

Scenario Macroeconomico

Servizio Studi e Ricerche

Marzo 2006

Scenario Macroeconomico

Marzo 2006

Vasi comunicanti	3
La strada per Olduvai	8
 Mercati valutari: ultimo imbarco per il dollaro?	15
 Stati Uniti	19
Politica monetaria: ancora rialzi, ma quanti?	25
 Area euro	30
Si crescerà più del trend nel 2006, ma nel 2007 la stretta fiscale spingerà l'AE al 1,6%	30
Scenario per la stabilità dei prezzi sempre critico	34
Politica monetaria: strada spianata per altri rialzi	36
Germania: ripresa sostenibile	40
Focus - Settore costruzioni tedesco fuori dal tunnel	41
Francia: più crescita e occupazione nel 2006 - 2007	44
Italia: in attesa di una svolta	45
Focus - L'inflazione italiana meglio della media AE per la prima volta da almeno il 1980	48
La situazione in un'occhiata	51
 Regno Unito	52
 L'Asia	53
Giappone: è arrivata la prima tappa della svolta di politica monetaria	54
Cina: dov'è il freno?	61

Vasi comunicanti

Con la decisione assunta dalla Banca del Giappone il 9 marzo, l'orientamento della politica monetaria delle tre principali aree (Stati Uniti, Eurozona e, appunto, Giappone) è diventato restrittivo. Ciò non equivale a dire che la politica monetaria sia già di freno al ciclo, ma indica ugualmente che le condizioni globali di liquidità sono destinate a diventare gradualmente meno favorevoli. Il tema del **drenaggio dell'eccesso di liquidità** prospettato nel rapporto di dicembre 2005, si sta dunque rivelando una realtà. La svolta giapponese ha già avuto ripercussioni sui mercati valutari, ove ha messo sotto pressione i cambi delle divise che pagano alti tassi di interesse, e sui mercati obbligazionari mondiali. Su questi ultimi, l'impatto psicologico dell'annunciato drenaggio di liquidità sul mercato dello yen (peraltro tradottosi già nel mese di gennaio in forti vendite di U.S. Treasuries da parte dei giapponesi) ha rinforzato un clima che stava già diventando sfavorevole al reddito fisso per ragioni congiunturali.

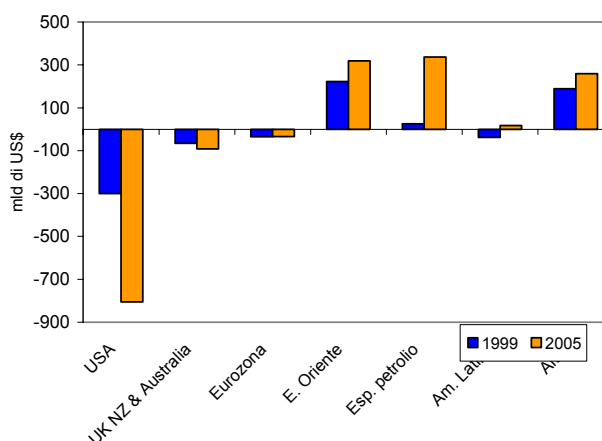
In effetti, i primi mesi del 2006 hanno offerto **molte sorprese positive sull'andamento dell'economia reale**. Le notizie incoraggianti riguardano sia la situazione corrente, sia le prospettive a 3-6 mesi. A giudicare dai PMI manifatturieri, la tendenza in corso rimane di accelerazione, almeno a livello globale. Il prevedibile rallentamento dell'economia statunitense nel secondo trimestre rientra nel quadro della normale erraticità e non ha implicazioni per la valutazione del ciclo. Anche gli indici anticipatori OCSE, in accelerazione da 9 mesi, e l'Euro Index Banca Intesa sembrano prospettare una continuazione della fase espansiva almeno fino all'inizio del terzo trimestre, sebbene con qualche dubbio in più per gli Stati Uniti. Le prospettive favorevoli sono rafforzate dalla stabilizzazione dei prezzi petroliferi sulla media degli ultimi 6 mesi, consentita sia da un inverno più mite della norma in Nord America, sia dalla decisione di lasciare ferma la produzione presa dall'OPEC l'8 marzo scorso. Se non fosse per il rischio geopolitico ancora presente (Nigeria, Iraq, Iran, più la minaccia interna –per ora ben controllata– in Arabia Saudita), l'andamento delle scorte potrebbe giustificare anche quotazioni più basse di quelle correntemente osservate. La nostra previsione macroeconomica è basata su un profilo delle quotazioni petrolifere oscillante intorno a una media stazionaria, anche se superiore alle attuali stime di consenso, in quanto l'aumento della capacità estrattiva che si prospetta nel 2006-07 dovrebbe superare l'incremento atteso della domanda e calmierare le pressioni al rialzo sui prezzi.

Nonostante il quadro di fondo positivo, l'**ombra di un rallentamento più profondo dell'economia americana a partire dal terzo trimestre** non si può considerare dissipato. Con il procedere della restrizione monetaria, anzi, è più probabile che componenti della domanda aggregata si indeboliscano, in particolare se si manifestasse una maggiore reazione della curva dei tassi alle mosse della Fed. Il rischio di effetti negativi del ciclo immobiliare sui consumi sono ancora presenti. Per tale motivo, la nostra previsione sul picco dei tassi ufficiali americani è temporaneamente confermata al 5,0%, così come la valutazione che nel 2007 sia probabile un allentamento della politica monetaria. Per lo stesso motivo di cautela abbiamo resistito alla tentazione di alzare le stime sui tassi BCE, operazione che potrebbe essere giustificata alla luce del consolidamento atteso per la crescita economica europea e delle minacce potenziali alla stabilità dei prezzi.

L'eventuale rallentamento dell'economia statunitense potrebbe ridurre gli **squilibri finanziari internazionali**, che si sono recentemente aggravati a fine 2005. Strutturalmente la situazione si presenta oggi molto simile allo scorso anno: un gruppo di paesi in forte disavanzo (dove spiccano gli Stati Uniti, ma che include anche l'Europa Centro-Orientale e altri pezzi del mondo anglosassone)

viene finanziato dai flussi di capitale provenienti dall'Estremo Oriente e dal blocco dei produttori di petrolio (il cui avanzo di parte corrente è ormai pari al 25% del PIL e supera in valore quello dell'Estremo Oriente). L'eurozona, in sostanziale pareggio, svolge soprattutto una funzione di smistamento e conversione dei flussi. Il quadro è complicato dal fatto che molti paesi emergenti, fra i quali spicca la Cina, beneficiano di notevoli afflussi di capitale dai paesi sviluppati che aumentano il surplus di risparmio disponibile: i flussi netti di portafoglio verso i paesi emergenti ammontano nel 2005 a circa 220mld di dollari. I numerosi ancoraggi più o meno rigidi al dollaro fanno sì che l'accumulo di riserve da parte delle banche centrali nelle fasi di tensione continui a giocare un ruolo centrale nel contenere le spinte destabilizzanti in questo complesso sistema di vasi comunicanti. Negli ultimi mesi, inoltre, i differenziali di interesse hanno contribuito ad attrarre capitali verso le aree deficitarie e a limitare la pressione sulle valute, anche se l'annuncio della Banca del Giappone ha immediatamente peggiorato la situazione delle divise dai fondamentali più fragili (dollaro neozelandese, corona islandese, fiorino ungherese ecc.). Tuttavia, il rischio di nuove crisi di fiducia sulla tenuta del dollaro rimane dietro l'angolo e crescerà drammaticamente qualora si manifestasse un serio rallentamento economico.

Saldi delle partite correnti, in mld di dollari



Il quadro per area in sintesi

Stati Uniti. La crescita americana dovrebbe rallentare nei prossimi trimestri e chiudere l'anno con una variazione del Pil al 3,2%, un valore inferiore di circa tre decimi alla crescita accreditata per il 2005 (3,5%) ma ancora coerente con l'andamento del Pil potenziale. Il rallentamento riguarderà soprattutto consumi e investimenti residenziali, mentre più sostenuta sarà la spesa in conto capitale delle imprese. Nonostante l'eccezionale stabilità degli ultimi mesi, la nostra modellistica prevede una maggiore vivacità della dinamica inflativa nel corso del 2006 seguita da un rallentamento nel 2007. Il tendenziale *core* dovrebbe oscillare tra il 2,2% ed il 2,6% per la maggior parte dell'anno chiudendo il 2006 in prossimità dell'estremo superiore di questo intervallo.

Per quanto concerne lo scenario dei tassi ufficiali, la nostra previsione è che la Fed arriverà almeno al 5% a maggio, e che vi è una probabilità significativa di un rialzo anche a giugno, fino a portare i tassi al 5,25%. La stessa Fed probabilmente è incerta su quale sia il punto di arrivo ottimale, e le prossime

decisioni saranno prese applicando la stessa regola che veniva applicata alla fine dell'ultimo ciclo espansivo: minimizzare i rischi derivanti da un errore di *policy*.

Eurozona. Nonostante i dati del 2005.T4 siano risultati inferiori alle attese (0,3% rispetto a stime di 0,5%), abbiamo rivisto al rialzo la previsione per il Pil 2006 a 2,1% dall'1,9% di dicembre 2005: i segnali giunti a inizio anno confermano la probabilità di un'accelerazione. Un rallentamento è tuttavia prevedibile nel 2007 ed è spiegabile in larga misura dal diverso andamento delle politiche fiscali tra il 2006 e il 2007

Dopo mesi di continuo deterioramento, le prospettive per il CPI sono un po' migliorate di recente. Conseguentemente, abbiamo **limato** le stime per il 2006 a 2,2% rispetto al 2,3% atteso a dicembre. Il nostro scenario è in linea con le proiezioni della BCE e più aggressivo di quello di consenso. Inoltre, nonostante la revisione al ribasso delle stime, i rischi verso l'alto non sono diminuiti e fanno riferimento ai prezzi dell'energia, alla maggiore domanda finale, al passato deprezzamento del cambio ed allo stato precario delle finanze pubbliche in molti paesi dell'area euro. Il quadro rimane pertanto critico.

La BCE dopo aver portato il tasso refi al 2,50% dovrebbe proseguire ad alzare i tassi ufficiali verso almeno il 3% ed i rischi sulla nostra previsione sono prevalentemente verso l'alto. La frequenza delle prossime mosse potrebbe accelerare rispetto alla prima fase dell'azione sui tassi e la riunione di maggio ci pare meriti una probabilità superiore al 50% di vedere un aumento di 25 centesimi.

Giappone: abbiamo di nuovo rivisto verso l'alto la previsione di crescita per il 2006 (da 2,3% di dicembre 2005), a 2,9%, mentre per il 2007 prevediamo una crescita del 2,5%. L'inflazione nel 2006 sarà finalmente positiva, e chiuderà l'anno intorno a 0,3% a/a. Nel 2007 l'inflazione sarà su un trend positivo e l'anno dovrebbe chiudersi con un'inflazione intorno allo 0,6-0,7%. Per quanto riguarda la politica monetaria, l'annuncio della fine dello stimolo quantitativo e il ritorno a un obiettivo di tassi chiarisce il sentiero dei tassi di intervento per il biennio 2006-07. Non modifichiamo la nostra previsione di inizio dei rialzi nel quarto trimestre 2006 (+20 pb), ma aggiungiamo un sentiero verso l'alto per i tassi di intervento nel 2007, che portino l'*overnight* fra l'1 e l'1,5%.

