla previsione di marzo. Il flusso di notizie raccolto nei mesi estivi indica chiaramente che la nostra previsione era ancora troppo cauta e il nostro scenario vede ora la crescita 2006 al 2,7%.

**Tabella 1 – Previsioni di crescita del PII AE Consenso verso Banca Intesa**

Data di previsione	2005		2006		2007	
	Consenso	Banca Intesa	Consenso	Banca Intesa	Consenso	Banca Intesa
dic-05	1,4	1,5	1,9	1,9	nd	nd
mar-06	1,5	1,5	2,1	2,1	1,8	1,6
giu-06	1,5	1,5	2,1	2,3	1,8	1,7
set-06	1,5	1,5	2,5	2,7	1,8	1,9

Fonte: Consensus economics e Banca Intesa

La stima per il 2006.T2 ha mostrato un'accelerazione della crescita del Pil (0,9%t/t) in eccesso delle più rosee delle attese. Anche la crescita del Pil a inizio 2006 è risultata più forte (0,8% t/t) rispetto a quanto inizialmente stimato (0,6% t/t). La sorpresa sul secondo trimestre e le revisioni al primo sono da sole sufficienti a portare la media 2006 al 2,6%. Lo spaccato per paese rivela che le

principali sorprese sono venute dalla crescita tedesca e italiana, dove si è vista la più marcata accelerazione ciclica tra il 2005 e il 2006.

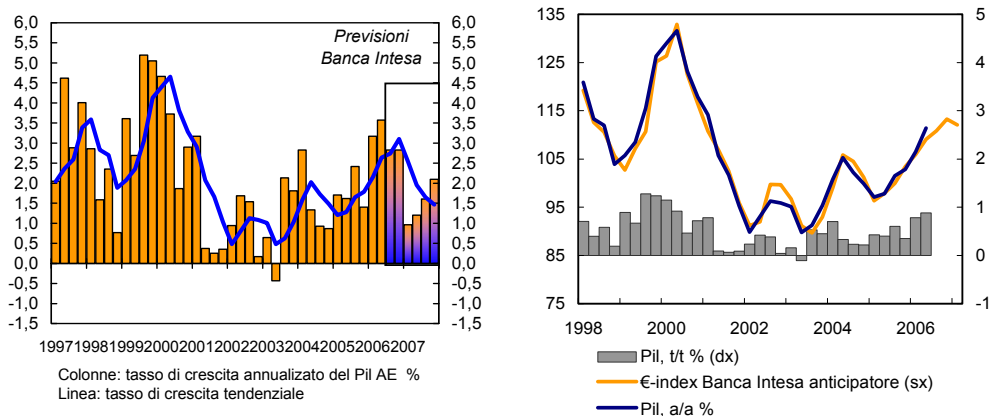
**Secondo l'€ - index Banca Intesa la crescita eccederà il trend anche nel T3**

La tornata di indagini congiunturali di agosto conferma sì che il picco di questa fase ciclica è alle spalle ma suggerisce che la normalizzazione della crescita attesa per i mesi estivi sarà meno significativa di quanto pensavamo. L'€-index di Banca Intesa incorporando le indicazioni delle ultime indagini di fiducia prevede che il Pil area euro dovrebbe essere cresciuto di 0,7% t/t in estate. A questo punto la stima del nostro indice coincidente è sicuramente più affidabile delle nostre congetture e rivediamo pertanto la previsione per il 2006.T3 a 0,7% t/t da un precedente 0,6% t/t, lasciando così la media 2006 al 2,7%.

**La correzione degli indicatori congiunturali in estate segnala soltanto che il picco è alle spalle**

La nostra lettura degli indicatori congiunturali potrebbe sembrare forse un po' troppo ottimista. Le indagini di agosto sono risultate infatti più deboli delle attese. Particolarmente deludente è stato l'andamento dell'indice ZEW che tra agosto e settembre ha perso una deviazione standard (-37 punti) collocandosi ai minimi da inizio '99. L'indice di fiducia economica della Commissione UE, dopo mesi in costante ascesa, ha corretto per la prima volta al ribasso, e in questo la correzione è stata più marcata delle attese. Anche i PMI hanno perso più di quanto la media degli analisti si aspettava (manifatturiero -0.9 a 56,5 consenso 57; servizi -0,8 a 57,1 consenso 57,5). A questo si aggiunge che i dati produzione industriale per il mese di luglio hanno segnato un'entrata piuttosto fiacca nel terzo trimestre. Ma l'esperienza insegna che le *surveys* più che i dati di produzione industriale, spesso soggetti ad ampie revisioni, danno un'indicazione più affidabile degli sviluppi ciclici all'interno dell'area euro. E l'esito delle ultime indagini congiunturali non pregiudica il nostro scenario di crescita per la seconda metà del 2006: la correzione di agosto semplicemente conferma che in termini congiunturali il picco di questa fase ciclica è alle spalle. Gli indicatori di fiducia rimangono tuttavia su livelli coerenti con una crescita al di sopra del potenziale anche nella restante parte del 2006 e su base tendenziale la crescita è vista accelerare ancora fino a fine 2006.

**Fig. 1 - In termini congiunturali il picco è alle spalle ma su base annua la crescita accelererà ancora fino a fine anno**



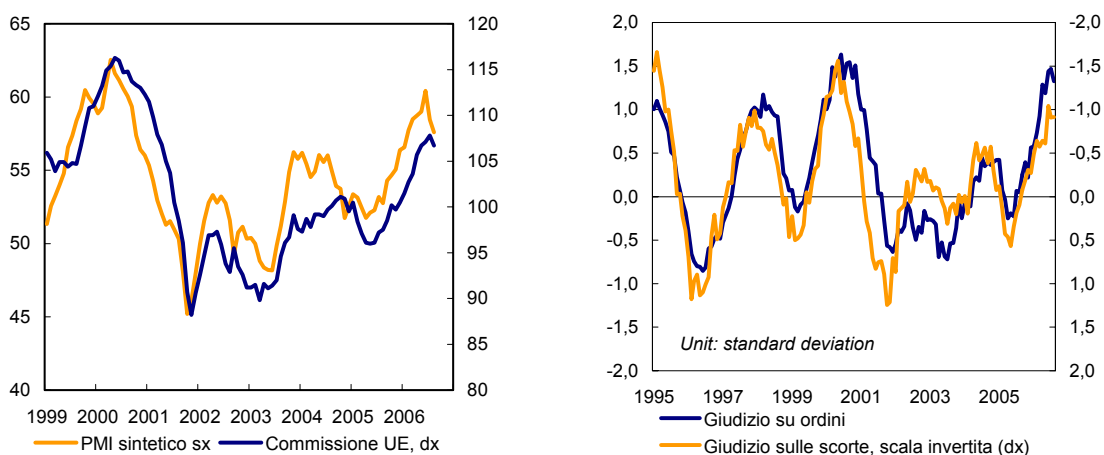
Fonte: Eurostat, Commissione UE e Banca Intesa

**La buona tenuta della domanda offrirà sostegno alla produzione nei prossimi mesi**

L'indice di fiducia economica della Commissione UE è soltanto tornato sui livelli dello scorso maggio (106,7). L'IFO è su livelli più bassi che nel secondo trimestre ma rimane al di sopra della media dei primi tre mesi dell'anno. Il PMI composito si è assestato in media a 57,5, circa due punti più in basso che nei mesi primaverili (59,2) ma in linea con il livello toccato nei primi tre mesi dell'anno quando il Pil cresceva di 0,8%/t. Oltretutto, i dettagli delle indagini congiunturali rivelano che il calo della fiducia riflette sì prospettive di crescita di qui a tre mesi meno brillanti,

ma confermano una tenuta sia della produzione corrente sia delle condizioni di domanda in particolare in Germania e Italia, dove la domanda è tornata ormai quasi sui livelli del 2000. Per il momento, il rallentamento sembra interessare il manifatturiero ma non i servizi, dove il morale è stabile sui livelli di luglio. Si è registrata una lieve flessione della fiducia anche nel settore delle costruzioni anche se questa rimane sui livelli massimi dall'inizio degli anni '90. Oltretutto, la correzione sembra aver interessato esclusivamente la Finlandia. Anche in Germania il morale è salito ulteriormente segno che la ripresa del settore non è un fenomeno legato esclusivamente ai trascorsi eventi sportivi.

**Fig. 2 - La fiducia ha corretto in agosto ma rimane su livelli elevati grazie a buone condizioni di domanda**



Fonte: EU Commission, NTC e Banca Intesa

**Nel 2006.S2, gli investimenti cederanno il passo ai consumi come di consueto in una fase ciclica più matura**

La nostra fiducia sul proseguimento di questa fase di crescita al di sopra del potenziale anche nella seconda metà del 2006 riposa sul fatto che la crescita non è trainata dalla domanda estera ma dalla domanda domestica. Nei mesi primaverili gli investimenti aziendali e in costruzioni hanno fatto la parte del leone. Ci aspettiamo che già dal terzo trimestre gli investimenti aziendali cedano il passo ai consumi delle famiglie, come è consueto in una fase ciclica più matura. Nei mesi estivi l'andamento della fiducia nel comparto dei beni d'investimento e degli ordini di beni capitali dall'estero sembra infatti suggerire un rallentamento della spesa per investimenti dal 2,1%*t* visto in primavera. La spesa per consumi dovrebbe invece essere sostenuta da una dinamica del reddito disponibile decisamente più vivace: una maggiore creazione di occupazione nei prossimi mesi e prezzi delle benzine in calo dovrebbero contribuire ad un aumento non trascurabile del potere d'acquisto.

L'andamento del mercato del lavoro sta beneficiando dell'accelerazione ciclica degli ultimi mesi e le imprese nel manifatturiero e nelle costruzioni continuano a segnalare maggiori intenzioni ad assumere. Anche le famiglie percepiscono migliori prospettive occupazionali come riflesso dal calo dell'indice sulle attese di disoccupazione nell'indagine sui consumatori di agosto. Una spinta ulteriore verrà dalla Germania dove l'aumento dell'IVA atteso per gennaio 2007 dovrebbe indurre le famiglie ad anticipare la spesa al 2006.

**Solo marginali rischi verso il basso nel 2006.S2**

Giudichiamo che i rischi per il nostro scenario previsivo per la seconda metà del 2006 sono solo marginalmente verso il basso. Un possibile rischio deriva dall'impatto dei passati rialzi dei tassi BCE sugli investimenti e sulla spesa per consumi in particolare in Francia e Spagna. In questi due paesi, il forte aumento dei prezzi delle case ha avuto un impatto indiretto sulla spesa per consumi, l'aumento dei tassi d'interesse potrebbe agire da freno sulla richiesta di nuovi

mutui e quindi di riflesso anche sulle transazioni immobiliari e sui prezzi delle case. anche se rimane incerto l'impatto sulla crescita dell'apprezzamento del cambio e del rincaro del greggio osservato da metà primavera fino a fine luglio. Guardando in avanti, cambio e petrolio dovrebbero continuare a muoversi sul sentiero più benevolo imboccato da inizio agosto. L'euro dovrebbe infatti aggirarsi sui livelli attuali e chiudere l'anno nell'intorno di 1,25. Il petrolio dovrebbe solo parzialmente recuperare dai livelli attuali e toccare i 66\$ per dicembre.

### Si tornerà al trend nel 2007

Se il 2006 marcherà l'anno di crescita più brillante dal 2000, l'area euro tornerà ben presto a muoversi in linea con il potenziale nel corso del 2007. Certo il maggiore dinamismo atteso alla fine di quest'anno segnerà un'entrata più forte nel prossimo anno ma il rallentamento della domanda mondiale, l'impatto dei rialzi dei tassi BCE e le intenzioni di Germania e Italia di attuare una seria correzione ai saldi di finanza pubblica più che giustificano la nostra stima di un ritorno della crescita appena al di sopra del trend (1,9%). E saranno proprio le politiche fiscali a determinare un rallentamento più o meno brusco nei diversi paesi ed aumentare la dispersione di performance all'interno dell'area. (si veda per maggiore dettaglio la Tabella 2)

Il pacchetto fiscale annunciato in Germania fermerà la crescita all'1,0% da un precedente 2,3%. In Italia, la crescita si aggirerà all'1,0% dall'1,7% di quest'anno. In Francia, invece, la crescita è attesa stabilizzarsi al 2,3%, il 2007 è infatti un anno elettorale e quindi il ciclo della spesa pubblica potrebbe essere di stimolo all'economia. La Spagna potrebbe rallentare il prossimo anno per il venir meno dei fondi strutturali UE, anche se con un avanzo primario di circa 1,0% di Pil ci sembra difficile che la crescita possa essere inferiore al 3,1% (2006: 3,6%). In Olanda, la crescita è vista in rallentamento al 2,4% da un stima di 2,7% nel 2006, prevediamo infatti che la riforma sanitaria determinerà uno spiazzamento dei consumi privati nell'anno in corso che sarà solo parzialmente recuperato nel 2007.

**Tabella 2 – Previsioni di crescita 2006 – 2007:  
Germania e Italia hanno riservato le maggiori sorprese**

	2005	2006		2007	
		giu-06	set-06	giu-06	set-06
AE	1,5	2,3	2,7	1,7	1,9
Francia	1,2	2,0	2,3	2,2	2,3
Germania	1,1	1,8	2,3	0,9	1,0
Italia	0,1	1,3	1,7	1,0	1,1
Spagna	3,5	3,6	3,6	3,2	3,1
Olanda	1,5	2,3	2,7	2,0	2,4

Fonte: Uffici Nazionali di Statistica, Eurostat e Banca Intesa

**Maggiori rischi sullo scenario 2007 in particolare dalla domanda mondiale**

**L'AE non è in grado di fare da contraltare nel caso di un hard landing negli States**

Non solo la crescita è attesa rallentare nel corso del 2007 ma il rischio a differenza di quanto è accaduto per il 2006 è che la nostra stima di 1,9% possa essere rivista al ribasso nei prossimi mesi. Vi è una maggiore aleatorietà infatti sullo scenario per il prossimo anno e questo è principalmente riconducibile agli squilibri internazionali e all'incertezza sulla profondità del rallentamento USA

È indubbio che in caso di un *hard landing* negli Stati Uniti la domanda globale subirebbe una brusca frenata ed è certo che l'area euro non potrà fare da contraltare. Nonostante la fase ciclica attuale sia decisamente la più brillante degli ultimi sei anni è pur vero che il potenziale di crescita dell'area si aggira appena al

**Ma il ciclo AE potrebbe essere meno dipendente da quello americano che in passato**

di sotto del 2,0%, le rigidità sistemiche, solo in parte alleggerite dalle recenti riforme, limitano la capacità di crescita endogena dell'area e la lasciano comunque dipendente dalle dinamiche della domanda mondiale.

