

Scenario Macroeconomico

Servizio Studi e Ricerche

Aprile 2004

Scenario Macroeconomico

Aprile 2004

L'eccezione italiana	3
Petrolio: è la domanda il fattore che traina i prezzi nel 2004	6
Stati Uniti: un misurato pessimismo	8
La crescita della produttività del lavoro americana continua a stupire: siamo di fronte ad una "Nuova Economia"?	13
La Fed resterà paziente	16
Area euro: la ripresa moderata continua, se i consumatori tornano a spendere	20
Inflazione: in linea con l'obiettivo BCE	22
Politica monetaria: tassi fermi e rischi bidirezionali	24
Focus: competitività a confronto nell'area euro	27
Germania	31
Francia	32
Italia: crescita sotto l'1% anche nel 2004	33
La situazione in un'occhiata	36
Regno Unito	37
L'amaro calice	38
Giappone: crescita finalmente sostenibile	44

L'eccezione italiana

Dalla prospettiva italiana, l'attuale congiuntura economica appare ben poco entusiasmante. A giudicare dall'andamento dell'attività industriale locale, infatti, la situazione appare ancora stagnante, le prospettive per il futuro fosche. Il governo, che negli ultimi anni ha sempre presentato stime troppo ottimistiche sul ritmo della crescita, appare sempre più incline a cestinare gli impegni alla stabilità fiscale, fin qui rispettati, per sperimentare misure di stimolo. Eppure il mondo intorno è davvero cambiato, negli ultimi mesi. Allargando un po' l'angolo di visuale, si riscontra una diffusione della ripresa economica come non accadeva da molti anni. Crescono gli Stati Uniti, dove le previsioni di consenso per il 2004 rimangono elevate (oltre il 4,5% a/a). Cresce l'Asia, dove il Giappone sta riemergendo da un decennio di deflazione grazie alla svolta attuata dalla banca centrale e al *boom* industriale della Cina. Cresce anche l'Europa, dove l'euro forte non ha impedito una moderata ripresa dell'attività nei servizi e nell'industria.

L'effetto collaterale di questa diffusa ripresa economica è il rincaro delle materie prime sui mercati internazionali. Alcuni episodi, come l'impennata dei prezzi dell'acciaio, hanno conquistato anche le pagine dei giornali. Per quanto riguarda il petrolio (v. pag. 6), per esempio, la forza della domanda appare l'elemento più importante dietro le tensioni che continuano a caratterizzare le quotazioni. L'aumento dei prezzi, che interessa soprattutto le materie prime industriali e i combustibili fossili, si è già riflesso in corposi aumenti degli input industriali, anche nelle aree fino a poco tempo addietro protette dalla forza del cambio. Questo fenomeno è destinato a ridurre le pressioni deflazionistiche prevalenti nell'industria manifatturiera. Tuttavia, l'impatto inflazionistico è più rilevante per i paesi emergenti che per l'Occidente: anche negli Stati Uniti, ove pure si è registrato un deprezzamento ingente del cambio, il calo del costo del lavoro per unità di prodotto sta più che compensando il rincaro degli input da lavoro.

Prezzi delle materie prime

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Petrolio (Brent, \$/barile)	24,4	25,0	28,8	29,1	26,0	26,1
	-13,8	+2,4	+15,3	+0,8	-10,7	+0,4
Materie prime escl. combustibili (1990=100)	73,1	76,0	81,7	92,7	95,7	89,3
	-5,4	+3,9	+7,5	+13,5	+3,3	-6,6
Metalli (1990=100)	73,9	71,9	80,5	105,2	105,4	93,2
	-9,8	-2,7	+11,9	+30,8	+0,2	-11,6
Agricole (1990=100)	77,0	78,2	81,2	86,3	89,9	88,5
	-4,9	+1,6	+3,8	+6,2	+4,2	-1,5

Livelli e variazioni medie annue

Questa ripresa appare abbastanza robusta, oltre che diffusa, ma difficilmente accelererà ancora. Negli Stati Uniti, l'esaurirsi degli stimoli fiscali assesterà il ritmo dell'espansione su livelli inferiori a quelli che hanno caratterizzato la fine del 2003. Anche in Giappone si attende un consolidamento su livelli più bassi, favorito anche dall'apprezzamento dello yen sui mercati valutari. Al contrario, si confida che ciò non accada in Europa, dove una modesta ripresa della domanda interna e un profilo del cambio più favorevole rispetto alle previsioni dovrebbero far accelerare marginalmente l'espansione dell'attività economica. Nel breve

termine, però, i dubbi non mancano: sebbene gli indicatori anticipatori offrano indicazioni ancora positive, i dati di questo periodo sono piuttosto incerti e non consentono di escludere che il ciclo torni nuovamente a rallentare. Non è un caso che proprio nell'area euro i mercati coltivino da tempo attese di un possibile taglio dei tassi nel corso dell'estate.

Tassi di crescita del PIL

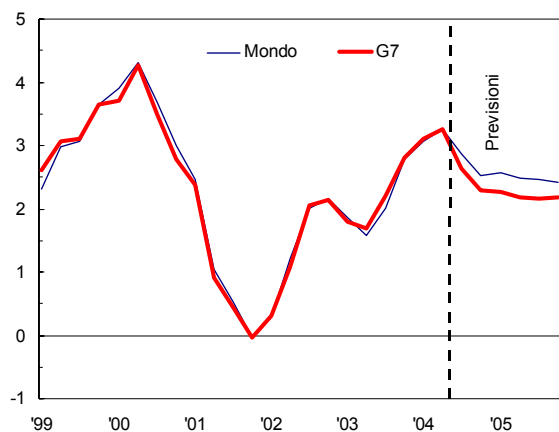
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Stati Uniti	0,5	2,2	3,1	4,1	3,0	2,6
Giappone	0,4	-0,3	2,7	2,8	1,4	1,1
Area Euro	1,6	0,9	0,4	1,5	2,1	2,3
Europa Orientale	4,4	3,6	5,6	5,1	4,9	4,5
America Latina	0,2	-0,7	1,5	3,8	4,5	4,1
OPEC	2,3	1,6	-0,1	5,9	5,5	3,4
Asia orientale	3,8	5,7	5,7	6,7	6,7	5,4
Africa	3,3	3,4	3,0	1,9	2,3	3,0
Crescita mondiale	1,3	1,8	2,5	3,6	3,1	2,8

Variazioni medie annue.

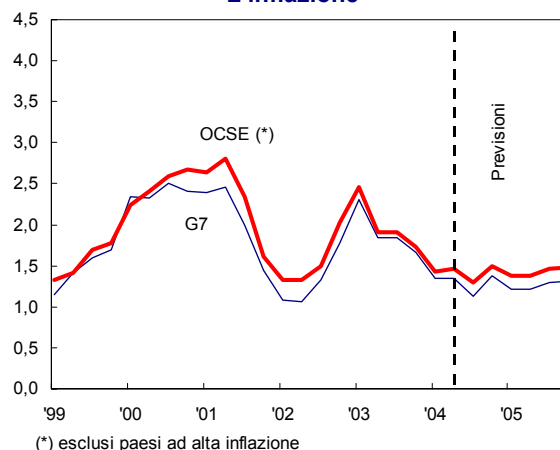
Un dato di fatto è che le politiche monetarie rimangono espansive. Sebbene tagli dei tassi ufficiali appaiano fuori questione negli Stati Uniti e ancora poco probabili in Europa, rimaniamo convinti che il livello dei tassi nominali è destinato a rimanere molto basso per lungo tempo. Riteniamo probabile che il 2004 possa trascorrere senza alcun intervento sui tassi da parte di Federal Reserve, BCE e Banca del Giappone.

Per tornare al tema con cui avevamo aperto, un taglio dei tassi di interesse da parte della BCE recherebbe probabilmente benefici del tutto trascurabili all'economia italiana. Come illustra uno studio incluso in questo numero (v. pag. 27), la malattia dell'industria italiana presenta molte dimensioni: l'andamento del costo del lavoro, la pressione della delocalizzazione, le oscillazioni dei cambi, gli effetti negativi della tradizionale specializzazione produttiva italiana. La sensazione è che il superamento dei problemi avverrà soltanto attraverso una dolorosa fase di ristrutturazione, più attraverso una rotazione di attività economiche che attraverso la ripresa dei settori in crisi.

Ciclo economico internazionale



L'inflazione



(*) esclusi paesi ad alta inflazione

Verrebbe da dire, a meno che l'euro non torni a precipitare sui mercati internazionali, come una volta faceva la lira. Una discesa verso 1,13-1,15 non può essere esclusa, vista la prossimità del cambio a supporti critici; tale evoluzione diventerebbe uno scenario plausibile soltanto a fronte di grosse sorprese positive sul fronte dei dati economici americani, riguardo alle quali siamo scettici. Lo scenario di previsione descritto in questo rapporto incorpora perciò un cambio euro/dollaro stabile intorno ai livelli correnti, un rapporto dollaro/yen in discesa sotto quota 100 e un dollaro globalmente più debole rispetto al 2003. Come ci si attendeva, il mercato ha perso la fiducia in un'inarrestabile ascesa dell'euro di fronte ai segnali di relativa debolezza della crescita europea e al rischio di taglio dei tassi ufficiali, mentre ha continuato a puntare sullo yen nonostante la dolorosa punizione inflitta dalle autorità monetarie nipponiche con i loro massicci interventi nel primo trimestre dell'anno.

(Luca Mezzomo)

Petrolio: è la domanda il fattore che traina i prezzi nel 2004

I dati di marzo sulla produzione OPEC e sull'andamento delle scorte statunitensi sembrano dare ormai evidenza che il fattore di traino dei sostenuti prezzi del petrolio è la domanda (cinese e statunitense), più che gli eventuali tagli dell'OPEC.

Infatti, la produzione OPEC anche nel mese di marzo è rimasta invariata a 26 mb/d, 2,5 mb/d oltre le quote ipotetiche di aprile (23,5 mb/d) e 1,5 mb/d in più rispetto a quelle vigenti nei mesi passati. In altri termini, i produttori non hanno avviato il processo di riduzione della produzione, che avrebbe dovuto iniziare almeno a metà febbraio per rendere effettivo il taglio. I dati sulle importazioni statunitensi, costantemente oltre i 10 mb/d nelle ultime settimane, testimoniano del buon livello di approvvigionamento del mercato.

Il mantenimento della produzione su livelli elevati ha permesso anche un certo processo di ricostruzione delle scorte commerciali, che per quanto riguarda il greggio sono tornate a 292 mb/d. Anche le scorte di benzina sono aumentate, seppur in maniera meno consistente; hanno infatti raggiunto 200 mb/d e, seppure non possano essere considerati su livelli di assoluta sicurezza, sicuramente non fanno temere crisi nelle forniture neanche quando si raggiungerà il massimo consumo estivo di benzine. Tuttavia, mentre il mercato si attendeva che continuasse il processo di ricostruzione delle scorte anche nella prima settimana di aprile, queste si sono leggermente contratte.

Va poi ricordato che il Governo degli Stati Uniti in questi mesi ha provveduto alla ricostruzione delle scorte strategiche, immettendo nelle caverne delle Montagne Rocciose oltre 50 mb/d e potrebbe sempre utilizzare queste riserve in caso di crisi dell'offerta (evento, quest'ultimo, temutissimo dall'OPEC, che non dimentica che nel 1998 il Presidente Clinton ordinò di cedere sul mercato 20 mb/d di scorte strategiche, facendo abbassare il prezzo del greggio di oltre 5 \$/bl in pochissimi giorni).

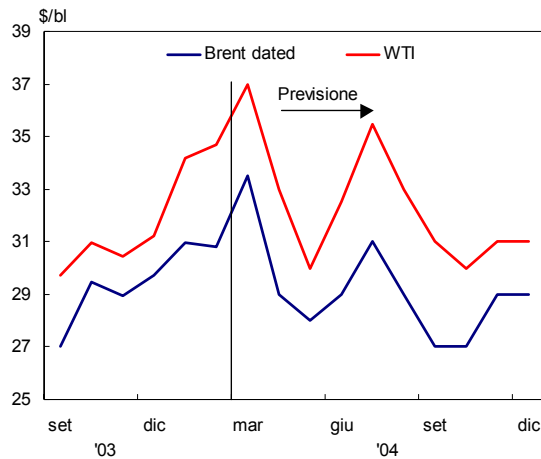
Il mercato non è rimasto insensibile a questi dati: osservando il migliore stato delle scorte e il mancato taglio dell'OPEC, il prezzo è sceso dai picchi di 33,5 \$/bl (per il Brent) e 37\$/bl (per il WTI) a valori compresi rispettivamente tra i 30 e i 31 \$/bl e intorno ai 34 \$/bl, anche per effetto della smobilizzazione di parte delle posizioni lunghe detenute dai fondi di investimento (il che ha contribuito anche a ridurre la pendenza della *backwardation* della curva forward). In particolare, il mercato ritiene che se pure l'OPEC procederà ad una *riduzione* della produzione nei prossimi mesi, per andare incontro al calo stagionale della domanda di 2-2,5 mb/d nei mesi di aprile e maggio, manterrà sempre una certa sovrapproduzione (stimabile tra 1 e 1,5 mb/d). Il movimento *bearish* dei prezzi tuttavia si è interrotto con i dati delle scorte pubblicati il 7 aprile, che fanno temere l'avvio di un nuovo processo di decumolazione degli stoccaggi commerciali, provocando un balzo di oltre un dollaro al barile sia per il Brent che per il WTI. Tuttavia, se nelle prossime settimane le scorte risalissero, potrebbe avviarsi una nuova fase di riduzione dei prezzi, anche se non al di sotto dei 27-28 \$/bl.

I fattori fondamentali, seppure in miglioramento nel breve, fanno ritenere che il mercato possa subire nei prossimi mesi nuove tendenze rialziste in corrispondenza dell'aumento della domanda nei mesi estivi e invernali – per non parlare di eventuali shock determinati dall'instabile situazione geopolitica. Il fattore di traino, insieme a livelli delle scorte comunque storicamente piuttosto bassi, è dato dalla domanda. Le stime di crescita della domanda di greggio per il 2004 oscillano tra gli 1,4 mb/d dell'EIA e gli 1,65 mb/d della IEA. Alla base di

queste valutazioni vi sono i) la domanda statunitense di benzine, che ha già raggiunto picchi di consumo superiori ai 9 mb/d, cioè livelli che solitamente si raggiungono a fine maggio, all'inizio della *driving season*, e un livello medio per il primo trimestre dell'anno di 8,8 mb/d, record di tutti i tempi. La domanda di benzine potrebbe crescere negli USA su base annua di oltre il 2%, nonostante prezzi che, durante il periodo estivo, si prevedono essere ai livelli massimi dal 1985¹. Questo è segno certamente di un ottimo stato di salute dell'economia statunitense, anche se probabilmente concentrata nei primi due trimestri dell'anno². ii) la domanda cinese, che dopo essere cresciuta tra 2002 e 2003 del 7% potrebbe quest'anno superare tutti i record, con una crescita anche di 500,000 b/d – intorno al 10%.

Il mercato quindi nel medio periodo presenta caratteristiche *bullish*, il che tenderà a mantenere i prezzi su livelli elevati; inoltre, in queste condizioni il mercato è molto sensibile a fronte di qualsiasi imprevisto (come il dato contrario alle attese sulle scorte dimostra). Riteniamo che lo scenario maggiormente probabile per il 2004 veda un prezzo medio annuo compreso tra i 29 e i 29,5 \$/bl per il Brent e intorno ai 33 \$/bl per il WTI³. Il prezzo del Brent nel medio-breve periodo potrebbe scendere, anche se non al di sotto dei 27 \$/bl \$/bl, per poi risalire verso quota 30 \$/bl con nuove punte anche intorno ai 33 \$/bl durante la stagione estiva (e con il WTI USA che in questo periodo potrebbe essere fortemente sotto tensione e avvicinarsi a quota 40 \$/bl), a meno di una forte crescita degli stoccaggi su livelli di sovrabbondanza, che appare però difficile se effettivamente l'OPEC modulerà le forniture nei prossimi due mesi. Il Brent potrebbe poi ridiscendere sotto i 30 \$/bl nel periodo autunnale, per stabilizzarsi intorno ai 29 \$/bl verso la fine dell'anno.

Prezzi mensili e andamento prezzi Brent Dated e WTI in previsione fino al 2004



Fonte: Banca Intesa

(Luigi Napolano)

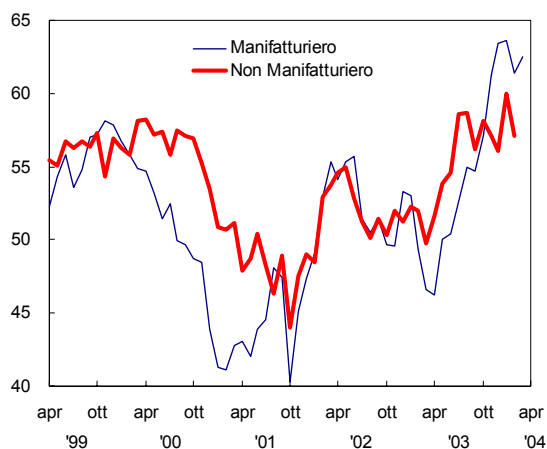
- ¹ La stima dell'EIA è di un prezzo medio nazionale per le benzine, nel periodo aprile-settembre, di 1,74 \$/gallone, con picchi superiori all'1,85 \$/gallone. In California, la benzina ha già superato la soglia dei 2 \$/gallone.
- ² EIA include nelle sue analisi del mercato oil statunitense una stima di crescita del PIL USA che dovrebbe essere del 4,7% per il 2004. Banca Intesa stima una crescita USA del 4,2%.
- ³ La media del Brent dated nel primo trimestre 2004 ha superato di poco i 32 \$/bl, mentre il WTI ha presentato un valor medio di 35,3 \$/bl.

Stati Uniti: un misurato pessimismo

Rispetto ad un mese fa, abbiamo **rivisto marginalmente al ribasso le nostre stime di crescita 2004-2005 per gli Stati Uniti**. Rispetto al consenso di mercato restiamo decisamente più pessimisti: la revisione amplia un divario sulla crescita che raggiunge lo 0,5% nel 2004 e lo 0,7% nel 2005. **La crescita per l'anno corrente è ora al 4,1%, mentre quella del 2005 è ferma al 3,0%**: le due stime sono inferiori anche al più cauto dei previsori che partecipano al *panel* del *Consensus Economics* (Marzo 2004). **Le motivazioni di tanto "pessimismo" riguardano principalmente gli investimenti delle imprese**: su questa variabile il divario con il consenso è diventato via via più marcato, 7,3% contro il 10,6 di consenso nel 2004 e 5,5% contro il 9,1% nel 2005. I consumi privati, la componente principale del Pil, hanno subito una revisione al ribasso di circa un decimo di punto nel 2004 (ora 3,7% ed in linea con il consenso). Nel 2005 vediamo maggior spazio per un rallentamento dei consumi: la crescita del reddito disponibile sarà sedata da una modesta dinamica dei salari orari e da un maggior rigore fiscale. Nonostante gli evidenti segnali di rallentamento lo scenario sugli investimenti in edilizia residenziale è stato reso meno severo: la stabilità dei tassi sui mutui ipotecari e la crescita dei prezzi immobiliari potrebbe mitigare la stagnazione di questo settore nel corso dell'anno. Un più deciso cambiamento di rotta non avverrà se non in vicinanza dell'inizio della fase restrittiva da parte della Fed. Infine, la sostanziale stabilità del tasso di disoccupazione sopra il livello compatibile con la stabilità dei prezzi (tasso NAIRU = 5%) è coerente con un tasso di inflazione nel 2005 pari all'1,8%, leggermente inferiore alla nostra precedente stima (2,0%).

Il nostro profilo di crescita nel 2004 prevede **un significativo rallentamento della dinamica del Pil nella seconda metà dell'anno**. Ciò coinciderà con la fine dell'effetto di stimolo dei rimborsi fiscali e quindi con una moderazione del ritmo di crescita dei consumi privati e la stabilizzazione degli investimenti industriali su di un sentiero più sostenibile. Le incertezze geopolitiche potrebbero inoltre ritornare a giocare un ruolo determinante nello scenario economico, influenzando nuovamente le scelte di investimento delle imprese. La crescita del Pil dovrebbe oscillare intorno al 3,6% nel primo semestre del 2004 per poi rallentare al 3,1% nella seconda metà.

ISM



I dati di contabilità nazionale relativi al primo trimestre del 2004 dovrebbero mostrare una crescita del 3,7% t/t pari al 4,8% su base tendenziale (a/a). Questa

stima, basata sull'andamento delle componenti della domanda, trova conferma nel nostro principale indicatore dal lato dell'offerta. Sebbene la brevità della serie storica ne limiti fortemente l'uso, l'ISM non manifatturiero contiene informazioni sul macro settore di gran lunga più rilevante per l'economia americana. Aggregando le componenti dell'ISM non manifatturiero in un indice di diffusione complessivo del settore e componendo quest'ultimo con l'indice del manifatturiero in base al valore aggiunto dei due macro settori (manifatturiero e non), abbiamo costruito un indice ISM-Totale. La brevità della serie non manifatturiera impedisce di valutare appieno l'utilità di questo indicatore nella stima del Pil, tuttavia la conformità di queste stime con quelle basate sulle componenti della domanda rappresenta almeno un segnale di coerenza che non può che confortare. La media trimestrale di questo indicatore appare in aumento rispetto al 2003.IV (da 58,1 a 60,3) e ciò sembra coerente con la nostra stima della crescita tendenziale nel 2004.I (4,8% a/a).