Cina - L'economia cinese continua a crescere sui ritmi degli ultimi anni, nonostante i regolari annunci di rallentamento fatti dalle autorità all'inizio di ogni anno. La crescita prevista da Banca Intesa per il biennio 2006-2007, a 9,3%, è solo marginalmente inferiore al dato relativo al 2005 (9,9%). La crescita prevista è l'effetto combinato di una solida crescita della domanda mondiale, che sosterrà la dinamica delle esportazioni, e di una domanda domestica che non accenna a frenare, nonostante i discontinui tentativi di controllo delle autorità.

(Luca Mezzomo)

Crescita del PIL per area, a/a

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Stati Uniti	2.7	4.2	3.5	3.2	2.9	2.9
Giappone	1.8	2.3	2.8	2.9	2.5	2.0
Area Euro	0.7	1.8	1.4	2.1	1.7	1.9
Europa Orientale	6.1	6.6	5.1	5.7	3.8	4.6
America Latina	1.7	5.8	4.2	4.3	3.6	3.4
OPEC	2.3	7.7	6.1	4.9	5.0	5.1
Asia orientale	6.1	7.3	6.7	6.6	6.2	5.9
Africa	3.1	3.8	4.7	5.0	4.0	4.0
Crescita mondiale	2.4	3.9	3.3	3.5	3.1	3.1

Variazioni medie annue.

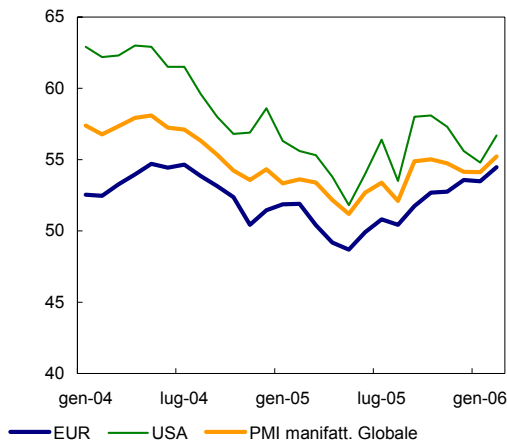
Proiezioni sui prezzi delle materie prime

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Petrolio (Brent, \$/barile)	28.9	38.3	54.4	61.4	62.3	56.8
	+15.4	+32.7	+42.0	+12.8	+1.5	-8.8
Materie prime escl. combustibili (1990=100)	103.4	122.5	133.8	135.9	132.7	129.1
	+6.9	+18.5	+9.3	+1.5	-2.3	-2.7
Metalli (1990=100)	98.4	134.0	168.5	182.9	166.6	150.7
	+12.2	+36.1	+25.8	+8.5	-8.9	-9.6
Agricole (1990=100)	100.4	105.9	107.0	111.5	115.5	117.9
	+3.8	+5.5	+1.0	+4.2	+3.6	+2.0

Livelli e variazioni medie annue

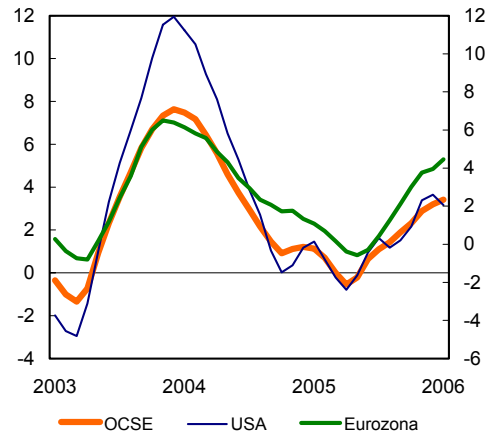
Tendenze dell'economia globale

PMI manifatturiero globale



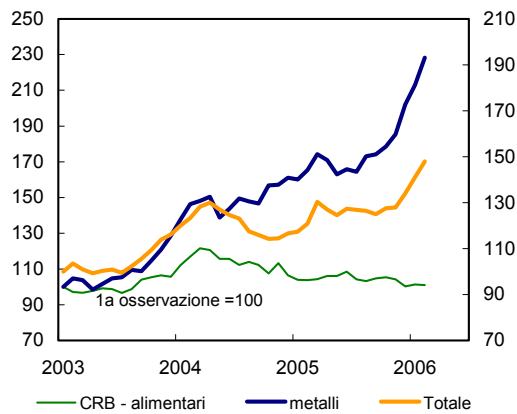
Fonte: Banca Intesa, su dati NTC, ISM e altri.

Indici anticipatori OCSE

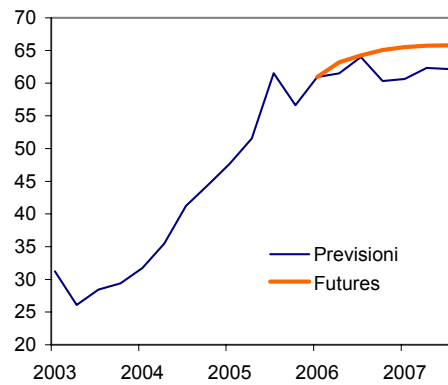


Fonte: EcoWin, OCSE.

Indici delle materie prime

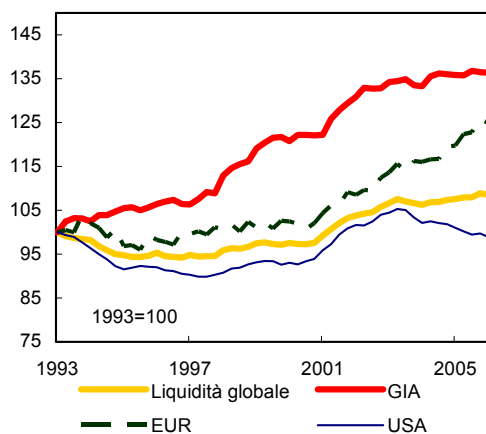


Prezzo del petrolio – proiezioni (Brent Crude)

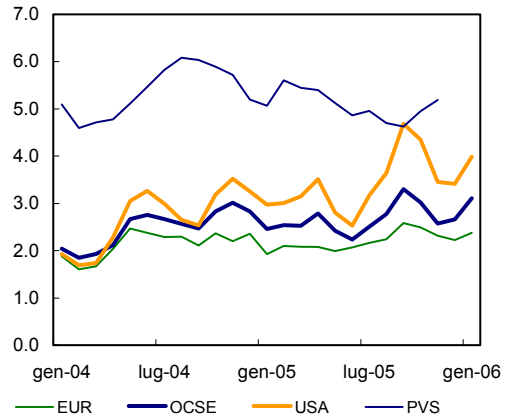


Fonte: Banca Intesa e Reuters.

Indice di liquidità globale



Crescita dei prezzi al consumo, % a/a



Fonte: EcoWin, OCSE.

Fonte: Banca Intesa. Comprende US, Giappone, area euro, Regno Unito, Cina, Canada, Svezia, India, Corea del Sud. È basato sulla differenza cumulata tra la crescita di M2 (o degli aggregati simili disponibili per ogni paese) e la crescita del PIL nominale.

La strada per Olduvai

Luca Mezzomo

luca.mezzomo@bancaintesa.it

Quanto siamo vicini all'esaurimento delle riserve petrolifere? Per quanto tempo potrà ancora crescere la produzione di petrolio? Le tensioni attuali sui prezzi non riflettono necessariamente una visione pessimistica sulla disponibilità residua di petrolio. D'altra parte, uno sguardo ai fondamentali di lungo termine del mercato suggerisce che l'emergenza è sì lontana, ma non tanto da consentirci di rinviare sine die la pianificazione del nostro futuro energetico.

Il ricorso ai combustibili fossili come fonte di energia costituisce una caratteristica cruciale della rivoluzione industriale, perché ha consentito di applicare quantità di energia precedentemente impensabili ai processi di trasformazione (industriale ed agricola) e ai trasporti. Tuttavia, presenta anche un peccato originale: fonti primarie *rinnovabili*, biotiche (legno, animali) o abiotiche (vento, acqua) sono state rimpiazzate da fonti *non rinnovabili* di energia, il cui consumo è necessariamente insostenibile nel lungo termine. La tecnologia dei combustibili fossili nasce perciò con una condanna a morte già scritta nel suo atto di nascita, anche se la relativa abbondanza delle riserve ci ha consentito per secoli di ignorare la questione senza alcuna ripercussione ¹.

Negli ultimi decenni, però, la non rinnovabilità dei combustibili fossili (in particolare del petrolio) ha iniziato a rappresentare un attraente appiglio per le teorie che prevedono una fine, più o meno prossima, della civiltà industriale. Il temerario Richard Duncan, per esempio, si spinse nel 2000 a ipotizzare che la produzione petrolifera avrebbe raggiunto il suo picco nel 2006; a suo giudizio dal 2013 sarebbe iniziato un veloce declino della produzione energetica pro-capite, fino alla sostanziale distruzione della civiltà industriale intorno al 2030 (da lui definita con un'iperbole "la strada per Olduvai", la località africana famosa per i fossi di ominidi e utilizzata come metafora del ritorno a una sorta di mondo pre-industriale). In una forma meno ingenua, il tema della dinamica insostenibile del sistema industriale è emerso negli anni '70 nei modelli del Club di Roma (risuotendo un temporaneo interesse grazie alla coincidenza con gli *shock* petroliferi) e, più recentemente, nel filone dell'economia ecologica. Quest'ultimo, che non ignora il ruolo dei prezzi nel razionare l'uso delle risorse, punta più sul problema etico del conflitto inter-generazionale (il nostro consumo di combustibili fossili danneggia le generazioni future per vari aspetti) che sul rischio di un esaurimento delle riserve entro un orizzonte temporale breve². I dubbi sulla sostenibilità del consumo di combustibili fossili riguardano anche un altro aspetto, quello dell'impatto sugli ecosistemi e sul benessere della popolazione: quando i sottoprodotti della produzione energetica eccedono la capacità di assorbimento dell'ecosistema si generano costi sociali di cui l'economia di mercato non riesce a tenere conto, ma che incidono negativamente sul benessere della popolazione. Il ruolo del consumo di combustibili fossili nell'emissione di CO₂ e nel riscaldamento globale rappresenta uno dei tanti risvolti di questa seconda dimensione della

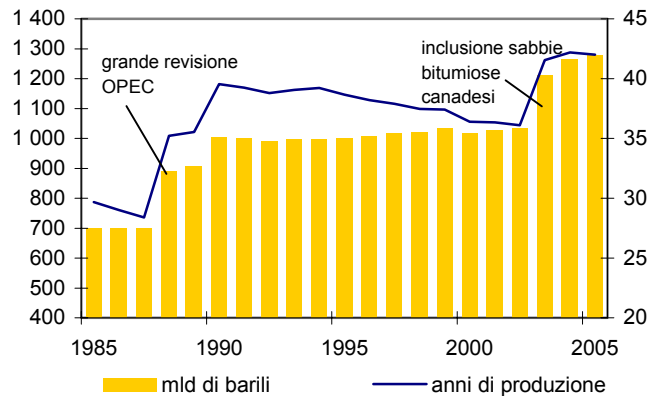
¹ *Per alcuni combustibili fossili come il carbone, in realtà le riserve sono ancora così abbondanti che la prima dimensione della sostenibilità (l'esaurimento) può essere ancora ignorato; purtroppo, risulta più grave la seconda dimensione, quella dei costi dovuti all'impatto sulla biosfera. Per certi aspetti, problemi di sostenibilità si pongono anche per l'energia nucleare, almeno con la tecnologia corrente. Lasciando da parte la questione delle scorie radioattive, che pochi paesi hanno risolto, negli ultimi 15 anni il consumo di uranio ha costantemente superato la produzione e il fabbisogno è stato colmato ricorrendo a fonti secondarie, tanto che recentemente il prezzo è triplicato. L'eccesso attuale di domanda, però, sarà facilmente coperto grazie all'incremento di produzione reso possibile dai nuovi investimenti, resi remunerativi proprio dai prezzi più elevati e, per ora, le riserve appaiono molto abbondanti rispetto ai consumi previsti.*

² V. Herman Daly e Joshua Farley, *Ecological Economics: principles and applications*, Island Press 2004.

sostenibilità e ha alimentato un cospicuo sforzo di previsione sull'evoluzione di lungo termine del sistema energetico nell'ambito dell'Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC).