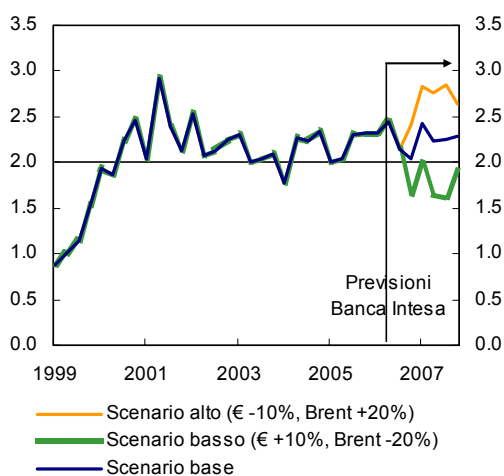
È possibile, tuttavia, che il ciclo europeo sia meno dipendente da quello americano di quanto non lo fosse in passato. Un semplice sguardo alle quote di esportazioni destinate agli Stati Uniti sembra indicare che l'impatto potrebbe essere meno severo dal momento che il peso degli scambi commerciali si è ridotto dal 17% nel 2000 al 15% nel 2005, mentre è aumentato il peso dell'Asia. Chiaramente si tratta di un'analisi parziale e per cogliere le dinamiche di un rallentamento degli Stati Uniti sulla domanda mondiale e di riflesso sul ciclo europeo abbiamo utilizzato il modello econometrico strutturale multipaese di Oxford Economic Forecasting. Abbiamo ipotizzato uno shock sui consumi americani tale da dimezzarne la crescita attesa e abbiamo così stimato l'impatto sulla crescita di Stati Uniti ed area euro mantenendo ferma la risposta di politica monetaria e il cambio. Ne risulta che la crescita americana rallenta di circa due punti e mezzo sul biennio 2007 - 2008 e la crescita area euro di sei decimi. Si tratta chiaramente del peggiore dei mondi possibili, senza reazione della politica economica al brusco rallentamento della domanda aggregata. Lasciando libero il modello di determinare la risposta di politica economica l'impatto sulla crescita americana sarebbe di 1,7 punti e sull'area sarebbe di -0,1 nel 2007, ma di +0,2 punti percentuali nel 2008.

**In conclusione, ci sembra di poter confermare il nostro scenario di un graduale ritorno della crescita area euro al potenziale nel 2007 dopo un brillante 2006.** Un *hard landing* negli Stati Uniti introduce, secondo le nostre simulazioni, limitati rischi verso il basso per la crescita dell'area nel 2007.

**Inflazione: sotto il 2%, ma durerà poco**

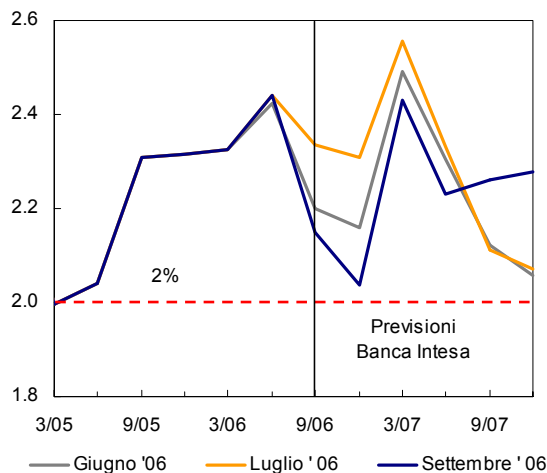
Il recente crollo del prezzo del petrolio e dei carburanti si rifletterà nei dati di inflazione del bimestre settembre-ottobre che scenderanno fin verso l'1,7/1,8%. La media attesa per il 2006 viene così limata al 2,2% dal 2,4% atteso solo un paio di mesi fa, ma i rischi per la stabilità dei prezzi non sono diminuiti. La stima per il 2007, anche se limata al 2,3% da 2,4%, rimane comunque superiore all'obiettivo della banca centrale ed in accelerazione.

**Fig. 3 – Scenario base sopra il 2% anche nel 2007**



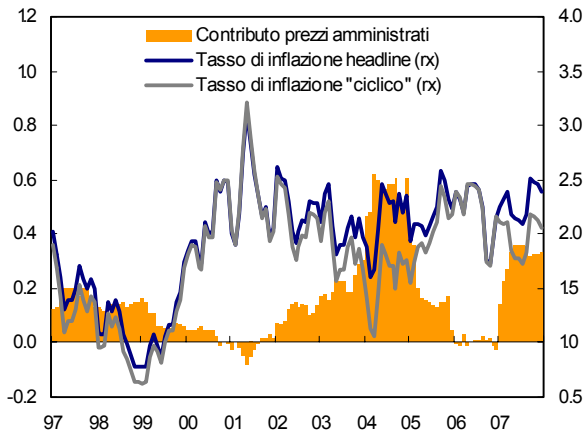
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Banca Intesa

**Fig. 4 – I cali di fine 2006 sono temporanei**

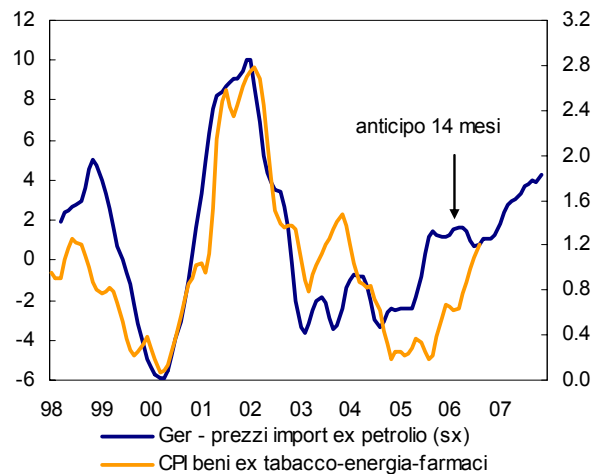


**Le pressioni sui prezzi provengono da quattro fronti:** la politica fiscale, soprattutto in Germania, l'andamento dei mercati alimentari, i passati aumenti dei prezzi dell'energia e gli aumenti dei prezzi dei beni manufatti sui mercati internazionali. Di queste, **solo gli ultimi due hanno natura ciclica, tale da poter essere contrastata con un'adeguata politica monetaria, ma anche l'ultimo sfugge alla sfera di influenza della BCE.**

**Fig. 5 – Nel 2007 peserà la politica fiscale**



**Fig. 6 – Pressioni crescenti dai beni importati**



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Banca Intesa

In termini pratici, ciò implica che **le proiezioni per la dinamica dei prezzi dei beni manufatti siano ascendenti per i prossimi trimestri**, proseguendo il profilo mostrato dalla primavera di quest'anno. A giudicare dai livelli raggiunti dai prezzi dei beni importati al netto dell'energia e dei prezzi dell'energia stessa, appare verosimile che il CPI dei beni al netto di prezzi amministrati, energia e farmaci, un insieme che copre poco meno del 50% del paniere del CPI, possa accelerare ancora dall'1,3% a/a di agosto fino all'1,7% a/ nella prima metà del prossimo anno, e questo a prescindere dall'impatto delle manovre sull'Iva in Germania.

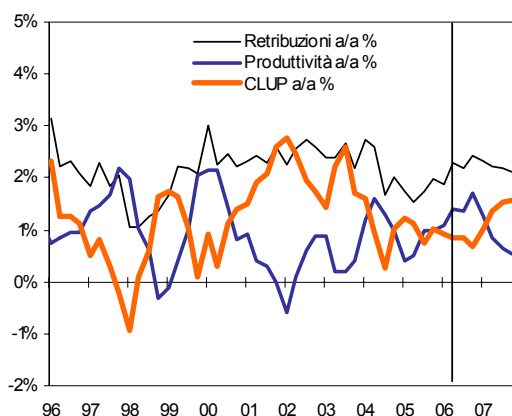
**La maggiore Iva in Germania**, come ampiamente esposto negli ultimi mesi, **ha il potenziale per aumentare di circa 1,4% il tasso di inflazione in Germania, cioè dello 0,37% nell'area euro.** Normalmente infatti gli shock sulle aliquote Iva si trasmettono integralmente sui prezzi finali di beni e servizi nel giro di qualche mese dopo l'introduzione delle misure. È verosimile che l'impatto sia quindi concentrato nei primi mesi del 2007 e che questo raggiunga il picco nel corso della primavera. **Un fattore di rischio per i mesi finali del 2006 è inoltre legato alla possibilità che i dettaglianti tedeschi anticipino parte degli aumenti** al fine di approfittare di condizioni di domanda più vivace e sperando inoltre di apparire più virtuosi all'inizio del prossimo anno quando la maggior parte dei prezzi sarà adeguata al rialzo.

**Tuttavia, non vi sono solo elementi sfavorevoli per quanto riguarda l'inflazione.** In primo luogo vale la pena di notare che **a livello di listini industriali il trasferimento a valle dello shock energetico è decisamente contenuto.** Rispetto a un anno fa, il PPI totale ha accelerato dal 4% al 6% a/a, al netto dell'energia la dinamica è passata da 1,3% al 3,4%, ma per quanto riguarda il PPI dei beni di consumo l'accelerazione è stata solo da 0,9% a 1,8% a/a.

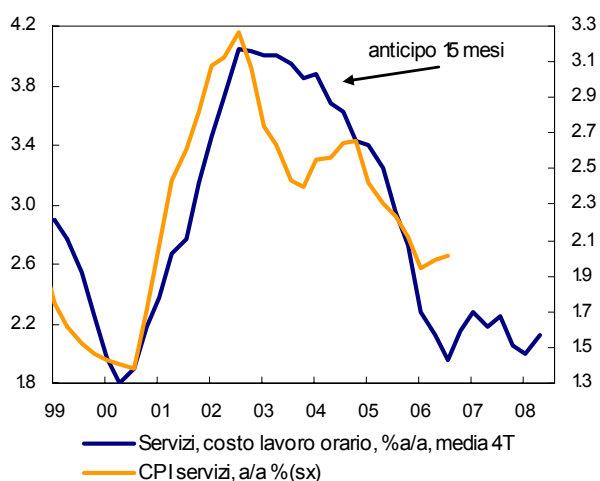
Ciò è stato reso possibile dalla **moderazione salariale e dall'aumento della produttività del lavoro.** Il risultato è che il **costo del lavoro per unità di**

**prodotto (CLUP) viaggiava allo 0,9% a/a nel 2006.T1, senza mostrare alcuna accelerazione rispetto alla media dei due anni precedenti.** La modesta accelerazione del costo del lavoro al 2,4% nel T2 dal 2,2% nel T1 dovrebbe essere agevolmente controbilanciata dall'accelerazione della produttività all'1,4% da 1,1% a/a, mantenendo così invariata la dinamica del CLUP. Le prospettive per la fine dell'anno sono favorevoli a giudicare dal rallentamento dei salari contrattuali dopo la gobba del T2 e complice l'abbrivio dell'economia potrebbero comprimere ancora di più la crescita del CLUP. In sintesi, **non emergono segnali di trasmissione dei passati shock sui prezzi ai salari, che anzi crescono in termini reali meno della produttività.**

**Fig. 7 – Costo del lavoro sotto controllo**



**Fig. 8 – Dinamica discendente nei servizi**



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Banca Intesa

Questo è vero anche **nel settore dei servizi dove la dinamica dei prezzi sta rallentando** dal 2002, con l'eccezione del 2004, ed è tornata sotto il 2% ad agosto. Il profilo moderato del costo del lavoro nel settore punterebbe ad una stabilizzazione intorno all'1,6% già nel corso del 2007, evento che però sarà probabilmente impedito dalla manovra Iva in Germania. Tuttavia, il trend sottostante dovrebbe rimanere favorevole anche nella prima parte del 2008.

**In conclusione**, al di là della temporanea puntata del CPI sotto il 2% tra fine estate ed inizio autunno, **i rischi sono prevalentemente verso l'alto sul medio termine**, come testimoniato da una previsione che vede comunque il CPI sopra il 2% per tutto il 2007. **Esistono però anche elementi di contenimento delle tensioni sui prezzi**, come la moderazione salariale e il faticoso percorso delle riforme strutturali volte a rendere più efficienti e concorrenziali i mercati dei beni e dei servizi nell'area euro. **Se quindi è giusto che la "vigilanza" della BCE non sia alleggerita in questa fase, non sembrano emergere elementi eccessivamente preoccupanti per le prospettive di medio termine e tali da richiedere energiche reazioni da parte della politica monetaria.**

## Politica monetaria: la fine dei rialzi non dovrebbe essere lontana

La manovra di normalizzazione della politica monetaria della BCE non dovrebbe durare ancora a lungo. Dopo avere già aumentato il tasso refi di 100pb, la banca centrale ha segnalato che ciò non è ancora sufficiente. Un aumento ad inizio ottobre è stato già “preannunciato” dall’usuale evoluzione della retorica nelle settimane precedenti la riunione. **Lo scenario più probabile è che i tassi ufficiali vengano ritoccati ancora prima della fine dell’anno fino al 3,50%.** A quel punto la BCE potrebbe riprendere per qualche mese almeno un atteggiamento attendista, di “wait and see”, di fronte all’atteso rallentamento dell’economia e seguito delle manovre fiscali annunciate per il 2007, degli effetti del rallentamento del commercio mondiale, dell’apprezzamento del cambio e delle stesse mosse di politica monetaria.