Consumi

Il nostro scenario prevede una stabilizzazione del saggio di risparmio intorno ai livelli correnti (1,9%) nel 2004 ed un modesto aumento nel 2005. Come abbiamo avuto più volte l'occasione di evidenziare, il livello del saggio di risparmio è troppo basso rispetto a quanto suggerito dai fondamentali economici, ma definire i tempi e la modalità della correzione di questa variabile è un compito arduo. E' ragionevole supporre che questo aggiustamento sarà graduale e non traumatico per le abitudini di spesa delle famiglie americane.

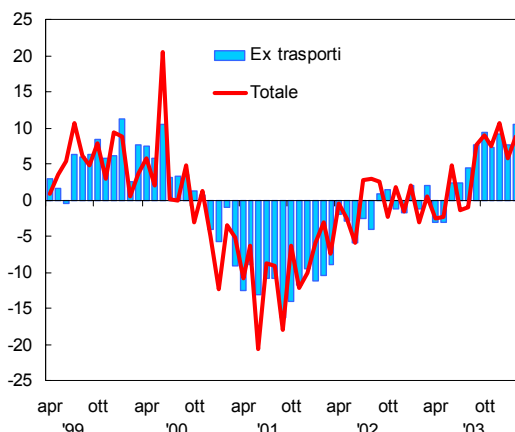
La stima dei consumi del primo trimestre (3,6% t/t ann.) è basata su una sensibile ripresa dei consumi a marzo. I dati delle vendite settimanali continuano a fornire segnali contrastanti circa l'andamento delle vendite al dettaglio. In passato sia l'indagine condotta dall'*Instinet Research* (Redbook) che quella dell'*International Council of Shopping Centers* (ICSC) hanno evidenziato un'ampia inadeguatezza nel fornire previsioni sulle vendite al dettaglio. In generale, tuttavia, le variazioni tendenziali tendono a dare un segnale più chiaro sull'andamento delle vendite. In questi termini, entrambe le *survey* tendono a segnalare una tenuta dei consumi privati (merci - non durevoli) nel trimestre in corso.

Detto ciò, l'esito inferiore alle attese dei consumi privati continua ad alimentare dubbi sulla capacità dei rimborsi fiscali di alimentare una ulteriore e significativa espansione dell'economia. Il ritmo blando con cui questi stanno affluendo nei bilanci delle famiglie non è indizio di una risposta vivace dei consumi nel trimestre in corso. Ciò a maggior ragione dato che tra aprile e giugno lo stimolo fiscale interesserà maggiormente le classi di reddito medio-alte caratterizzate da una propensione al consumo inferiore. I dati emersi sin ora sono coerenti con una crescita dei consumi privati di circa il 3,6% t/t (ann.) nel 2004.II, stabile rispetto al 2004.I; la ripresa del mercato del lavoro si affiancherà allo stimolo fiscale nel sostenere la crescita del reddito disponibile.

Investimenti industriali

Le prospettive degli investimenti industriali in macchinari e software nei prossimi 6-9 mesi restano positive ma devono subire un ridimensionamento alla luce del calo degli ordini e delle consegne di beni capitali (ex difesa ed aerei). Il balzo della produttività, il rallentamento della crescita dei salari, bassi tassi di interesse, il calo delle imposte ed il deprezzamento del dollaro hanno determinato una crescita record dei profitti delle imprese in percentuale del Pil. Pur ipotizzando un significativo calo della crescita della produttività del lavoro nei prossimi trimestri, la presenza di un ampio gap di risorse inutilizzate dovrebbe favorire un ulteriore rallentamento della dinamica salariale e salvaguardare gli ampi margini di profitto generati dalle imprese.

Nuovi ordinativi (durevoli - var.% a/a)



Detto ciò, in un'ottica di breve periodo i segnali congiunturali emersi negli ultimi mesi puntano a ridimensionare il ruolo degli investimenti industriali nella ripresa in corso. A febbraio, gli ordinativi industriali di beni capitali (ex difesa e al netto della voce aerei), e cioè l'indicatore più correlato agli investimenti in macchinari delle imprese, sono cresciuti dello 0,4% m/m, controbilanciando il calo registrato a gennaio (-0,4% m/m). Questo rallentamento indica una stabilizzazione dell'attività di investimento dopo il picco registrato nel 2003.III (+12,8% t/t ann.). A meno di revisioni radicali, l'andamento dei nuovi ordini (+1,1% t/t ann. nel 2004.I) e di quelli inevasi (-2,0% t/t ann.) non supporta uno scenario di inversione di tendenza nel breve periodo: nel 2004 le nostre attese sono per una stabilizzazione della dinamica degli investimenti.

Edilizia

A meno di un nuovo calo dei tassi sui mutui ipotecari, nel 2004 dovremmo assistere ad un forte rallentamento degli investimenti in edilizia residenziale. Nel corso della recessione del 2001 questa componente della domanda ha contribuito in modo determinante a mitigarne gli effetti. I dati relativi al 2004.I hanno iniziato a dare convincenti segnali di rallentamento. Il numero di nuovi cantieri è calato del 4,0% m/m a febbraio, il secondo calo consecutivo dopo i massimi di dicembre. Stessa sorte anche per un altro importante indicatore del mercato immobiliare, il numero di licenze edilizie in calo dell'1,5% m/m a febbraio. Per il 2004.I considerando una dinamica del deflatore in linea con l'andamento dei prezzi delle case, la nostra stima di un calo del 3,0% t/t (ann.) è coerente con una crescita della spesa in costruzioni in termini nominali del 3,7% t/t (ann.).

Esportazioni

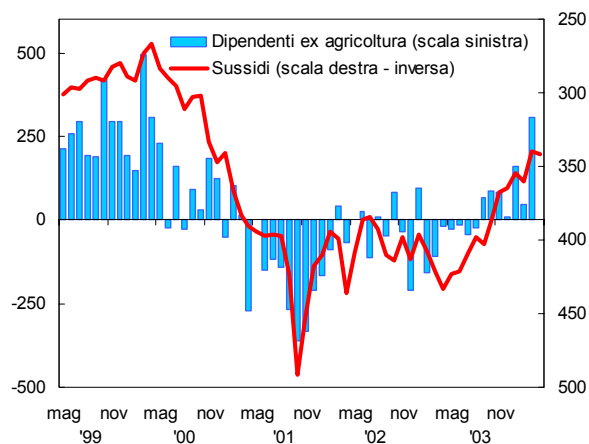
Nel corso del 2003 si è assistito ad una sostanziale stabilizzazione del deficit commerciale. L'accelerazione della ripresa economica ed il rincaro del prezzo del greggio hanno impedito che l'economia americana traesse pieno beneficio dal deprezzamento del dollaro. Il pregresso (e prospettico) deprezzamento del dollaro in termini di cambio reale effettivo deve ancora svolgere appieno i suoi effetti ed il rallentamento della crescita nella seconda metà dell'anno dovrebbe favorire il rallentamento delle importazioni ed una moderata chiusura del deficit commerciale. Nel breve termine, però, le esportazioni sembrano aver perso la vivacità della seconda metà del 2003 mentre le importazioni continuano ad accelerare. Tutto ciò sembra indicare una espansione del deficit commerciale, già ora su valori di massimo assoluto della serie storica.

Mercato del lavoro

Dopo mesi ad attendere che il mercato del lavoro americano si rimettesse in moto, il forte recupero di marzo (+308 mila nuovi occupati) e la revisione dei dati

di gennaio-febbraio (87 mila occupati in più sui due mesi) hanno ridimensionato la battuta di arresto invernale, introducendo nello scenario macroeconomico un po' di ottimismo. La crescita media del primo trimestre è di 171 mila nuovi occupati in ripresa dai circa 60 mila creati nel 2003.IV. La crescita dell'occupazione è fondamentale per la sostenibilità della ripresa: con lo svanire dell'effetto di stimolo dei tagli fiscali, l'economia dovrà trovare in sé gli spunti di crescita e la ripresa del mercato del lavoro e quindi dei redditi è l'ipotesi fondamentale di qualsiasi scenario di tenuta dei consumi. In prospettiva nei prossimi trimestri dovremmo assistere ad un progressivo miglioramento occupazionale; il ritmo di marzo non è tuttavia una buona guida e potrebbe essere fuorviante.

Variation degli occupati e sussidi ('000)



A meno di un collasso del tasso di crescita della produttività del lavoro, non sembrano esserci ancora le basi per una crescita degli occupati ad un ritmo di 300 mila unità al mese: gli indici di diffusione del settore privato (la cui crescita è uno degli aspetti più positivi insieme alla variazione dei *payroll/s*) confermano la maggiore pervasività della crescita occupazionale ma restano lontani dai livelli coerenti con questo ritmo. Oltre a fattori contingenti che possono aver sedato febbraio e drogato marzo (condizioni climatiche avverse per il settore delle costruzioni e la continuazione degli scioperi degli addetti nei supermarket), alcuni indicatori compresi nel rapporto di marzo sono meno incoraggianti. L'indice aggregato delle ore lavorate è calato dello 0,1% m/m determinando una crescita trimestrale dell'1,5 t/t (ann.) nel 2004.I, in rallentamento dall'1,9% t/t (ann.) registrato nel 2003.IV. Il tasso di disoccupazione è risalito al 5,7% in crescita dal 5,6% di febbraio e tutte le misure alternative di sottoutilizzazione della forza lavoro risultano in peggioramento rispetto a febbraio. La durata (media e mediana) dello stato di disoccupato resta sostanzialmente stabile e su livelli vicino ai massimi degli ultimi 20 anni. Il numero di ore settimanali è in calo ed in linea con il livello degli ultimi sei mesi. Infine, i salari orari continuano a crescere ad un ritmo appena in linea con il tasso di inflazione, se non inferiore. Non ci sembra che questi segnali siano coerenti con un mercato del lavoro capace di ripetere nei prossimi mesi la prodezza di marzo. Al riguardo, anzi, riteniamo probabile una revisione al ribasso del dato di marzo tale da portare la crescita media nel trimestre vicina alle 140 mila unità. A nostro avviso, questo ritmo non è lontano dal passo con cui vedremo crescere gli occupati (in media) nei prossimi sei mesi. In base ai nostri modelli econometrici, il mercato del lavoro non sembra avere ancora lo slancio per ingranare una marcia superiore. Su di un orizzonte di

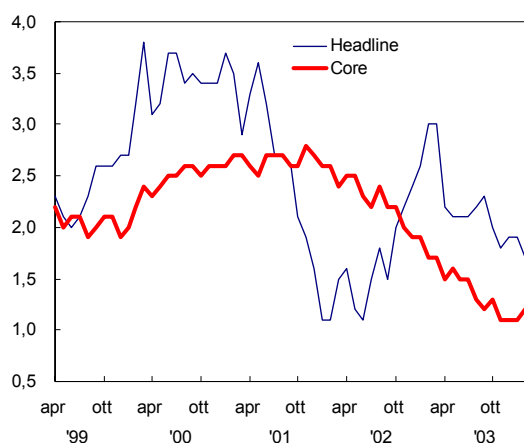
tre mesi (marzo-maggio) la crescita mensile media dovrebbe oscillare intorno alle 120 mila unità. Sorprendentemente, su di un orizzonte di sei mesi (marzo-agosto) la media mensile attesa resta invariata a 120 mila unità. Questo sembra essere l'attuale limite di velocità dell'economia americana. Con questa crescita media, l'economia americana impiegherà oltre un anno solo per riportare il numero degli occupati al livello pre-recessivo.

La ripresa occupazionale del primo trimestre del 2004 risana una dinamica occupazionale coerente con uno scenario di ripresa ma non pone un serio ostacolo per la continuazione dell'attuale politica monetaria sino al 2005 (vedi approfondimento). La scarsa creazione di occupazione è stata senza dubbio l'aspetto più deludente della ripresa economica iniziata ufficialmente nel novembre 2001 ed il dato di marzo ha solo evitato di veder trasformata la serafica pazienza della Fed in inquietudine.

Inflazione

Come abbiamo già avuto modo di scrivere, il deprezzamento del dollaro ed il rincaro del greggio hanno contribuito a mitigare le spinte disinflattive provenienti da altre fonti. Le ultime rilevazioni dei prezzi al consumo hanno evidenziato una stabilizzazione dell'inflazione su livelli estremamente bassi. Nel 2003.IV l'indice totale è risultato in calo su due delle tre rilevazioni mentre l'accelerazione di gennaio-febbraio è stata innescata dall'aumento del prezzo delle materie prime energetiche. Al netto di alimentari ed energia, i prezzi in realtà si sono mossi in linea con la recente dinamica segnando un incremento dello 0,2% m/m in media nei primi due mesi del 2004. L'aumento dei prezzi alla produzione dei beni intermedi e delle materie prime indica un forte incremento dei costi non da lavoro delle imprese. D'altra parte la crescita della produttività del lavoro e la moderazione salariale hanno permesso l'abbassamento del costo del lavoro per unità di prodotto. Dato il peso di questo input produttivo nella composizione dei costi totali delle imprese, i margini di profitto non hanno sofferto in modo visibile dell'incremento dei costi non lavorativi. Infine, il deprezzamento del dollaro non ha determinato sin ora effetti significativi sulla dinamica dei prezzi all'importazione. I dati di marzo confermano una scarsa accelerazione: al netto della componente petrolio, i prezzi all'importazione sono cresciuti solamente dell'1,0% a/a a marzo a dispetto di un deprezzamento del dollaro di circa il 10% su questo stesso arco temporale.

Prezzi al consumo - % vara/a



Le prospettive per l'inflazione nella seconda metà del 2004 sono di una stabilizzazione del tasso di inflazione ben sotto la soglia del 2%. La variazione

del CPI dal 2,3% del 2003 dovrebbe scendere all'1,7% nel 2004 e stabilizzarsi intorno all'1,8% nel 2005. La presenza di eccesso di offerta ed il calo del costo del lavoro per unità di prodotto saranno ancora le forze dominanti la dinamica dei prezzi nel medio-lungo periodo.

(Sergio Capaldi)

Stati Uniti – Previsioni

	2003	2004	2005	2003			2004				2005
				2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (US\$ 1996,a/a)	3,1	4,1	3,0	2,4	3,6	4,3	4,8	4,9	3,6	3,3	3,2
- trim./trim. annualizzato				3,1	8,2	4,1	3,7	3,5	3,1	3,1	3,3
Consumi privati	3,1	3,7	2,8	3,4	6,9	3,2	3,6	3,6	2,7	2,3	2,9
IFL - privati non residenzial	3,0	7,3	5,5	7,0	12,8	10,9	6,7	4,4	3,8	5,3	5,7
IFL - privati residenziali	7,5	4,6	-2,0	4,4	21,9	7,9	-3,0	4,2	1,6	2,4	-3,9
Consumi e inv. pubblici	3,3	1,6	1,4	7,4	1,8	-0,1	1,6	1,5	1,6	1,4	1,4
Esportazioni	2,0	8,1	11,0	-1,1	9,9	20,5	-0,8	8,7	9,5	11,2	12,1
Importazioni	4,0	6,5	2,8	9,1	0,8	16,4	3,8	7,7	3,6	1,0	1,7
Var. scorte (contrib., % Pil)	-0,1	0,5	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0
Partite correnti (% Pil)	-4,9	-4,9	-4,0	-5,1	-5,4	-4,7	-5,2	-5,1	-4,9	-4,6	-4,4
Deficit Federale (% Pil)	-3,8	-4,5	-4,0								
Debito pubblico (% Pil)	85,7	89,1	92,4								
CPI (a/a)	2,3	1,7	1,8	2,2	2,2	1,9	1,6	1,8	1,4	1,7	1,6
Produzione Industriale	0,3	2,4	2,6	-4,0	3,8	5,4	2,5	0,5	1,8	3,6	3,2
Disoccupazione (%)	6,0	5,7	5,8	6,1	6,1	5,9	5,6	5,7	5,7	5,7	5,7

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

La crescita della produttività del lavoro americana continua a stupire: siamo di fronte ad una “Nuova Economia”?

Nell'ultimo decennio l'economia statunitense ha conosciuto tassi di **crescita dell'output e della produttività senza precedenti**. Questo lungo periodo di espansione è stato caratterizzato da significativi investimenti in *Information e Communication Technologies* (ICT) e dalla loro diffusione e applicazione; a tale proposito numerosi lavori⁴ attribuiscono alle ICT il ruolo di motore della straordinaria performance americana. Tuttavia, nel 2001, dopo lo scoppio della bolla speculativa e il crollo dei titoli *high-tech*, molti operatori economici iniziarono a dubitare dei benefici effetti derivanti dalle nuove tecnologie, e restarono nell'attesa di un considerevole, quanto ancora oggi irrealizzato, crollo della produttività americana. **Negli ultimi due anni, al contrario, la produttività del lavoro ha subito un'ulteriore e più marcata accelerazione**, crescendo ad un tasso medio annuo superiore al 4,5%, due punti percentuali in più rispetto al già sorprendente 2,4% registrato mediamente nel periodo 1996-2001. Questi risultati generano due interrogativi fondamentali: l'accelerazione degli ultimi due anni è riconducibile alla produzione e utilizzo di beni *high-tech* così come per la seconda metà degli anni '90, o esistono altri fattori in grado di spiegare tale incremento? Questi numeri rappresentano un trend di crescita sostenibile nel

Negli ultimi due anni la produttività del lavoro ha subito un'ulteriore e marcata accelerazione, nonostante gli straordinari risultati raggiunti nella seconda metà degli anni '90.

⁴ Jorgenson, D.W. e Stiroh, K.J. (2000), "Raising the speed limit: U.S. Economic Growth in the Information age"; Oliner, S.D. e Sichel, D.E. (2000), "The resurgence of Growth in the Late 1990s: Is Information Technology the Story?"

lungo periodo o la produttività del lavoro è destinata a tornare su livelli più "normali"?

Per cercare di rispondere a queste domande, e avere un'idea più chiara sulle prospettive future della crescita americana, è utile fare un esercizio di *growth accounting*, con l'obiettivo di ripartire la produttività del lavoro nelle sue tre componenti: crescita degli input, capitale e lavoro, e crescita del progresso tecnologico. Sotto le ipotesi base del modello di crescita neoclassico, quindi, cerchiamo di determinare quanta parte della crescita dell'output è attribuibile alla crescita del **capital deepening**, a quella del **labor quality** e della **multifactor productivity**⁵.

La crescita dell'output orario nel "nonfarm business sector" può quindi essere scritta come:

$$\dot{Y} - \dot{H} = \alpha_k \left(\dot{K} - \dot{H} \right) + (1 - \alpha_k) \dot{q} + \dot{MFP}$$

dove Y rappresenta l'output reale, H sono le ore lavorate, K rappresenta i rendimenti generati dallo stock di capitale utilizzato nella produzione (*capital services*), mentre q è una misura della qualità del lavoro; α_k è il *capital share* mentre $1 - \alpha_k$ rappresenta il *labor share*, poiché, sotto l'assunto neoclassico dei rendimenti di scala costanti, *capital share* e *labor share* sommano a 1. Il termine MFP , infine, misura il progresso tecnologico. La dicitura \dot{Z} indica il tasso di crescita della generica variabile Z .

Dai risultati dell'analisi del settore *non-farm business* emerge chiaramente come l'accelerazione della crescita della produttività osservata negli ultimi due anni sia ampiamente spiegata da un eccezionale incremento della qualità del lavoro, cresciuta ad un tasso raramente raggiunto negli anni passati.

Contributo alla crescita della produttività del lavoro

	1980-1990 (1)	1991-1995 (2)	1996-2001 (3)	2002-2003 (4)	(4) - (3)
Labor productivity	1,47%	1,59%	2,41%	4,67%	2,25%
Capital deepening	0,78%	0,57%	1,09%	1,62%	0,53%
Labor quality	0,44%	0,42%	0,34%	2,43%	2,09%
MFP	0,25%	0,61%	0,99%	0,62%	-0,36%

Nota: le singole voci possono non sommare al totale a causa degli arrotondamenti.

Per costruzione la qualità del lavoro è misurata come differenza tra l'indice dell'input lavoro⁶, costruito e diffuso dal *Bureau of Labor Statistics*, e il totale di ore lavorate: **nel periodo 2001-2003 il numero di ore lavorate nel settore non agricolo è sensibilmente diminuito (-1,75% annuo), e ciò ha evidentemente**

⁵ L'analisi è svolta sul *nonfarm business sector*; i dati su output, ore lavorate e investimenti sono quelli diffusi dal *Bureau of Labor Statistics*, gli input shares sono stimati sulla base dell'andamento degli investimenti reali.

⁶ Allo scopo di determinare tale indice, il BLS divide l'intera forza lavoro in diverse categorie distinte per età, sesso e titolo di studio, e successivamente calcola una media ponderata della crescita delle ore lavorate per ogni sottoinsieme, utilizzando come pesi la quota di ogni gruppo sul totale delle retribuzioni.

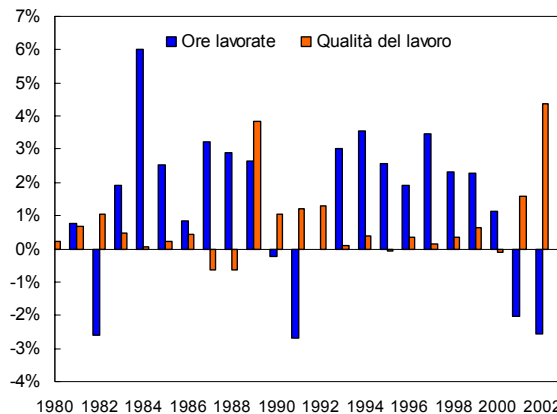
contribuito all'incremento della qualità del lavoro. Per contro la **produttività totale dei fattori rallenta** rispetto al periodo precedente tornando a livelli pre-1995, mentre l'**accumulazione di capitale fisico continua a crescere** a tassi sostenuti.