Nel seguito, ci concentriamo esclusivamente sul tema dell'esaurimento delle risorse petrolifere e delle sue implicazioni per i prezzi del petrolio.

L'andamento storico delle riserve petrolifere accertate



Fonte: EIA, che però attinge i dati anche da BP Statistical Review of World Energy, Oil & Gas Journal, World Oil.

Le stime per fine 2004 oscillano fra 1081 e 1277mld, soprattutto per la diversa valutazione del dato canadese.

Riserve petrolifere: praticamente inesauribili, economicamente limitate...

Innanzitutto, sgombriamo il campo da un equivoco: il problema non è l'esaurirsi fisico delle riserve petrolifere potenzialmente sfruttabili³. In realtà, il petrolio cesserà di essere una fonte energetica rilevante ben prima che le riserve siano esaurite e l'estrazione cesserà del tutto quando il costo energetico dell'estrazione del greggio sarà troppo vicina all'energia fornita dal greggio stesso. Ma anche con questo criterio più restrittivo, **le sole riserve accertate garantiscono ancora molti anni di produzione**: il rapporto fra le riserve riconosciute e la produzione corrente è di oltre 40 anni.

Secondo alcuni, inoltre, rimane ancora più probabile che la stima mondiale delle riserve aumenti, invece che diminuire. Lo U.S. Geological Survey ha effettuato una nuova stima delle riserve petrolifere che possono *potenzialmente* essere aggiunte alle riserve riconosciute entro il 2025 (cioè tenendo conto che una parte non è recuperabile per inaccessibilità o diseconomicità)⁴. Secondo le conclusioni dello studio:

1. ormai i guadagni dal maggiore sfruttamento di giacimenti già noti superano l'incremento prevedibile grazie alla scoperta di nuovi giacimenti.

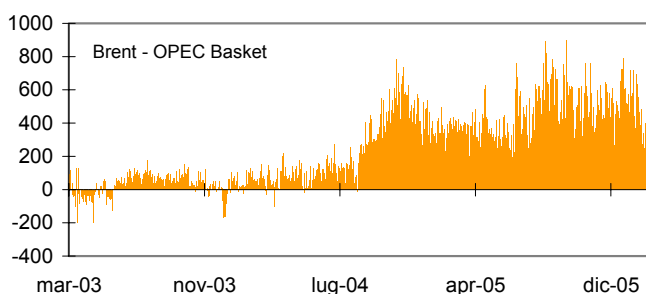
³ Le riserve accertate sono quantità stimate ritenute recuperabili con ragionevole certezza sulla base di valutazioni geologiche e tecniche, assumendo le condizioni economiche ed operative correnti.

⁴ US Geological Survey Petroleum Assessment 2000, online: <http://pubs.usgs.gov/dds/dds-060/>.

2. l'incremento delle riserve note fino al 2025 è stimato in 192-1031 mld di barili (media: 612mld); le riserve ancora da scoprire in 649mld di barili medi (intervallo di confidenza 334-1107mld).
3. La produzione cumulativa stimata nello stesso periodo è di 539mld di barili, valore che risulterebbe in un incremento di riserve pari a 859mld di barili rispetto al 1995.

La conclusione raggiunta dalla USGS è molto dibattuta, e non solo per l'ampiezza dell'intervallo di confidenza delle stime. Secondo i critici, le stime delle riserve accertate (punto di partenza anche per l'USGC) rappresenterebbero una sovrastima delle riserve effettive⁵. Il settore petrolifero ha un incentivo naturale a gonfiare le stime delle riserve, perché aumentano la capitalizzazione di borsa delle società, rendono più facile il reperimento di capitali da parte degli Stati sul cui territorio si trovano i giacimenti e, nell'OPEC, hanno consentito di vedersi attribuite quote produttive più alte. Un altro aspetto criticato è l'applicazione alle riserve accertate e probabili del resto del mondo del tasso di crescita ricavato dalle riserve accertate negli Stati Uniti⁶. Infine, controversa è pure l'inclusione nelle riserve delle sabbie bituminose, la cui estrazione crea esternalità ambientali più pesanti rispetto al petrolio durante l'estrazione e la trasformazione (e, quindi, potrebbe non essere sostenibile dal punto di vista ambientale). Anche all'interno del petrolio convenzionale, del resto, le differenze di composizione sono di grande rilevanza⁷ e negli ultimi anni si è creato un divario tra la domanda (rivolta a greggi leggeri e a basso tenore di zolfo) e un'offerta più sbilanciata verso greggi pesanti, come testimonia anche l'allargarsi degli *spread* sui mercati (v. grafico).

Si è allargato il premio sui greggi leggeri
(spread in centesimi di dollaro)



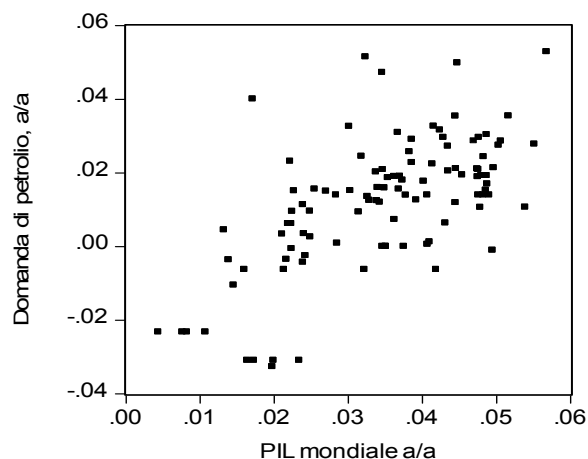
Fonte: EcoWin

- ⁵ Per es., J. Laherrere, *Réflexions sur les lois de la nature et les prévisions énergétiques*, 9.12.2005, p. 36, e C.J. Campbell, *Oil Depletion – The Heart of the Matter*. Si noti che le serie storiche delle riserve accertate fornite per molti paesi rimangono sorprendentemente costanti malgrado la continua estrazione di petrolio, salvo occasionali revisioni.
- ⁶ V. ancora J. Laherrere.
- ⁷ Secondo l'EIA, la distillazione del West Texas Intermediate o del Bonny Light produce circa il 35% di residuo pesante da riprocessare, le altre frazioni essendo nafta (20-25%), kerosene, gasolio leggero e gasolio intermedio; la distillazione dell'Arabian Light ne produce quasi il 50%.

Quando il picco produttivo?

Il vero problema è il *rischio* che il picco della produzione di petrolio si stia avvicinando troppo rapidamente per consentire un'ordinata transizione tecnologica. Per quanto in calo, infatti, l'elasticità della domanda di petrolio al PIL mondiale è positiva (50%), almeno quando la crescita supera il 2% (v. figura sottostante). L'impossibilità di incrementare ulteriormente l'estrazione e di predisporre per tempo adeguati sostituti tecnologici porrebbe limiti fisici stringenti allo sviluppo economico mondiale. Con la prospettiva di un'espansione della popolazione mondiale nel corso dei prossimi decenni (L'UNDP stima 7,7-10,6mld nel 2050, con media a 9,0mld), la continuazione del processo storico di aumento del reddito e del consumo di energia pro-capite in Cina e India, e la crescente diffusione dei mezzi di trasporto a motore in questi paesi, sarebbero necessari eccezionali guadagni di efficienza energetica per rompere il legame tra crescita e consumo di petrolio⁸.

Domanda di petrolio e crescita mondiale 1980-05



Le stime del picco estrattivo fornite dalla letteratura negli ultimi anni variano dal 2006 (Duncan, Bakhitari) al 2025 o oltre (EIA, Shell). L'EIA, che fornisce le stime relativamente più ottimistiche sul ciclo della produzione, ha effettuato una simulazione ipotizzando che la produzione cresca del 2% all'anno fino a quando il rapporto riserve/produzione tocca il livello di 10, e che successivamente scenda quanto serve per stabilizzare detto rapporto; il risultato è un picco nel 2037⁹ a 146 mln di bbl/g. Assumendo la stima più sfavorevole delle riserve recuperabili (2248mld di barili invece che i 3000mld di barili della stima centrale USGS) e la stessa crescita della domanda, il picco viene anticipato al 2026 e ammonta a 117mln di bbl/g. **Considerando l'assieme dei 12 scenari di simulazione, la data di picco oscilla tra il 2021 e il 2112 (data associata allo scenario**

⁸ Nel caso della Cina, anche assumendo che l'intensità di energia per \$1 di PIL scenda al livello dell'Italia nei prossimi 20 anni (il che comporta un calo del 70% rispetto ai livelli correnti) la domanda di energia potrebbe ugualmente crescere del 200-300%, se il tasso di crescita economica fosse mediamente del 5-7% a/a. Del resto, nonostante il consumo pro-capite di energia in Cina sia raddoppiato negli ultimi 20 anni, nel 2003 era un terzo di quello italiano e un decimo di quello statunitense. Il divario è ancora più ampio nel caso indiano.

⁹ J. Wood e G. Long, Long Term World Oil Supply (A resource base/Production Path Analysis), EIA 28.7.2000 (online: http://www.eia.doe.gov/pub/oil_gas/petroleum/presentations/2000/long_term_supply/ind_ex.htm).

ottimistico e poco plausibile di riserve all'estremo superiore dell'intervallo di stima e di crescita zero della domanda).

Dal punto di vista politico il problema vitale è quello di garantire che il sistema energetico compia una transizione tecnologica tempestiva, allentando la dipendenza dal petrolio *prima* che si manifesti il declino della produzione. In un'ottica di controllo del rischio sarebbe opportuno prendere a riferimento ipotesi sfavorevoli riguardo a disponibilità di riserve e crescita della domanda, pur nella consapevolezza che le misure prese tenderanno ad allontanare il punto di svolta (cioè a rendere più probabili gli scenari ottimistici). Con un minimo di consapevolezza, gli scenari catastrofici rimarranno soltanto ginnastica mentale.

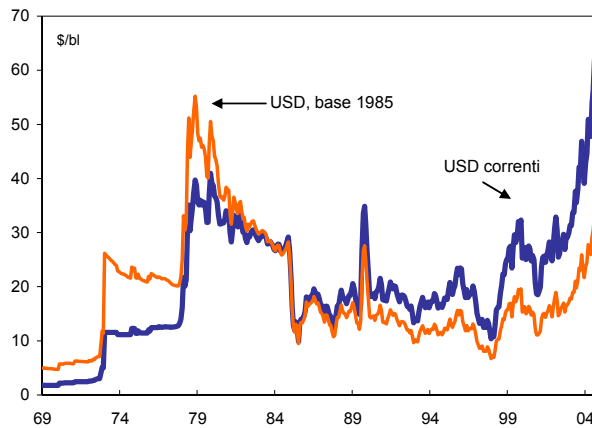
Basteranno i prezzi a garantire una transizione tempestiva?