Fig. 9 – Ancora aumenti fino al 3,50% per il refi...

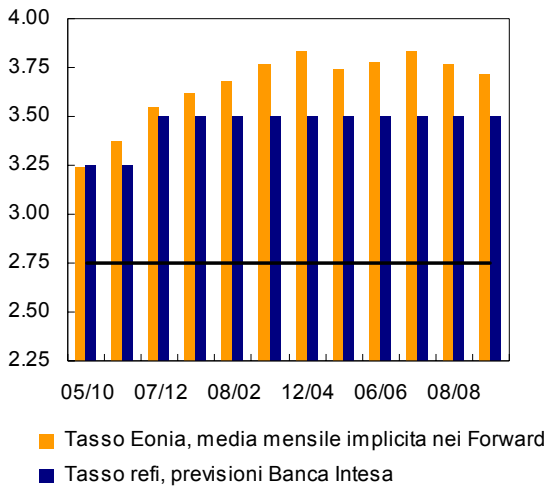
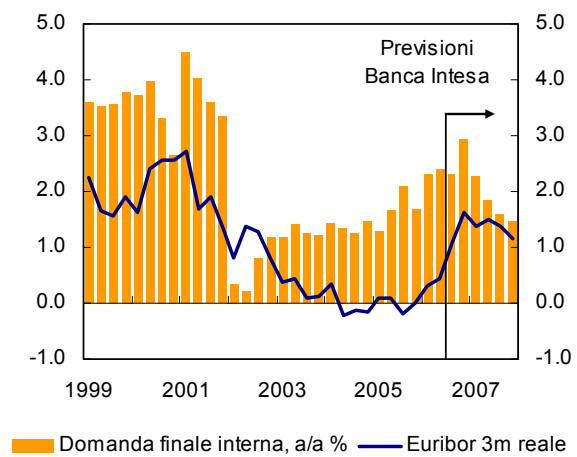


Fig. 10 – ...e poi una pausa sembrerebbe appropriata



Fonte: Eurostat, Reuters ed elaborazioni Banca Intesa

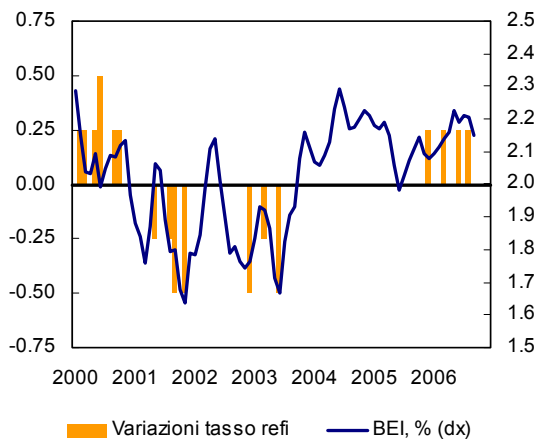
Il punto cruciale ci pare il rallentamento atteso per l’economia e soprattutto la difficoltà a interpretare i dati sul clima di fiducia e sull’attività tra fine 2006 e inizio 2007. Questi infatti saranno, e in effetti le indagini di fiducia già lo sono, influenzate dallo shock fiscale dell’aumento dell’Iva in Germania. Si dovrebbe quindi assistere prima ad un’impennata dei consumi e della crescita a fine anno, seguita da un sensibile rallentamento a inizio 2007. Come sempre quando l’economia svolta ci vorrà del tempo per determinare se si tratta di un episodio transitorio o se la tendenza di fondo è cambiata. Appare quindi **ragionevole che la BCE non ritenga opportuno correre il rischio di esacerbare il rallentamento dell’economia alzando ancora i tassi in un fase di deterioramento del clima di fiducia.**

La decisione di mantenere i tassi invariati all’inizio del prossimo anno potrebbe essere resa **più agevole se le aspettative sui prezzi non aumenteranno e se, come ci attendiamo, proseguirà la tendenza al rallentamento della dinamica monetaria emersa negli ultimi mesi.** Le aspettative sull’inflazione hanno avuto un comportamento diverso a seconda che si guardi all’indagine presso le famiglie o all’inflazione implicita nei titoli indicizzati. Nel primo caso il deterioramento evidente dura da diversi mesi ed ha sicuramente contribuito a determinare le

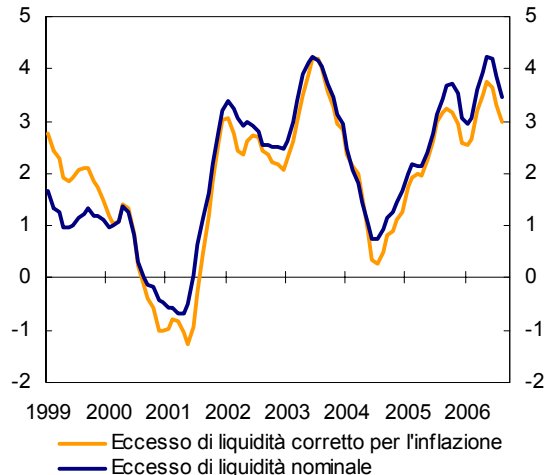


decisioni dei rialzi fino ad ora. Per quanto invece riguarda la BEI, pur restando sopra il 2%, è andata diminuendo negli ultimi mesi ed è ora tornata ai livelli di marzo.

**Fig. 11 – La BEI è calata recentemente**



**Fig. 12 – L'eccesso di moneta aumenta più piano**



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Banca Intesa

**I giochi sul livello appropriato dei tassi si riapriranno dalla tarda primavera in poi e sarà allora determinante il contesto internazionale e l'andamento della contrattazione salariale dei primi mesi del prossimo anno.** Nel nostro scenario, la domanda mondiale di manufatti dell'area euro sarà robusta anche se meno dinamica che negli ultimi anni. Il sostegno della domanda estera sarà limitato anche dal passato apprezzamento del cambio.

In un contesto in cui anche la domanda domestica è in moderazione, un pericolo per la stabilità dei prezzi potrebbe derivare da aumenti salariali eccessivamente influenzati dall'andamento corrente dell'inflazione, superiore all'obiettivo della BCE. Tuttavia, ci aspettiamo che, come negli ultimi anni, l'onda lunga della globalizzazione contribuisca a moderare la dinamica delle retribuzioni ad un livello tale da non mettere a repentaglio la stabilità dei prezzi di medio termine.

In conclusione, **la stagione degli aumenti dei tassi potrebbe essere non molto lontana dalla fine, o quanto meno vicina ad un periodo di pausa che potrebbe anche durare per tutto il 2007.** L'evento chiave è il rallentamento dell'economia atteso all'inizio del prossimo anno e la difficoltà di determinare "in diretta" se si tratterà di un fatto transitorio dovuto alle manovre fiscali in Germania ed Italia o se piuttosto questi elementi andranno ad inserirsi in un contesto di generale rallentamento. Nel primo caso, la direzione dei tassi potrebbe tornare ad essere ascendente nella seconda metà dell'anno, nel secondo, che ci sembra il probabile, la fase di stabilità dei tassi potrebbe estendersi per diversi trimestri.

**Area euro – Previsioni**

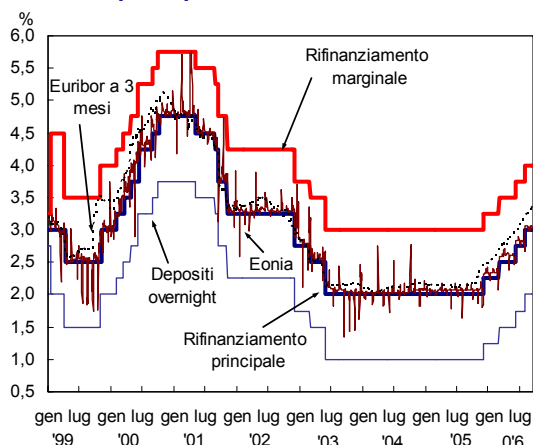
	2005	2006	2007	2005				2006				2007		
				4	1	2	3	4	1	2	3			
Pil (prezzi costanti, a/a)	1,5	2,7	1,9	1,8	2,1	2,6	2,7	3,1	2,6	2,0	1,7			
- t/t				0,3	0,8	0,9	0,7	0,7	0,2	0,3	0,4			
Consumi privati	1,4	1,9	2,0	0,1	0,7	0,3	0,7	0,8	0,3	0,4	0,6			
Investimenti fissi	2,8	4,4	3,2	0,4	0,9	2,1	0,9	0,9	0,4	0,8	0,8			
Consumi pubblici	1,4	2,0	1,6	0,2	0,8	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4			
Esportazioni	4,5	8,2	4,9	0,9	3,9	1,3	0,7	1,5	1,5	1,2	1,0			
Importazioni	5,5	7,7	5,5	1,6	2,9	1,2	0,8	1,4	1,9	1,2	1,4			
Var. scorte (contrib., % Pil)	0,2	0,0	-0,1	0,5	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	-0,1			
Partite correnti (% Pil)	-0,3	-0,2	-0,3	-1,1	-0,5	-0,1	0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1			
Deficit pubblico (% Pil)	-2,4	-2,1	-1,7											
Debito pubblico (% Pil)	69,4	68,8	68,1											
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	2,5	2,2	2,0	2,3	2,1	2,2			
Produzione industriale (a/a)	1,2	3,4	2,0	0,7	1,1	1,0	0,3	0,6	0,5	0,6	0,2			
Disoccupazione (ILO, %)	8,6	7,9	7,5	8,4	8,2	7,9	7,7	7,6	7,6	7,5	7,5			
Euribor 3 mesi	2,19	3,07	3,64	2,34	2,61	2,89	3,21	3,57	3,68	3,66	3,63			
Rendim. 10 anni	3,44	3,89	3,77	3,42	3,56	4,05	3,98	3,97	3,89	3,79	3,73			
EUR/USD	1,24	1,25	1,27	1,19	1,20	1,26	1,28	1,27	1,26	1,26	1,27			

Variazioni % sul periodo precedente, se non diversamente indicato

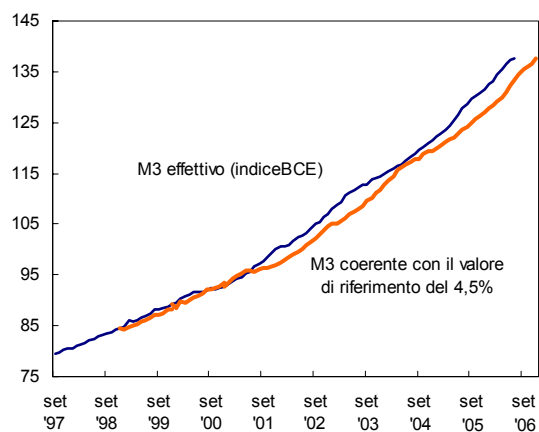
**Crescita e inflazione per paese**

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

**I principali tassi a breve termine**



**La crescita della massa monetaria**



## Germania: crescita 2006 robusta, rischi sul 2007

GianLuigi Mandruzzato

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

L'economia tedesca continua a sorprendere in positivo nel corso del 2006 e la crescita dovrebbe raggiungere il 2,3%, rivisto al rialzo da 1,8%. Oltre ad una forte accelerazione del Pil nel T2 questo è il risultato della revisione al rialzo di un paio di decimi dei trimestri a cavallo di fine 2005 e inizio 2006. La revisione dei dati storici e le sorprese recenti ha coinvolto soprattutto gli investimenti fissi, sia costruzioni sia macchinari ed impianti, ed i consumi pubblici. Al contrario, nonostante il sempre più evidente miglioramento del mercato del lavoro e del clima di fiducia, il reddito disponibile delle famiglie e conseguentemente i consumi hanno proseguito su un sentiero di accelerazione molto moderata.

Le prospettive per la parte finale dell'anno rimangono favorevoli: l'accelerazione dell'occupazione e la convenienza ad anticipare gli acquisti di beni durevoli prima dell'aumento dell'Iva del 2007 spingeranno i consumi. Gli investimenti saranno sostenuti dalle buone prospettive dell'economia mondiale, nonostante il rallentamento USA, dalla favorevole dinamica dei profitti, e dall'elevato grado di utilizzo degli impianti, al massimo da fine 2000. Ciò rende in prospettiva più duratura la ripresa del settore costruzioni al di là della temporanea spinta all'edilizia residenziale privata giunta dalla fine delle agevolazioni pubbliche.

La previsione di crescita per il 2007 è rivista solo marginalmente a 1% da 0,9% perchè l'effetto dello shock fiscale associato all'anticipo dei consumi privati non ci pare possa essere compensato, se non parzialmente, dalle esportazioni.

Le pressioni sui prezzi, anche grazie al recente profondo calo del prezzo dei carburanti, sono limitate alla sfera della politica fiscale ed ai prezzi dei beni importati. La moderazione salariale e l'accelerazione della produttività mantengono la dinamica del CLUP ancora in territorio negativo nel T2 e ciò spiega in larga misura perchè il CPI *core* rimane sotto l'1% a/a.

La revisione al rialzo della crescita porta in dote un profilo migliore per il deficit. tanto che abbiamo limato di due decimi le nostre stime, già più ottimistiche del consenso, nel biennio 2006/07. La dinamica delle entrate nei primi sette mesi del 2006 è stata del 7,5%, superiore al 3% stimato dal governo. Le uscite, grazie al calo dei sussidi di disoccupazione, seguono un sentiero migliore delle attese. Anche scontando un parziale rientro delle sorprese positive nei mesi finali dell'anno, il deficit dovrebbe fermarsi al 2,5% nel 2006 e scendere all'1,8% nel 2007. Ciò stabilizzerebbe il debito nel 2006 ed lo farebbe calare nel 2007.