Possiamo quindi rispondere alla nostra prima domanda, affermando che anche negli ultimi due anni il contributo del capitale *high-tech* alla crescita della produttività, è ancora molto importante, nonostante l'accelerazione degli ultimi due anni sia stata guidata fondamentalmente da un incremento della qualità del lavoro.

Attraverso l'analisi delle determinanti della crescita abbiamo fatto molta strada per rispondere anche al secondo interrogativo, e cioè se tale sentiero di crescita è o meno sostenibile nel lungo periodo, se quindi questi tassi di crescita della produttività rappresentano la prossima *normalità*. La risposta, naturalmente, è strettamente legata alle cause che hanno determinato lo straordinario aumento della qualità del lavoro negli ultimi due anni, se cioè tale aumento è un evento ciclico o rispecchia un cambiamento strutturale dell'economia. Bisogna capire perciò se l'incremento della qualità del lavoro è da attribuire principalmente alla riduzione del numero di occupati in seguito alla fase recessiva in cui si è trovata l'economia americana dall'inizio del 2001, o se stiamo assistendo ad un miglioramento della qualità della forza lavoro, destinata a protrarsi nel tempo.

Dal grafico notiamo che gran parte dell'incremento del *labor quality* è dovuto alla drastica riduzione delle ore lavorate, motivo per cui è lecito ritenere che tale effetto sarà notevolmente ridimensionato in seguito alla ripresa della dinamica occupazionale dell'economia statunitense.

Crescita delle ore lavorate e qualità del lavoro



Depurando gli ultimi due anni dell'effetto congiunturale, infatti, torniamo ad avere **un tasso di crescita della produttività di circa il 2,5% annuo**, in media con la crescita post-1995 che **rappresenta, secondo numerosi studi⁷, la crescita di *steady state* della produttività americana**. Questi risultati avvalorano la tesi dell'esistenza negli Stati Uniti di una "*Nuova Economia*", in grado di generare

⁷ Cfr. Jorgenson, Ho, Stiroh, (2002), "Projecting productivity growth: Lessons from the U.S. growth resurgence"; Martin, B., (2001), "American potential"; De Long, (2002), "Productivity growth in the 2000s"

ingenti e duraturi guadagni di produttività, nettamente superiori rispetto alla media pre *Information Technology Revolution*.

Alla luce di queste considerazioni è lecito ritenere che i risultati degli ultimi due anni non rappresentino il sentiero di crescita di lungo periodo della produttività americana, quanto piuttosto dei sorprendenti risultati dovuti a una serie di fattori congiunturali, destinati a sparire con la ripresa dell'occupazione.

(Benedetta Angrilli)

La Fed resterà paziente

I dati del mercato del lavoro di marzo confermano la nostra previsione di politica monetaria invariata fino a fine anno

Ancora una volta, l'*employment report* ha rivoluzionato la visione dei mercati sull'economia americana e sulla politica monetaria della Fed. Nonostante il ritorno di previsioni di inversione della politica monetaria a partire dall'estate, **la nostra opinione resta invariata, con il primo rialzo dei Fed Funds nel 2005.I, sulla base di una previsione di crescita dell'occupazione di circa 150mila posti per il resto dell'anno.** Un aumento dei *nonfarm payrolls* di queste dimensioni avrebbe l'effetto di stabilizzare, e poi ridurre gradualmente, l'eccesso di risorse sul mercato del lavoro. L'andamento del mercato del **lavoro in relazione allo "slack" esistente** resta la chiave per le decisioni della Fed: nonostante i 308mila posti di marzo e la revisione di gennaio e febbraio, all'economia mancano ancora circa 2 milioni di posti di lavoro per ritrovarsi nella situazione pre-recessiva. Il mercato guarda il flusso di nuovi posti, ma dimentica di valutarlo a fronte dell'integrale dei posti persi nell'ultimo biennio. Per questo si può reiterare la previsione di una Fed ancora molto paziente.

Alla luce dell'importanza del mercato del lavoro 1) per la sostenibilità della crescita dell'economia e quindi 2) per le decisioni di politica monetaria, è utile definire scenari alternativi per il mercato del lavoro che facciano da spartiacque per la politica monetaria.

- 1) **Scenario centrale: la Fed alza i tassi nel primo trimestre 2005, dopo aver visto una crescita dell'occupazione di 150mila posti al mese nel 2004** - Come viene discusso in maggiore dettaglio nella sezione sulle previsioni macroeconomiche, il nostro scenario centrale di crescita di circa 150mila posti medi mensili è basato sia sui risultati di stime econometriche, sia sulle informazioni che provengono da altri indicatori del mercato del lavoro – fra cui, per esempio, la durata della disoccupazione, la bassa partecipazione alla forza lavoro, la crescita della produttività.

Una crescita media di nuovi posti di lavoro fra 150 e 200mila per il 2004 è coerente con una riduzione graduale dell'eccesso di risorse sul mercato del lavoro

Il punto centrale è che, con una crescita compresa fra 150 e 200 mila posti di lavoro al mese, il mercato del lavoro intaccerebbe lo stock di risorse inutilizzate con una certa gradualità, lasciando a fine anno il tasso di disoccupazione sopra il 5,5%, ancora piuttosto lontano da quello di equilibrio, stimato fra il 4 e il 5%, e con un livello di occupati ancora inferiore al livello precedente l'inizio della recessione. In questo scenario, l'inflazione si stabilizza fra l'1 e l'1,5% e, mentre si allontana lo spettro della deflazione, non appaiono pressioni inflazionistiche di rilievo, in presenza di un output gap ancora positivo.

Per prevedere che la Fed sia pronta ad alzare i tassi fra dicembre e marzo, come nel nostro scenario, occorre avere una visione complessivamente piuttosto positiva sul mercato del lavoro. Infatti, è vero che **i tassi sono su minimi storici degli ultimi quarant'anni, ma lo è anche l'inflazione**; inoltre, nel 2005 l'economia rallenterà per il venir meno dello stimolo fiscale. La crescita dei consumi - con **il tasso di risparmio anch'esso su minimi storici degli ultimi 45 anni** - deve essere finanziata dal reddito dal lavoro nella seconda parte del 2004 e nel 2005. L'economia americana non può correre rischi su questo fronte, perché dal prossimo anno non ci sono più margini di intervento a sostegno del reddito disponibile delle famiglie. La Fed è cosciente di questo fattore di rischio, come appare dai verbali di diverse riunioni del FOMC. Con 150-200mila posti al mese entro dicembre, la Fed potrebbe metter mano alla leva dei tassi, nella convinzione che il reddito da lavoro potrà sostenere la crescita dei consumi l'anno prossimo.

Il nostro scenario non include una Fed particolarmente paziente, se confrontata con le decisioni del periodo '93-'94. Per riferimento, è utile ripetere ancora una volta le statistiche "base" del periodo pre-restrizione del '94.

- a) Il mercato del lavoro dall'inizio della ripresa **creò 96 mila posti al mese in media nel '92 e 232 mila posti in media nel '93**, prima che la Fed muovesse i tassi a febbraio 2004.
- b) Dieci anni fa lo scenario dell'inflazione era molto diverso da quello di oggi: la Fed era chiaramente in un regime "*pre-emptive*", ma reagì con estrema cautela alla crescita dei posti di lavoro.
- c) **I tassi reali a breve**, misurati come differenza fra i Fed Funds e l'inflazione CPI core, **furono negativi da aprile '92 a dicembre '93** e compresi fra -0,1 e -0,5%, **mentre il livello dell'inflazione core scendeva molto gradualmente dal 3,5% di metà '92 al 3,2% di fine '93**. A parità di performance del mercato del lavoro, **lo scenario attuale di inflazione dovrebbe determinare un comportamento della Fed più paziente** e cauto che nel periodo '92-'94. Nel ciclo attuale, **i tassi di intervento reali sono negativi dall'autunno 2001**, ma dopo il forte calo dell'inflazione *core* dell'ultimo anno, i tassi reali sono risaliti, riavvicinandosi allo zero dal quarto trimestre del 2003 e stabilizzandosi intorno a -0,2%. Il livello dell'inflazione sembra essersi stabilizzato poco sopra l'1%, cioè sulla definizione di stabilità dei prezzi, confermando che la Fed non ha l'incentivo a muoversi in modo *pre-emptive*.

Si conclude quindi che **il nostro scenario di tassi invariati per tutto l'anno è compatibile con una crescita dell'occupazione anche migliore di quella prevista dai nostri modelli**. Analizziamo nel punto che segue **uno scenario alternativo, con lo scopo di mettere in prospettiva le previsioni di mercato, e di fornire informazioni sui margini di errore del nostro scenario centrale: di quanto dobbiamo sbagliare** perché lo scenario alternativo si realizzi, e in particolare **perché il mercato abbia ragione nella sua previsione di un rialzo entro l'estate?**

Per inciso, si noti che se i dati di marzo non avessero alzato drasticamente a 170 mila la creazione media di posti per il primo trimestre, adesso dovremmo seriamente analizzare un terzo scenario, quello coerente con un taglio dei Fed Funds. A meno di drammatiche

Il paragone con il periodo '92-'94 mostra chela previsione di tassi fermi fino a fine 2004 è in linea con la funzione di reazione della Fed di dieci anni fa e non presuppone una politica monetaria particolarmente "paziente"

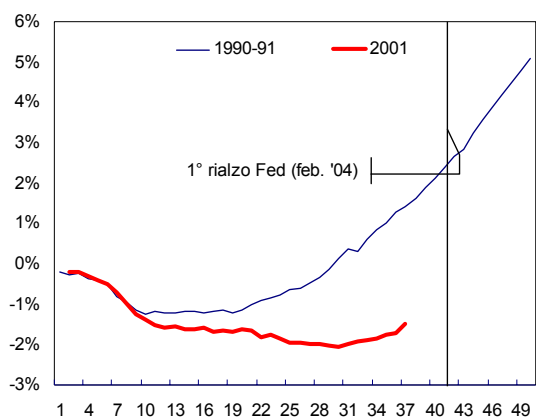
revisioni verso il basso dei dati di marzo, questo scenario appare ora estremamente improbabile. Tuttavia, la difficoltà nel prevedere la crescita della produttività e l'aspettativa che nella seconda metà dell'anno i consumi rallentino mantengono aperti alcuni rischi sul sentiero dell'occupazione, e anche questo punto è ben chiaro alle autorità monetarie.

Lo scenario alternativo per la politica monetaria, con il primo rialzo nell'estate, per realizzarsi richiede un sentiero dell'occupazione estremamente improbabile

- 2) **Scenario alternativo super-ottimista: la Fed alza i tassi ad agosto 2004 dopo aver visto una crescita dell'occupazione di 400-450 mila posti al mese entro luglio** – Questo scenario, assai improbabile, può essere preso come **spartiacque per definire le condizioni in cui la Fed potrebbe tranquillamente alzare i tassi entro l'estate**. Nel caso in cui fra aprile e luglio si registrasse un incremento complessivo di circa 1,5 mln di posti, la Fed potrebbe considerare la riduzione dell'eccesso di risorse sul mercato del lavoro su un sentiero abbastanza certo da permettere un'inversione della politica monetaria, con l'obiettivo di riportare gradualmente i tassi verso la neutralità. Rispetto al livello di occupazione misurato dall'*establishment survey* all'inizio della recessione, nel marzo 2001, mancano ancora 1,9 mln di posti di lavoro e normalmente la Fed non alza i tassi prima che i *payrolls* siano tornati almeno al livello precedente l'inizio della recessione.

Occorre notare però che **una crescita superiore ai 300 mila posti medi in pochi mesi non si è mai registrata**, neanche nel periodo di boom dell'occupazione della fine degli anni '90: mediamente nel '98 si crearono 250 mila posti al mese, e nel '99 l'occupazione aumentò di 264 mila posti al mese. Inoltre, a dati di crescita molto sopra la media sono quasi sempre seguiti dati sotto la media. Pertanto **difficilmente si potrebbe realizzare una serie di numeri per i nonfarm payrolls tale da soddisfare questo scenario "spartiacque"**. Al contrario, una crescita media fra 150 mila e 200 mila posti entro fine anno sarebbe in linea con la media di creazione di posti del ciclo precedente e coerente con un rialzo della Fed fra fine dicembre 2004 e marzo 2005: un intervento della Fed nel primo trimestre sarebbe compatibile con una funzione di reazione simile a quella del '94 e non darebbe neppure peso al fatto che il livello dell'inflazione sia così vicino alla stabilità dei prezzi.

Crescita dei nuovi occupati dall'inizio della recessione



Fonte: BLS, Census Bureau. Elaborazioni Banca Intesa

Prima di alzare i tassi, la Fed dovrà essere convinta che i redditi da lavoro saranno in grado di sostenere la crescita dei consumi nel 2005

Conclusioni

Concludiamo quindi che, anche se il mercato sarà ancora scosso da cambiamenti di previsioni riguardo al *timing* del primo rialzo dei Fed Funds su ogni dato del mercato del lavoro, la nostra previsione di un primo rialzo fra dicembre e marzo è basata su un sentiero in linea con quello del ciclo precedente e pertanto non particolarmente pessimistico sulla crescita dell'occupazione. Infine, la presenza delle elezioni a novembre non costituisce un vincolo per le decisioni della Fed, alla luce del sentiero previsto per la crescita dei posti di lavoro nel corso dell'anno. **La Fed può permettersi di essere paziente per tutto il 2004, in attesa di vedere una ripresa sostenibile della crescita del reddito da lavoro, in sostituzione degli stimoli fiscali che hanno sostenuto i consumi nell'ultimo biennio.**

(Giovanna Mossetti)

Area euro: la ripresa moderata continua, se i consumatori tornano a spendere

Gli indicatori congiunturali del primo trimestre 2004 hanno mostrato qualche segnale di rallentamento dell'attività rispetto ai ritmi dello scorso autunno. L'indice PMI composito ha perso circa 1,5 punti nel bimestre febbraio-marzo: la media del 2004.I risulta leggermente inferiore rispetto a quella del trimestre precedente, soprattutto a causa di una correzione dei livelli elevati raggiunti in precedenza dal PMI servizi. Il livello del PMI composito rimane ad un ragguardevole 55,4, ma la crescita del Pil non sembra aver accelerato particolarmente nel primo trimestre del 2004 rispetto a fine 2003. Queste informazioni vengono ben sintetizzate dal nostro indicatore €-index coincidente che suggerisce una crescita su base trimestrale nel 2004.I pari allo 0,4% t/t, senza una significativa accelerazione rispetto a fine 2003 (0,3%), ma in ogni caso sopra la crescita media trimestrale dello scorso anno (0,2%).

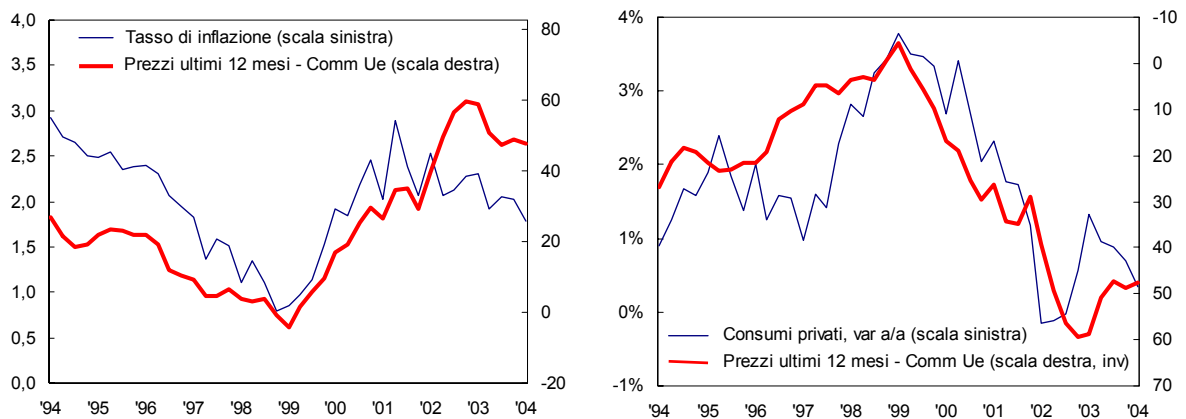
I dati recenti dunque rimangono coerenti con il nostro scenario di crescita moderata almeno ad inizio 2004. I rischi maggiori per lo scenario di ripresa dell'area euro risiedono nelle evoluzioni dei prossimi sei mesi. La composizione della crescita del 2004.I dovrebbe già indicare un ulteriore avanzamento della domanda domestica, in particolare dei consumi privati, dopo i segnali di svolta già visti a fine 2003 nella spesa per investimenti. Se tale miglioramento della domanda domestica proseguirà e sarà tale da compensare il venir meno del contributo molto forte della domanda internazionale degli ultimi trimestri, il nostro scenario di ripresa moderata verrà confermato. La condizione indispensabile per la tenuta della crescita dell'area risulta quindi essere la ripresa dei consumi privati (vedi paragrafo seguente). **La nostra stima di crescita 2004 per la media area euro rimane invariata all'1,5%.** Viene tuttavia modificata parzialmente la distribuzione della crescita: le aspettative più pessimistiche sull'Italia – rivista da 1,2% allo 0,8% - e sulla Germania – rivista da 1,2% all'1% - vengono compensate da un miglioramento più rapido delle attese già intravisto nei dati francesi (crescita 2004: +1,7%) e spagnoli (crescita 2004: 2,8%). Nel 2005 il quadro dovrebbe migliorare ulteriormente, grazie ad un progressivo miglioramento del mercato del lavoro europeo, ma la crescita media per il prossimo anno non potrà comunque superare il 2,1%.

La vera chiave di volta per la sostenibilità della ripresa risultano le intenzioni di spesa dei consumatori europei. La dinamica dei consumi privati è stata in media nel 2003 dello 0,2% t/t, ed in decelerazione nella seconda parte dell'anno; il tasso di crescita annuo è rallentato nel 2003.IV allo 0,7%, ancora lontano dalla crescita media pari al 2,3% registrata del periodo 1995-2001. Cosa manca in questo momento ai consumatori europei per tornare a spendere? Dalle stime di una funzione di consumo aggregata per l'area emerge che la crescita dei consumi privati nella seconda metà degli anni Novanta è stata sostenuta da due fattori principali: **la crescita occupazionale** (+1,3% in media annua nel periodo 1995-2001) e **la riduzione dei tassi di interesse** reali che ha determinato una **diminuzione della propensione al risparmio**. A differenza del decennio precedente, la crescita dei salari reali è stata solo marginalmente positiva. Nell'ultimo biennio entrambi i fattori di traino sono venuti a mancare: l'occupazione è cresciuta dello 0,5% nel 2002 e dello 0,2% nel 2003, mentre, nonostante il calo ulteriore dei tassi reali nel 2003, la necessità di far fronte alle perdite di ricchezza finanziaria ha portato ad un nuovo aumento del tasso di risparmio. Inoltre, la fase discendente del ciclo dei consumi – iniziata a fine 2000 - è stata associata ad un progressivo costante incremento dei prezzi percepiti nelle *survey* ai consumatori europei. Fino al 2001 questo fenomeno si è manifestato anche nei dati effettivi di inflazione; dal 2002, tuttavia, il lento rientro

delle tensioni inflazionistiche non è stato accompagnato da un parallelo rientro delle percezioni dei consumatori europei, che hanno invece continuato a peggiorare. Il rischio, messo in luce anche dalla BCE, è che l'errata valutazione della dinamica inflazionistica – che si riflette sulla scarsa ripresa della fiducia dei consumatori – stia inducendo una distorsione nelle valutazioni del proprio potere d'acquisto da parte delle famiglie, limitando ulteriormente la ripresa delle spese.

Questi fattori suggeriscono che anche **nel 2004 la crescita dei consumi privati non potrà accelerare in modo significativo rispetto al 2003**. Nonostante i segnali di stabilizzazione del mercato del lavoro emersi tra la fine del 2003 e l'inizio del 2004, la crescita del Pil attesa all'1,5% per il 2004 sarà ottenuta in gran parte grazie ad incrementi di produttività – che ha toccato il minimo ciclico solo a metà 2003 – piuttosto che attraverso creazione di nuovi posti di lavoro. La crescita occupazionale sarà solo marginalmente superiore rispetto a quella ottenuta nel 2003. Con la discesa attesa per l'inflazione e l'ipotesi di tassi a breve stabili, i tassi reali rimarranno nella migliore delle ipotesi sugli stessi livelli dello scorso anno, non generando alcun contributo positivo per un'ulteriore discesa del tasso di risparmio. Quello che potrebbe invece migliorare il quadro nei prossimi mesi è l'adeguamento delle percezioni dei prezzi all'effettiva dinamica (in calo) dell'inflazione. Qualche segnale in questo senso si è già intravisto nelle *survey* presso i consumatori della Commissione UE nel primo trimestre dell'anno. Un rientro dell'inflazione percepita su livelli più coerenti con la reale dinamica inflazionistica e un progressivo lento miglioramento del mercato del lavoro permetterà una ripresa moderata dei **consumi privati, attesi crescere dell'1,3% in media nel 2004**.