La possibilità più tranquillizzante è che la sola disciplina del mercato possa creare gli incentivi per la transizione energetica. Se i prezzi riflettessero la scarsità del petrolio disponibile per il consumo corrente e futuro, l'industria e i consumatori potrebbero trovare da soli gli incentivi per investire in tecnologie più efficienti e meno dipendenti dal petrolio.

Nella classica teoria di Hotelling¹⁰ il produttore massimizza il flusso scontato dei profitti futuri e si ipotizza che il costo marginale di estrazione cresca al crescere dell'estrazione; il flusso dei profitti dipende (1) dal livello delle riserve recuperabili e (2) dalla quantità estratta. La soluzione del problema implica che il prezzo scontato delle riserve recuperabili rimanga costante e, perciò, che il tasso di crescita dei prezzi eguagli (per arbitraggio) il tasso di interesse. Se la proiezione di apprezzamento delle riserve è inferiore al tasso di sconto diventa conveniente estrarre quanto possibile e investire i proventi sul mercato finanziario. Se il mondo si conformasse a tale modello, l'esaurimento della risorsa non rinnovabile sarebbe associato a un aumento del prezzo e a un calo della produzione (perché si ritiene che la domanda reagisca negativamente all'aumento dei prezzi). Anche nella teoria di Hotelling le riserve non vengono mai esaurite del tutto: l'estrazione cessa prima, al raggiungimento del *backstop price* che azzerla la domanda.

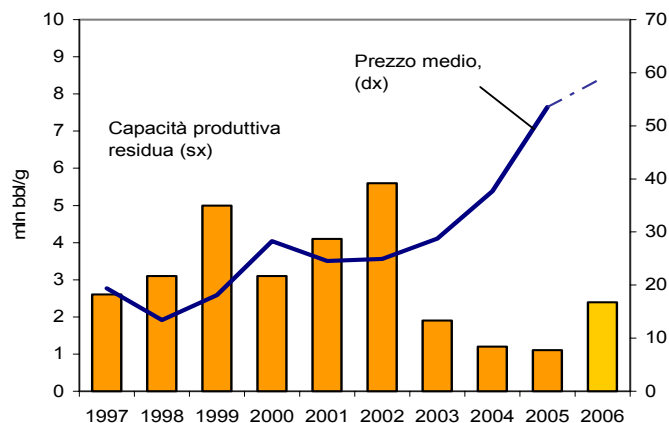
L'idea che il mercato fornirà incentivi sufficienti a tener conto della scarsità di petrolio per migliorare l'efficienza energetica dell'economia e preparare la transizione tecnologica ad altre fonti energetiche (gas naturale, carbone, nucleare, rinnovabili) è allettante. Tuttavia, presenta tre punti deboli. Il primo è che la società deve comunque disincentivare scelte insostenibili per il secondo aspetto, quello dell'impatto sulla biosfera, i cui costi non sono automaticamente incorporati nel sistema dei prezzi. Il secondo è che la rendita di scarsità sequestrata dai paesi produttori pone dei problemi di equità distributiva (anche intergenerazionale) che forse non interesseranno agli economisti ma che invece devono interessare i politici. Infine, l'esperienza storica non sembra a suo favore. Il prezzo reale del petrolio è cresciuto di 10 volte fra il 1974 e il 1979 per azione dell'OPEC, ma, in seguito, l'aumento dell'offerta ne ha causato una veloce discesa. Nel 1999 era tornato ai livelli dei primi anni '70; oggi, grazie alla ripresa avviata dai tagli produttivi OPEC del 1999 e poi continuata grazie alle pressioni della domanda, il prezzo reale è tornato quello del 1984.

¹⁰ H. Hotelling, "The economics of exhaustible resources", Journal of Political Economy 2, pp. 137-75 (1931).



La spiegazione è che il prezzo del petrolio riflette più il bilancio dei flussi di petrolio disponibile al consumo e di domanda di petrolio, che la scarsità delle riserve. Ma anche se la teoria di Hotelling fosse corretta, i prezzi potrebbero non crescere se fattori tecnologici, la scoperta di nuovi giacimenti o errori di valutazione causassero una revisione al rialzo della stima di riserve recuperabili o un abbattimento dei costi di estrazione. La seconda possibile deviazione dalle conclusioni della teoria si manifesta se la disponibilità di riserve non è ritenuta un vincolo e non spinge i produttori a imputare una rendita specifica: in tal caso, i produttori espanderanno l'estrazione fino a quando il prezzo non eguaglierà il costo marginale di estrazione. Un periodo di elevati prezzi del petrolio stimola un'espansione degli investimenti per l'ampliamento della capacità produttiva che, nel tempo, può generare eccesso di offerta e un depauperamento più rapido delle riserve. Lo scenario più preoccupante si verifica se i produttori sono incerti sull'effettiva dimensione delle riserve: il progresso tecnologico può mascherare l'effettivo livello di scarsità e far loro accettare un calo dei prezzi – almeno fino a quando si rivela impossibile aumentare oltre la produzione perché è stato raggiunto il limite tecnologico; a quel punto, l'aumento dei prezzi diventa improvvisamente più rapido¹¹.

Capacità produttiva residua e prezzo medio del petrolio



¹¹ D. Reynolds, "The Mineral Economy: How Prices and Costs Can Falsely Signal Decreasing Scarcity", *Ecological Economics* 31 n. 1, pp. 155-166 (1999).

Sarebbe sbagliato affermare che nella determinazione dei prezzi del petrolio le aspettative non abbiano peso. **Con il progressivo erodersi del margine di capacità produttiva a partire dal 1999**, infatti, **il mercato ha chiesto un premio più ampio** per compensare il rischio che eventi sfavorevoli conducano a carenza di offerta (v. grafico). Però l'orizzonte è ancora relativamente di breve termine e, quindi, più condizionato dall'evoluzione della capacità estrattiva che da quello delle riserve recuperabili.

Conclusione

In conclusione, il pressoché continuo aumento delle quotazioni petrolifere dal 1999 ad oggi riflette sicuramente la difficoltà dell'offerta ad adeguarsi al rapido aumento della domanda, come testimonia l'erosione del margine disponibile di capacità e l'allargarsi dei premi di cui beneficiano i greggi più leggeri. L'aumento dei prezzi ha rivitalizzato il dibattito sul miglioramento dell'efficienza energetica dei mezzi di trasporto e sull'energia primaria utilizzata nella produzione elettrica.

Non è provato, invece, vi stia giocando un ruolo l'esaurimento delle riserve e/o l'approssimarsi del picco produttivo storico. Come nel modello di Reynolds citato alla nota 11, la difficoltà che incontrano molti paesi ad incrementare la produzione potrebbe essere un indizio che (1) il picco produttivo è prossimo, e/o (2) i produttori cominciano a considerare più attentamente il fattore di depauperamento delle riserve. Le previsioni per i prossimi due anni prospettano un incremento della capacità produttiva finalmente superiore a quello della domanda e mostrano che i prezzi più elevati sono ancora in grado di stimolare un aumento dell'offerta; d'altra parte, se l'aumento della capacità estrattiva disponibile non bastasse a impedire il rialzo dei prezzi avremmo un indizio, per quanto non risolutivo, che il mercato comincia a tener conto della scarsità delle riserve.

Rispolverando le stime di pag. 11, il picco produttivo potrebbe essere raggiunto in qualsiasi momento tra il 2020 e il 2070, cioè in meno di una generazione o in più di due generazioni. Sembra quindi che il problema non sia affatto urgente. In realtà, il margine non è così generoso, tenuto conto dei tempi che occorreranno per riorganizzare i nostri sistemi di produzione di energia elettrica e di trasporto e dei delicati problemi posti da altre fonti primarie di energia (fra i quali l'impatto sul riscaldamento globale). Una transizione disordinata (guidata, cioè, dall'emergenza e dall'impennata potenzialmente repentina dei prezzi) comporterebbe rischi e costi sociali probabilmente elevati. Il rischio principale sarebbe in tale frangente quello di effettuare scelte tecnologiche dominate dal solo parametro della velocità di implementazione (il vincolo più stringente), trascurando le questioni della sostenibilità e dell'efficienza. Ma incidenti di percorso (fallimento di opzioni tecnologiche, eventi geopolitici, fasi di eccesso di domanda ecc.) possono condurre a rialzo persistente dell'inflazione, aumento delle sperequazioni nella distribuzione del potere di acquisto, calo della produzione industriale. In un'ottica del controllo del rischio viene davvero da chiedersi se la nostra società non farebbe meglio a pianificare in anticipo uno sganciamento parziale e graduale dal petrolio attraverso incentivi economici e misure legislative mirate, piuttosto che lasciare la regia della transizione nelle mani dei produttori di combustibili fossili e dell'emergenza.

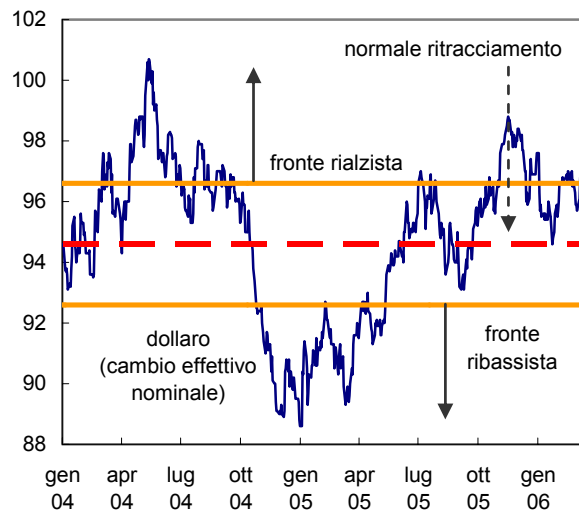
(Luca Mezzomo)

Mercati valutari: ultimo imbarco per il dollaro?

Asmara Jamaleh
asmara.jamaleh@bancaintesa.it

USD - Riverbero recente del dollaro. La fase del passaggio tra primo e secondo trimestre potrebbe rappresentare anche la fase del passaggio di testimone tra le variabili che si contendono il ruolo di *driver* dei mercati valutari: tassi d'interesse e prospettive di crescita. Come già menzionato nei precedenti rapporti, se nel 2005 sono stati i tassi a guidare le tendenze di fondo, nel 2006, in fase di chiusura di un ciclo di politica monetaria avviato circa due anni fa, sarà sempre più la crescita a svolgere un ruolo discriminante. Ma per ora, nel breve, i mercati sembrano trovarsi ancora in una fase di transizione. Così ultimamente il biglietto verde ha tratto beneficio dalla revisione verso l'alto delle attese di rialzo dei *Fed funds* (introduzione di una probabilità implicita che il punto di arrivo possa essere sopra il 5,0%) indotta dall'uscita di dati che suggerirebbero prospettive di crescita (e di sostenibilità prospettica della stessa) migliori di quanto precedentemente atteso.