### Germania – Previsioni

	2005	2006	2007	2005				2006				2007		
				4	1	2	3	4	1	2	3			
PIL (prezzi 1995, a/a)	1,1	2,4	1,0	1,7	1,7	2,4	2,4	2,9	2,1	1,2	0,7			
t/t				0,3	0,7	0,9	0,5	0,8	-0,1	0,0	0,1			
Consumi privati	0,3	1,2	0,2	-0,8	1,1	-0,4	0,6	1,1	-0,9	-0,3	0,1			
Investimenti fissi lordi	1,0	5,0	2,7	1,3	-0,6	3,5	1,4	1,2	-1,0	1,0	0,5			
Consumi pubblici	0,6	1,4	0,6	-0,6	1,5	-0,2	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2			
Esportazioni	7,1	9,8	5,1	1,2	4,9	0,7	0,6	1,4	1,2	1,3	1,6			
Importazioni	6,7	10,4	7,6	1,7	4,5	0,5	1,6	1,8	3,5	0,5	1,9			
Var. scorte (contrib., % Pil)	0,2	0,3	1,1	0,7	-0,5	0,4	0,2	0,0	1,4	-0,5	-0,1			
Partite correnti (% Pil)	4,1	3,9	3,1	3,7	4,7	3,7	3,5	3,8	3,8	2,8	2,5			
Deficit (% Pil)	-3,3	-2,5	-138,0											
Debito (% Pil)	68,2	68,6	68,2											
CPI (a/a)	1,9	1,8	2,8	2,2	2,1	2,1	1,6	1,3	2,5	2,6	2,8			
Produzione Industriale	2,8	4,2	1,1	1,5	0,3	1,6	0,6	0,6	-0,3	0,3	0,1			
Disoccupazione (%)	11,7	10,8	10,4	11,4	11,3	11,0	10,6	10,5	10,4	10,4	10,3			

Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato.

## Francia: forte vento in poppa

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

L'economia francese viaggerà in media al 2,3% nel biennio 2006 – 2007, circa quattro decimi più forte che nel nostro scenario di giugno, che vedeva il 2006 al 2,0% e il 2007 al 2,2%. Il maggiore ottimismo per il biennio in corso incorpora una forte sorpresa sulla crescita del Pil nei mesi primaverili e aspettative di un consolidamento della ripresa nella restante parte dell'anno. Il vigore della domanda interna sembra essere infatti quasi inesauribile e questa rimarrà il principale motore di crescita per buona parte dell'orizzonte previsivo. Già nei mesi primaverili il vigore della domanda domestica ha spinto il Pil all'1,1% t/t. In particolare, si è visto un forte recupero della spesa in macchinari da parte delle imprese (1,9% t/t dopo la stagnazione d'inizio anno) in linea con le indicazioni dell'indagine trimestrale sugli investimenti dell'Insee. I consumi delle famiglie sono avanzati di 0,7%t/t dopo un precedente 0,9% t/t, in parte sulla corsa all'acquisto di televisori e decoder per seguire i mondiali di calcio. Le scorte hanno aggiunto alla crescita uno 0,8%t/t abbondante e vi è il sospetto che con revisioni future il forte accumulo di scorte potrebbe essere distribuito tra consumi e investimenti.

Le indicazioni raccolte a luglio e agosto suggeriscono una tenuta della crescita francese su base annua sui livelli del 2006.T2. Il PMI composito si è infatti attestato in media tra luglio e agosto ad un livello di 59,9 dopo 59,7 nei mesi primaverili. Il clima rimane sostanzialmente stabile sia nei servizi che nel manifatturiero. Il settore delle costruzioni ed in particolare l'edilizia residenziale non sembra per il momento risentire del passato aumento dei tassi d'interesse. A fronte di una crescita dei servizi e del manifatturiero simile a quella vista nel secondo trimestre ci attendiamo una tenuta della spesa per macchinari da qui a fine anno. Anche se meno favorevoli, le condizioni monetarie rimangono ancora espansive. I consumi delle famiglie dovrebbero correggere in estate per poi tornare a crescere ad un passo sostenuto. La ripresa ciclica sta offrendo ampio stimolo al mercato del lavoro. Nel secondo trimestre, il numero di occupati è cresciuto di 0,3%t/t e le indagini congiunturali indicano una tenuta almeno su questi livelli in estate. Un'accelerazione del reddito disponibile dovrebbe compensare le famiglie per il minor contributo dalla ricchezza immobiliare associato ad una stabilizzazione dei prezzi delle case ed un aumento dei tassi d'interesse.

### Francia – Previsioni

	2005	2006	2007	2005				2006				2007		
				4	1	2	3	4	1	2	3	1	2	3
PIL (prezzi 1995, a/a)	1,2	2,3	2,3	1,0	1,4	2,6	2,5	2,9	2,8	2,2	2,1			
t/t				0,2	0,5	1,1	0,7	0,5	0,5	0,6	0,5			
Consumi privati	2,1	2,6	2,5	0,5	0,9	0,7	0,5	0,6	0,5	0,6	0,8			
Investimenti fissi lordi	3,7	3,6	3,4	0,9	0,0	1,5	1,0	0,7	0,7	0,8	0,8			
Consumi pubblici	1,1	1,7	2,3	0,0	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,8			
Esportazioni	3,2	7,9	4,3	0,8	3,4	1,8	1,0	1,0	1,2	0,9	0,8			
Importazioni	6,5	6,6	4,2	2,4	1,2	3,3	-1,8	1,0	0,8	2,8	0,5			
Var. scorte (contrib., % Pil)	0,0	-0,6	-0,3	0,3	-0,7	0,8	-0,8	-0,1	-0,2	0,6	-0,4			
Partite correnti (% Pil)	-1,6	-1,2	-1,2	-2,4	-1,8	-1,0	-0,9	-1,3	-0,7	-1,2	-1,0			
Deficit (% Pil)	-2,9	-2,9	-3,1											
Debito (% Pil)	67,6	67,7	68,2											
CPI (a/a)	1,9	2,0	1,5	1,8	2,0	2,2	2,0	1,7	1,8	1,4	1,4			
Produzione Industriale	0,0	1,6	1,6	-0,3	0,9	0,8	0,3	0,4	0,5	0,3	0,2			
Disoccupazione (%)	9,9	9,2	8,9	9,7	9,6	9,1	9,1	9,0	9,0	9,0	8,9			
Cambio effett. (1990=100)	107,5	108,0	108,8	106,7	107,0	107,9	108,2	108,9	109,4	109,1	108,8			

Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato.

Nel corso del 2007, mentre il resto dell'area euro è atteso rallentare significativamente, la Francia dovrebbe continuare a crescere nell'intorno del 2,3%. Il ciclo elettorale dovrebbe infatti offrire supporto all'attività economica. Temiamo, tuttavia, risvolti negativi sui saldi di finanza pubblica. Il deficit francese ha chiuso il 2005 al 2,9% grazie in parte all'apporto di misure temporanee per un valore di circa 0,6% di Pil. Il Programma di stabilità di dicembre proiettava un deficit di 2,8% nel 2006 e ulteriori cali fino a raggiungere un avanzo di 0,1% del Pil nel 2009. Riteniamo che l'obiettivo di deficit per il 2006 sia raggiungibile. Nonostante ipotesi un po' ottimistiche sulla crescita della spesa sanitaria, l'accelerazione ciclica e il buon andamento del mercato immobiliare dovrebbero infatti sostenere le entrate fiscali. Vediamo, invece maggiori rischi sul 2007, anno elettorale, stimiamo quindi che il deficit possa tornare al o leggermente al di sopra del 3%. Vediamo il debito in aumento nel 2006 al 66,9% del Pil dal 66,6% del 2005. Nel 2007, è probabile che privatizzazioni per 7,5 mld di euro (come indicato nel Programma di stabilità) contribuiscano ad una stabilizzazione del rapporto debito Pil.

## Italia: non è il caso di adagiarsi sugli allori

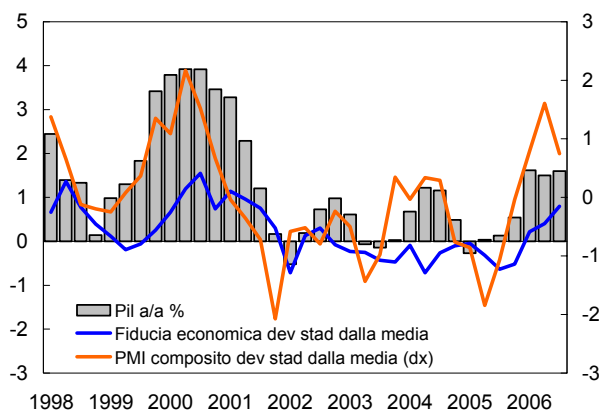
Anna Grimaldi  
[anna.grimaldi@bancaintesa.it](mailto:anna.grimaldi@bancaintesa.it)

Il flusso d'informazioni raccolto durante i mesi estivi ci induce ad assumere una view più positiva sull'Italia. La ripresa economica si è consolidata cosicché l'anno in corso sarà il migliore dal 2000. Abbiamo quindi rivisto al rialzo la stima per il 2006 all'1,7% da un precedente 1,4%. Per il 2007, manteniamo ferma la nostra stima di crescita all'1,0.

I dati di contabilità nazionale per il secondo trimestre hanno confermato che il Pil ha viaggiato saldamente al di sopra del potenziale anche nei mesi primaverili (0,5% t/t) dopo lo sprint di inizio anno (0,7%t/t rivisto al rialzo da un precedente 0,6%t/t). La congiuntura internazionale ed in particolare la ripresa tedesca hanno offerto ampio supporto all'industria e all'economia italiana nella prima metà del 2006. Il forte afflusso di ordini dall'estero ha innescato un circolo virtuoso rilanciando il ciclo degli investimenti aziendali e spingendo quindi la domanda interna che si è rivelata il principale motore di crescita. L'andamento dei consumi delle famiglie, dopo una brillante apertura d'anno, è tornato flebile nei mesi primaverili forse penalizzato dall'aumento delle tariffe di elettricità e gas che hanno sottratto ad altri capitoli di spesa in particolare per beni non durevoli.

La crescita acquisita per il 2006 è di 1,4% ma stimiamo che nella seconda metà dell'anno il Pil possa avanzare ancora al di sopra del potenziale. Le indagini congiunturali segnalano che il picco di questo ciclo è stato toccato a inizio estate, ma gli indicatori rimangono su livelli coerenti con una crescita del prodotto in territorio ancora ampiamente positivo. Tra luglio e agosto il PMI composito si è infatti assestato su di un livello di 57,4 circa tre punti in meno che nei mesi primaverili ma ancora in linea con il livello del primo trimestre. Ci sembra, quindi, più che ragionevole assumere un rallentamento della crescita del Pil a 0,4% t/t nel terzo trimestre da un precedente 0,5%t/t.

**Fig. 1 - Anche se il picco è alle spalle, le indagini congiunturali segnalano una tenuta della crescita del Pil al di sopra del potenziale**



Fonte: Commissione UE, Ntc e ricerca Banca Intesa

L'industria dovrebbe contribuire positivamente alla crescita del Pil nel 2006.T3. Anche se il dato di luglio (-0,3%/m/m) ha lasciato la produzione in rotta per un secondo trimestre di stagnazione in estate, speriamo in un recupero ad agosto e settembre dal momento che le indagini ISAE e PMI hanno continuato a segnalare una buona tenuta delle condizioni di domanda e della produzione corrente. Ci attendiamo un contributo meno forte dai servizi. Il PMI segnala infatti una flessione della crescita su base tendenziale nei mesi estivi che richiede un

rallentamento della crescita trimestrale nell'intorno di 0,5% t/t da un precedente 0,8% t/t. Il settore delle costruzioni difficilmente offrirà supporto alla crescita dal momento che le misure fiscali già varate con la manovra bis potrebbero penalizzare l'attività nei prossimi mesi.

Sul fronte della domanda interna, le informazioni sono piuttosto scarse ma ci attendiamo che questa rimanga il principale motore di crescita. In particolare, prevediamo che gli investimenti in macchinari continuino a crescere ad un passo sostenuto. Gli investimenti in mezzi di trasporto sono attesi rallentare dopo il balzo di 9,2% t/t registrato in primavera. I consumi delle famiglie dovrebbero crescere ad un passo più sostenuto la dinamica del reddito disponibile è vista accelerare nei prossimi mesi. Le prospettive per il mercato del lavoro sono infatti per un ulteriore miglioramento nei mesi estivi, dopo la già brillante performance vista in Primavera quando il tasso di disoccupazione italiano ha toccato i minimi dal 1992. Il numero di disoccupati è sceso di ben quattro decimi al 7,0%, grazie ad una forte creazione di occupazione (+0,6%t/t). Ci sembra che il miglioramento non sia esclusivamente riconducibile alla fase ciclica o alla regolarizzazione di occupazione di stranieri. L'aumento del tasso di attività femminile e degli occupati al di sopra dei 50 anni sono sicuramente un segnale importante che sembra indicare che parte delle riforme introdotte negli anni passati sta avendo effetto.

Se il 2006 è quasi storia ed è ormai consenso che la crescita dell'economia italiana possa superare l'1,5%, vi sono maggiori incertezze sulle prospettive di crescita nel 2007. Difficilmente il Paese resterà immune dal rallentamento dell'economia mondiale. A politiche invariate, l'Italia potrebbe ancora crescere in linea o leggermente al di sopra del potenziale (1,3%) il prossimo anno. Ma in realtà è più che probabile che la politica fiscale pesi sulla crescita. Al momento è difficile valutare quale sarà l'impatto netto della manovra finanziaria 2007. Le sorprese sulle entrate tributarie lasciano, secondo le indicazioni del governo, la correzione per il 2007 a 16 miliardi di euro (1,1% di Pil) contro i 20 miliardi indicati nel Dpef di luglio. Nel contempo maggiori risorse dovrebbero essere destinate alla crescita (14 miliardi di euro di cui una buona parte è da destinare al taglio del cuneo fiscale). Ci sembra ragionevole assumere che la manovra 2007 possa sottrarre almeno tre decimi alla crescita del Pil del prossimo anno lasciandola all'1,0%.