L'inflazione percepita ancora elevata potrebbe frenare i consumi

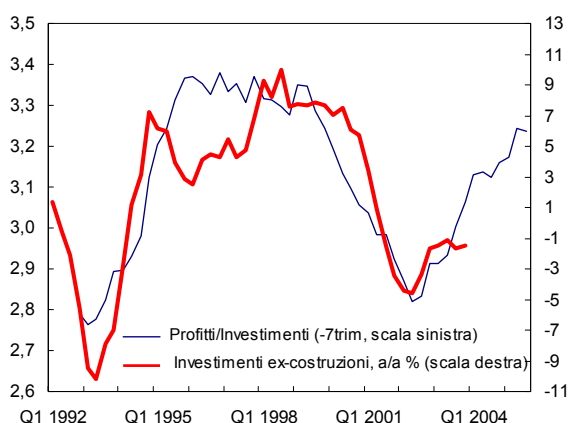


Il ciclo degli investimenti sembra aver mostrato i primi segnali di svolta a fine 2003 nella maggior parte dei paesi dell'area, ad eccezione dell'Italia. Il prolungato processo di razionalizzazione del fattore capitale sembra essere terminato: il rapporto investimenti (ex-costruzioni) rispetto al Pil è tornato a fine 2003 intorno alla media storica dell'ultimo ventennio e le spese per investimenti sembrano quindi pronte ad invertire la rotta. Un quadro in lento miglioramento viene supportato anche dal progressivo miglioramento delle condizioni finanziarie delle imprese europee: il rapporto profitti/investimenti, buon indicatore delle decisioni di spesa delle imprese europee, è in progressivo miglioramento da inizio 2002: questo depone a favore di un proseguimento della ripresa degli investimenti da parte delle imprese europee nel corso del 2004 e nel 2005,

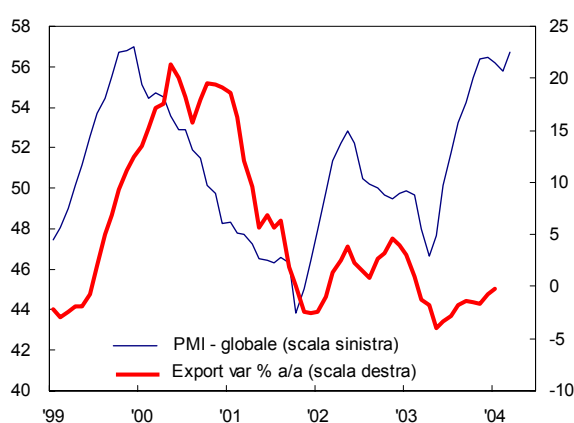
anche se i ritmi di crescita attesi – 2,5% nel 2004 e 3,2% nel 2005 - saranno più contenuti rispetto alle passate fasi di ripresa.

La spinta proveniente dalla **domanda internazionale** continuerà ad essere sostenuta almeno per tutta la prima metà del 2004. Come mostra il grafico, considerando come misura di domanda mondiale rivolta all'area euro una media ponderata del PMI manifatturiero degli otto principali partner commerciali (che costituiscono circa l'80% dei mercati di sbocco per le esportazioni dell'area), i ritmi di crescita della domanda mondiale hanno raggiunto a inizio 2004 i picchi del boom del commercio mondiale del 2000. D'altra parte la crescita dell'export dell'area euro non ha ancora mostrato significativi incrementi su base annua. L'effetto del cambio forte impedisce un'accelerazione delle esportazioni simile alle passate fasi di ripresa, colpendo in modo più drastico alcuni paesi rispetto ad altri e quindi determinando divergenze intra-area in termini di performance di crescita (vedi focus pag. 27). Nonostante il freno del cambio, tuttavia, prevediamo una **progressiva ripresa dell'export nel corso dei prossimi mesi**, tale da garantire un contributo solo marginalmente negativo del canale estero alla crescita del Pil 2004.

Buone premesse per la ripresa degli investimenti



La domanda mondiale continua a crescere



Inflazione: in linea con l'obiettivo BCE

L'andamento del tasso di inflazione all'inizio del 2004 è stato più benigno delle attese della banca centrale, scendendo fino all'1,6% a febbraio, livello più basso dalla fine del 1999. Tale tasso di inflazione è stato fino ad ora confermato da Eurostat per marzo, ma ci aspettiamo che il dato venga rivisto al rialzo anche fino a 1,8%. Le prospettive di breve termine sono dipendenti dalle fluttuazioni del prezzo del petrolio che ci aspettiamo spingerà temporaneamente la dinamica dei prezzi a ridosso della soglia critica del 2%. Nel medio termine, infatti, **le prospettive per la stabilità dei prezzi sono favorevoli ed in linea con l'obiettivo della BCE**, cioè un tasso di inflazione inferiore ma vicino al 2%: **stimiamo che il tasso di inflazione sia pari all'1,8% nel 2004 e all'1,9% nel 2005**, rivisto dalla precedente previsione di 1,8%.

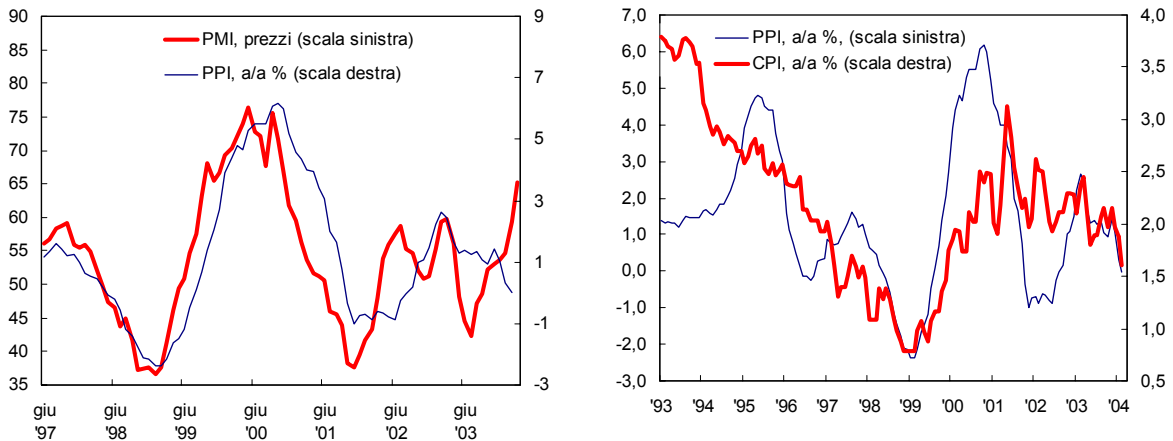
Preoccupa la dinamica dei prezzi delle commodities...

Ciononostante, Trichet nel corso dell'ultima conferenza stampa ha indicato alcuni fattori di rischio quali l'andamento dei prezzi delle materie prime. Testualmente, la BCE considera che **"i prezzi delle materie prime e l'evoluzione delle aspettative di inflazione di lungo termine meritano molta attenzione"** poiché

“ogni aumento del prezzo del petrolio crea un problema per la stabilità dei prezzi ed ha anche un impatto sulla crescita globale”. Da sottolineare su questo punto che l'accento è posto in primo luogo sull'inflazione e poi sulla crescita, al contrario di quanto era solito fare Duisenberg: ciò può segnalare che complessivamente le prospettive di ripresa dell'economia sono ritenute solide.

In effetti, da quando l'Opec ha deciso di ridurre la produzione per la prima volta a metà febbraio, il prezzo del Brent è aumentato e pare ora essersi stabilizzato tra \$31 e 32. In euro l'aumento è stato percentualmente maggiore poiché vi si è aggiunto il deprezzamento del cambio passato da \$1,27 a 1,21. Fino ad ora comunque l'effetto più evidente è percepibile nell'impennata dell'indice PMI dei prezzi pagati dalle aziende manifatturiere, salito a 65,3, massimo da febbraio 2001. Alla base di questo movimento non vi è solo il petrolio ma anche l'andamento ascendente dei prezzi delle altre materie prime non più schermato dal cambio forte. Secondo l'indice dell'istituto tedesco HWWA, **il prezzo delle materie prime non energetiche espresso in euro è aumentato del 15,8% tra dicembre 2003 e marzo 2004**. Tale aumento dei prezzi delle materie prime si tradurrà nei prossimi mesi in maggiori pressioni sui prezzi alla produzione che accelereranno dallo 0% a/a corrente fino a oltre il 2%. Tuttavia, **gli effetti sul CPI saranno contenuti** e diluiti nel tempo: stimando econometricamente la trasmissione di uno shock dal PPI al CPI emerge un impatto a regime, dopo quasi un anno, di circa il 10%. Le pressioni sul CPI dai prezzi alla produzione saranno **pari a circa 0,2%** e cominceranno ad essere percepite non prima dell'estate. Sulla base di questi risultati, e ricordando che al netto delle misure amministrative il tasso di inflazione è nell'area euro pari all'1%, **la dinamica dei prezzi non è in questa fase un ostacolo ad una riduzione dei tassi, se ve ne fosse necessità**.

Rischi contenuti per il CPI dall'aumento dei prezzi delle commodities

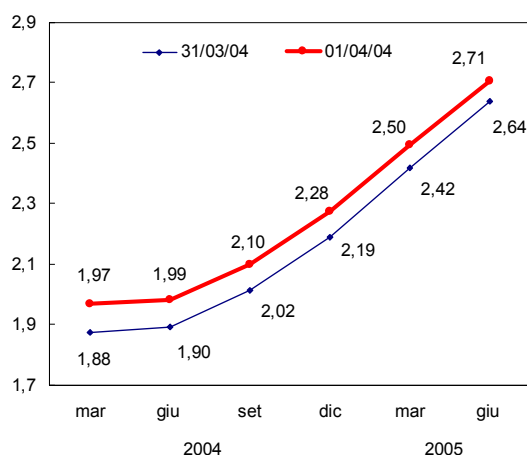


Politica monetaria: tassi fermi e rischi bidirezionali

La BCE non vuole indicare un bias nella sua stance

La BCE lasciando, come avevamo previsto, il tasso refi invariato al 2% a inizio aprile ha deluso le speranze di coloro che si aspettavano un taglio dei tassi dopo le aperture di principio dei giorni precedenti la riunione del Consiglio Direttivo. Inoltre, **il tono della conferenza stampa non ha fornito molte aperture sulle possibilità di riduzione dei tassi**, ridimensionando le aspettative nate dopo le dichiarazioni "normative" della settimana scorsa. A questo proposito Trichet ha specificato che le sue parole sulla possibilità di modifica del giudizio sull'economia da parte della BCE se la ripresa non si sviluppasse come atteso hanno valore puramente di metodo e sono finalizzate a rassicurare il pubblico che la BCE è consapevole dei rischi che gravano sull'area euro e, se fosse necessario, interverrà. La preoccupazione per il clima di fiducia è stata centrale nel corso della conferenza stampa, con particolare accento per i consumatori la cui prudenza nella spesa sta indebolendo la qualità della ripresa. **La mancanza di aperture ulteriori dopo quella della settimana scorsa è stata quindi sufficiente a deludere le attese dei mercati che hanno reagito con una sensibile correzione delle aspettative di taglio dei tassi.**

Trichet dà il là alla correzione delle aspettative



Il deprezzamento del cambio rende più espansive le condizioni monetarie anche senza interventi sui tassi ufficiali

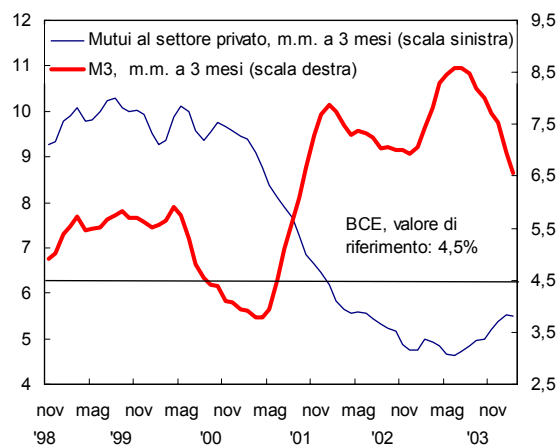
Oltre all'attenzione per l'andamento congiunturale nell'area euro, con particolare attenzione ai consumi privati, altri fattori pesano nel determinare la stance della BCE. In primo luogo, **il dinamismo della domanda mondiale**, maggiore alle attese di inizio anno ed ora confortato anche dai dati sul mercato del lavoro USA, garantisce la tenuta delle esportazioni e consente, a parità di altri fattori, maggiore pazienza nell'attesa della domanda domestica. In questa direzione giocheranno anche gli effetti del cambio: **l'euro si è deprezzato del 3,7% rispetto ai livelli medi di gennaio in termini effettivi nominali, un movimento equivalente sulle condizioni monetarie ad una riduzione dei tassi a breve termine di 50 centesimi.** Il livello raggiunto dal cambio nominale effettivo è oggi il 2,5% inferiore a quello prevalente al momento dell'ultimo taglio dei tassi, con un effetto equivalente a 33 centesimi in meno nei tassi a tre mesi.

L'offerta di moneta rimane eccessiva per il ritmo di crescita dell'economia

Un altro fattore che la BCE sembra valutare con maggiore apprensione che nel recente passato è l'offerta di moneta M3. Nonostante il recente rallentamento al 6,6% a febbraio, minimo da settembre 2001, rispetto all'8,6% di luglio 2003, **la liquidità "è maggiore di quella necessaria per finanziare una ripresa non inflazionistica: se dovesse persistere, potrebbe creare pressioni inflazionistiche nel medio termine"**. In questo caso oltre che per

l'andamento dei prezzi al consumo è **probabile che la preoccupazione della BCE sia rivolta al rischio che ciò preluda alla creazione di bolle speculative nei mercati finanziari e/o immobiliari**. In un recente convegno organizzato dalla stessa BCE su *"Asset prices and monetary policy"* è stato sottolineato come le distorsioni derivanti dalla presenza di una bolla speculativa sono *"costose poiché gli agenti consumano o investono troppo rispetto ad una situazione senza distorsioni e ciò normalmente aumenta l'instabilità macroeconomica"*. Oltre all'aumento sostenuto dei prezzi delle attività, un segnale della possibile formazione di una bolla è dato dalla *"crescita relativamente elevata di variabili chiave come moneta, credito ed investimenti"*. Dall'osservazione di 38 precedenti episodi di bolle speculative in 18 diversi paesi, emerge che **"non si può escludere che in alcune occasioni una politica monetaria, attesa e corrente, troppo espansiva (lax) abbia assecondato il boom dei prezzi degli asset e ne abbia prolungato la loro esistenza."**

Liquidità in calo ma ancora in eccesso



Il costo dello scoppio di una bolla spesso si manifesta in un calo della domanda aggregata e nell'insorgenza del rischio di deflazione, soprattutto se anche la stabilità del sistema finanziario è messa a repentaglio. Ciò potrebbe rendere vincolante lo *zero bound* per i tassi nominali minando l'efficacia della politica monetaria per il perseguimento della stabilità dei prezzi. Tuttavia, *"nella misura in cui la politica monetaria è in grado di prevenire un prolungato periodo di deflazione dopo lo scoppio della bolla, le argomentazioni a sostegno di una politica monetaria preventivamente espansiva di fronte all'attesa di un crollo dei prezzi degli asset diventa [...] meno convincente"*. In conclusione, **la BCE segnala che nelle sue decisioni sui tassi l'analisi dei rischi delle ripercussioni sulle variabili finanziarie avrà un peso rilevante.**

La politica fiscale continua a non mostrare il rigore sperato dalla BCE

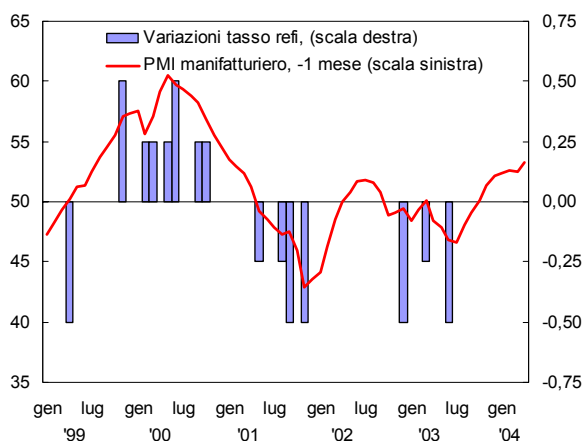
Infine, **le riforme e la politica fiscale: su questi temi i toni di Trichet sono stati particolarmente duri, simili a quelli dell'autunno scorso quando la BCE si impegnò a difesa del Patto di Stabilità e Crescita**. Se sul fronte delle riforme, Trichet ha ribadito che il processo deve *"essere significativamente accelerato e il fattore critico è il bisogno di migliore attuazione di impegni già sottoscritti"*, molto maggiore inquietudine è emersa per l'andamento dei conti pubblici: *"l'informazione recente indica che significativi squilibri stanno emergendo in un numero crescente di paesi e che le politiche correnti non sarebbero sufficienti a ottenere gli obiettivi di consolidamento specificati negli"*

ultimi programmi di stabilità. Chiediamo con vigore che i governi attuino tempestivamente decise misure correttive dove e quando necessario."

Queste considerazioni sono state precisate dal Vice-presidente Papademos in un successivo intervento pubblico: riferendosi ai deficit pubblici, ha detto che il Consiglio Direttivo "può diventare piuttosto irritabile se è costretto a contare oltre il 3%". La preoccupazione della BCE per l'indisciplina fiscale è rivolta in primo luogo al benessere della popolazione: **"se i deficit eccessivi persistono ed il debito pubblico rimane alto o, peggio, aumenta, ci sarà infine inevitabilmente un costo in termini di minore crescita ed occupazione"**. Per ora comunque la BCE ritiene di "non dover essere allarmista" e "dover mantenere una prospettiva ragionevole". Ciò che la BCE vorrà vedere per stemperare la sua preoccupazione è il rispetto delle regole da parte della Commissione UE e dell'Ecofin con l'invio di un *early warning* a quei paesi che rischiano di non rispettare il limite del 3% ed in seguito l'adozione di misure correttive da parte dei governi di questi ultimi. Il primo passo sarà perfezionato nelle prossime settimane dopo che la pubblicazione delle previsioni primaverili della Commissione UE è stata accompagnata dall'anticipazione che le procedure previste dal Trattato di Maastricht saranno avviate. Rimane molto più **incerto invece che l'Ecofin accolga le raccomandazioni dell'esecutivo europeo**, la cui posizione è inoltre indebolita dall'imminenza della scadenza del suo mandato.

In conclusione, **le prospettive per i tassi ufficiali sembrano puntare al mantenimento dello status quo nei prossimi mesi** e, crediamo, fino a 2005 inoltrato. **I rischi sono tuttavia ancora sbilanciati verso il basso a causa dell'incertezza sulla forza e la sostenibilità della ripresa economica**, mentre il tasso di inflazione corrente ed atteso è in linea con l'obiettivo BCE. La chiave è quindi nei dati sull'attività economica che dovranno mostrare un peggioramento per giustificare un cambiamento nella stance della BCE. Il più tempestivo ed affidabile barometro per i tassi ufficiali nell'area euro è l'indagine PMI: il tasso refi non è mai stato ridotto se l'indice del settore manifatturiero, a marzo a 53,3, era superiore a 50. Sulla base del nostro scenario di moderata ma progressiva accelerazione della crescita economica nell'area euro tale soglia non dovrebbe essere infranta nei prossimi mesi.

PMI manifatturiero, un'affidabile guida per i tassi BCE

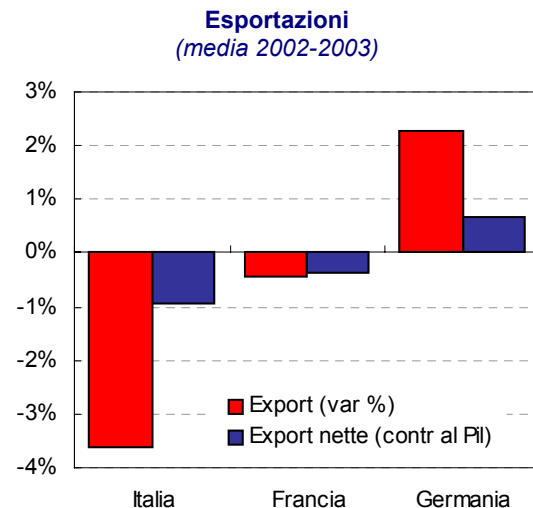
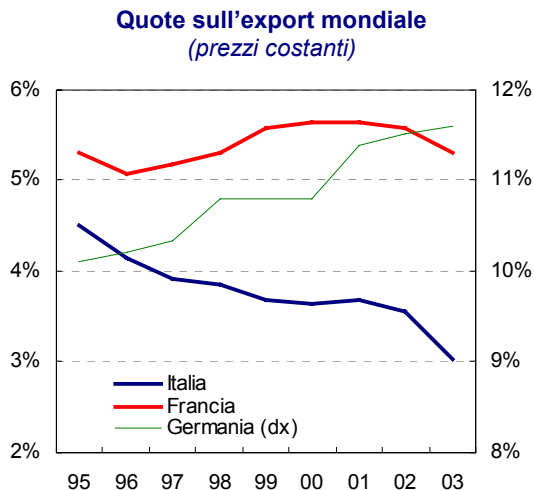


(Giada Giani - GianLuigi Mandruzzato)

Focus: competitività a confronto nell'area euro

L'apprezzamento dell'euro nell'ultimo biennio ha riportato l'attenzione sul tema della competitività sui mercati stranieri, soprattutto per paesi come l'Italia e la Germania, la cui crescita economica è sempre dipesa strutturalmente da un contributo positivo del canale estero. L'entrata di nuovi attori nel panorama del commercio internazionale è un fenomeno che colpisce tutti i "vecchi" attori: considerando la lentezza con cui avvengono queste trasformazioni, il balzo della quota cinese dal 4,7% al 7,6% dell'export mondiale è certamente il caso più eclatante.

In Europa, l'Italia è il paese che soffre maggiormente queste trasformazioni. A parte il picco post-svalutazione nel 1994-95, **dall'inizio degli anni Novanta l'Italia perde ininterrottamente quote commerciali**, scese nel 2003 al 3% (in termini reali, stima Banca d'Italia). Al contrario, tra i partner europei, la Francia è riuscita a mantenerle sostanzialmente invariate, mentre quelle tedesche sono addirittura cresciute. Queste divergenze si sono accentuate nell'ultimo biennio: le esportazioni nette italiane nel 2002-2003 hanno sottratto in media circa l'1% alla crescita del Pil, mentre hanno supportato per circa lo 0,7% quella del Pil tedesco.