Fig. 1 – Dollaro: rimbalzo con passaggio in area rialzista

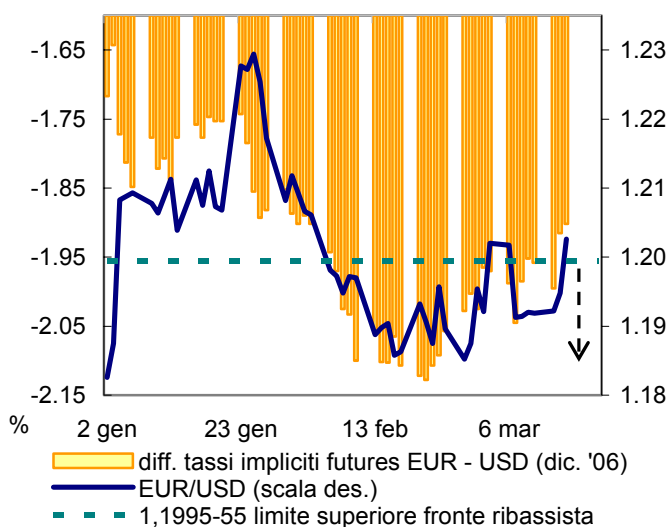


La divisa statunitense ne ha risentito così positivamente che in termini di cambio effettivo è tornata a rivedere massimi abbandonati a inizio anno, tornando così all'interno di quello che tecnicamente sarebbe il fronte rialzista (v. fig. 1). Dopo quest'ultimo strappo verso l'alto e ai livelli nuovamente raggiunti sembra opportuno prestare una certa attenzione. Al di là del brevissimo termine infatti le attese restano di – seppure moderato – indebolimento del dollaro, in ragione degli effetti della prossima fine del ciclo di restrizione monetaria da parte della Fed e della stabilizzazione della crescita USA su livelli più bassi, ma così verosimilmente più sostenibili, rispetto agli anni del *boom*. Quindi **la finestra di opportunità più favorevole al dollaro parrebbe confinata entro un orizzonte di breve termine, all'interno del quale è probabile vi sia una discreta volatilità**, ovvero ancora possibilità di andare a ri-testare e ri-mettere alla prova i massimi recenti in presenza di dati positivi che consolidino le aspettative che il punto di arrivo dei tassi sia oltre il 5,0% (come è stato a seguito dell'ultimo - ottimo - *employment report*) ma anche spazio di ulteriore (contenuto) cedimento in caso di dati che sollevino dei dubbi (come è stato il caso delle vendite al dettaglio) o di indicazioni di cautela da parte di esponenti Fed. **Complessivamente però, sembrando prevalente il rischio di revisione al rialzo delle aspettative sui *Fed funds*, eventuali ulteriori arretramenti di dollaro non dovrebbero estendersi oltre i minimi di fine gennaio (v. fig. 1) non**

andando quindi a **compromettere la base del range recente che segna il limite di fisiologico ritracciamento** e in quanto tale non segnalerebbe – se salvaguardato - immediato rischio di svolta ribassista “definitiva”.

EUR – Effetti simmetrici sull'euro. Inizialmente la divisa europea è stata penalizzata dal rimontare delle aspettative di rialzo dei Fed funds – ripristinando l'area sotto 1,200 EUR/USD e rivedendo i minimi a 1,18 – ma non è riuscito ad inaugurarne di nuovi (min. prec.: 1,1638 a novembre 2005). Ad evitargli un ulteriore indebolimento ha in parte contribuito la graduale revisione al rialzo delle attese di aumento dei tassi BCE, non però in senso “assoluto” bensì – anche in questo caso - in quanto sintomo di una revisione migliorativa dello scenario di crescita dell'area euro. Fino ad ora – tra le indicazioni quasi in parallelo – provenienti in tal senso dagli USA e dall'area euro rispettivamente hanno prevalso le prime. Infatti, come detto sopra, mentre il dollaro ha fatto di nuovo incursione all'interno del fronte rialzista, al contrario l'euro, pur non precipitando, si è mantenuto per lo più all'interno del fronte ribassista (che va da 1,1995-55 in giù: v. fig. 2).

Fig. 2 – Euro: verso il rialzo?



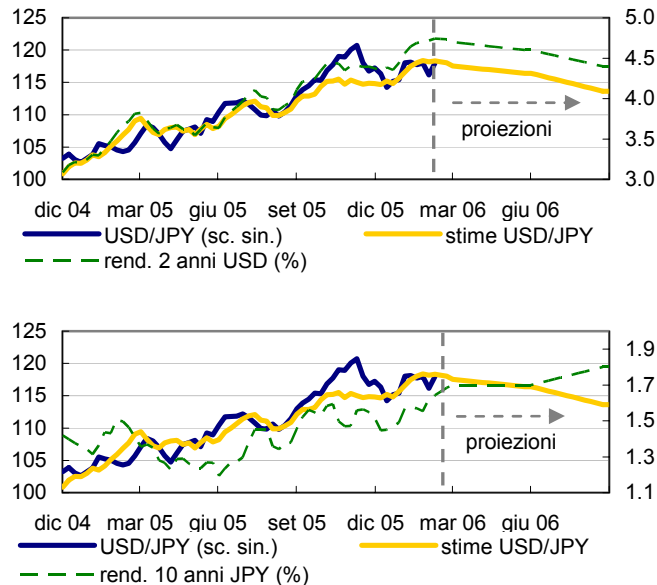
Poiché però, in una fase di transizione (e non lontana da una possibile, seppure modesta, svolta) come appare essere quella in corso, il competere di tali spinte tende a mantenere il cambio in fase di *trading range* con scarse indicazioni direzionali, è opportuno cercare di individuare quali spunti alla fine tenderanno a prevalere. Il recente sbilanciamento del contesto di mercato a favore del dollaro lascerebbe presagire un inizio di rivalsa dell'euro. Tuttavia, anche se l'avvio di una fase rialzista più definita della divisa europea si avvicina nel tempo, questo passaggio potrebbe tardare ancora un po'. Se infatti **la dinamica recente del cambio è stata in linea con l'evolversi del differenziale tassi** tra area euro e Stati Uniti (v. fig. 2), scomponendo **gli spread** si nota **però** che questi **sono stati trainati principalmente dall'andamento dei tassi USA**. E se si crede che, dopo la revisione al ribasso di questi ultimi registratasi in occasione dei dati di vendite al dettaglio USA, vi possa ancora essere spazio di risalita sulla scia di altre indicazioni favorevoli dall'economia statunitense, ne emerge che **nel breve si potrebbe ancora ritrovare l'EUR/USD ad indugiare poco sotto 1,20** prima di intraprendere quel recupero oltre quota 1,25 che viene mantenuto in previsione oltre il brevissimo termine. **A meno di inattesi – e però ampi – strappi autonomi verso l'alto dei tassi europei** o, ipotesi alternativa forse meno probabile ma da non da trascurare del tutto, a meno di un inasprimento di tensioni

geopolitiche. **Livello tecnico da tenere monitorato è 1,2114** – soglia che rappresenta il limite di normale ritracciamento dal basso e che - se non sfondata – non compromette la possibilità di tornare a breve sotto 1,20.

JPY – Importante cambio di rotta della politica monetaria (leggermente anticipato rispetto alle attese) **da parte della BoJ**, con abbandono dello stimolo monetario. **Gli effetti sul cambio sono stati però modesti se non assenti. La spiegazione risiede nel fatto che, per quanto sia stato abbandonato il quantitative easing, la banca centrale ha confermato la politica dei tassi zero, segnalando esplicitamente di voler mantenere un periodo relativamente prolungato di condizioni ancora accomodanti** (ovvero tassi a zero, presumibilmente per la maggior parte dell'anno). Questo lascia intravedere scarse possibilità a breve di significativa ascesa dei tassi di mercato e dei rendimenti, soprattutto dopo i movimenti al rialzo registratisi recentemente.

Le implicazioni sullo **yen** sono che tale cambio di politica monetaria **probabilmente** non consentirà un immediato rafforzamento della divisa nipponica, **la cui rimonta procederà gradualmente piuttosto che per gradini.** L'USD/JPY infatti sulla notizia all'inizio ha corretto: a breve si prospetta arduo un eventuale tentativo di lasciare alle spalle l'area da 115 in su. Lo yen ne viene penalizzato nel cross con l'euro, dove viene rinviato nel tempo anche l'abbandono definitivo dell'area da 140 EUR/JPY in su.

Fig. 3 – Yen sale quando tassi e rendimenti (giapponesi) salgono



Infatti abbiamo stimato un modello che mette in relazione il rapporto USD/JPY con i rendimenti statunitensi e giapponesi e che risulta significativamente esplicativo (v. figg. 3) delle dinamiche di cambio nel corso dell'ultimo anno. Per avere ricadute sullo yen conta non solo il differenziale di tasso/rendimento a breve e a lunga, ma anche il livello e la dinamica dei tassi giapponesi. In proiezione, con le previsioni di tassi e rendimenti incorporate dal nostro scenario centrale, si ottiene un apprezzamento solo graduale dello yen. Tuttavia, poiché la direzione di fondo del cambio appare abbastanza "chiara" (lo yen comunque rimane molto sottovalutato), ci sembra si possa rientrare sui cali di yen attorno a 120 USD/JPY e tra 140 e 143 EUR/JPY.

GBP – Anche questo mese – per la settima volta consecutiva, dopo il taglio isolato di agosto 2005 – la Bank of England ha lasciato i tassi fermi al

4,50%. Il consenso è ancora orientato per la possibilità di un altro ritocco verso il basso nel terzo trimestre, mentre il mercato ha eliminato questa ipotesi prezzando semmai – al 40% di probabilità circa – un rialzo di 25 pb entro dicembre. La nostra previsione rimane invece per tassi fermi. I dati di produzione industriale e manifatturiera di gennaio hanno evidenziato una performance migliore del previsto, a suggerire un rimbalzo nel 2006. I dati dopo la fase recessiva del settore a fine 2005. I dati su disoccupazione e retribuzioni hanno invece confermato l'allentamento in atto delle condizioni del mercato del lavoro, con aumento della disoccupazione e rallentamento delle dinamiche retributive, mentre le vendite al dettaglio di febbraio hanno mostrato un rimbalzo rispetto alla contrazione del mese precedente: questo suggerisce che la dinamica di fondo dei consumi si conferma di stabilizzazione ma su livelli più bassi rispetto a quelli molto elevati del decennio passato. Questo è uno sviluppo positivo, e non contrasta con le previsioni di **ritorno della crescita verso potenziale quest'anno dopo il rallentamento del 2005**, ma non configura uno scenario così ottimistico o di così forte saturazione dei margini di capacità produttiva da indurre la BoE ad alzare i tassi prossimamente. Ci sembra dunque che la probabilità che il mercato sta attribuendo alla possibilità di una stretta monetaria tra fine 2006 e inizio 2007 sia al momento un po' elevata. Nel breve dunque, in caso di qualche eventuale delusione dai dati, o smorzamento di toni da parte della banca centrale, il mercato potrebbe ridimensionare tale aspettativa, con effetti ribassisti (modesti) sui rendimenti. La finestra temporale di opportunità in questa direzione va però riducendosi sempre più, ovvero non si estende oltre il secondo trimestre.

La nostra previsione di tassi stabili nei prossimi mesi - a fronte di rialzi attesi sia dalla Fed che dalla BCE - limita l'upside della divisa britannica. Sembra quindi sia da prendere profitto sulle rimonte di sterlina (oltre 1,75 GBP/USD e in riavvicinamento di 0,67 EUR/GBP), quali potrebbero aversi su eventuali sorprese da altri dati o da indicazioni favorevoli della banca centrale (ad esempio nel caso in cui il 22 marzo - quando saranno pubblicati i verbali dell'ultimo incontro di politica monetaria - risultasse che la decisione di lasciare i tassi fermi questo mese fosse stata presa all'unanimità, laddove nei tre mesi precedenti un membro su nove, Nickell, aveva votato per un taglio dei tassi). Scarsi spunti quindi per rivedere a breve i massimi locali di sterlina registrati a fine gennaio/inizio febbraio.