Sul fronte dei conti pubblici è possibile che il deficit 2006 chiuda al di sotto del 4% e che il prossimo anno si arrivi nell'intorno del 3,5%. L'andamento delle entrate tributarie ha largamente superato le attese lasciando il saldo di cassa del settore statale ad agosto a 22 miliardi (1,6% di Pil) in meno rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. È difficile valutare quanto del miglioramento di cassa si rifletterà sul calcolo del deficit di Maastricht (competenza). Anche se solo un terzo del miglioramento di cassa (0,5% di Pil) dovesse tradursi in un miglioramento del saldo di competenza il deficit 2006 potrebbe chiudere al di sotto del 4%. Per il 2007, il discorso cambia dal momento che è necessario capire quanto del miglioramento delle entrate tributarie possa ritenersi strutturale e quindi quanto di questo inciderà sulla stima deficit tendenziale che nel Dpef di luglio era stimato al 4,1% del Pil. Secondo le stime del Ministero dell'Economia e delle Finanze almeno 5 miliardi (0,3% di Pil) di maggiori entrate deve ritenersi strutturale il che porterebbe la stima del tendenziale 2007 al 3,8%. In realtà, negli ultimi giorni si sono addensate nuove nubi sulla situazione di finanza pubblica dal momento che la decisione della Corte di Giustizia Europea sull'indetraibilità dell'IVA sui veicoli aziendali potrebbe costare circa 10 miliardi all'Erario dal 2006, assorbendo dunque circa la metà del miglioramento di cassa visto nei primi otto mesi dell'anno. Anche se a regime l'impatto per il Bilancio dello Stato sarà di 2,5 miliardi euro l'anno - secondo le stime di Promotor - sarà necessaria una copertura immediata con un impatto sui saldi di cassa. La sentenza ha carattere

retroattivo ed è possibile quindi che si abbiano revisioni ai deficit 2003 al 2005, un peggioramento del saldo di cassa 2006 con un riflesso sul debito e sul deficit 2006.

Nonostante il miglioramento delle prospettive, non è il caso di adagiarsi sugli allori. Al di là dell'impatto della sentenza della Corte di giustizia Europea, che richiede il reperimento di risorse aggiuntive, il buon andamento delle entrate non riduce l'urgenza di misure strutturali necessarie a riportare la dinamica della spesa su di un sentiero compatibile con un graduale calo del debito pubblico nei prossimi anni. Allo stesso tempo, è possibile che il miglioramento non sia solo dovuto al ciclo ma anche ad un parziale recupero di efficienza dell'industria italiana dopo la severa selezione di fine 2004 inizio 2005, ma le notizie sulla crescita non sono garanzia di una performance più brillante nei prossimi anni ed anche su questo fronte è necessario adottare misure che mirino a rilanciare il potenziale nel medio termine.

### Italia – Previsioni

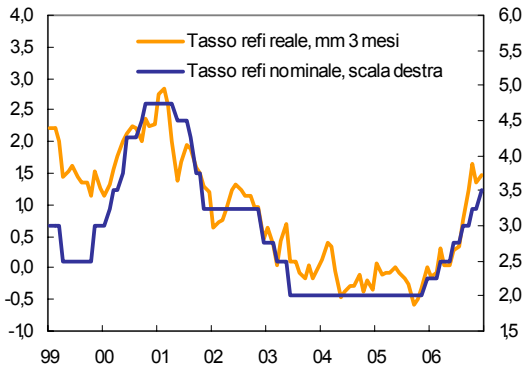
	2005	2006	2007	2005				2006				2007		
				4	1	2	3	4	1	2	3			
PIL (prezzi 1995, a/a)	0,1	1,7	1,0	0,5	1,6	1,5	1,6	1,9	1,4	1,1	0,9			
t/t				0,0	0,7	0,5	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2			
Consumi delle famiglie	0,1	1,7	1,5	-0,1	0,9	0,3	0,4	0,2	0,6	0,5	0,2			
Investimenti fissi lordi	-0,4	2,9	1,6	-1,5	2,1	1,2	0,0	0,1	0,7	0,4	0,3			
Consumi collettivi	1,2	0,7	0,7	0,1	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,1	0,2			
Esportazioni	0,7	5,5	3,0	1,3	2,3	1,7	-0,8	0,9	1,2	0,7	0,3			
Importazioni	1,8	4,3	3,2	0,9	1,4	1,0	1,3	1,3	0,5	-0,6	-0,1			
Var. scorte (contrib., % Pil)	0,2	-0,4	-0,3	0,2	-0,6	-0,1	0,7	0,3	-0,5	-0,6	-0,2			
Partite correnti (% Pil)	-1,6	-2,2	-0,7	-1,8	-3,3	-2,5	-1,0	-2,0	-2,0	0,1	-0,3			
Deficit (% Pil)	-4,1	-3,9	-3,6											
Debito (% Pil)	108,2	107,0	107,7											
CPI (a/a)	2,2	2,2	1,9	2,4	2,2	2,3	2,3	1,9	2,0	1,8	1,8			
Produzione Industriale	-0,9	1,7	1,1	-0,5	1,2	0,1	0,0	0,2	1,1	-0,5	1,0			
Disoccupazione (%)	7,7	7,1	7,1	7,6	7,4	7,0	7,0	7,0	7,1	7,1	7,1			

Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato.

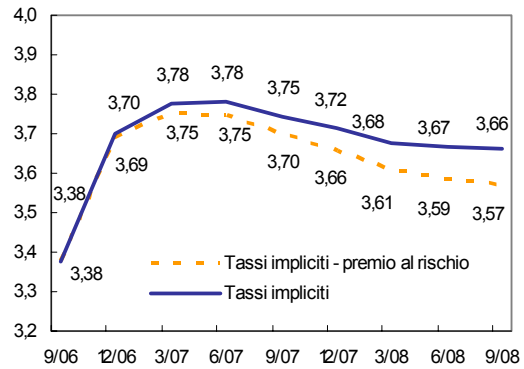


## La situazione in un'occhiata

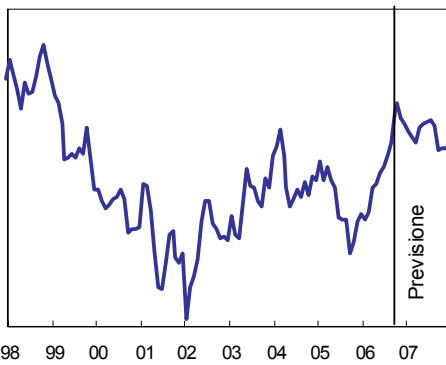
**Tasso refi nominale e reale**



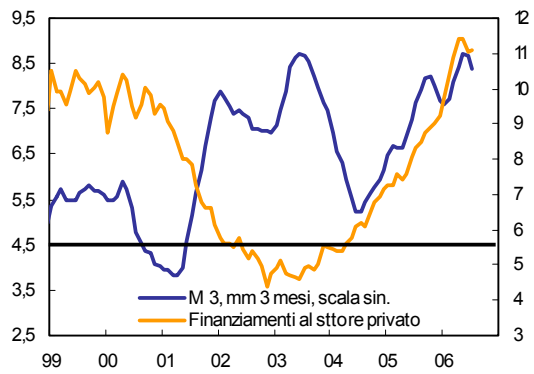
**La curva strip dei Futures sull'Euribor a 3 mesi**



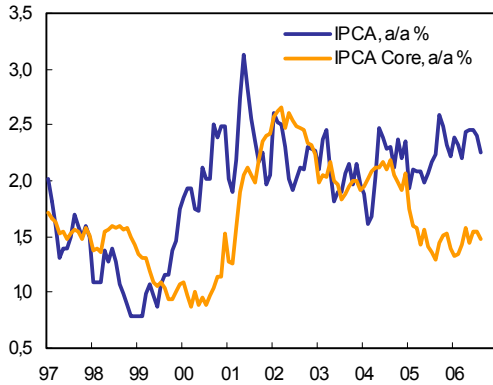
**Indice Banca Intesa di condizioni monetarie**



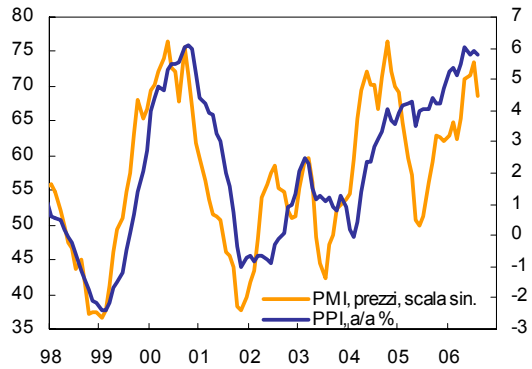
**Moneta e credito**



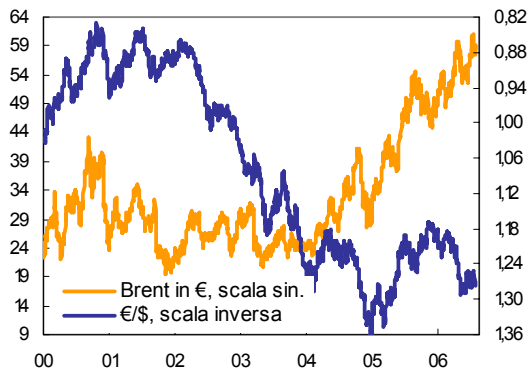
**Inflazione headline e inflazione core**



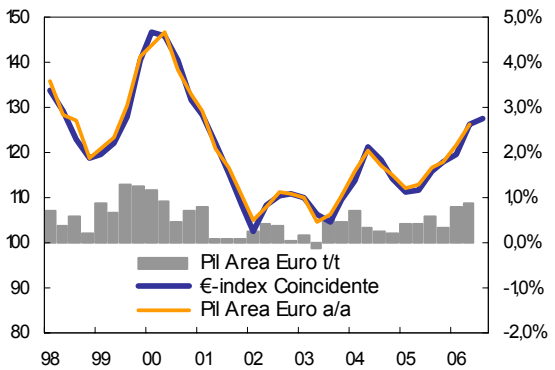
**Prezzi a monte e inflazione alla produzione**



**Pressioni esterne sulla stabilità dei prezzi**



**Indicatori ciclici e crescita del Pil**



## Regno Unito

Asmara Jamaleh

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

**Migliore delle attese la performance dell'economia britannica**, che nel primo semestre è cresciuta sopra potenziale raggiungendo lo 0,8% t/t nel 2006.T2. **Rivediamo al rialzo le previsioni per quest'anno** dal precedente 2,2% al 2,6% ma lasciamo inalterato il 2,4% per il 2007. Rispetto ad un anno fa quei timori di frenata dei consumi che avevano portato la Banca d'Inghilterra a tagliare i tassi controtendenza nell'agosto 2005 non solo possono considerarsi un tema del passato, ma sono stati completamente smentiti dall'evoluzione degli eventi. Al punto che a fronte di una buona tenuta della spesa delle famiglie, anche se – e questo è positivo – meno vivace che nell'ultimo decennio, la BoE dopo esattamente dodici mesi ha invertito la mossa dell'anno scorso e ad agosto 2006 ha riportato i tassi dal 4,50% al 4,75%. Nella seconda metà dell'anno ci attendiamo un ritmo di marcia un po' più moderato, a partire già dal terzo trimestre, sul quale però i dati finora segnalerebbero una decelerazione molto più modesta di quanto si potesse immaginare precedentemente. La ripresa del mercato immobiliare, dopo l'aggiustamento dello scorso anno, offre sostegno ai consumi, così come gli sviluppi sul mercato del lavoro rivelano una stabilizzazione della disoccupazione e una riaccelerazione della dinamica retributiva. Le imprese, dopo aver compensato gli incrementi di costo (energia *in primis*) attraverso al riduzione dei margini, starebbero ora invece programmando di trasferire parte degli aumenti a monte sui prezzi a valle.

Il rischio che l'aumento recente dell'inflazione, che è ormai sopra *target* da quattro mesi di fila ed è attesa restarvi per il resto del 2006 (a parte uno/due mesi in cui il calo del petrolio per effetto statistico potrebbe favorire un calo), produca effetti di seconda battuta con ripercussioni avverse sul prossimo *round* di contrattazioni salariali, è all'origine delle preoccupazioni recentemente espressa dalla banca centrale. **Abbiamo infatti rivisto le aspettative sui tassi ufficiali, inserendo un'altra stretta di 25 pb nel quarto trimestre** (ottobre o novembre). Il *base rate* tornerebbe così al 5,0% entro fine anno, un livello che comunque non è da considerarsi restrittivo, per cui gli investimenti non dovrebbero risentirne se non in misura molto contenuta, mantenendo quindi una dinamica robusta. Poiché un'ulteriore restrizione monetaria è già ampiamente scontata dal mercato la sterlina dovrebbe gradualmente iniziare a ridiscendere la china dai livelli piuttosto elevati raggiunti di recente. Questo, oltre a favorire un consolidamento della ripresa del settore manifatturiero, riporterà in territorio positivo il contributo alla crescita del canale estero. La performance migliore del previsto dell'economia si sta accompagnando ad una migliore redistribuzione tra componente interna ed estera e tra lato della domanda e lato dell'offerta.