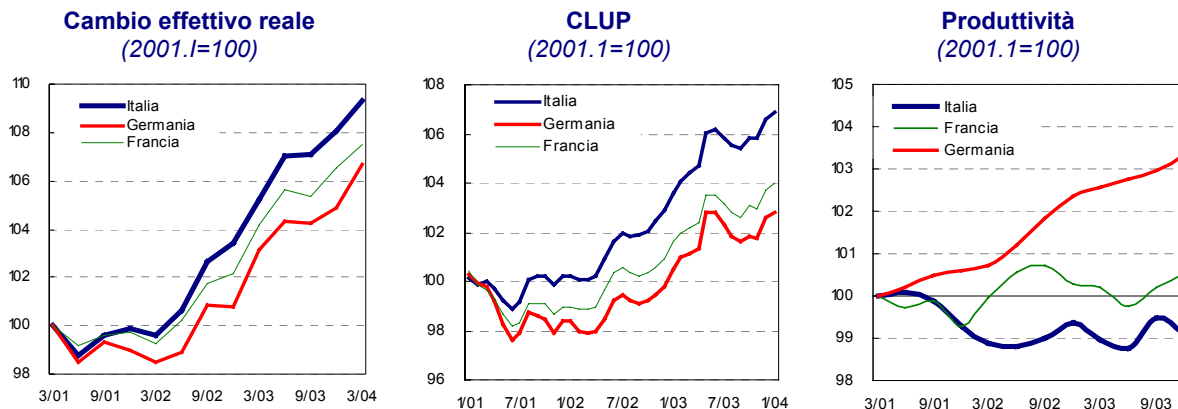


Non solo colpa dell'euro forte

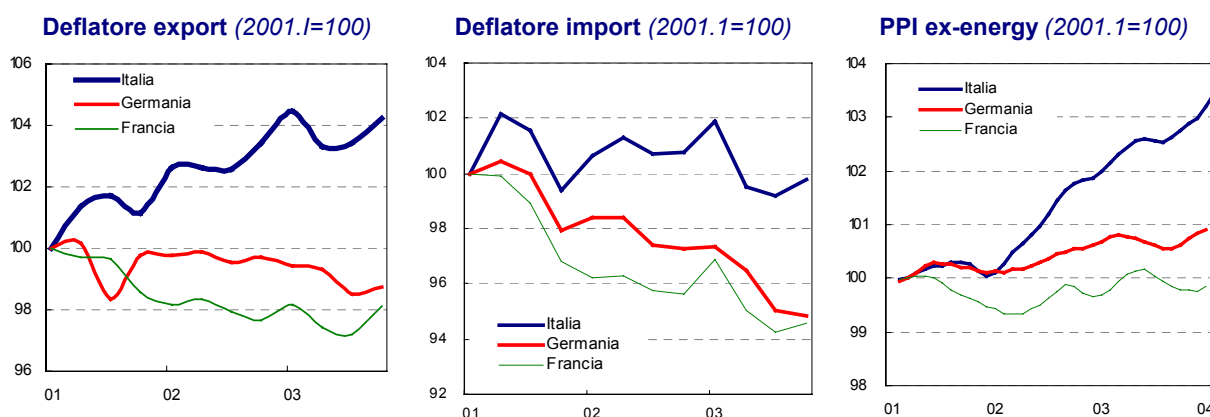
La perdita di competitività non può essere interamente colpa dell'euro forte. Gli elementi discriminanti per la performance competitiva risiedono nelle diverse dinamiche dei prezzi domestici e della produttività dei fattori, piuttosto che nelle oscillazioni del cambio. **A parità di apprezzamento della valuta comune, infatti, una dinamica inflazionistica più elevata ha determinato in Italia un apprezzamento del cambio effettivo reale medio sul biennio 2002-2003 del 3,6% contro il 2,5% della Germania.**

La sequenza di grafici proposta nella pagina seguente sembra avvalorare la seguente tesi. Le differenze inflazionistiche rispecchiano fedelmente le differenti dinamiche del costo del lavoro per unità di prodotto. La differenza cumulata di crescita del CLUP dal 2001 ad oggi tra Italia e Germania è di oltre quattro punti percentuali. La Banca d'Italia riportava nell'ultimo Bollettino che la crescita cumulata del CLUP tra il 1995 e il 2003 nell'industria è stata del 18,6%, contro una media del 6% dell'area euro. Le differenze sono imputabili non tanto alla dinamica salariale, quanto alle diverse performance di produttività, diminuita di oltre un punto percentuale in Italia a fronte del

recupero mercato osservato in Germania, per un cumulo di oltre 3% da inizio 2001. Mentre l'output complessivo registra crescita simili, la tenuta dell'occupazione in Italia nell'ultimo biennio rispetto alle perdite occupazionali della Germania è alla base di questi differenziali di produttività.



Una dinamica del costo del lavoro più elevata fa perdere competitività sia sui mercati esteri sia su quelli domestici. Si riflette infatti su crescite dei prezzi praticati sui mercati stranieri – misurati dal deflatore delle esportazioni - molto più elevate in Italia rispetto agli altri partner europei. I prezzi all'export italiani dal 2001 ad oggi sono addirittura aumentati, invece di calare come successo in Germania e Francia per compensare almeno in parte l'apprezzamento del cambio. Sul mercato interno, una crescita dei prezzi alla produzione più elevata rende i prodotti domestici meno competitivi rispetto a quelli importati. Nonostante l'apprezzamento del cambio, infatti, i prezzi all'import italiani sono rimasti sostanzialmente invariati da inizio 2001, a fronte di forti spinte disinflazionistiche registrate in Francia e Germania. A causa delle dinamiche di prezzo elevate sul mercato domestico, gli importatori in Italia riescono comunque a guadagnare quote di mercato senza necessariamente ridurre i prezzi applicati.

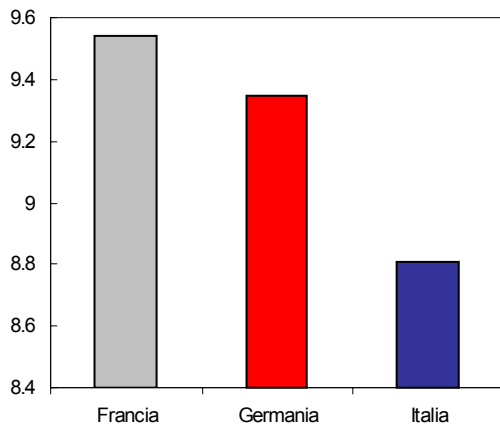


Altre peculiarità del caso italiano

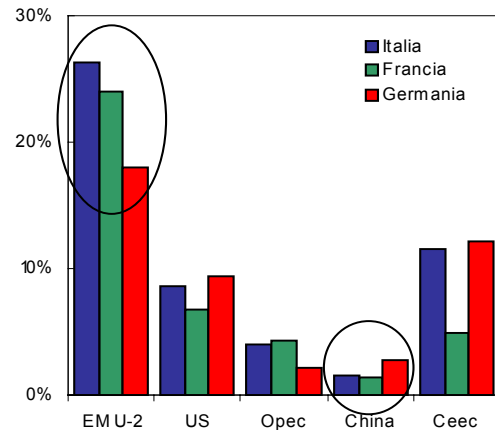
Una dinamica dei costi – del lavoro, ma non solo, anche dei servizi alle imprese – più elevata non è l'unica determinante della peggiore performance competitiva dell'Italia. La particolare **specializzazione produttiva** dell'export e la distribuzione dei principali mercati di sbocco dei prodotti italiani forniscono altri aspetti del problema. I settori tradizionali in cui l'Italia è specializzata - beni di

consumo per la persona e la casa e meccanica strumentale - hanno mostrato flussi di commercio mondiale meno intensi rispetto a quelli in cui sono specializzati Germania e Francia - mezzi di trasporto, beni ad alta intensità di R&S. Questo risultato è ancora più preoccupante se si considera che l'Italia è poco presente nel settore dell'elettronica, un settore colpito da una profonda crisi nel periodo considerato. Inoltre, le pressioni competitive più forti che provengono dall'Asia si fanno sentire proprio sui settori tradizionali del *Made in Italy*: benché ci siano forti differenziazioni nella gamma dei prodotti, i vantaggi comparati sviluppati dalla Cina risultano molto simili a quelli italiani. Anche **la destinazione dell'export italiano** rispetto (ad esempio) a quello tedesco risulta penalizzante, soprattutto per la maggiore esposizione verso i mercati europei a crescita più ridotta rispetto ai paesi emergenti. Nonostante una simile esposizione verso l'Europa centro-orientale, le esportazioni italiane verso questa regione sono prevalentemente *intra-industry trade*, e non sono quindi legate direttamente al ciclo economico di questi paesi.

Domanda mondiale pesata per settori di specializzazione dei paesi (var %, media 1999-2002)



Mercati di sbocco: quote sul totale export (media 2003)



Conclusioni

La competitività sui mercati stranieri è un elemento chiave per la crescita delle maggiori economie europee. L'apprezzamento del cambio dell'ultimo biennio non ha influito in egual misura sui diversi paesi: dinamiche dei costi domestici più elevate hanno determinato una perdita netta di competitività dell'Italia - relativamente ai partner francesi e soprattutto tedeschi - sia sui mercati esteri sia su quelli domestici. La perdita di competitività dell'Italia è stata aggravata dall'apprezzamento della valuta, che ha messo in evidenza debolezze più strutturali dell'economia italiana, in particolare in termini di crescita della produttività. Date le scarse differenze in termini di potenziale di crescita della domanda interna, e non prevedendo una forte svalutazione dell'euro nei prossimi anni, queste debolezze determineranno nei prossimi anni una performance di crescita dell'economia italiana inferiore rispetto agli altri maggiori partner europei.

(Giada Gianì)

Area euro – Previsioni

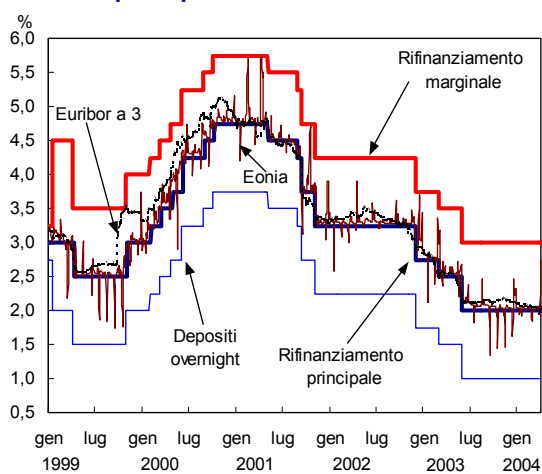
	2003	2004	2005	2003			2004				2005
				2	3	4	1	2	3	4	1
Pil (prezzi costanti, a/a)	0,4	1,5	2,1	0,1	0,3	0,6	1,0	1,5	1,6	1,8	2,0
- t/t				-0,1	0,4	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
Consumi privati	1,0	1,3	2,2	0,0	0,2	0,1	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6
Investimenti fissi	-1,2	2,5	3,4	-0,4	-0,2	0,6	1,2	0,7	0,5	0,9	1,1
Consumi pubblici	1,9	2,0	1,3	0,6	0,6	0,6	0,6	0,3	0,3	0,3	0,4
Esportazioni	0,0	4,3	6,8	-0,9	2,3	0,2	0,8	1,5	1,6	1,7	1,6
Importazioni	1,5	4,9	7,0	-0,4	0,8	2,1	0,5	1,6	1,7	1,8	1,7
Var. scorte (contrib., % Pil)	0,3	0,0	-0,1	0,1	-0,4	0,7	-0,4	0,0	0,1	-0,1	-0,1
Partite correnti (% Pil)	0,4	0,5	0,3	-0,4	0,8	1,0	0,8	0,5	0,7	0,2	0,2
Deficit pubblico (% Pil)	-2,8	-2,8	-2,6								
Debito pubblico (% Pil)	69,0	70,5	71,1								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	2,1	1,8	1,9	1,9	2,1	2,0	1,7	1,9	1,7	1,8	1,8
Produzione industriale (a/a)	0,4	2,3	2,3	-0,3	0,6	1,1	0,5	0,6	0,4	0,4	0,6
Disoccupazione (ILO, %)	8,8	8,8	8,5	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,7	8,7	8,7

Variazioni % sul periodo precedente, se non diversamente indicato

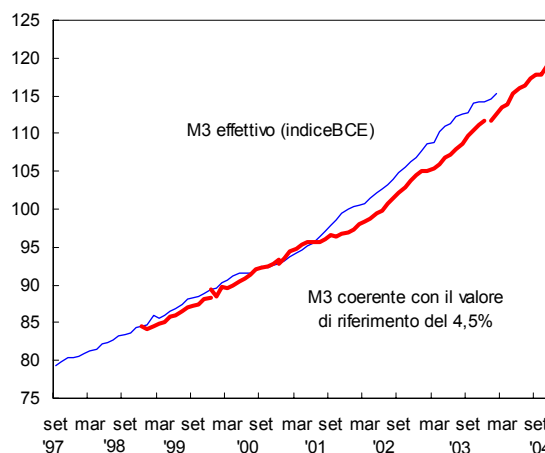
Crescita e inflazione per paese

	Pil (a/a)			IPCA (a/a)		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005
Germania	-0,1	1,0	1,7	1,1	1,2	1,2
Francia	0,2	1,7	2,2	2,2	2,2	1,6
Italia	0,3	0,8	1,5	2,8	2,3	1,9
Spagna	2,4	2,8	3,1	3,1	2,5	2,8
Olanda	-0,8	0,6	1,9	2,2	1,6	2,2
Belgio	1,1	2,4	2,1	1,5	1,4	2,2
Austria	0,7	2,0	2,8	1,3	1,2	1,7
Finlandia	1,9	3,2	3,8	1,3	0,9	3,6
Irlanda	1,0	3,4	5,4	1,1	1,2	1,2
Portogallo	-1,1	1,5	3,0	2,2	2,2	1,6
Grecia	4,7	5,1	3,2	2,8	2,3	1,9
Lussemburgo	0,3	1,3	3,7	3,1	2,5	2,8
UE-12	0,4	1,5	2,1	2,1	1,8	1,9

I principali tassi a breve termine

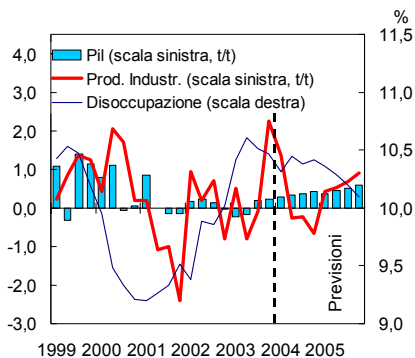


La crescita della massa monetaria

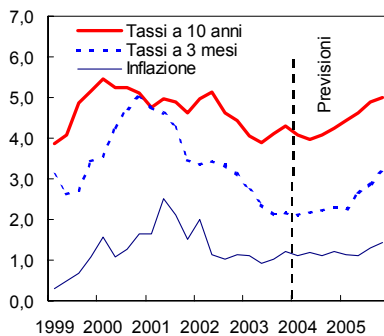


Germania

Ciclo e disoccupazione



Tassi d'interesse e inflazione



L'economia tedesca continua il suo lento cammino verso una ripresa più sostenibile. Dopo la recessione tra fine 2002 e metà 2003, la Germania ha segnato tassi di crescita trimestrale positivi, anche se moderati, nella parte finale del 2003. La prima metà del 2004 sembra orientata al consolidamento della ripresa che dovrebbe progressivamente trovare maggiore equilibrio nella sua composizione. Se infatti sono state le esportazioni a favorire la fine della recessione, a queste si sono già aggiunti gli investimenti favoriti dall'alto livello dei profitti e dal basso livello dei tassi. Mancano ancora all'appello i consumi privati, che si sono contratti fino a fine 2003. Le indicazioni preliminari sul 2004. I sono coerenti con un ritorno alla crescita della spesa delle famiglie e giustificano un moderato ottimismo. Perché la ripresa si confermi sostenibile è comunque necessario che il reddito disponibile sia sostenuto anche dalla dinamica occupazionale. Anche in questo caso, segnali di inversione sono emersi nelle indagini congiunturali, anche se fino ad ora non hanno avuto riscontro nei dati. Complessivamente, manteniamo una stima di crescita intorno all'1%, inferiore al consenso pari all'1,4%.

L'inflazione in Germania continua a flirtare con la stabilità dei prezzi e non dovrebbe essere nel biennio molto superiore all'1%. Per l'anno in corso, le maggiori spinte all'aumento dei prezzi derivano da misure amministrative (sanità e tabacchi), senza le quali il CPI sarebbe lo 0,9% inferiore in media annua. La moderazione del costo del lavoro per unità di prodotto sta alla radice della bassa inflazione tedesca e contribuisce a migliorare la competitività dei prodotti tedeschi sui mercati intra ed extra UEM.

Lo stato delle finanze pubbliche tedesche rimane critico, almeno nel breve termine, nonostante le misure di contenimento del deficit introdotte dal governo Schroeder negli ultimi dodici mesi. I rischi maggiori derivano da una crescita inferiore alle ottimistiche previsioni ufficiali (1,5-2% per il 2004), ma al probabile maggiore deficit nominale non corrisponderebbe un analogo peggioramento del saldo aggiustato per il ciclo. Nel medio termine, le misure di riforma degli ammortizzatori sociali, della sanità e della previdenza migliorerebbero la stabilità dei conti pubblici tedeschi stabilizzando il rapporto debito/Pil sul livello di fine 2005.

(GianLuigi Mandruzzato)

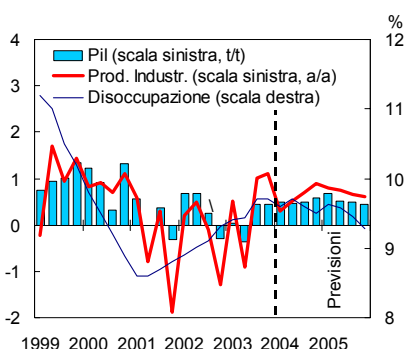
Germania – Previsioni

	2003	2004	2005	2003			2004				2005
				2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi 1995, a/a) t/t	-0,1	1,0	1,7	-0,3	-0,3	0,0	0,5	1,0	1,2	1,4	1,5
Consumi privati	-0,1	0,1	1,8	-0,4	-0,3	-0,4	0,1	0,3	0,4	0,5	0,5
Investimenti fissi lordi	-2,9	2,0	4,0	-0,8	-0,5	1,7	0,7	0,2	0,2	0,9	1,6
Consumi pubblici	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	-0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2
Esportazioni	1,1	6,2	6,1	-2,6	3,8	0,3	3,0	0,8	1,3	1,5	1,5
Importazioni	2,5	6,8	7,6	-2,3	0,2	2,7	2,6	1,7	1,5	1,9	1,9
Var. scorte (contrib., % Pil)	0,8	0,3	0,0	0,3	-1,0	0,9	-0,2	0,3	0,1	0,0	-0,2
Partite correnti (% Pil)	2,4	3,8	3,4	1,6	2,4	3,7	3,9	3,8	3,8	3,7	3,6
Deficit (% Pil)	-3,9	-3,5	-3,0								
Debito (% Pil)	64,3	66,6	67,8								
CPI (a/a)	1,1	1,2	1,2	0,9	1,0	1,2	1,1	1,2	1,1	1,2	1,1
Produzione Industriale	0,2	2,3	0,7	-0,8	-0,1	2,3	1,4	-0,3	-0,2	-0,7	0,4
Disoccupazione (%)	10,5	10,4	10,2	10,6	10,5	10,5	10,3	10,4	10,4	10,4	10,4
Euribor a 3 mesi (%)	2,34	2,20	2,75	2,37	2,14	2,15	2,12	2,17	2,21	2,29	2,28
Tasso a 10 anni (%)	4,09	4,09	4,74	3,89	4,10	4,30	4,08	3,97	4,07	4,23	4,43
Cambio effett. (1990=100)	124,6	125,2	123,9	125,1	125,2	125,4	126,5	124,7	125,3	124,3	124,1

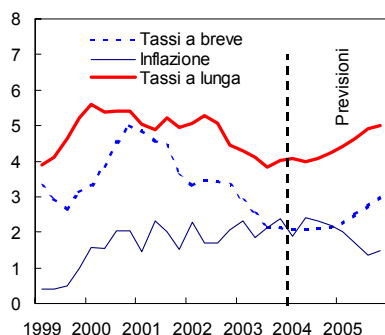
Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato.

Francia

Ciclo e disoccupazione



Tassi d'interesse e inflazione



Manteniamo all'1,7% la stima di crescita dell'economia francese nel 2004, in sensibile ripresa rispetto allo 0,2% del 2003. Non è insignificante che a fronte di revisioni al ribasso su Germania e Italia possiamo prevedere ancora un rimbalzo così evidente per la Francia.

A guidare la ripresa è la domanda interna. I consumi privati accelerano di poco rispetto al 2003, ma la dinamica resta superiore a quella del Pil. Questo è palese soprattutto **nel primo trimestre**, quando è proprio **l'accelerazione dei consumi dallo 0,3% allo 0,6% t/t a portare con sé un'accelerazione del Pil dallo 0,4% allo 0,5% t/t**. La fiducia dei consumatori nel 2004.I ha registrato il miglior progresso trimestrale dal 2001.I. È migliorata sensibilmente la percezione delle possibilità di spesa nonché delle prospettive occupazionali. La revisione dei programmi di governo **dopo la sconfitta del centro-destra** alle regionali di marzo dovrebbe rafforzare l'ottimismo soprattutto sul secondo semestre, dopo un eventuale momento di stasi nel 2004.II dovuto alle incertezze del "cambio di regime". Il nuovo programma restituisce **priorità alla crescita e all'occupazione**. Sono previste una riduzione delle imposte sui redditi, un incremento del salario minimo (in luglio), una sospensione del limite da poco introdotto alla durata dei sussidi di disoccupazione, un allentamento del vincolo delle 35 ore settimanali, misure a favore del lavoro giovanile, nonché – a seguito della nuova legge sulle pensioni entrata in vigore a gennaio – circa 100 mila nuovi prepensionamenti per fine anno.