TASSI DI CAMBIO PRINCIPALI: PREVISIONI					
	16/03/06	1-mese	3-mesi	6-mesi	12-mesi
EUR/USD	1.2068	1.19	1.22	1.25	1.26
USD/JPY	117.66	118	110	104	99
GBP/USD	1.7461	1.75	1.77	1.75	1.73
EUR/CHF	1.5650	1.54	1.53	1.52	1.50
EUR/SEK	9.3595	9.25	9.20	9.00	8.90
EUR/NOK	7.9540	7.85	8.00	8.20	8.30
EUR/DKK	7.4610	7.45	7.45	7.46	7.46
USD/CAD	1.1568	1.14	1.10	1.15	1.20
AUD/USD	0.7361	0.73	0.76	0.77	0.74
NZD/USD	0.6387	0.64	0.66	0.65	0.63
USD/ZAR	6.2110	6.10	6.30	6.80	7.20
EUR/JPY	141.99	140	134	130	125
EUR/GBP	0.6911	0.68	0.69	0.71	0.73
EUR/CAD	1.3960	1.36	1.34	1.44	1.51
EUR/AUD	1.6395	1.63	1.61	1.62	1.70
EUR/NZD	1.8895	1.87	1.85	1.92	2.00
EUR/ZAR	7.4954	7.26	7.69	8.50	9.07
USD/CHF	1.2991	1.29	1.25	1.22	1.19

Stati Uniti

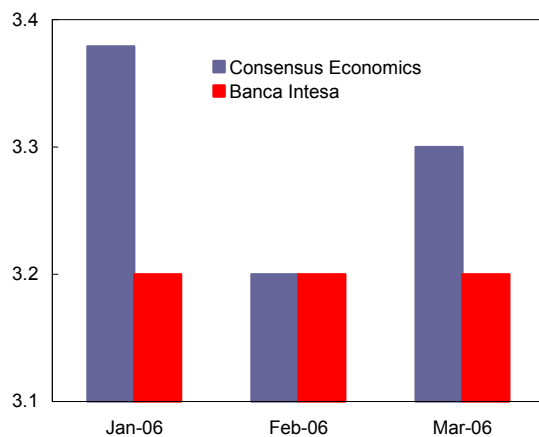
Sergio Capaldi
sergio.capaldi@bancaintesa.it

- Le nostre previsioni ed il consenso
- Ancora *soft landing*
- Poco conforto dagli indicatori anticipatori
- Consumi privati ed edilizia residenziale resteranno al centro dell'attenzione
- Gli investimenti industriali ancora vivaci nel 2006
- Il canale estero al centro degli squilibri macroeconomici
- L'inflazione *core* in leggera crescita nel 2006 ed il calo nel 2007

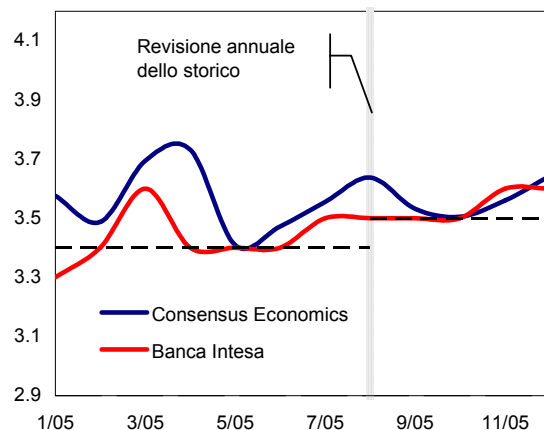
Le nostre previsioni ed il consenso

Il riesame delle prospettive macro di medio periodo ha sostanzialmente convalidato il giudizio formulato a dicembre dello scorso anno. La crescita americana dovrebbe rallentare nei prossimi trimestri e chiudere l'anno con una variazione del Pil al 3,2%, un valore inferiore di circa tre decimi alla crescita accreditata per il 2005 (3,5%) ma ancora coerente con l'andamento del Pil potenziale. Il consenso di mercato (Consensus Economics) nei primi due mesi si è in un primo momento allineato alle nostre previsioni per poi risalire marginalmente sulla scia delle informazioni particolarmente positive relative ai primi mesi dell'anno.

Pil 2006 - Sul fronte basso del consenso



Pil 2005 – Previsioni a confronto



Il rallentamento dell'ultimo trimestre del 2005 non è stato pienamente convalidato da altri indicatori normalmente molto correlati all'andamento del Pil ed al dato del 2006.T1 è attribuito il compito di ripianare queste incongruenze mostrando un rimbalzo significativo della crescita economica. Al di là delle oscillazioni trimestrali, il macro trend che vediamo per il 2006 rappresenta la continuazione di ciò che abbiamo già visto nel 2005 cioè un progressivo rallentamento dell'attività economica ed un ribasso delle previsioni di crescita di medio periodo. Il confronto con le stime di consenso per il 2005 rende l'idea della correttezza di questo orientamento. Correggendo per la revisione storica del luglio 2005 che ha portato

a limare due decimi alla crescita del Pil 2004 (dal 4,4% al 4,2%) le nostre previsioni con l'unica eccezione di quella del novembre 2005 si sono sempre rivelate più affidabili di quelle di consenso.

Ancora soft landing

Il *soft landing* dell'economia americana è stato possibile grazie ad un accorto ridimensionamento del carattere espansivo delle politiche economiche messe in atto per combattere la recessione del 2001. Nel 2006 politiche fiscali e monetaria sostanzialmente neutrali dovrebbero accompagnarsi ad una ulteriore moderazione della crescita questa volta su livelli tuttavia in linea a quelli dettati dal potenziale che collochiamo tra il 3 ed il 3,5%. Questo scenario rappresenterebbe certamente un grande successo per gli attori del *policy making* sia per il ridimensionamento delle aspettative di inflazione che ciò produrrebbe ma anche per i benefici effetti sul deficit commerciale che a dispetto di una recessione e di un significativo deprezzamento del cambio continua a segnare nuovi e sempre più preoccupanti record.

Poco conforto dagli indicatori anticipatori

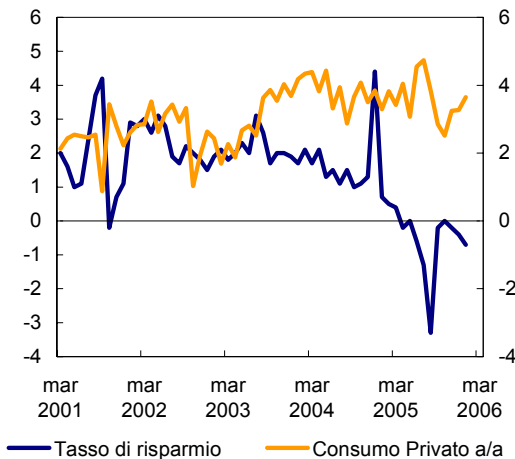
L'andamento degli indicatori anticipatori sembra confermare le prospettive di un rimbalzo dell'attività economica nel breve periodo. L'indicatore anticipatore dell'OCSE e quello del *Conference Board* hanno anche se in misura diversa mostrato qualche segnale di recupero nella seconda metà del 2005. L'indice OCSE, in calo dagli inizi del 2004, è ritornato a crescere da maggio 2005 riportandosi su livelli coerenti con un modesto aumento della crescita del Pil nel trimestre in corso. Le indicazioni del Conference Board sono state sostanzialmente simili nell'indicare spazi di un immediato recupero dell'attività economica dopo lo shock inferto dagli uragani. In generale tuttavia il potere predittivo di questa classe di indicatori non può essere forzato per giustificare una estensione duratura dell'accelerazione congiunturale sulla base del loro andamento corrente. La capacità anticipatoria si è infatti diluita nel tempo con l'effetto di averli resi non troppo dissimili da degli indicatori coincidenti del ciclo economico. L'entità del loro rimbalzo dai minimi primaverili dello scorso anno è inoltre di modesta entità e destinata a ridimensionarsi con l'estinguersi degli effetti espansivi post uragani. Questo scenario si traduce nella attesa di un significativo rallentamento degli indicatori di occupazione, produzione industriale, consumi privati e di un calo degli indici delle indagini ISM nei prossimi mesi. Il loro punto di arrivo sarà un livello coerente con una crescita economica inferiore al potenziale a fine anno.

Consumi privati ed edilizia residenziale resteranno al centro dell'attenzione

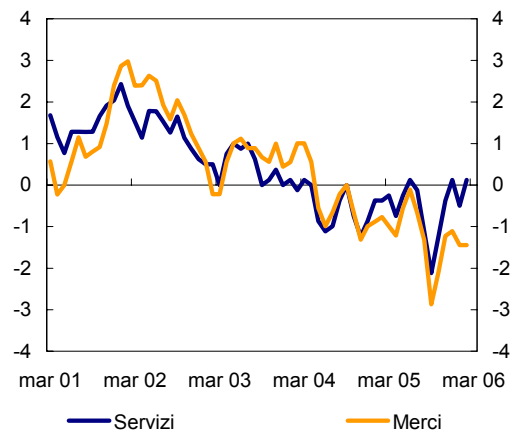
I consumi privati dovrebbero mostrare una forte accelerazione nel trimestre in corso: il +4,9% t/t (ann.) previsto per il 2006.T1 segue il +1,6% t/t del 2005.T4 ed è sostanzialmente dovuto alla normalizzazione della dinamica dei consumi dopo lo shock prodotto dagli uragani e dalle oscillazioni delle vendite di auto. La crescita occupazionale e l'accelerazione della dinamica salariale hanno alimentato la dinamica dei redditi permettendo di recuperare parte del crollo estivo del tasso di risparmio ormai stabilmente in campo negativo dall'aprile del 2005. L'insostenibilità di questo regime pone una forte ipoteca sullo scenario di medio/lungo periodo. Il rallentamento dei *capital gains* sulla ricchezza immobiliare spingerà nella direzione di una moderazione dei consumi privati e verso un ripristino di livelli adeguati di risparmio. Questo processo di aggiustamento in uno

scenario di *soft landing* dovrebbe prendere diversi anni, in questa ottica dal 2006 è lecito attendersi al più una stabilizzazione del tasso di risparmio su livelli ampiamente inferiori a quelli di equilibrio di lungo periodo (5% circa). Le nostre previsioni per il 2006 incorporano una crescita del reddito personale del 5,2% prodotta da una crescita occupazionale dell'1,3% (+140 mila occupati in media al mese per i non farm payrolls) e da un aumento dei salari orari del 3,6%. Con un tasso di crescita dei consumi privati (reali) al 3,0% ed un deflatore al 2,3%, il tasso di risparmio dovrebbe stabilizzarsi in media intorno a -0,3% nel corso dell'anno.