### Regno Unito – Previsioni

	2005	2006	2007	2005					2006		
				4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi cost., a/a) t/t	1,9	2,6	2,4	1,8	2,3	2,6	2,8	2,6	2,6	2,5	2,2
Consumi privati	1,3	2,3	2,2	0,8	0,3	1,0	0,6	0,5	0,7	0,6	0,3
Investimenti fissi	3,0	4,8	3,4	1,2	1,4	0,9	0,5	0,7	0,6	1,2	1,0
Consumi pubblici	2,6	2,3	3,6	0,2	0,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,9	1,1
Esportazioni	6,5	14,7	7,1	3,1	5,3	4,4	1,5	3,0	1,4	1,0	1,0
Importazioni	5,9	14,4	6,3	1,9	5,7	4,4	1,8	2,5	0,9	1,0	1,1
Var. scorte (contrib., % Pil)	-0,1	0,1	-0,4	-0,4	0,6	-0,2	0,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,3
Partite correnti (% Pil)	-2,2	-2,5	-2,1	-3,0	-2,7	-2,7	-2,5	-2,3	-2,1	-2,1	-2,2
Deficit (% Pil)	-3,1	-3,1	-2,6								
Debito (% Pil)	41,7	42,6	43,1								
RPIX (a/a)	2,2	2,8	3,2	2,2	2,2	2,8	3,1	3,0	3,1	3,0	3,3
Produzione Industriale	-1,8	-0,2	1,2	-0,7	0,8	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,5	0,4
Disoccupazione (%)	2,7	3,0	3,2	2,8	3,0	3,0	3,0	3,1	3,2	3,2	3,2
Eurosterlina a 3 mesi	4,70	4,69	4,95	4,56	4,53	4,64	4,76	4,83	5,06	5,06	4,87
Long Gilt	4,39	4,39	4,22	4,24	4,03	4,43	4,61	4,51	4,43	4,28	4,13
Sterlina/dollaro	1,82	1,83	1,80	1,75	1,75	1,83	1,88	1,86	1,84	1,81	1,79
Cambio effett. (1990=100)	103,1	103,1	98,7	103,2	102,5	103,3	104,6	102,1	99,8	99,0	98,1

Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato.

## L'Asia

### Giappone: crescita su ritmi più sostenibili, ma sempre sopra il potenziale

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

La crescita giapponese rimane solida, nonostante la delusione dei dati del secondo trimestre, che hanno mostrato una variazione del PIL di 0,24% t/t (1% t/t ann.), inferiore alle previsioni formulate da Banca Intesa (2,5% t/t ann.) e dal consenso tre mesi fa. E' importante notare che l'errore di previsione è spiegato quasi completamente dal **contributo negativo del canale estero** (-0,3% t/t), determinato da importazioni più sostenute e da esportazioni meno brillanti. L'altro fattore negativo sulla crescita è stata la spesa pubblica, sia per consumi che, soprattutto, per investimenti (in crescita di -0,2 e -6,3% t/t, rispettivamente). La domanda domestica privata invece ha continuato a crescere al ritmo molto sostenuto dei trimestri precedenti. La previsione per la seconda metà del 2006 e per il 2007 non è sostanzialmente diversa da quella formulata tre mesi fa: la domanda domestica continua a crescere, e le economie del resto dell'Asia pur rallentando marginalmente, si mantengono in espansione. L'indebolimento dell'economia americana dovrebbe avere riflessi molto contenuti sulla crescita giapponese. **La previsione per il 2007 riduce la crescita a 2,3% dal 2,4% dello scenario di giugno**, e mantiene invariata la prospettiva di normalizzazione dell'inflazione e quindi della politica monetaria e dei tassi di intervento.

#### La crescita rallenta, ma rimarrà sopra il potenziale anche nel 2007

Per quanto riguarda le previsioni, i primi dati congiunturali relativi al terzo trimestre sono stati relativamente deboli, e segnalano che il picco della crescita è probabilmente alle spalle. La questione rilevante è se la debolezza dei dati di luglio è il prodromo di un rallentamento marcato nei prossimi trimestri. Per ora sembra ragionevole mantenere un sentiero di crescita media fra il 2 e il 2,5% nella seconda metà del 2006 e nel 2007, sulla base di due argomenti.

Da un lato la domanda domestica privata rimane sostenuta, anche se sarà certamente meno brillante che nei precedenti tre-quattro trimestri (i profitti hanno probabilmente toccato il picco), soprattutto per quanto riguarda gli investimenti privati non residenziali. Dall'altro, la crescita nel resto dell'Asia si mantiene solida e dovrebbe compensare un eventuale effetto negativo derivante dall'indebolimento dell'economia americana.

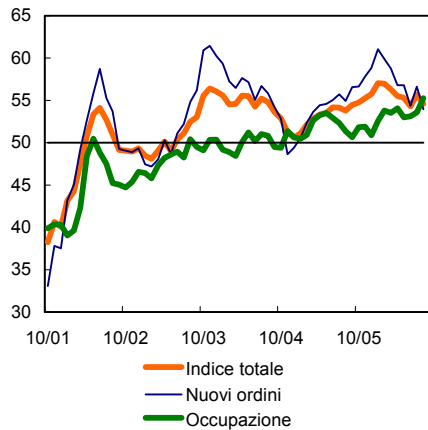
#### Le prospettive della domanda domestica confermano la fine dei rischi di ritorno della deflazione

I motivi di preoccupazione per la crescita del terzo trimestre vengono dai dati relativi a luglio, omogeneamente negativi dal lato delle imprese. La produzione industriale ha segnato -0,9% m/m, le consegne -0,5%, gli ordini di macchinari uno strabiliante -16,7%. I dati di luglio seguono dati molto positivi di giugno, con +2,1% per la produzione industriale, +1,3% per gli ordini e +8,5% m/m per gli ordini di macchinari. Anche l'indice PMI e le varie componenti dell'indagine di luglio e agosto hanno dato qualche segno di rallentamento ma pur sempre su livelli elevati e compatibili con una crescita sostenuta. Il principale segnale degli indicatori congiunturali è che probabilmente nella seconda parte dell'anno la crescita degli investimenti privati non residenziali rallenterà dal ritmo a due cifre della prima parte dell'anno. Questa indicazione emergerà anche nell'indagine Tankan che verrà pubblicata a inizio ottobre, ma andrà letta come una stabilizzazione della crescita su livelli più sostenibili. Manteniamo infatti una previsione per gli investimenti privati non residenziali circa in linea con le

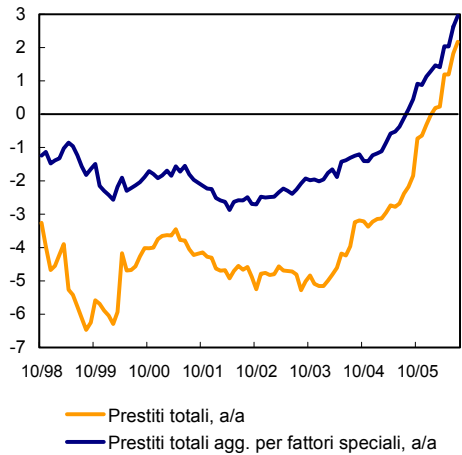
previsioni formulate a giugno, intorno al 5% nel secondo semestre 2006 e nel 2007.

Lo scenario della domanda domestica rimane il fattore principale per la previsione di un graduale aumento dell'inflazione al consumo nel prossimo anno. Nonostante il rallentamento della crescita degli investimenti, dal lato delle imprese lo scenario resta positivo e continua ad alimentare la crescita dell'occupazione, principale motore dei consumi.

**L'espansione continua...**



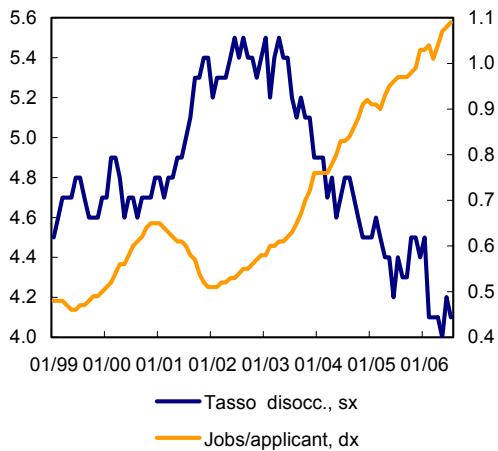
**...finanziata dalla crescita dei prestiti**



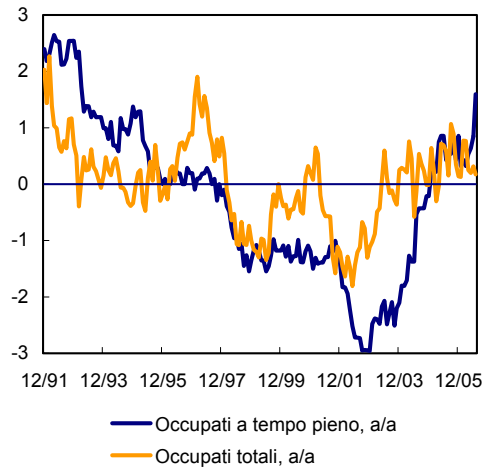
Fonte: Ecowin

Secondo la BoJ il quadro degli investimenti rimane estremamente positivo, tanto che "la probabilità di ulteriore accelerazione che era stata notata come un rischio verso l'alto nello scenario semestrale di aprile è aumentata" (Mizuno, 2 agosto). Alla crescente dinamica della spesa per investimenti si accompagna la persistente accelerazione della domanda di fondi dalle imprese alle banche e al mercato dei capitali. La crescita dei prestiti sta accelerando e con i dati più recenti ha superato la soglia del 2,9% a/a per l'aggregato al netto di fattori speciali (vedi grafico).

**Mercato del lavoro sempre sotto pressione...**



**...mentre aumentano gli occupati a tempo pieno**



Fonte: Ecowin

Le eccellenti prospettive del settore imprese mantengono invariato il trend del mercato del lavoro dove ormai da molti trimestri le imprese si trovano in una situazione di chiaro eccesso di domanda, fornendo il continuo sostegno alla crescita dei consumi. Come si rileva dai grafici, il miglioramento del mercato del lavoro si sta traducendo in un continuo incremento degli occupati *full-time*, in una situazione di aumento ininterrotto dell'occupazione totale da più di due anni.

### **Inflazione: nessun cambiamento allo scenario dopo la revisione della base e del paniere**

I dati di inflazione di luglio, pubblicati il 25/08, hanno dato una doccia fredda ai mercati. La revisione del paniere e della base del CPI, annunciata da tempo, ha portato a una riduzione maggiore del previsto del tasso di inflazione giapponese. I mercati hanno reagito eliminando l'aspettativa di un nuovo rialzo dei tassi di intervento entro fine anno. Le condizioni generali dell'economia e i dati sui prezzi non sono però coerenti con un'interruzione del processo di normalizzazione della politica monetaria: manteniamo la nostra previsione di un altro rialzo dei tassi entro dicembre.

La pubblicazione della nuova serie dei dati di inflazione giapponese, che include una revisione del paniere del CPI e un cambiamento dell'anno base (da 2000 a 2005), ha suscitato ampie reazioni di mercato e contribuito a una revisione sostanziale della probabilità assegnata a ulteriori rialzi dei tassi di intervento da qui ai prossimi mesi. In concomitanza con un sentiero di inflazione più basso, alcuni dati dell'economia reale hanno deluso, con produzione industriale in calo a luglio e qualche segnale di indebolimento delle indagini di settore.

È giustificato il nuovo scenario di mercato e la conseguente revisione verso il basso dei rendimenti giapponesi? La revisione dell'inflazione è effettivamente una sorpresa o è stata sovrastimata dai mercati? Queste domande sono cruciali per le previsioni dei tassi di intervento nei prossimi trimestri: la nostra risposta è che lo scenario dell'economia giapponese non è significativamente diverso da quello di inizio estate e che la correzione delle ultime settimane è decisamente eccessiva. Nelle sezioni che seguono esaminiamo brevemente le informazioni su inflazione ed economia reale, per concludere con una previsione di politica monetaria pressoché invariata rispetto a quella formulata a inizio luglio.

### **L'inflazione: una sorpresa vera o solo un effetto ottico?**

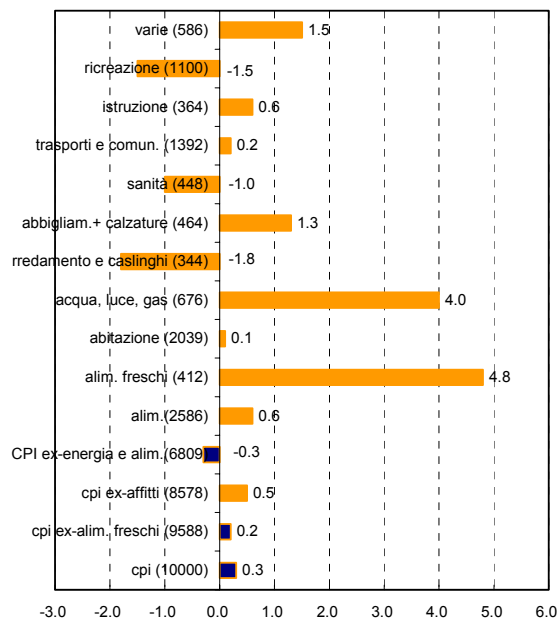
La pubblicazione dei dati di inflazione di luglio è avvenuta in concomitanza con la revisione del paniere del CPI, che modifica la composizione, i pesi e l'anno base del paniere. Per quanto riguarda la composizione del paniere, sono state aggiunte 34 voci e ne sono state eliminate 48.

Le variazioni principali, con maggiore effetto sull'inflazione aggregata è l'aggiunta di beni durevoli dei settori elettronico e telecomunicazione, come televisori a schermo piatto, lettori DVD, telefoni cellulari, software. L'introduzione di questi beni nel paniere esercita un effetto di riduzione dell'inflazione, poiché appartengono a settori in cui prezzi (edonici) sono in calo strutturale. Il cambiamento dei pesi ha degli effetti relativamente limitati perchè modesto sulle singole voci. Vi è però l'effetto, ben più ampio, del cambiamento della base che pone pari a 100 la media dell'indice nel 2005.