Nuove agevolazioni a favore delle imprese supportano ulteriormente la previsione di **forte ripresa degli investimenti**. La fiducia delle imprese progredisce visibilmente, guidata nel 2004.I dal miglioramento degli ordini, soprattutto, dopo il rientro irreversibile del cambio, degli ordini dall'estero. Il calo dell'euro riduce anche il contributo negativo del canale estero.

La spesa pubblica, nonostante i tagli – che colpiranno soprattutto la sanità – rimane ancora troppo elevata. **L'obiettivo di governo per il deficit/Pil nel 2004 al 3,6% appare difficilmente raggiungibile**, così come il programmato rientro sotto il 3,0% nel 2005.

Per quanto riguarda i prezzi al consumo, la fiammata del petrolio provoca una lieve accelerazione dell'inflazione dal 2,1% (2003) al 2,2% (2004).

(Asmara Jamaleh)

Francia – Previsioni

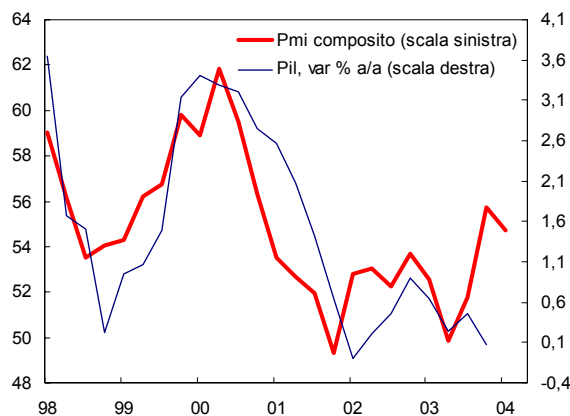
	2003	2004	2005	2003			2004				2005
				2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi 1995, a/a) t/t	0,2	1,7	2,2	-0,4	-0,2	0,6	1,0	1,9	1,9	2,1	2,2
Consumi privati	1,6	1,8	1,9	0,0	0,5	0,3	0,6	0,5	0,4	0,6	0,7
Investimenti fissi lordi	-0,8	2,2	2,1	0,3	0,1	0,7	0,8	0,6	0,4	0,7	0,6
Consumi pubblici	2,4	2,7	1,6	0,3	0,7	1,0	0,8	0,5	0,4	0,4	0,4
Esportazioni	-2,1	3,6	8,6	-1,1	0,9	1,0	0,2	1,3	1,8	2,2	2,0
Importazioni	0,9	6,5	7,9	0,5	0,0	2,1	1,7	1,7	2,0	2,3	2,0
Var. scorte (contrib., % Pil)	-0,3	0,4	0,2	-0,1	-0,3	0,2	0,2	0,0	0,2	0,1	0,0
Partite correnti (% Pil)	1,0	1,0	0,9	1,1	1,2	0,5	1,0	0,9	1,4	0,8	0,6
Deficit (% Pil)	-4,1	-3,8	-3,4								
Debito (% Pil)	62,5	64,6	65,7								
CPI (a/a)	2,2	2,2	1,6	1,8	2,1	2,4	1,9	2,4	2,3	2,2	2,0
Produzione Industriale	-0,3	2,4	3,0	-0,9	1,0	1,1	0,3	0,5	0,7	0,9	0,8
Disoccupazione (%)	9,6	9,6	9,5	9,4	9,7	9,7	9,6	9,7	9,6	9,5	9,6
Euribor a 3 mesi (%)	2,41	2,09	2,63	2,51	2,15	2,12	2,06	2,07	2,10	2,14	2,24
Tasso a 10 anni (%)	4,07	4,09	4,74	4,11	3,83	4,02	4,08	3,97	4,07	4,23	4,43
Cambio effett. (1990=100)	119,9	120,4	119,5	120,3	120,5	120,5	121,4	120,1	120,5	119,7	119,6

Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato.

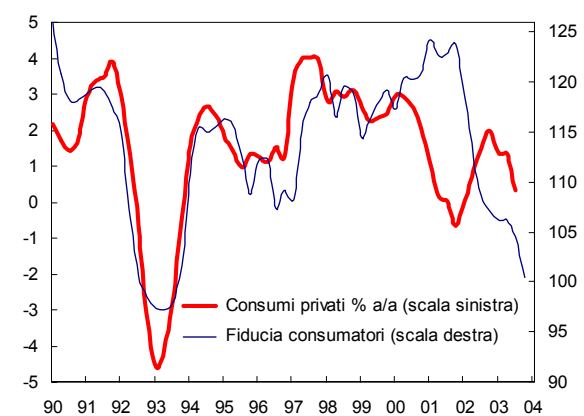
Italia: crescita sotto l'1% anche nel 2004

Le indicazioni di ripresa emerse anche per l'economia italiana a partire dalla scorsa estate sono stati delusi dai dati del Pil del 2003.IV, che ha registrato crescita nulla sul trimestre precedente, e un rallentamento allo 0,1% a/a dallo 0,5% a/a del 2003.III. La crescita media 2003 si ferma allo 0,4%, pari a quella del 2002. Come ad inizio 2002, **il rimbalzo degli indicatori congiunturali non è stato associato ad un pari recupero nell'attività reale**. Le informazioni che giungono dalle *survey* congiunturali del primo trimestre 2004 – ad esempio, PMI in calo rispetto al trimestre precedente – segnalano che la fase di stagnazione permane anche nella prima parte del 2004. Tale prospettiva è avvalorata anche dalla composizione della domanda a fine 2003, con le scorte come unico contributo positivo alla crescita del Pil e i consumi privati sorprendentemente negativi. Una crescita del 2003.IV inferiore alle attese e una riduzione delle previsioni sulla crescita dei primi due trimestri dell'anno, portano ad **una riduzione delle nostre previsioni di crescita media per l'Italia nel 2004 allo 0,8% dall'1,2%**. Gli indicatori più "leading" sul ciclo del Pil segnalano che anche i miglioramenti della seconda metà dell'anno sono inferiori al previsto: **la crescita del 2005 viene dunque rivista all'1,5% dall'1,7%**.

L'attività reale delude a fine 2003



Consumi frenati dal crollo della fiducia

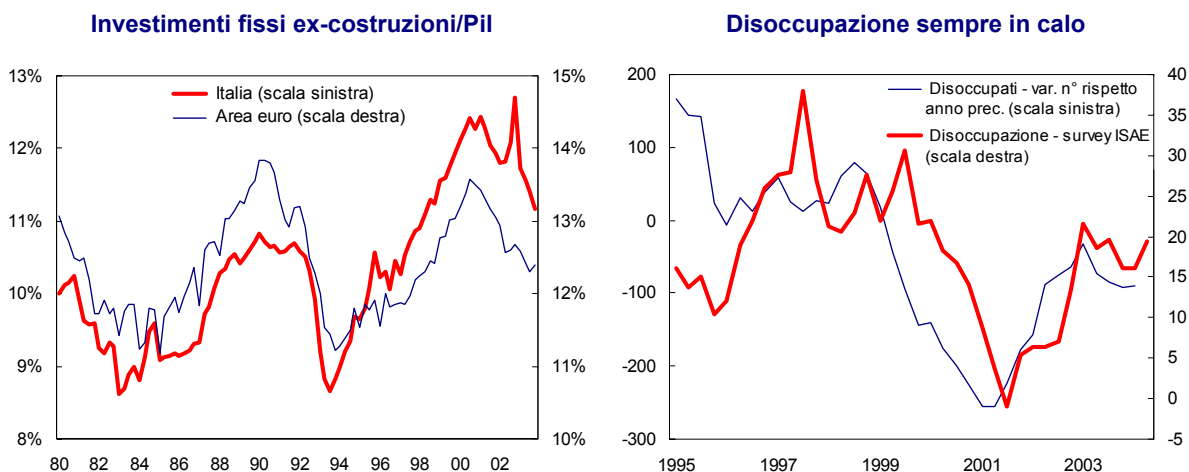


La revisione più drastica riguarda i consumi privati. I consumi continuano ad essere l'unico motore, seppur limitato, della crescita, aumentati nel 2003 dell'1,2%, contro lo 0,4% del Pil. Tuttavia, una drastica revisione dei dati storici ha portato a rivedere la precedente stima di crescita 2003 superiore al 2,0%, e a proiettare un sentiero più contenuto anche sull'anno in corso. Il 2004 inizia con un trascinarsi molto negativo derivante dal -0,4% t/t in termini reali nel 2003.IV. Riteniamo che questo crollo della spesa rappresenti un calo isolato e che venga recuperato nei trimestri successivi. Infatti, circa i 2/3 del calo sono imputabili alla riduzione dei consumi degli italiani all'estero, che tornano in questo modo su livelli più "normali" dopo i picchi dei trimestri precedenti. Il resto del calo deriva da una contrazione senza precedenti dei consumi alimentari (-1,5% t/t), su cui potrebbero aver inciso spese natalizie inferiori alla norma. In questo caso, la stagionalità positiva sul primo trimestre dovrebbe portare ad un rimbalzo delle spese alimentari in termini destagionalizzati nel 2004.I. Più in generale, i redditi da lavoro continueranno a crescere a ritmi sostenuti anche nella prima metà del 2004, grazie ad un nuovo miglioramento nelle statistiche sull'occupazione di gennaio 2004, ma soprattutto grazie ad una dinamica dei salari contrattuali che si colloca poco al di sotto del 3% a/a. Ci attendiamo che **la dinamica dei consumi privati 2004 sia simile a quella registrata nel 2003, e pari all'1,1%**. Qualche rischio negativo tuttavia grava su questo scenario

centrale. Nonostante la debolezza del legame fiducia-consumi, il vero e proprio crollo da livelli già contenuti della fiducia delle famiglie italiane nel 2004.I (vicino ai minimi del 1994) si potrebbe riflettere in comportamenti più cauti in termini di spesa. Inoltre, se il rimbalzo ipotizzato nel 2004.I dopo il crollo di fine 2003 non dovesse materializzarsi, la crescita media annua dei consumi privati potrebbe ridursi allo 0,7%, con un effetto negativo sulla crescita del Pil 2004 pari a circa 0,2% punti percentuali.

Sul fronte delle imprese, **non si intravedono ancora segnali di inversione nel ciclo degli investimenti**. Nel 2003.IV si contraggono sia quelli in macchinari sia quelli in mezzi di trasporto a ritmi superiori rispetto del trimestre precedente; l'anno si chiude con un crollo del 4,9% degli investimenti ex-costruzioni. La stagnazione della domanda finale e l'euro forte che riduce i margini non incentivano le imprese ad espandere la capacità produttiva; ma soprattutto, in Italia il processo di razionalizzazione del fattore capitale appare molto più arretrato rispetto a quanto invece è già stato fatto nell'area euro. Questo allontana il *timing* della svolta degli investimenti italiani. Gli investimenti produttivi sono previsti recuperare terreno molto lentamente nel corso dell'anno, **con una media 2004 attesa all'1,2%**. Nonostante emergano chiari segnali che il picco del settore immobiliare è stato toccato, e che siamo entrati nella fase discendente del ciclo del settore delle costruzioni, il processo di rallentamento sarà molto lento e gli investimenti in costruzioni potranno anche nel 2004 registrare una crescita marginalmente positiva (+0,8%).

Una nota di attenzione è da porre **sull'andamento del mercato del lavoro italiano**. La crescita occupazionale in Italia è stata sorprendentemente positiva nell'ultimo biennio di stagnazione dell'economia, diversamente da quanto successo in altri paesi europei. Dopo il rallentamento nella seconda metà del 2003, la rilevazione di gennaio ha mostrato un incremento di 45 mila occupati rispetto ad ottobre, con una crescita dello 0,7% rispetto a gennaio 2003. Parte di questa continua espansione è imputabile ad un effettivo miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro, grazie all'introduzione della maggiore flessibilità in entrata nell'ultimo quinquennio. **Il numero di disoccupati continua a decrescere**, anche se ultimamente a ritmi leggermente inferiori che in passato.

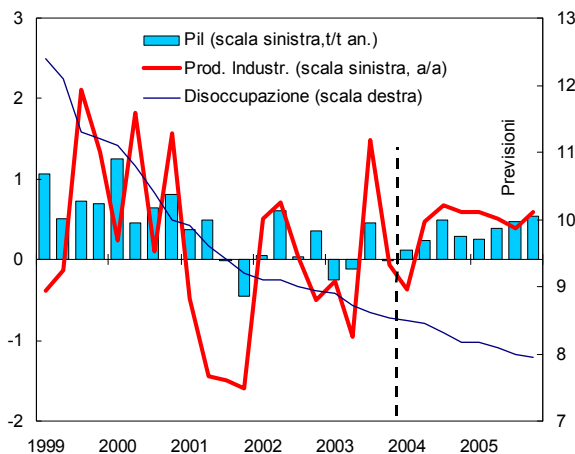


Tuttavia, **parte dei nuovi occupati è certamente il risultato degli incentivi all'emersione del lavoro nero e soprattutto della regolarizzazione degli immigrati**. Le domande di regolarizzazione sono risultate 700 mila, che rappresentano circa il 3% dell'occupazione complessiva. Lavoro nero emerso e immigrati regolarizzati migliorano le statistiche sull'occupazione ma non sono

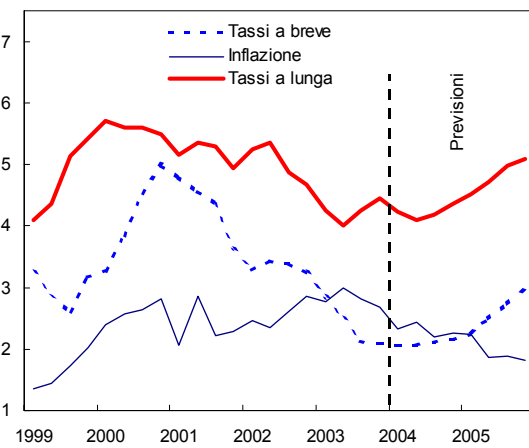
veri e propri nuovi occupati, quindi con un effetto inferiore sulla dinamica del reddito disponibile e dei consumi privati. Inoltre, questi stimoli all'occupazione potrebbero esaurirsi nel corso del 2004, determinando un deterioramento del mercato del lavoro italiano nel momento in cui i corrispettivi europei mostrerebbero i primi segnali di risveglio.

Sul **fronte internazionale** l'euro continuerà ad incidere negativamente sulla performance dell'export, soprattutto dalla seconda metà dell'anno in poi quando si prevede un rallentamento parziale della domanda mondiale. Dopo il rimbalzo inatteso dell'export nel 2003.III – esito immediato del forte impulso della domanda internazionale - l'impatto negativo dell'euro forte è tornato a farsi sentire nel 2003.IV, con una riduzione dell'export del 3,8% t/t; il crollo è particolarmente accentuato soprattutto in rapporto alla dinamica della domanda estera e potrebbe portare ad un recupero nella prima parte del 2004. L'apprezzamento del cambio di inizio 2004 si farà sentire sui prossimi trimestri e determinerà una crescita dell'export complessivo nettamente inferiore a quello del commercio mondiale. Data l'elevata elasticità delle importazioni all'export, soprattutto in una fase di domanda domestica debole, il canale estero non potrà influire più negativamente sulla crescita del Pil di quanto non abbia fatto nel 2003. Un lento adattamento al nuovo panorama di euro forte da parte delle imprese esportatrici potrebbe portare lentamente alla diminuzione del contributo negativo dell'export netto nel corso dell'anno, che in media annua è previsto attestarsi a -0,5% (-0,9% nel 2002 e nel 2003).

Ciclo e disoccupazione



Inflazione e tassi d'interesse



(Giada Giani)

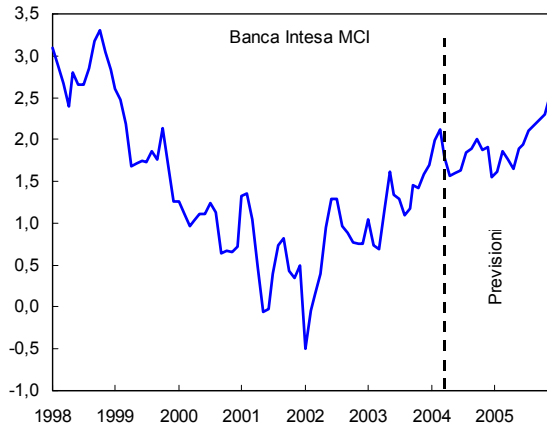
Previsioni – Italia

	2003	2004	2005	2003			2004				2005
				2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi 1995, a/a) t/t	0,3	0,8	1,5	0,0	0,5	0,1	0,4	0,8	0,8	1,1	1,3
Consumi delle famiglie	1,2	1,1	2,2	0,1	0,4	-0,3	0,4	0,5	0,4	0,6	0,5
Investimenti fissi lordi	-2,1	1,2	2,5	-1,0	-0,9	-1,2	1,7	1,0	0,3	0,9	0,5
Consumi collettivi	2,2	1,8	1,7	0,5	0,5	0,0	0,7	0,5	0,4	0,4	0,6
Esportazioni	-3,9	2,4	5,3	-0,1	5,7	-3,8	0,2	1,2	2,2	1,4	1,0
Importazioni	-0,6	4,1	6,5	0,1	5,2	-3,2	1,1	1,8	2,0	1,9	1,4
Var. scorte (contrib., % Pil)	0,6	0,1	-0,4	0,0	0,2	0,6	-0,3	-0,2	0,0	-0,2	-0,1
Partite correnti (% Pil)	-1,4	-1,8	-2,2	-2,9	0,7	-1,3	-1,5	-1,8	-1,8	-2,1	-2,3
Deficit (% Pil)	-2,4	-3,0	-3,5								
Debito (% Pil)	108,6	110,3	111,3								
CPI (a/a)	2,8	2,3	1,9	3,0	2,8	2,7	2,3	2,4	2,2	2,3	2,2
Produzione Industriale	-0,5	0,9	2,2	-1,0	1,5	-0,1	-0,4	0,5	0,7	0,6	0,6
Disoccupazione (%)	8,7	8,4	8,1	8,7	8,6	8,5	8,5	8,5	8,3	8,2	8,2

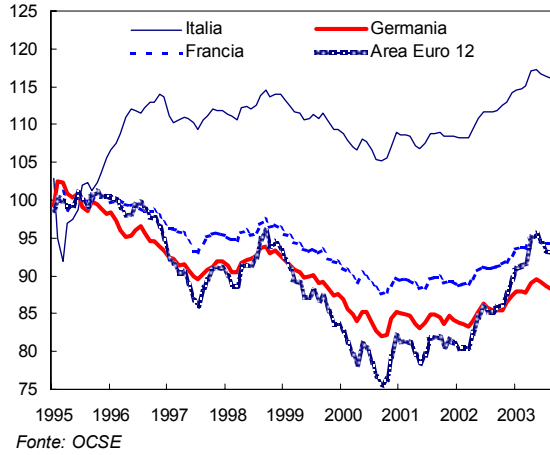
Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato.