Risparmi privati – uno squilibrio crescente



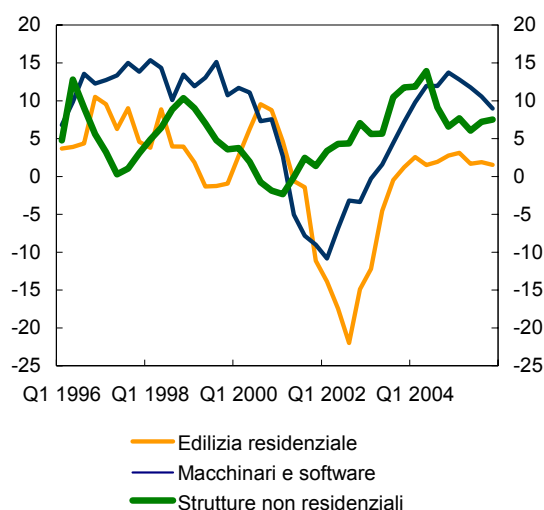
I salari reali stentano ad aumentare – var. % a/a



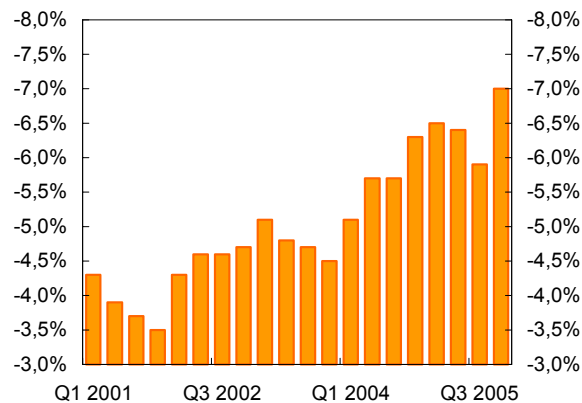
La spesa delle famiglie in edilizia residenziale dovrebbe calare nel trimestre in corso per la prima volta dal 2001.T4. L'opera di ricostruzione post Katrina procede lentamente e l'effetto di stimolo sugli investimenti edili dovrebbe essere distribuito su tutto il 2006 ciò tuttavia non eviterà di assistere ad una sostanziale stagnazione del settore. L'andamento dei principali indicatori mensili ha in generale confermato questo scenario. La spesa in edilizia residenziale privata dopo il recupero della seconda metà del 2005 si è stabilizzata negli ultimi mesi. Il rallentamento delle vendite di case esistenti ha finalmente trovato una eco convincente in quello delle nuove abitazioni. Il numero di nuovi cantieri (al di là del dato di gennaio favorito dalle condizioni meteorologiche particolarmente favorevoli) sembra anche esso in una fase di stabilizzazione. L'indice di attività delle vendite immobiliari redatto dall'Associazione Nazionale dei Costruttori (NAHB) è sceso a marzo sui minimi dall'aprile 2003. Il valore dei nuovi mutui ipotecari (finalizzati all'acquisto di casa) ha intrapreso un moderato trend negativo dallo scorso settembre. I prezzi delle case nuove ed esistenti hanno confermato i primi segnali di rallentamento emersi verso la fine del 2005 confermando che questa potrebbe essere la tendenza di fondo della ricchezza immobiliare. L'accumulo di scorte di case in vendita (sia nuove che già esistenti) avvalorava uno scenario di stagnazione dei prezzi e più in generale di calo della domanda di abitazioni. Il calo al minimo storico dell'indice di accessibilità all'acquisto della prima casa evidenzia la crescente difficoltà delle famiglie a finanziare una ulteriore espansione delle proprie passività finanziarie. In generale, i dati relativi al settore immobiliare pur se con qualche idiosincrasia dovuta alla elevata volatilità dei dati descrivono un quadro generale di rallentamento e accrescono la probabilità di stagnazione per il settore edile.

L'andamento dei prezzi degli immobili condiziona fortemente lo scenario per il 2006-2007 anche indirettamente, attraverso l'effetto ricchezza sui patrimoni familiari. La liquidazione dell'incremento di valore delle abitazioni attraverso la rinegoziazione dei mutui ha fortemente sostenuto il reddito delle famiglie tra il 2002 ed il 2004. Le nostre previsioni assumono una convergenza dei prezzi immobiliari verso il 7% a/a dal 12,9% a/a registrato dall'OFHEO nel 2005.T4. Le caratteristiche peculiari del mercato immobiliare, caratterizzato da una forte inerzia dei prezzi, e la modesta estensione del rialzo dei tassi di interesse escludono la possibilità che si verifichino dei crolli assimilabili a quelli dei mercati finanziari. Detto ciò il rallentamento dei prezzi delle case verso un tasso maggiormente in linea con la media di lungo periodo (6,5% negli ultimi 10 anni) dovrebbe progressivamente annullare l'effetto della ricchezza immobiliare e condizionare visibilmente lo scenario macro dei prossimi anni.

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



Il deficit di parte corrente segna nuovi record



Gli investimenti industriali ancora vivaci nel 2006

Le indicazioni che ricaviamo dalle consegne di beni durevoli non preannunciano alcuna frenata degli investimenti industriali nel trimestre in corso. Al netto della voce difesa ed aerei civili, gli ordinativi di beni capitali hanno raggiunto per la prima volta i livelli del 2000 e non hanno dato sin ora segnali di cambiamento del trend molto positivo iniziato nel 2003. La spesa privata in edilizia non residenziale ha evidenziato nella seconda metà del 2005 qualche timido segnale di ripresa confermato anche dalla crescita degli investimenti industriali in strutture. Dopo la forte accelerazione degli investimenti in scorte il contributo alla crescita di questa componente dovrebbe stabilizzarsi e contribuire solo marginalmente alla crescita della domanda domestica. In prospettiva, il rallentamento della domanda finale e dei profitti delle imprese dovrebbero tuttavia determinare una moderazione del profilo di crescita degli investimenti nel 2006 al 6,7% dall'8,7% del 2005.

Il canale estero al centro degli squilibri macroeconomici

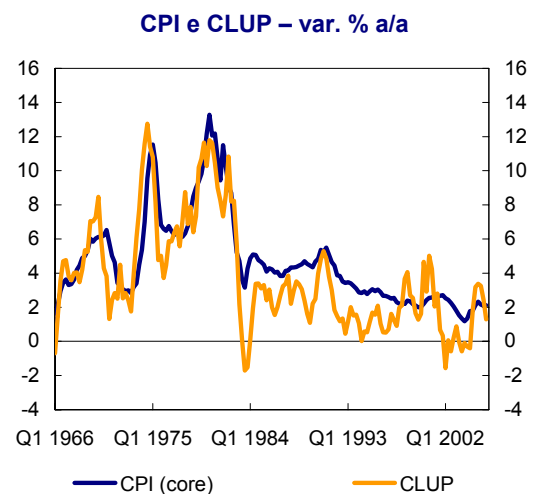
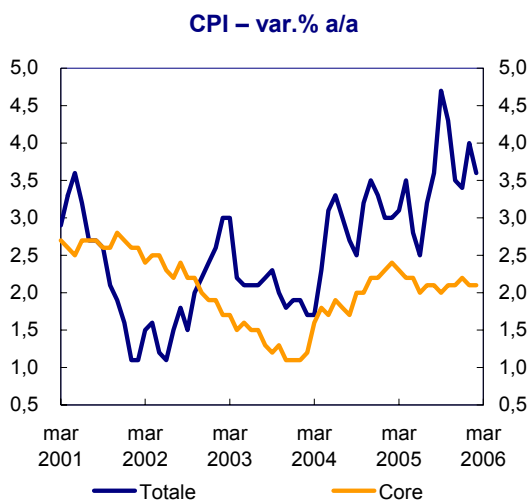
Il deficit delle partite correnti del 2005.T4 è aumentato di US\$ 39,4 mld raggiungendo quota US\$ 224,9 mld. Il peggioramento è da attribuire per 16,1 mld al deficit dei trasferimenti unilaterali: la liquidazione dei danni prodotti da Katrina e coperti da assicurazione aveva determinato una profonda distorsione del 2005.T3

e il US\$ -25,1 mld del 2005.T4 rappresenta in questo senso un ritorno alla normalità. La distorsione prodotta dagli uragani si evidenzia anche nel forte peggioramento della bilancia commerciale, più negativa per 16 mld a US\$ -197,4 mld. L'interruzione dell'attività portuale sembra aver pesato maggiormente sulla dinamica delle esportazioni che su quella delle importazioni. Infine da segnalare il pagamento netto di redditi da capitale per US\$ 2,4 mld il valore più alto mai registrato da questa serie storica anche se ancora decisamente esiguo rispetto alla posizione debitoria del paese segnalata dalle statistiche. In prospettiva a dispetto di una stabilizzazione del deficit commerciale in percentuale del Pil, la chiusura del deficit di partite correnti sarà frenata in misura crescente dal pagamento netto delle rendite finanziarie. Le previsioni per il 2006 parlano di una stabilizzazione del deficit di partite correnti poco sotto la soglia del 7% del Pil.

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

Il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) continua a rallentare anche nel 2005.T4, su base tendenziale il CLUP è sceso dal 2,4% a/a all'1,3% a/a nel 2005.T4. Il raggiungimento del tasso di disoccupazione non inflazionistico (tasso NAIRU al 4,7%) non è stato sin ora accompagnato da preoccupanti segnali di pressioni inflative derivanti dal costo del lavoro. L'aumento dei salari orari è stato sin ora un fenomeno puramente nominale legato esclusivamente alla difesa del potere d'acquisto dei salari. Al netto di questo elemento non si registra un rincaro dell'ora lavorata che possa essere associato ad una diffusa scarsità di lavoratori a disposizione delle imprese. La stabilità del dato di inflazione al netto di alimentari ed energia (*core*) anche a febbraio (2,1% a/a) ha confermato la sostanziale assenza di effetti di trasmissione da parte dei prezzi energetici. Nei prossimi mesi con un prezzo del petrolio che non dovrebbe più riavvicinare i massimi estivi, dovremmo assistere ad una convergenza dell'inflazione totale verso quella *core*.

Nonostante l'eccezionale stabilità degli ultimi mesi, la nostra modellistica prevede una maggiore vivacità della dinamica inflativa nel corso del 2006 seguita da un rallentamento nel 2007. Il tendenziale *core* dovrebbe oscillare tra il 2,2% ed il 2,6% per la maggior parte dell'anno chiudendo il 2006 in prossimità dell'estremo superiore di questo intervallo. Il rallentamento della crescita economica contribuirà ad allentare le pressioni inflative dal lato degli input produttivi mentre il calo delle quotazioni petrolifere dovrebbe accentuare il contenimento delle aspettative di inflazione e le richieste salariali.



Stati Uniti – Previsioni

	2005	2006	2007	2005			2006				2007
				2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (US\$ 1996,a/a)	3.5	3.2	2.9	3.6	3.6	3.2	3.3	3.2	2.9	3.3	2.8
- trim./trim. annualizzato				3.3	4.1	1.6	4.8	2.8	2.9	2.8	2.9
Consumi privati	3.6	3.0	2.8	3.4	4.1	1.6	4.9	1.8	2.9	2.8	2.8
IFL - privati non residenziali	8.5	7.3	6.6	8.8	8.4	5.4	10.2	7.6	6.8	6.3	6.3
IFL - privati residenziali	7.2	0.1	-2.5	10.8	7.3	2.6	-3.9	-2.3	-3.7	-3.5	-3.3
Consumi e inv. pubblici	1.7	1.7	1.3	2.5	2.9	-0.7	4.2	2.0	1.2	0.9	1.2
Esportazioni	6.7	5.3	6.6	10.7	2.5	5.7	6.3	5.9	6.1	6.5	6.7
Importazioni	6.2	4.4	3.8	-0.2	2.4	12.8	4.5	3.8	3.4	3.6	3.5
Var. scorte (contrib., % Pil)	-0.3	0.1	0.1	-0.5	-0.1	0.4	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% Pil)	-6.5	-6.6	-6.3	-6.5	-6.3	-6.8	-6.8	-6.7	-6.7	-6.5	-6.4
Deficit Federale (% Pil)	-3.0	-3.0	-3.1								
Debito pubblico (% Pil)	64.1	65.3	66.8								
CPI (a/a)	3.4	2.8	2.0	2.9	3.8	3.7	3.6	3.1	2.5	2.1	2.1
Produzione Industriale	3.1	3.6	2.6	1.6	1.5	3.8	6.3	2.8	2.5	2.8	2.1
Disoccupazione (%)	5.1	4.9	5.1	5.1	5.0	4.9	4.7	4.9	5.0	5.1	5.1
Federal Funds (%)	3.21	4.83	4.71	2.94	3.46	3.98	4.45	4.85	5.00	5.00	5.00
Tasso a 10 anni (%)	4.29	4.50	4.40	4.16	4.21	4.49	4.52	4.60	4.50	4.45	4.40
Cambio effettivo	83.8	82.7	79.7	83.5	84.6	85.8	84.7	83.5	82.0	80.8	79.7

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

Politica monetaria: ancora rialzi, ma quanti?