Come appare dal grafico, le variazioni più ampie si registrano nelle voci legate agli alimentari freschi e all'energia. Una disaggregazione più fine del paniere mostra che le voci con variazioni negative sono essenzialmente quelle legate all'elettronica e alle telecomunicazioni, sia per i beni che per i servizi, oltre al

contributo della sanità. In particolare, oltre al contributo negativo più marcato nel settore dei beni (per diversi beni introdotti con il nuovo paniere, variazioni vicine a -20% a/a) si è aggiunto l'effetto della diversa definizione nel paniere delle tariffe sui telefoni cellulari. Quest'ultima voce contribuisce a una riduzione dell'inflazione complessiva di luglio di circa 0,14 punti percentuali. Questa modifica riflette variazioni tariffarie introdotte a novembre 2005 e incluse nel nuovo paniere in modo differente, da cui segue un brusco calo dell'indice in tale mese. A novembre 2006, l'effetto dovrebbe essere eliminato riportando il livello dell'inflazione vicino a quanto originariamente stimato e riducendo l'effetto della nuova base e del nuovo paniere di circa 0,15 pp.

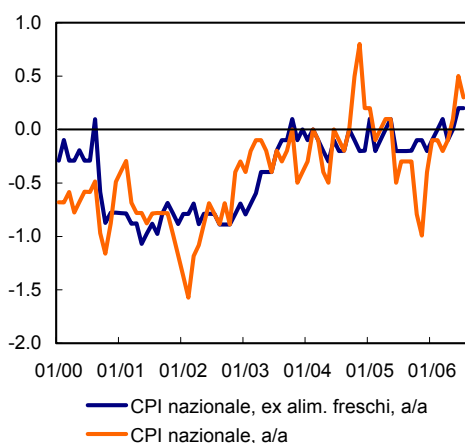
**CPI, base 2005, 10 gruppi principali**



Fonte: Ministero degli Affari Interni e delle Comunicazioni.  
Var. a/a luglio 2006, pesi fra parentesi.

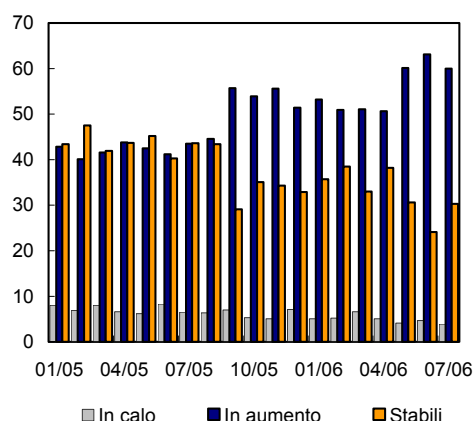
La BoJ aveva stimato a maggio che l'effetto del cambiamento di paniere e di base fosse analogo in termini di dimensioni complessive all'effetto registrato con il cambiamento della base e del paniere cinque anni fa, pari a circa 0,3 punti percentuali. Il CPI totale e quello ex-alimentari freschi di luglio hanno segnato rispettivamente variazioni a/a di 0,3% e 0,2%. Secondo l'ufficio statistico, le variazioni per lo stesso mese con base 2000 sono rispettivamente 0,8 % e 0,6%. Per il mese precedente, con base 2000, le variazioni erano state 1% e 0,6%; con base 2005. Il dato del CPI totale a giugno aveva risentito di una forte, temporanea accelerazione dei prezzi degli alimentari freschi (+9,8% m/m). È vero che i dati di luglio hanno registrato un rallentamento più marcato rispetto a quanto stimato originariamente dalla BoJ. Tuttavia, come nota la banca centrale, non bisogna prendere singoli dati in isolamento, occorre guardare le condizioni generali dell'economia.

**L'inflazione è bassa, ma non è deflazione!**



Fonte: Ecowin

**Percentuale di famiglie che si aspettano prezzi...**



La tabella qui sotto riporta le proiezioni macroeconomiche formulate ad aprile di quest'anno per attività e prezzi. Il sentiero del CPI ex-alimentari freschi vedeva un'inflazione annualizzata alla fine dell'anno fiscale 2006 allo 0,6%. Le aspettative di inflazione delle famiglie nelle più recenti indagini sulle opinioni dei consumatori erano "ben più alte dello 0,6%" (Mizuno, 2 agosto 2006). Le previsioni della BoJ ad aprile erano compatibili con aumenti mensili circa pari a zero fino a fine anno e marginalmente positivi nel corso del 2007. Questa aspettativa è ragionevole alla luce delle condizioni generali dell'economia, nonostante il fatto che si riparta da un livello di inflazione annualizzata più vicina allo zero per via del cambiamento della base e del paniere. Anche se la banca centrale ha ribadito che la relazione fra output gap e inflazione è molto meno robusta che in passato, le condizioni generali dell'economia puntano in una direzione incompatibile, dal punto di vista economico, con il ritorno di rischi di deflazione da domanda per i prossimi anni.

**Previsioni della maggioranza dei membri del comitato per gli anni fiscali 2006-07**

Previsioni	PIL	Prezzi alla produzione domestici	CPI (ex alimentari freschi)
Anno fiscale 2006	2,1-3	1,4-1,8	0,6-0,6
	[2,4]	[1,5]	[0,6]
Anno fiscale 2007	1,8-2,4	0,8-1,1	0,7-0,9
	[2]	[1]	[0,8]

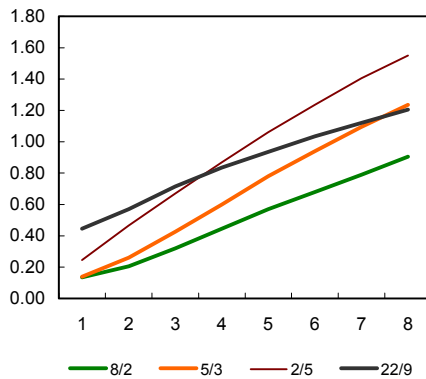
Fonte: BoJ

Note: 1) In parentesi quadra è riportata la mediana delle previsioni, l'intervallo di previsione rappresenta gli estremi dei valori previsti dai partecipanti alla riunione, e esclude il valore massimo e quello minimo. 2) I membri del Board formulano le previsioni utilizzando le aspettative sui tassi incorporate nei prezzi di mercato al momento della stesura dello scenario.

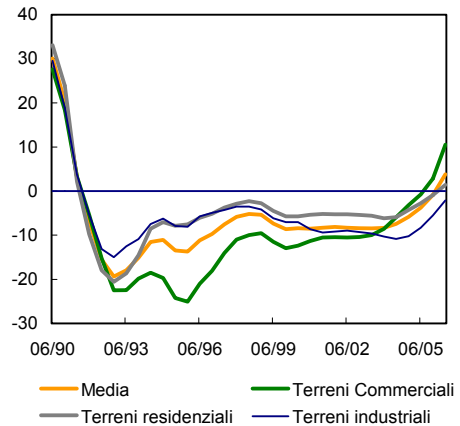
**Conclusioni: non ci sono motivi fondati per fermare la normalizzazione della politica monetaria**

La “sorpresa” del CPI di luglio ha ridimensionato le aspettative di rialzo dei tassi. Tuttavia lo scenario economico non è coerente con un’interruzione del processo di normalizzazione dei tassi, anche perchè la BoJ rimane convinta che periodi prolungati di tassi reali negativi, in una situazione di eccesso di domanda, aumentino il rischio di surriscaldamento e di bolla sugli asset. Manteniamo perciò la nostra previsione di un altro rialzo dei tassi di intervento entro dicembre (o alla riunione di novembre, il 15-16, o a quella di dicembre, il 18-19). Questo scenario è in linea con quanto segnalato recentemente dalla BoJ, sia nel rapporto mensile sull’economia, sia nella conferenza stampa di Fukui.

**Marcia indietro sulle aspettative di euroyen...**



**...ma i prezzi degli asset reali segnalano condizioni finanziarie molto espansive**  
(prezzi dei terreni – 6 grandi città – var. % a/a)



Fonte: Ecwin

**La riunione di politica monetaria di settembre si è conclusa con tassi invariati.** Nel rapporto sull’economia la BoJ ha mantenuto una valutazione positiva sullo scenario macro, confermando che “l’economia si sta espandendo moderatamente”. Secondo la banca centrale, tutte le componenti della domanda contribuiscono ancora alla crescita dell’economia. Gli investimenti aumentano a ritmi sostenuti, grazie anche alla buona dinamica dei profitti e alimentano una crescita forte del credito. “Anche il reddito delle famiglie ha continuato a crescere moderatamente”, permettendo ai consumi di mantenersi su un trend positivo. La domanda estera rimane solida e dovrebbe alimentare ancora una crescita dell’export.

Per quanto riguarda i prezzi, il nodo cruciale di interesse per lo scenario dei tassi, si conferma che i mercati avevano reagito in modo eccessivo alla revisione dei dati di inflazione calcolata con la nuova base e il nuovo paniere. Secondo la BoJ, “il tasso di variazione a/a dei prezzi al consumo (al netto di alimentari freschi) è stato su un trend positivo. (...e.) si prevede che continui a seguire un trend positivo, dato che l’output gap continua a essere positivo

Nella **conferenza stampa** Fukui ha dato ulteriore enfasi allo scenario dei prezzi. Fukui ha affermato che la revisione del CPI non ha modificato la visione della BoJ sui prezzi, che continueranno a crescere a ritmi positivi anche dopo la revisione. Fukui ha confermato che il rialzo dei tassi di luglio era “appropriato” e che i futuri



aggiustamenti dei tassi saranno graduali. La banca centrale segnala quindi senza esitazioni che intende proseguire sul sentiero di normalizzazione della politica monetaria. Le parole della BoJ danno supporto alla nostra **previsione di un altro rialzo dei tassi entro fine anno** e di successivi rialzi nel 2007 che dovrebbero portare il tasso overnight intorno all'1% a metà 2007.

### Previsioni – Giappone

	2005	2006	2007	2005				2006				2007		
				4	1	2	3	4	1	2	3	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	2,6	2,6	2,3	4,0	3,4	2,2	2,6	2,2	2,1	2,5	2,4			
- trim/trim annualizzato				4,4	2,7	1,0	2,5	2,5	2,5	2,5	2,3			
Consumi privati	2,1	1,8	2,1	2,6	0,8	2,0	1,7	2,3	2,2	2,4	1,8			
IFL - priv. non residenziali	7,8	8,9	5,8	1,1	13,9	15,4	5,1	5,7	5,5	5,1	4,7			
IFL - priv. residenziali	-0,7	1,5	2,1	7,3	2,8	-10,4	6,9	3,0	2,4	3,0	1,7			
Investim. pubblici	-5,9	-6,2	-0,9	-10,4	-2,3	-22,8	4,3	0,0	0,3	0,3	0,5			
Consumi pubblici	1,7	0,7	1,6	0,7	0,2	-0,9	3,2	1,2	1,7	1,3	2,3			
Esportazioni	7,0	9,4	6,3	15,9	9,2	3,7	3,9	8,5	2,3	11,5	7,0			
Importazioni	6,3	7,3	8,1	-2,4	10,5	8,4	5,2	13,3	5,3	8,8	5,9			
Var. scorte (contrib., % Pil)	0,1	-0,2	-0,1	0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,1	-0,2	-0,1			
Partite correnti (% Pil)	3,7	3,3	2,9	4,2	4,0	3,3	2,9	2,8	2,8	2,8	2,9			
Deficit (% Pil)	-7,0	-6,6	-6,0											
Debito/PIL (% Pil)	161,8	165,3	168,1											
CPI (a/a)	-0,3	0,4	1,2	-0,7	-0,1	0,2	0,6	0,9	1,2	1,2	1,3			
Produzione Industriale	1,5	3,5	1,7	11,3	2,5	3,5	2,6	2,0	1,6	1,4	1,0			
Disoccupazione (%)	4,4	4,1	3,7	4,5	4,2	4,1	4,0	4,0	3,9	3,8	3,7			
Tasso a 3 mesi - CD (%)	0,05	0,31	1,22	0,05	0,16	0,25	0,32	0,51	0,87	1,16	1,39			
Tasso a 10 anni (%)	1,36	1,96	2,29	1,47	1,77	1,92	1,80	1,80	2,00	1,90	1,80			
Dollaro/Yen (Yen)	110,1	115,5	106,3	117,3	116,9	114,5	116,1	114,5	111,0	109,0	105,0			
Cambio effettivo (1990=100)	132,5	125,5	135,4	126,5	126,4	126,7	124,0	125,0	128,6	131,5	137,0			

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

## Cina: ritorno al 10%

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

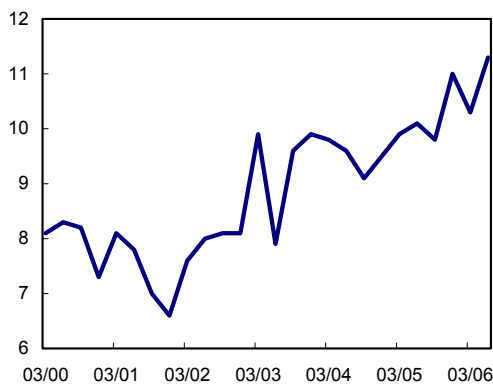
La crescita cinese nel secondo trimestre ha sorpreso ancora una volta verso l'alto, confermando la necessità di interventi di restrizione della domanda da parte delle autorità. Le misure attuate verso la fine del secondo trimestre stanno cominciando ad avere qualche effetto sulla crescita e potrebbero contribuire a riportare l'economia cinese sul sentiero degli ultimi anni (espansione intorno al 10%) dopo l'accelerazione di 2006.S1.

Le misure restrittive hanno riguardato non solo la politica monetaria in senso stretto (attraverso due rialzi dei tassi di interesse e del coefficiente di riserva) e l'andamento del cambio, ma hanno anche incluso interventi di tipo amministrativo. Queste ultime sono mirate a limitare la dinamica degli investimenti attraverso il blocco di molti progetti di investimento locali e della vendita di terreni, e a contenere la crescita delle esportazioni attraverso l'eliminazione di riduzioni di IVA sulle esportazioni attuate in tempi precedenti. Il cocktail di politiche restrittive adottato sembra essere efficace, soprattutto grazie agli effetti delle misure amministrative che sono state attuate con maggiore determinazione rispetto al passato.