La situazione in un'occhiata

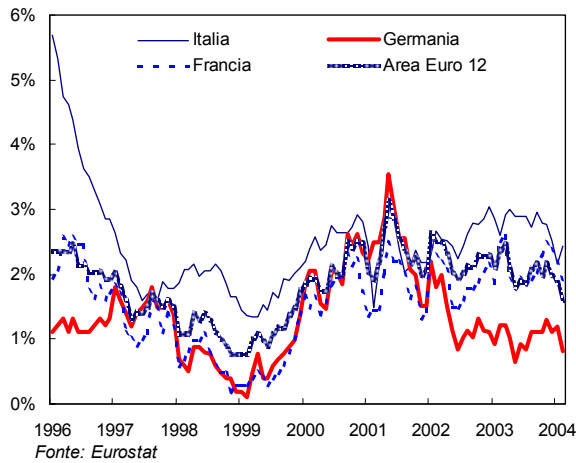
Le condizioni monetarie nell'area euro



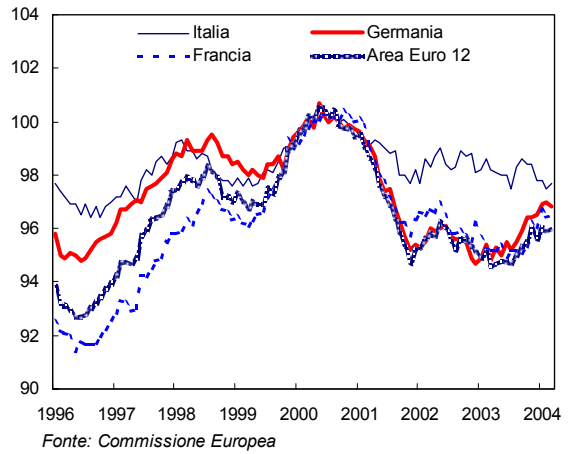
Cambio effettivo (base 1995=100)



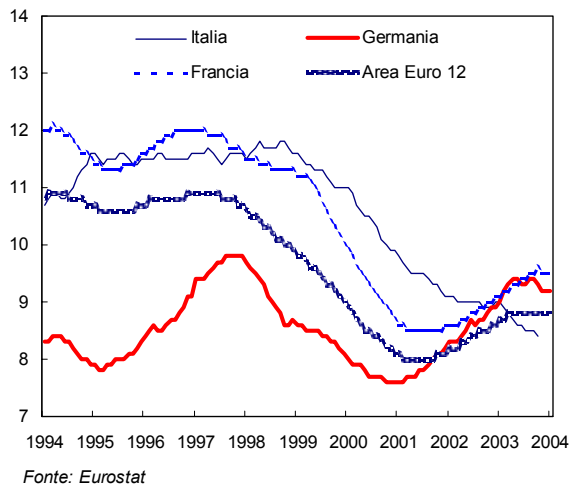
Tasso di inflazione armonizzato



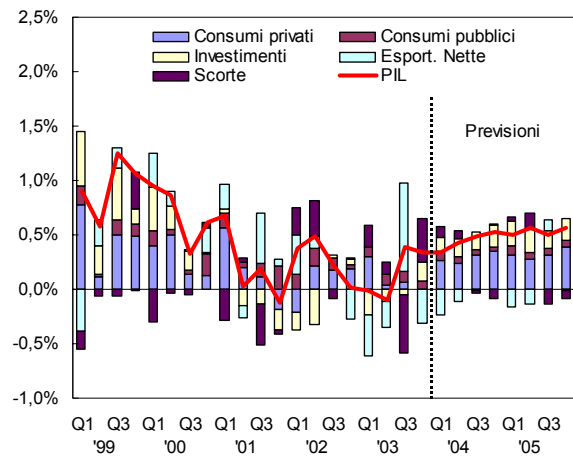
Clima di fiducia



Tasso di disoccupazione

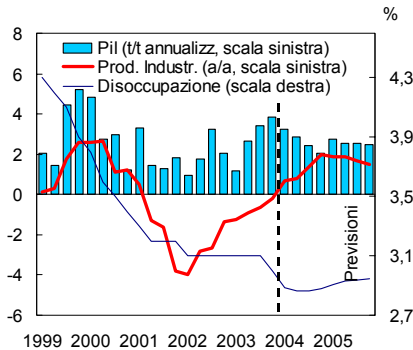


Area Euro-12: contributi alla crescita del Pil

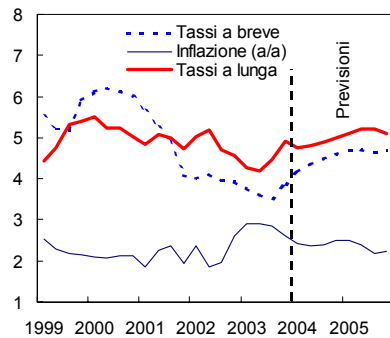


Regno Unito

Ciclo e disoccupazione



Inflazione e tassi d'interesse



L'economia britannica rimane forte e apre bene l'anno, promettendo di accelerare nel 2004 oltre il 3,0%, al di sopra quindi del potenziale. Il 2004.I tiene il passo del 2003.IV, decelerando solo di poco dallo 0,9% allo 0,8% t/t. **I consumi, pur rallentando, restano forti.** Infatti le condizioni del mercato del lavoro sono buone, con il tasso di disoccupazione al 2,9% dal 3,1% di un anno fa e i disoccupati in calo da nove mesi. Dall'altra parte, a finanziare il consumo a credito contribuisce il permanere dell'inflazione dei prezzi immobiliari su livelli ancora compresi tra il 20% e il 15% su base annua. Resterà invece ancora sotto *target* per diversi mesi la crescita dei prezzi al consumo (secondo il nuovo *target* dell'IPCA al 2,0%), stabilizzando verso l'alto la dinamica del reddito disponibile.

Dopo l'*exploit* degli investimenti nell'ultimo quarto del 2003 c'è da attendersi una frenata compensativa nel 2004.I, ma le prospettive sono per un ulteriore miglioramento quest'anno. **A ridimensionare la dinamica del 2004.I contribuisce però soprattutto il canale estero.** La sterlina ha guadagnato il 4% come cambio effettivo nel 2004.I, ampliando il deficit commerciale e incidendo sulla ripresa del settore manifatturiero. La performance del comparto è stata infatti molto deludente nel primo bimestre, ponendo un rischio verso il basso nella stima del Pil 2004.I. Le prospettive per le imprese restano però positive, soprattutto guardando ai valori registrati dalle indagini di fiducia e ai PMI che, non avendo trovato finora pieno riscontro nella realtà, valgono probabilmente più come "promessa" positiva per il futuro prossimo che per il recentissimo passato.

Anche la spesa pubblica quest'anno offrirà ulteriore supporto alla crescita, soprattutto con gli aumenti programmati nei settori sanità e istruzione, peggiorando il rapporto deficit/Pil a rischio di bucare il 3,5%.

La resistenza a moderare il passo da parte dei consumi e il crescente indebitamento delle famiglie richiedono una **politica monetaria restrittiva**. D'altra parte la forza della sterlina, prossima a ritornare verso i massimi di febbraio contro dollaro e ad esplorarne di nuovi sotto 0,65 contro euro, suggerisce un approccio graduale, che ci porta per ora a prevedere non più di altri due rialzi per complessivi 50 pb entro fine anno.

(Asmara Jamaleh)

Previsioni – Regno Unito

	2003	2004	2005	2003			2004				2005	
				2	3	4	1	2	3	4	1	1
PIL (prezzi cost., a/a)	2,3	3,1	2,5	2,3	2,3	2,8	3,3	3,3	3,1	2,6	2,5	
t/t				0,7	0,8	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	0,7	
Consumi privati	2,8	3,2	2,2	1,0	1,1	1,1	0,7	0,6	0,5	0,4	0,6	
Investimenti fissi	2,6	3,5	3,7	1,6	0,9	1,6	0,3	0,7	0,6	0,9	1,2	
Consumi pubblici	2,1	3,3	3,7	0,2	0,1	1,9	0,2	1,0	1,0	1,0	1,0	
Esportazioni	-0,5	3,6	5,8	-2,6	0,1	1,8	1,0	0,8	1,7	1,5	1,4	
Importazioni	0,8	5,8	6,8	-2,5	1,1	2,2	1,6	1,8	1,7	1,5	1,8	
Var. scorte (contrib., % F)	0,0	0,4	0,1	-0,4	0,3	-0,3	0,4	0,3	0,0	-0,1	0,1	
Partite correnti (% Pil)	-2,4	-3,3	-4,0	-2,9	-3,0	-2,9	-3,0	-3,3	-3,4	-3,6	-3,8	
Deficit (% Pil)	-3,1	-3,4	-3,0									
Debito (% Pil)	38,7	40,1	41,4									
RPIX (a/a)	2,8	2,4	2,3	2,9	2,8	2,6	2,4	2,4	2,4	2,5	2,5	
Produzione Industriale	-0,8	1,2	1,7	0,2	0,0	-0,1	0,6	0,3	0,6	0,5	0,4	
Disoccupazione (%)	3,1	2,9	2,9	3,1	3,1	3,0	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	
Eurosterlina a 3 mesi	3,69	4,41	4,68	3,59	3,52	3,88	4,17	4,36	4,50	4,60	4,68	
Long Gilt	4,46	4,87	5,15	4,20	4,47	4,90	4,76	4,80	4,90	5,00	5,10	
Sterlina/dollaro	1,63	1,88	1,79	1,62	1,61	1,71	1,84	1,88	1,91	1,88	1,84	
Cambio effett. (1990=100)	100,2	106,5	104,9	99,1	99,2	100,2	104,1	107,4	107,2	107,5	106,6	

Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato.

L'amaro calice

Tra i futuri candidati all'ingresso nell'area euro, il criterio sulla stabilità valutaria è molto più criticato di quello sulla stabilità fiscale. I più lo considerano lo scotto da pagare per ottenere l'adesione all'euro, ma vogliono limitare al minimo concesso il periodo di permanenza. Per molti piccoli paesi, l'ostacolo è superabile senza difficoltà, ma alcuni dei grandi avranno bisogno di un attento coordinamento con la politica fiscale e con i tempi della convergenza dei tassi di inflazione, per evitare incidenti nel periodo di monitoraggio.

L'ingresso dei primi dieci nuovi membri dell'Unione Europea⁸ è programmato per il 1° maggio 2004. Molti dei nuovi entranti sostituiranno, in futuro, la moneta nazionale con l'euro ma tale operazione richiederà il rispetto, durante il periodo di osservazione, di una serie di criteri di convergenza imposti dal Trattato sull'Unione Europea (v. Riquadro 1).

Riquadro 1 - I criteri di convergenza

1. **Elevato grado di stabilità dei prezzi.** Questo viene interpretato nel senso di andamento "sostenibile" dei prezzi (cioè non legato a misure straordinarie e temporanee), assieme a un tasso medio di inflazione nell'anno precedente l'esame che non superi la media dei tre Stati membri con inflazione più bassa per più di 1,5 punti percentuali.
1. **Sostenibilità della posizione finanziaria del settore pubblico.** Per evitare di incorrere nella definizione di "deficit eccessivo" che viola il criterio, il paese deve presentare un rapporto debito/Pil non superiore al 60% (o comunque in calo verso il 60%) e un deficit (effettivo e previsto) non superiore al 3% del Pil.
1. **Stabilità del cambio.** Il paese deve mostrare "il rispetto delle normali bande di oscillazione previste dal meccanismo di cambio del Sistema Monetario Europeo, per almeno due anni, senza svalutazioni nei confronti di altri Stati membri" e senza gravi tensioni. Oggi il punto di riferimento è nei confronti dell'euro.
1. **Sostenibilità della convergenza.** I tassi a lungo termine, "osservati per il periodo di un anno prima dell'esame", devono presentare una media che non eccede per più di 2 punti percentuali quelle dei tre paesi membri che hanno l'inflazione più bassa.

Il criterio più discusso è quello sui tassi di cambio. In effetti, l'esperienza dell'ERM-1, l'accordo di cambio che ha legato per circa un decennio i paesi che ora fanno parte dell'area euro, è costellata di crisi e, dopo la rimozione delle limitazioni ai movimenti di capitale, il meccanismo è rimasto in piedi soltanto grazie all'allargamento della banda ufficiale di oscillazione da $\pm 2,25\%$ a $\pm 15\%$, avvenuto nell'agosto 1993. Le istituzioni europee, tuttavia, hanno ripetutamente e tenacemente difeso il criterio sulla base di due argomentazioni:

- la stabilità del cambio è una prova della duratura convergenza nei fondamentali;

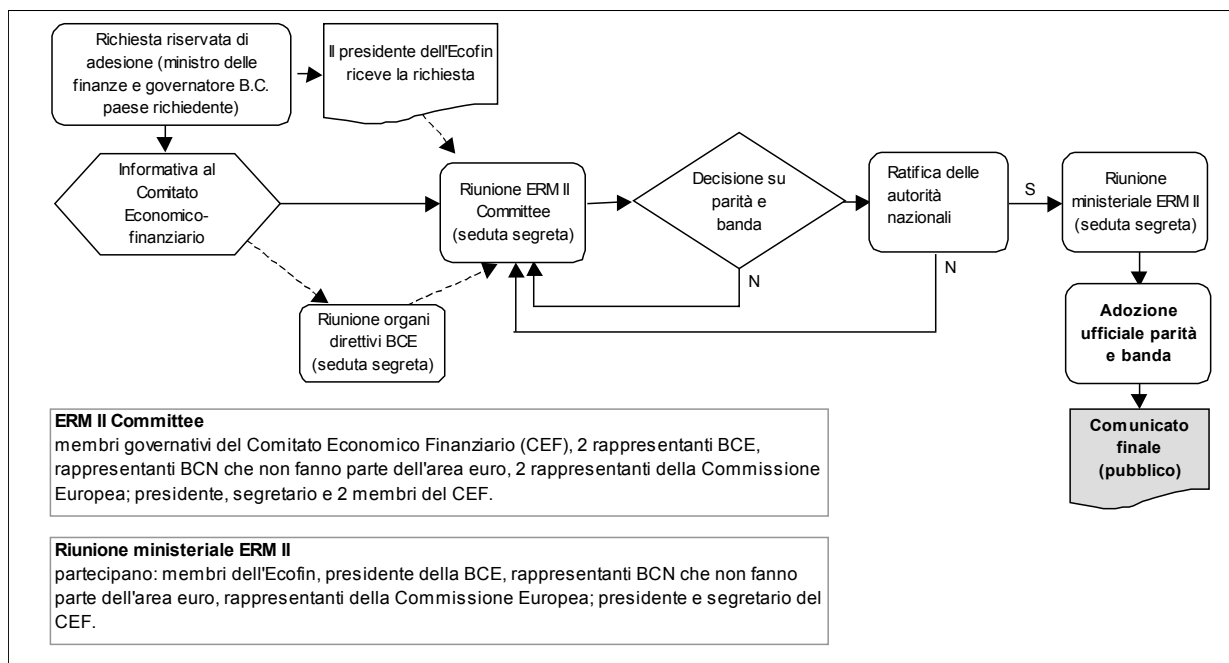
⁸ Polonia, Ungheria, Repubblica Ceca, Slovacchia, Slovenia, Lituania, Lettonia, Estonia, Malta e Cipro.

- proteggere la stabilità del cambio obbliga i candidati all'ingresso nell'unione monetaria a orientare le loro politiche economiche verso la convergenza.

Nonostante le critiche espresse da gran parte del mondo accademico e le numerose perplessità dei nuovi entranti, il criterio di convergenza dei cambi rimane una parte rilevante del processo di valutazione, come ha ribadito anche la BCE nel suo *position paper* del 18 dicembre 2003⁹. La ragione è che la difficoltà di mantenere la stabilità del cambio a fronte di squilibri macroeconomici e finanziari costringe i candidati a pianificare con cautela la propria strategia di adozione dell'euro, e rende più probabile l'esclusione di paesi poco "convergenti". Del resto, scrive la Commissione Europea, "in certi casi, rimanere fuori dall'ERM-II per un po' di tempo potrebbe essere utile, in considerazione degli ampi e volatili flussi di capitale, degli ampi squilibri fiscali e/o del rischio di notevoli shock economici". Inoltre, si sostiene che la permanenza nell'ERM-II consentirebbe "di identificare potenziali disallineamenti nella parità centrale precedentemente inosservati"¹⁰.

Ma come funzionerà l'ERM-II? Quali sono i problemi a cui potrebbero andare incontro i paesi che vi entreranno? E quali sono le strategie dei nuovi entranti riguardo alla gestione del regime di cambio?

Riquadro 2 – Procedura per l'ammissione all'ERM II



L'ERM-II: manuale d'uso

Da quando è stato introdotto l'euro, l'ERM ha perso la natura multilaterale che originariamente aveva (basata, cioè, su una griglia di parità incrociate fra le divise partecipanti) per assumerne una *bilaterale*: nel nuovo regime (che attualmente comprende un unico membro, la Danimarca) le divise dei paesi partecipanti sono ancorate all'euro.

⁹ ECB, Policy Position of the ECB on Exchange Rate Issues Relating to the Acceding Countries, 18 dicembre 2003.

¹⁰ Peter Backé, Christian Thimann & others, "The Acceding Countries' Strategies Towards ERM II and the Adoption of the Euro: An Analytical Review", ECB Occasional Papers no 10, February 2004, p. 22.

La fissazione e la revisione delle parità centrali rispetto all'euro sono consensuali. La procedura decisionale coinvolge i ministri delle finanze, la BCE, i governatori delle banche centrali nazionali e la Commissione Europea. Tale aspetto è importante, perché esclude che i paesi aderenti possano unilateralmente fissare l'ancoraggio al livello che ritengono più confacente ai propri interessi. Il potere di cui godono la BCE e i paesi dell'eurozona in questo processo spiega perché la BCE non appoggia incondizionatamente i regimi di ancoraggio rigido come i *currency board*, che, di fatto, esautorano le autorità europee da ogni controllo sulla gestione del cambio bilaterale.

La procedura per l'ammissione all'ERM¹¹ è descritta nel Riquadro 2. Come è ovvio, vista la delicatezza del regime di cambio, l'adesione all'ERM-II è totalmente volontaria.

La banda di fluttuazione normale è del 15%, ma è data facoltà di adottarne una più stretta mediante la stessa procedura descritta nel Riquadro 2. L'esistenza di una banda di fluttuazione implica un impegno da parte delle autorità monetarie a mantenere la fluttuazione dei cambi nei limiti dichiarati. Uno strumento fondamentale per rispettare l'impegno sono gli interventi diretti sul mercato valutario. Diversamente da quanto accade in un ancoraggio unilaterale, gli interventi coordinati di sostegno della BCE sono automatici ai margini della banda, sebbene possano essere sospesi qualora contrastino apertamente con l'obiettivo di stabilità dei prezzi.

Nulla esclude che la stessa BCE offra la sua assistenza per interventi all'interno delle bande condotti dalle banche centrali di paesi partecipanti all'ERM, aspetto che può essere molto importante per garantire il rispetto del criterio di convergenza sulla stabilità del cambio. Come è noto, infatti, le autorità europee sostengono che le bande ufficiali di fluttuazione non rappresentano il metro in base al quale sarà giudicata la convergenza; il vero parametro, che potrebbe non essere mai comunicato pubblicamente, né fissato rigidamente, potrebbe essere più vicino alle vecchie bande strette di $\pm 2,25\%$. Ciò implica che le autorità monetarie dei candidati all'ingresso nell'eurozona dovranno intervenire ben all'interno delle bande ufficiali. Il problema è che non sono ammessi interventi unilaterali non concordati con la BCE, qualora (come probabile) essi comportino operazioni in euro. Inoltre, la stessa BCE può proporre un riallineamento delle parità, qualora ritenga che sussistano i presupposti.

Il meccanismo di cambio è rafforzato dalla possibilità concessa alle banche centrali partecipanti di erogare finanziamenti a brevissimo termine, potenzialmente estesi per un periodo massimo di 3 mesi, e rinnovabili per altri 3 mesi al massimo. L'accesso ai finanziamenti, che vengono remunerati al tasso a 3 mesi prevalente alla data dell'operazione, è subordinato all'utilizzo delle proprie riserve valutarie.

I rischi dell'ERM-II

Per un paese che abbia liberalizzato i movimenti di capitale mantenere il tasso di cambio entro margini di fluttuazione prestabiliti può presentare un problema insormontabile, soprattutto se la dimensione dei flussi con l'estero è rilevante e se la politica monetaria deve perseguire obiettivi alternativi. Nel caso dei nuovi stati membri, che stanno rimuovendo tutti gli ostacoli al movimento dei capitali e che da esso dipendono per finanziare ampi disavanzi commerciali, il problema potrebbe essere ancora più grave di quello che sperimentarono i paesi partecipanti all'ERM-I. Per loro, infatti, è ormai preclusa la possibilità di tagliare fuori i flussi speculativi e finanziarsi soltanto con il ricorso agli investimenti diretti.

¹¹ *European Commission*, Procedural Steps to allow participation in ERM II, 28 maggio 2003.

Una prima questione, teoricamente interessante ma probabilmente poco rilevante alla luce della breve durata prevista per il periodo di osservazione, è che la **convergenza nei livelli di reddito** implicherà o un apprezzamento del cambio nominale a fronte di inflazione allineata a quella euro, o tassi di inflazione più alti che nell'area euro a fronte di un cambio stabile. A giudicare dalle tendenze recenti, questo processo implicherebbe un apprezzamento del cambio reale del 2-4% all'anno, del tutto compatibile con il funzionamento dell'ERM-II.

Molto più preoccupante è l'**incidenza dei flussi speculativi** sulla volatilità del cambio nei paesi emergenti. Nel 2001-02, l'Ungheria sperimentò un apprezzamento del 16% nel suo cambio con l'euro e i mercati più volte si trovarono a scommettere in una rivalutazione della parità. Nel 2003, però, l'insufficiente correzione dello squilibrio fiscale e l'andamento dell'inflazione rovesciarono le aspettative, e il cambio con l'euro prese a indebolirsi. I mercati iniziarono a scommettere su una svalutazione, che arrivò puntuale in giugno. Nel triennio, il cambio EURHUF si è mosso in una banda di $\pm 8\%$ intorno alla media.

Purtroppo, il cambiamento di segno dei flussi speculativi continuerà a rappresentare una minaccia gravissima per tutti i maggiori paesi dell'area che volessero entrare nell'ERM-II. I fattori di rischio non mancano:

- I portafogli internazionali si stanno ancora diversificando verso i paesi emergenti, e ingenti masse di capitale sono pronte a muoversi fra i mercati; poiché i mercati finanziari locali sono per lo più piuttosto piccoli, modesti riassetti delle quote nei portafogli internazionali potrebbero condurre a flussi di riserve relativamente importanti per il paese interessato.
- Inoltre, un regime di cambio rigido tende a creare *moral hazard* fra gli investitori, accumulando pressioni che possono poi sfogarsi in repentine crisi valutarie. In pratica, se vi sono aspettative di cambi stabili diventa più attraente speculare su una convergenza dei tassi d'interesse locali al livello dell'area euro; questo assetto, tuttavia, è intrinsecamente instabile: la massa di capitale mobile investita in divisa locale aumenterebbe l'intensità dei flussi *in uscita* che la banca centrale potrebbe essere costretta a fronteggiare nel caso di un rovesciamento del *sentiment* di mercato (indotto dal deteriorarsi dei fondamentali o da una bolla speculativa).
- In presenza di squilibri fondamentali (forte disavanzo di parte corrente, eccessiva crescita dell'indebitamento esterno, deficit pubblico eccessivo), la stessa **credibilità del regime di cambio** sarebbe presto o tardi messa in dubbio. Come si è sperimentato anche nel periodo del primo ERM, in tali condizioni potrebbero nascere aspettative di svalutazione delle parità, o di contrasti fra le autorità monetarie del paese e la BCE che impediscano interventi coordinati di sostegno all'interno della banda. La questione non è soltanto ipotetica, vista la dimensione e la persistenza degli squilibri esterni di molti nuovi entranti¹².