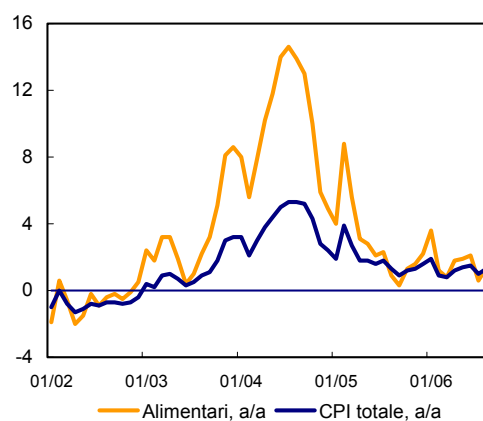
### Accelerazione nel primo semestre...

I dati del PIL nel secondo trimestre 2006 hanno registrato una nuova accelerazione della crescita, all'11,3% a/a dal 10,3% a/a di 2006.Q1. Nel secondo trimestre, gli investimenti privati sono passati da una crescita del 30% a/a nel primo trimestre a una crescita del 32% nel secondo. I dati congiunturali del terzo trimestre pubblicati nel mese di settembre segnalano un timido raffreddamento della crescita: fonti economiche vicine al governo cinese indicano che il terzo trimestre dovrebbe registrare una crescita intorno al 9% a/a. Il 2006 si prospetta comunque come un anno di crescita ampiamente superiore agli obiettivi ufficiali che da diversi anni puntano a una crescita del PIL intorno all'8%. La **previsione per l'anno in corso è di crescita media dell'11%**, superiore alla media di 10% dei tre anni precedenti. **Per il 2007 si dovrebbe vedere un rientro del tasso di crescita verso la media degli anni scorsi, con una previsione di variazione media annua del PIL al 10%.**

**PIL a/a: in attesa di un rallentamento nel terzo trimestre**



**Inflazione stabile da un anno**



Fonte: Ecwin

### ...e rallentamento nella seconda metà dell'anno...

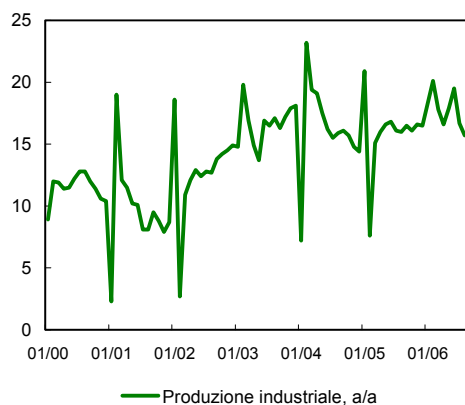
I dati congiunturali del terzo trimestre sono omogenei nell'indicare finalmente una dinamica in rallentamento. La produzione industriale ha segnato un picco di crescita al 19,6% a/a a giugno, per poi scendere al 16,7% a luglio e al 15,7% ad agosto. Lo stesso sentiero è indicato dalla crescita degli investimenti fissi urbani,

**...guidato dalle misure restrittive adottate**

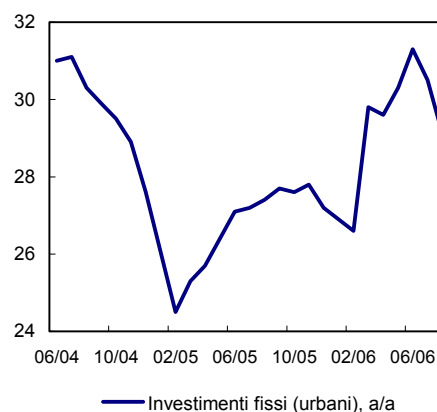
che ha segnato una crescita del 30,5% a/a nei primi sette mesi dell'anno, dal 31,3% del primo semestre. Gli investimenti nel settore immobiliare si sono circa stabilizzati (al 24% a/a a luglio dal 24,2% del periodo gen.-giu.). È questo il settore che richiede maggiori interventi restrittivi da parte delle autorità. I commenti ufficiali alla pubblicazione dei dati di investimento di agosto hanno sottolineato l'efficacia delle misure adottate finora e hanno indicato che tali misure dovrebbero essere sufficienti per rallentare la crescita della domanda aggregata cinese, segnalando che per ora non si prevedono nuovi interventi. Dal lato dei consumi ci sono segnali di rallentamento, come evidente dalle vendite di autoveicoli, che nei mesi estivi hanno moderato il passo dai ritmi esplosivi dei primi mesi dell'anno. A parte le auto però, il trend delle vendite al dettaglio resta sostenuto e alimentato da un andamento relativamente stabile del reddito disponibile e dei salari.

I due rialzi dei tassi di interesse e l'aumento del coefficiente di riserva obbligatoria hanno avuto effetti per ora modesti sulla dinamica degli aggregati monetari, ma almeno si osserva una stabilizzazione. Inoltre, nell'indagine trimestrale di fiducia del settore bancario, pubblicata il 19 settembre, la fiducia delle banche è scesa ai minimi degli ultimi due anni, passando da 82,4 di 2006.Q1 a 59,9 di 2006.Q2 a 43,8 di 2006.Q3. Il fattore principale dietro il pessimismo delle banche è il "sentimento sulla politica monetaria" che è sceso da 81 nel primo trimestre a 57 nel terzo, mentre sulla domanda di prestiti e il clima del settore le banche mantengono opinioni pressoché invariate da diversi trimestri.

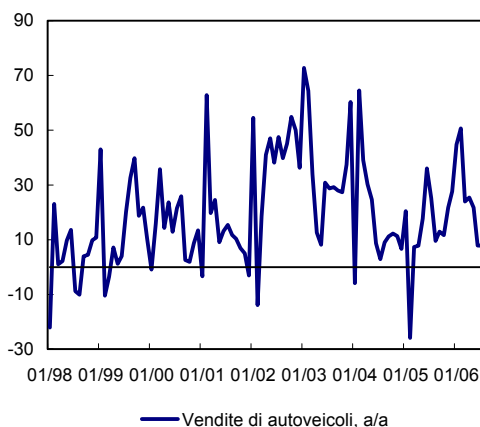
**Segnali di rallentamento da produzione industriale..**



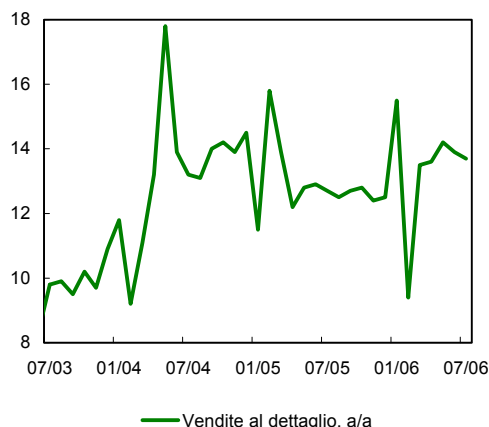
**..e dagli investimenti fissi**



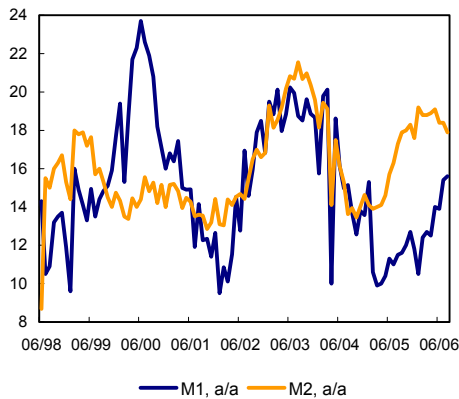
**Le vendite di autoveicoli rallentano...**



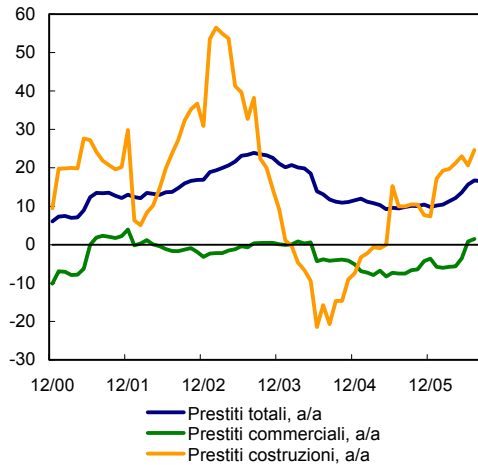
**...ma la crescita delle vendite totali è stabile**



**Aggregati monetari: la crescita resta sostenuta, ma sembra avere svoltato**



**I prestiti accelerano ancora trainati dal settore costruzioni**

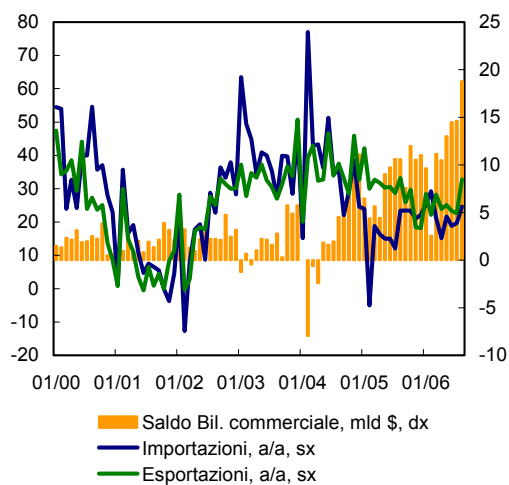


Fonte: Bloomberg, Ecowin

Alla luce dell'andamento dei dati dei mesi estivi è probabile che il governo cinese continui a privilegiare le misure amministrative, molto più efficaci, rispetto ai rialzi dei tassi di interesse. Pertanto interventi di politica monetaria potranno eventualmente riguardare il cambio, anche per rispondere alle pressioni internazionali, ma difficilmente saranno affidati a altri rialzi dei tassi di interesse nei prossimi mesi.

A fronte dei segnali di rallentamento della domanda domestica, si continua a registrare una forte crescita della domanda estera. Il saldo di bilancia commerciale rimane su un trend in aumento, con un avanzo pari a 18,8 mld \$ ad agosto, in aumento da 14,6 mld di luglio. Il trend delle esportazioni sta accelerando: l'export è cresciuto del 32,8% ad agosto dopo il breve periodo di stabilizzazione precedente (export +22,5% a/a a luglio). Il trend delle importazioni è analogo, ma più contenuto, con una crescita di +24,6% a/a ad agosto da +19,4% a/a a luglio. Per frenare il continuo aumento dell'avanzo commerciale il governo ha introdotto misure fiscali volte a rallentare la crescita delle esportazioni. A metà settembre, è stato annunciato un cambiamento nella politica dell'imposizione indiretta sulle esportazioni, consistente in 1) eliminazione dello sconto per l'IVA sulle materie prime esportate (minerali non ferrosi, carbone, gas naturale, legname); 2) riduzione dello sconto per l'IVA su alcuni prodotti (acciaio, cemento, tessili, plastica), in media compresa fra 3 e 8 punti percentuali; 3) aumento dello sconto sull'IVA per prodotti a più alto valore aggiunto (macchinari, prodotti IT, high-tech), mediamente intorno a 4 punti percentuali. Fonti vicine al governo indicano che per rallentare la crescita delle esportazioni, il cambio dovrebbe apprezzarsi di circa il 5% all'anno un po' più velocemente dell'attuale ritmo del 3% annuo, come ha affermato Zhu Baoliang, dello State Information Center. Nel prossimo mese, con l'avvicinarsi della scadenza elettorale americana, aumenteranno le richieste di intervento per ridurre l'avanzo commerciale cinese, ma difficilmente ci sarà una deviazione dal sentiero di lento e molto graduale apprezzamento dello yuan seguito finora.

### Il canale estero continua a contribuire alla crescita



Fonte: Bloomberg

### Previsioni – Cina

		2002	2003	2004	2005	2006	2007
PIL (prezzi correnti)	mld CNY	12033.3	13582.3	15987.8	19143.7	21816.4	24712.1
	a/a	9.7	12.9	17.7	19.7	14.0	13.3
PIL (prezzi costanti)	a/a	9.1	10.0	10.1	9.9	11.1	10.0
Consumi	a/a	9.4	7.7	8.3	10.9	12.4	12.8
Investimenti fissi	a/a	16.7	24.6	20.2	19.8	21.6	14.4
Consumi pubblici	a/a	14.3	16.7	18.8	9.7	11.9	11.5
Esportazioni	a/a	24.4	33.8	22.8	20.3	17.0	13.4
Importazioni	a/a	24.6	37.1	21.2	6.6	12.9	23.7
Produzione industriale	a/a	20.3	26.2	21.5	13.8	10.6	11.6
Tasso di disoccupazione	%	3.9	4.2	4.2	4.0	4.0	3.9
Inflazione (CPI)	a/a	-0.8	1.2	3.9	1.9	1.3	1.8
Tasso d'interesse (b/t)	%	5.3	5.3	5.4	5.6	5.9	6.2
USD/CNY (media)		8.28	8.28	8.28	8.19	8.02	7.76
	a/a		0%	0%	-1%	-2%	-3%
USD/CNY (fine periodo)		8.3	8.3	8.3	8.1	8.0	7.6
EUR/CNY (fine periodo)		8.2	9.6	10.6	9.6	10.1	9.6

Fonte: Banca Intesa.

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.

**STUDI E RICERCHE****Responsabile**

Gregorio De Felice

**Gruppo di lavoro:**

Luca Mezzomo

 **Mercati valutari**

Asmara Jamaleh

**Database Management**

Simonetta Melotto

**Macroeconomia**

Sergio Capaldi

Anna Maria Grimaldi

Gianluigi Mandruzzato

Giovanna Mossetti

**Nucleo Editoriale**

Sonia Papandrea

Aldo Perego

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

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

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