¹² L'assieme dei paesi presenta una carenza di risparmio nazionale pari al 3-5% del Pil, che sale al 6-7% per i baltici. Per questi ultimi, che hanno per lo più ancoraggi rigidi del cambio, le esportazioni nette sottraggono alla crescita da uno a due punti di Pil all'anno. Il problema rischia di aggravarsi se la convergenza porterà a un calo dei tassi d'interesse domestici e, quindi, stimolerà la crescita della domanda interna.

L'opinione delle autorità monetarie europee sui tempi di adesione all'ERM-II

I rischi intrinseci del meccanismo di cambio non sono negati dalle autorità monetarie europee. Tuttavia, la conclusione che esse traggono è che i paesi con rilevanti squilibri macroeconomici dovrebbero rinviare la propria adesione a quando tali squilibri saranno stati eliminati (o, almeno, a quando il piano che porta alla loro rimozione sia diventato credibile). La BCE ha espresso un'opinione dettagliata su quelle che ritiene siano le strategie migliori da parte dei nuovi entranti, qui riassunte nel Riquadro 3¹³.

Per i paesi più grandi, la BCE suggerisce di non rinunciare alla flessibilità offerta dalle bande larghe e di scegliere la data d'ingresso nell'ERM-II con un occhio alla posizione fiscale del paese, e possibilmente dopo l'introduzione di una solida strategia fiscale di medio termine. Inoltre, ritiene che una prudenza ancora maggiore sia necessaria nei paesi per i quali l'ingresso nell'ERM-II comporta l'abbandono degli obiettivi di inflazione (Polonia, Ungheria, Repubblica Ceca, Slovacchia).

Riquadro 3 – Strategie per l'adesione all'ERM-II

Paese	Adozione euro nel:	Regime di cambio attuale	Strategia suggerita per l'ERM-II
Cipro	2007	Fluttuazione controllata (ancoraggio all'euro, banda $\pm 15\%$) (dal 13/8/2001). Prima: idem, banda $\pm 2,25\%$	Mantenerlo. Il governo cipriota intende aderire all'ERM-II non appena possibile .
Estonia	2006	Ancoraggio rigido all'euro (<i>currency board</i>).	Mantenerlo. Il governo estone intende aderire all'ERM-II non appena possibile .
Lettonia	2008	Ancoraggio allo SDR (euro 35%). Banda ($\pm 19\%$)	Portare la quota dell'euro al 100%. Restringere l'ampiezza della banda. La Lettonia aderirà all'ERM-II dal 1/1/2005 .
Lituania	2007	Ancoraggio rigido all'euro (<i>currency board</i>) dal febbraio 2002.	Mantenerlo. La Banca di Lituania appoggia l' ingresso immediato nell'ERM-II .
Malta	2007-08	Ancoraggio rigido a un basket (euro 70%)	Mantenerlo. Portare la quota dell'euro al 100%. Le autorità locali programmano l'adesione per i primi mesi del 2005 (Central Bank of Malta, 1/3/2004).
Polonia	2007-...	Fluttuazione libera, obiettivo di inflazione (dal 2000)	(?). Secondo le autorità monetarie locali, bisogna procedere in modo da garantire che la partecipazione all'ERM-II sia la più breve possibile.
Repubblica Ceca	2007-...	Fluttuazione libera, obiettivo di inflazione (dal 1998)	(?). Secondo le autorità monetarie locali, l'ingresso è opportuno soltanto due anni prima di conseguire la convergenza sugli altri criteri. "L'ERM-II è soltanto l'anticamera per aderire all'area euro".
Slovacchia	2008	Fluttuazione controllata (ancoraggio all'euro), obiettivo di inflazione implicito (dal 1998).	(?). Le autorità locali puntano all' ingresso nel 2005 .
Slovenia	2007	Fluttuazione controllata (ancoraggio debole all'euro, trend di deprezzamento graduale).	Stabilizzare la parità. Governo e banca centrale vogliono aderire a inizio 2005, sicuramente entro metà 2005 .
Ungheria	2008	Fluttuazione controllata (ancoraggio all'euro, banda $\pm 15\%$), obiettivo di inflazione (dal 2001)	(?). Coerentemente con l'obiettivo sulla data di ingresso, l'adesione deve avvenire tra metà 2004 e metà 2005 .

Fonte: BCE, banche centrali nazionali, Reuters. Nei casi indicati con (?), la BCE esprime un giudizio indirettamente sfavorevole a un ingresso immediato.

¹³ Peter Backé, Christian Thimann & others (2004), cit.

I piani dei nuovi entranti

Come ammette la BCE, la partecipazione all'ERM-II è ritenuta dalla maggior parte dei paesi un obbligo istituzionale inevitabile, ma discutibile. Al fine di limitare i danni che potrebbero scaturire dall'adesione al regime di cambio, i candidati intendono per lo più procedere come segue:

1. limitare la partecipazione al minimo richiesto di 2 anni; ciò significa che la data di ingresso deve essere coordinata con i piani di convergenza fiscale e con il sentiero di discesa dell'inflazione;
2. mantenere le oscillazioni entro una banda più stretta di quella ufficiale, non necessariamente simmetrica, e non necessariamente comunicata ai mercati;
3. adottare una parità centrale coerente con gli obiettivi di controllo, idealmente coincidente con il futuro tasso di conversione all'euro.

Questo piano, se rispettato, limiterebbe i rischi intrinseci dell'ERM. Una rapida adesione all'ERM-II (entro i primi mesi del 2005) è plausibile per tutti i paesi che adottano già ancoraggi rigidi (Estonia, Lettonia, Lituania, Malta), o regimi di fluttuazione controllata analoghi all'ERM-II (Cipro, Slovacchia). Il caso ungherese, che formalmente sarebbe assimilabile ai due precedenti, si presenta più delicato a causa della difficile convivenza con un obiettivo domestico di inflazione, e di ampi squilibri sul fronte fiscale ed esterno. La Slovenia intende aderire a inizio 2005 e sta già operando interventi sul regime di gestione delle transazioni valutarie con le banche. Polonia e Repubblica Ceca, che sono passate a un regime di fluttuazione libera e hanno ampiamente approfittato della flessibilità dei cambi negli ultimi anni, si trovano di fronte alla sfida più ardua; se si da credito agli obiettivi ufficiali riguardo alla data di adesione all'area euro, entrambi i paesi dovrebbero richiedere l'ammissione all'ERM-II entro il 2005 (scelta non priva di rischi).

In conclusione, l'atteggiamento dei nuovi membri verso il meccanismo di cambio è giustamente scettico e dovrebbe favorire una gestione prudente del passaggio all'euro. Il rischio più importante è che, in caso di difficoltà nell'implementare le politiche di austerità necessarie per garantire la convergenza fiscale, si ricorra all'ERM-II come strumento per imporre disciplina a un'opinione pubblica riluttante, con il possibile esito di non avere né disciplina fiscale né stabilità valutaria.

(Luca Mezzomo)

Giappone: crescita finalmente sostenibile

L'economia giapponese sta uscendo dal tunnel della deflazione...

L'economia giapponese ha svoltato e i rischi di un ritorno nella spirale della deflazione sono considerevolmente ridotti. Gli effetti di due anni di crescita molto superiore al potenziale e di politica monetaria super-accomodante hanno permesso una riduzione delle risorse in eccesso tale da riportare il tasso di crescita dei prezzi verso lo zero, nonostante l'apprezzamento dello yen. L'*output gap* nel 2005 sarà praticamente azzerato e aprirà la strada al ritorno di un'inflazione positiva, anche se su livelli estremamente modesti.

...ma i fattori che hanno spinto la crescita nel periodo 2003-04 saranno meno attivi nel 2005

Il biennio 2003-04 sarà però il picco ciclico e nel 2005 l'economia giapponese rallenterà, con una crescita attesa dell'**1,4%**. Nel 2005, consumi e investimenti saranno meno brillanti rispetto al periodo 2003-04. Due fattori centrali per la ripresa della crescita nel periodo 2003-04 saranno meno positivi dalla fine del 2004 in poi. Uno degli elementi che impone un **tetto alla crescita dei consumi nel 2005 è il forte calo del tasso di risparmio** (vedi sotto): i consumi devono essere finanziati dalla ripresa dell'occupazione che però dovrebbe vedere la crescita più sostenuta nella prima metà del 2004. La creazione di occupazione nel prossimo anno sarà compatibile con una crescita dei consumi positiva, ma più debole. In secondo luogo, dovrebbe diminuire lo stimolo alla crescita proveniente dalle esportazioni verso il sud-est asiatico; si deve infatti prevedere che l'Asia risenta degli effetti della nuova *stance* di politica monetaria in Cina, mirata a rallentare il ritmo di crescita dell'economia cinese.

Il Tankan di marzo supera le aspettative e prevede una situazione favorevole anche in presenza di un apprezzamento atteso del cambio

Il netto miglioramento dello scenario economico è stato confermato dai dati del Tankan di marzo che ha mostrato risultati migliori delle attese per tutte le tipologie di imprese e per tutti i settori, su livelli che non si vedevano dal 1997. La trasmissione della crescita dalle imprese grandi del settore manifatturiero alle imprese di dimensioni minori e al settore dei servizi appare ben sostenuta e rende credibile la previsione di una crescita forte della domanda interna anche quest'anno. È da notare che il **miglioramento delle condizioni previsto dalle imprese si estende anche per giugno**, insieme a un'attesa di apprezzamento del cambio del 5% nel periodo.

Previsioni – Giappone

	2003	2004	2005	2003			2004				2005
				2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti, a/a)	2,7	2,8	1,4	2,4	2,0	3,8	3,5	3,1	2,9	1,6	1,6
- trim/trim annualizzato				3,4	2,5	7,0	1,2	1,9	1,6	1,5	1,4
Consumi privati	1,0	1,5	1,2	1,2	2,0	3,3	0,6	1,3	0,8	1,2	1,4
IFL - priv. non residenziali	9,1	6,4	3,6	18,8	-0,8	22,0	-1,1	5,1	4,9	4,7	4,0
IFL - priv. residenziali	-0,7	2,0	3,5	-0,5	12,2	-3,9	2,0	1,6	2,7	3,4	3,7
Investim. pubblici	-10,4	-6,2	-0,7	-14,0	-19,0	-1,0	-6,5	-2,5	-2,3	-1,4	0,4
Consumi pubblici	1,2	1,4	1,4	-0,4	2,8	1,9	0,8	0,7	2,5	1,3	1,4
Esportazioni	9,9	9,9	6,6	6,5	13,4	17,9	11,1	4,2	5,9	5,8	9,5
Importazioni	4,7	7,5	8,3	-4,6	10,8	5,7	7,8	9,5	8,8	9,1	8,2
Var. scorte (contrib., % Pil)	0,5	0,4	-0,3	-0,1	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2
Partite correnti (% Pil)	3,2	3,1	3,0	3,2	3,5	3,3	3,3	3,1	3,0	3,0	3,0
Deficit (% Pil)	-7,7	-7,8	-7,8								
Debito/PIL (% Pil)	133,3	139,8	147,2								
CPI (a/a)	-0,3	-0,5	-0,5	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,7	-0,5	-0,4
Produzione Industriale	3,3	5,0	2,0	-2,9	5,2	15,7	4,4	1,8	1,8	1,7	3,3
Disoccupazione (%)	5,3	5,0	4,9	5,4	5,2	5,1	5,0	5,0	5,0	4,9	4,9
Tasso a 3 mesi - CD (%)	0,09	0,10	0,16	0,08	0,09	0,09	0,09	0,09	0,11	0,12	0,12
Tasso a 10 anni (%)	0,99	1,31	1,39	0,61	1,12	1,41	1,35	1,29	1,28	1,30	1,31
Cambio effettivo (1990=100)	131,5	134,7	129,6	129,4	129,1	135,9	136,5	136,2	134,5	131,6	130,0

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

I piani di investimento delle imprese sono prudenti complessivamente (ma abbastanza forti per il settore manifatturiero) e supportano la previsione di rallentamento della crescita degli investimenti nel corso del 2004 rispetto al +9% registrato nel 2003 (vedi tabella). Dal Tankan è emerso anche che la situazione di marzo è migliore rispetto a quanto prevedevano le imprese a dicembre 2003. La forza della domanda internazionale e la dinamica dei consumi interni hanno più che compensato gli effetti restrittivi dell'apprezzamento dello yen, passato da 110 a 105 fra dicembre e febbraio. Infine, sul fronte dei prezzi si rileva un aumento delle pressioni sui prezzi all'input che si trasferisce in parte su quelli dell'output.

I tre fattori dietro la ripresa giapponese: esportazioni verso l'Asia, politica monetaria credibile e calo del risparmio delle famiglie

Il canale di trasmissione della crescita ha seguito la catena esportazioni-investimenti-occupazione-consumi. I fattori che hanno contribuito alla (probabile) fine della deflazione sono: 1) crescita dell'economia asiatica; 2) calo del tasso di risparmio delle famiglie e 3) politica monetaria espansiva. L'economia, come ha affermato il Governatore della BoJ Fukui, sta "compiendo progressi verso il raggiungimento di una crescita sostenibile e il superamento della deflazione". Pertanto, una volta raggiunta la "crescita sostenibile", la dipendenza del Giappone dai fattori elencati sopra si ridurrà, grazie al conseguente ulteriore miglioramento del mercato del lavoro.

L'Asia ha guidato la crescita delle esportazioni

1) **Crescita asiatica** - L'esposizione dell'economia giapponese al sud-est asiatico ha messo in moto la crescita e stimolato gli investimenti. Il contributo cinese, e più in generale quello della regione del sud est asiatico, è stato il primo fattore che ha permesso all'economia giapponese di affacciarsi fuori dal tunnel della deflazione nel 2003 e di non risentire in misura eccessiva dell'apprezzamento del cambio avvenuto in corso d'anno. Le esportazioni totali del Giappone sono aumentate complessivamente del 14,7% da fine 1999 a fine 2003. Le tendenze per area sono chiare: **le esportazioni giapponesi negli USA fra fine '99 e fine 2003 sono scese di -8%, mentre quelle complessive verso l'Asia sono cresciute del 43,2%**. Nello stesso periodo il peso delle esportazioni verso la Cina sul totale delle esportazioni giapponesi è passato dal 5,5% al 12,2%, con un aumento complessivo del 155%. L'aumento dell'utilizzo della capacità produttiva avvenuto nel '99-2000 ha poi determinato il ritorno in territorio positivo degli investimenti nel 2003.

La politica monetaria ha ancorato le aspettative sui tassi alla fine della deflazione

2) La **politica monetaria** ha dato un contributo positivo alla lotta alla deflazione e dimostrato un punto recentemente ripetuto dalla Fed: la politica monetaria è efficace anche con tassi a zero, purché la banca centrale sia disposta a utilizzare l'intero arsenale a sua disposizione e riesca ad ancorare le aspettative. Con un'aggressiva politica di creazione di liquidità, la Banca del Giappone ha mirato ad ancorare le aspettative sui prezzi su un sentiero di ritorno verso una crescita positiva, **condizionando la politica di tassi a zero alla fine della deflazione**.

Un contributo determinante al raggiungimento di una crescita sostenibile è venuto dal calo del tasso di risparmio delle famiglie

3) **Risparmio delle famiglie**. Un elemento essenziale per spiegare la performance del Giappone nell'ultimo biennio è però il risparmio delle famiglie, che in parte segue la svolta verso una politica monetaria mirata in modo più credibile ed esplicito a eliminare la deflazione. Le famiglie giapponesi a fronte di un persistente azzeramento dei tassi di interesse hanno reagito con una netta accelerazione del trend di riduzione del tasso di risparmio. I dati mostrano che la ripresa giapponese, innescata dalle esportazioni e stimolata dagli investimenti, è **diventata sostenibile solo grazie al fatto che le famiglie giapponesi hanno affrontato anni di calo**

dell'occupazione con drastiche riduzioni del loro risparmio. I consumi, nonostante la crisi del mercato del lavoro e la deflazione, infatti hanno continuato a crescere, sostenuti dal graduale calo del tasso di risparmio. La relazione fra le due variabili è supportata dal fatto che fra il 2000 il 2003 i consumi hanno nettamente accelerato il passo (crescita media di 1,1% annuo), simultaneamente al **crollo del tasso di risparmio dal 9% del reddito disponibile a inizio 2000 all'1,75% di fine 2003.** L'importanza del risparmio per il finanziamento dei consumi dell'ultimo triennio emerge ancora più chiaramente dal confronto con il mercato del lavoro nello stesso periodo: il tasso di disoccupazione è salito dal 4,8% di fine '99 al 5,4% di metà 2003, per iniziare il trend discendente solo nel terzo trimestre dello scorso anno. Dopo il 2005, quando l'economia giapponese sarà fuori pericolo rispetto ai rischi di deflazione, torneranno ad essere centrali i problemi di finanza pubblica, che saranno aggravati dal livello bassissimo dei risparmi delle famiglie. Fino ad allora, tuttavia, la tenuta dei consumi sarà determinante per la crescita della domanda finale e la ripresa dell'occupazione.

Lo scenario 2004

Due anni (2003-04) di crescita pari a tre volte il potenziale azzerreranno l'output gap nel 2005

In termini di crescita 2003, il Giappone non ha registrato un andamento lineare nelle varie componenti della domanda. Il primo trimestre 2004, previsto in crescita di "solo" 1,2% t/t ann. riflette il rallentamento fisiologico in seguito alla forte crescita del quarto trimestre 2003 (7% t/t ann.). I trend sottostanti delle componenti della domanda sono abbastanza solidi da indicare che **anche quest'anno l'economia metterà a segno una crescita (previsione: 2,8%) pari a circa tre volte quella potenziale (0,8%, stima OEF).** Questa previsione, con una chiusura dell'*output gap* entro il prossimo anno, implica che per la deflazione, a meno di shock inattesi, il peggio è davvero passato e che il Giappone potrà permettersi di attraversare un anno di apprezzamento del cambio senza effetti negativi sulla crescita della domanda.

Nel 2004, accelerazione dei consumi e rallentamento degli investimenti

L'atteso miglioramento dell'occupazione e la prevista fine della deflazione contribuiscono a prevedere **uno spostamento del contributo relativo della crescita dagli investimenti ai consumi.** I consumi per l'anno dovrebbero infatti accelerare dall'1% del 2003 a una crescita dell'1,5%, mentre gli investimenti dovrebbero rallentare dal 9% del 2003 al 6,4% del 2004. Il canale estero contribuirà a limitare la crescita complessiva attraverso una stabilizzazione della crescita delle esportazioni (+9,9% nel 2004 come nel 2003) a fronte di una accelerazione dell'import (+7,5% nel 2004 da +4,7% nel 2003).

I segnali dei primi mesi dell'anno per quanto riguarda i consumi sono positivi. La fiducia delle famiglie è in aumento graduale dal 2003.IV, e le spese delle famiglie di lavoratori dipendenti, in termini reali, sono su un trend di netta accelerazione dall'ultimo trimestre dello scorso anno: la crescita a/a di tale variabile è passata da quasi -2% a settembre a +6,9% di febbraio 2004, a fronte di un aumento dei salari (sempre in termini reali) del 4,1% di febbraio, in aumento dal -2% a/a di agosto 2003.

La crescita dei consumi sarà guidata dall'aumento dell'occupazione e dei salari

Anche in Giappone, come negli USA e nell'area euro, lo **scenario dei consumi quest'anno dipende in modo determinante dall'andamento del mercato del lavoro**, in assenza di nuovi stimoli dalle politiche economiche. Il dato di febbraio, con una stabilizzazione del tasso di disoccupazione al 5% contro attese di un calo, non va letto come un segnale negativo. I dati mostrano infatti a febbraio un calo dei disoccupati, rispetto all'anno precedente, di 190mila persone e un aumento di 160mila occupati. I "job leavers" sono stati 90mila e danno un segnale positivo sulla percezione delle famiglie riguardo alla probabilità di trovare lavoro, peraltro in linea con la stabilizzazione su livelli elevati del rapporto "jobs-

to-applicants" che ha raggiunto livelli record per gli ultimi dieci anni (stabile a 0,77 da dicembre '03 e in aumento da 0,6 medio della prima metà del 2003). Alla luce del calo del tasso di risparmio registrato nell'ultimo triennio, la ripresa dell'occupazione è una condizione necessaria per vedere l'accelerazione dei consumi prevista in corso d'anno. Tuttavia, poiché il mercato del lavoro pur restando in miglioramento rallenterà il tasso di creazione di occupati verso la fine dell'anno, anche i consumi seguiranno stabilizzandosi su un sentiero più moderato.

Con la fine della deflazione, si preparerà il terreno per affrontare (nel 2006) i problemi del deficit e del debito

Per concludere il 2004 è senz'altro un anno estremamente favorevole all'economia giapponese. Il 2005 sarà positivo ma meno dell'ultimo biennio. Infine, quando il Giappone sarà definitivamente tornato a essere un paese "normale", senza deflazione e con un sistema bancario meno a rischio, **il problema del deficit pubblico tornerà centrale e richiederà politiche fiscali restrittive, visti i livelli raggiunti dal debito/PIL** (140% del PIL nel 2004, 147% del PIL nel 2005).

(Giovanna Mossetti)

STUDI E RICERCHE

Responsabile

Gregorio De Felice

Gruppo di lavoro:

Luca Mezzomo

Macroeconomia

Benedetta Angrilli
Sergio Capaldi
Giada Giani
Gianluigi Mandruzzato
Giovanna Mossetti

Mercati valutari

Asmara Jamaleh

Petrolio

Luigi Napolano

Database Management

Simonetta Melotto

Nucleo Editoriale

Sonia Papandrea
Aldo Perego

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

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

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