Giovanna Mossetti

giovanna.mossetti@bancaintesa.it

La prossima riunione del FOMC, il 27-28 marzo, si concluderà con un altro rialzo dei tassi sui *fed funds*, al 4,75%. Il messaggio della Fed dovrebbe restare invariato rispetto a quello di fine gennaio, segnalando un notevole **ottimismo sulla crescita e rischi verso l'alto sull'inflazione**. Anche questa volta comunque si sottolineerà la forte dipendenza delle decisioni di politica monetaria dai dati in uscita. La formulazione inglese delle prospettive dei tassi potrebbe anche restare immutata, e compatibile con **uno o più rialzi** successivi: infatti, la frase nel comunicato è “*some further policy firming may be needed*” dove “*some further policy firming*” non distingue fra singolare e plurale.

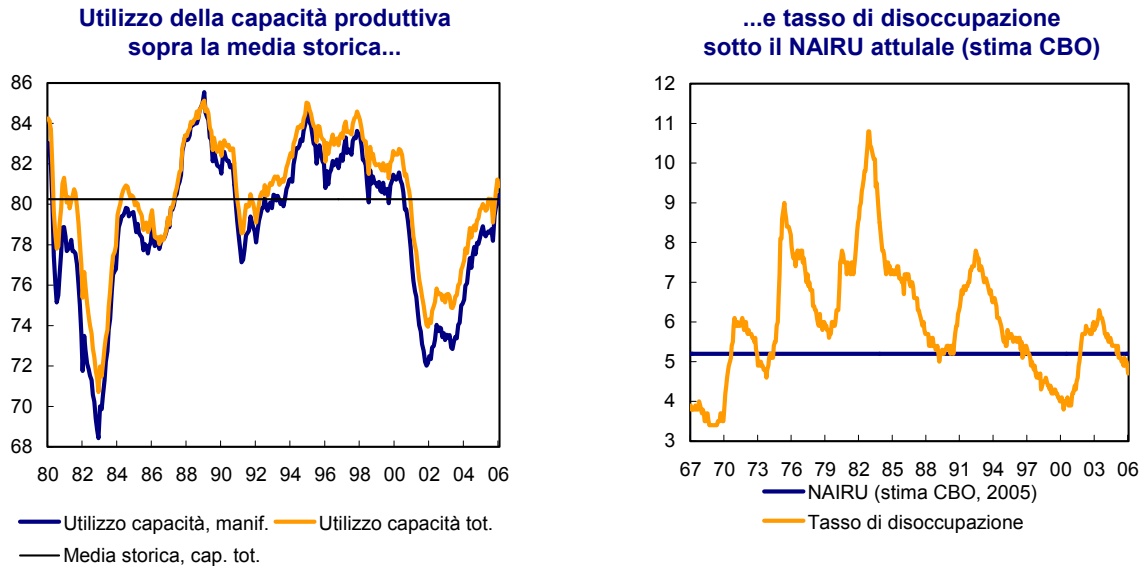
Il punto rilevante per la determinazione dei tassi di intervento è che **i tassi verranno alzati fino a quando i costi di tassi troppo bassi saranno più alti dei costi di tassi troppo alti**. Questo punto è stato sottolineato recentemente da tre partecipanti al FOMC ed era la linea guida di *policy* verso la fine del ciclo di ribassi del 2001-2003. Per le previsioni a breve, questo significa che i *fed funds* potrebbero anche essere marginalmente più alti di quanto indicato dal nostro punto di arrivo al 5%. Se il ciclo di rialzi si chiuderà fra il 5 e il 5,5%, la politica monetaria resterà sostanzialmente neutrale e sarà in linea con la previsione macro di rallentamento graduale della crescita dal terzo trimestre in poi. La previsione di una successiva stabilizzazione della crescita marginalmente al di sotto del potenziale e di un trend verso il basso dell'inflazione nel 2007 segnala per il prossimo anno dei rischi verso il basso per i *fed funds*. Tuttavia, alla luce del fatto che il ciclo di rialzi si dovrebbe chiudere in territorio ancora neutrale, la necessità eventuale di stimolo monetario del prossimo anno sarà relativamente ridotta rispetto ai tipici cicli di ribassi del passato.

1. Rischi sulla crescita

Le informazioni nuove sul fronte macroeconomico nell'ultimo mese sono state in generale delle sorprese positive, con gli indici ISM superiori alle attese e tutti gli indicatori del mercato del lavoro sempre coerenti con miglioramenti delle condizioni e delle prospettive occupazionali. La Fed attribuisce in questa fase importanza al mercato del lavoro per la politica monetaria, benchè quest'ultimo sia un indicatore ciclico ritardato. L'attenzione per il mercato del lavoro è fondata nel fatto che secondo la Fed si sono esaurite le risorse inutilizzate sul mercato e il proseguimento della crescita occupazionale sui livelli recenti rischia di aumentare le pressioni inflazionistiche presenti nell'economia. Nel complesso, la comunicazione dalla Fed ha messo in risalto soprattutto **la solidità delle prospettive di crescita**.

I segnali positivi dal mercato del lavoro non si limitano ai sussidi e ai nuovi occupati, ma si estendono ad altre misure come la durata media della disoccupazione, il numero di lavoratori disponibili, il numero di persone che prendono lavoro part-time per motivi economici, oltre alle informazioni dalle indagini su imprese e famiglie. Si aggiunge poi un punto di fondo, sottolineato più volte dalla Fed e cioè che il tasso di partecipazione difficilmente tornerà sui livelli precedenti questo ciclo. Diversi fattori puntano a questa conclusione. Da un lato la partecipazione dei giovani è scesa nell'ultima recessione dopo il periodo in cui la bolla delle “*dot-com*” aveva alzato in misura significativa la partecipazione della coorte 16-24 anni. I giovani ora restano a scuola più a lungo. Anche la partecipazione femminile ha smesso di crescere. Come ha indicato recentemente Santomero (Philadelphia Fed), le tendenze demografiche in atto indicano che la crescita della forza lavoro sta rallentando da circa 1,2% annuo negli anni '90, a un po' sotto l'1% nell'attuale decennio, a qualcosa sotto lo 0,7% previsto per il

prossimo decennio. Il mancato rialzo del tasso di partecipazione implica che il tasso di disoccupazione è ormai stabilmente su livelli di equilibrio: cali ulteriori porterebbero a surriscaldamento del mercato.

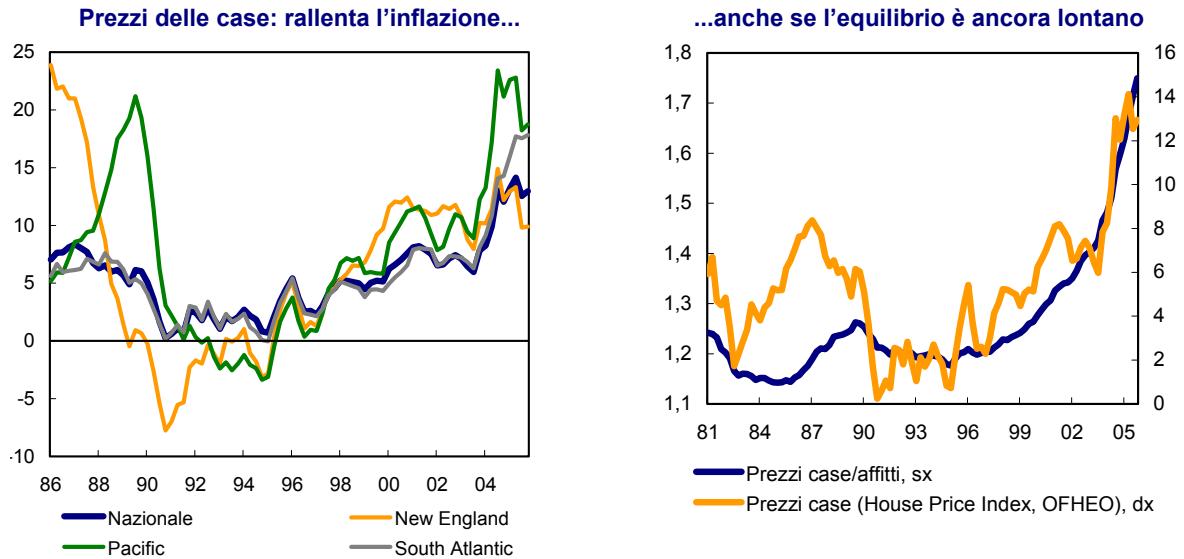


Fonte: Ecwin

Dal lato dei possibili rischi verso il basso per la crescita, concentrati come è noto sul mercato immobiliare, si è confermato il rallentamento dell'attività, con segnali di debolezza della domanda, e di prezzi su una dinamica più contenuta; cali delle quotazioni si osservano solo in alcune delle aree più "calde" (California e New England), ma senza grandi strappi. L'indice dei prezzi delle case pubblicato da OFHEO mostra variazioni annualizzate dei prezzi a livello nazionale al 12,9% a fine 2005, in rallentamento dal picco della prima metà dell'anno intorno al 14%. Questo, se pure modesto, rallentamento della crescita dei prezzi segue da variazioni meno ampie nelle aree del Pacifico (da 21-23% fino a metà 2005, a 18,5% a fine anno) e del New England (da 12-14% fino a metà 2005 a 9,5-10% nella seconda parte dell'anno). E' pur vero che in altre aree, come il Nord-Ovest e il Sud Atlantico, i prezzi continuano ad accelerare. Tuttavia, come ripete spesso la Fed, molte aree hanno variazioni dei prezzi relativamente contenute (intorno al 5%), pertanto se c'è una bolla non è nazionale ma è circoscritta ad alcune zone.

Questo punto è stato sottolineato nei verbali dell'ultimo FOMC e nei discorsi recenti di Moskow e di Poole. Poole ha affermato che "l'attività immobiliare si stabilizzerà e rimarrà su livelli elevati quest'anno". Poole sottolinea comunque che l'aumento dei prezzi delle case dovrebbe rallentare, ma non si dovrebbe assistere a un calo generalizzato dei prezzi. Pertanto l'effetto ricchezza dal settore immobiliare probabilmente non sarà "una preoccupazione significativa" per i consumi. Secondo Poole, diversi studi della Fed e dell'OCSE mostrano che nonostante i forti aumenti degli ultimi anni, i prezzi delle case in media nazionale "non sono irragionevoli sulla base dei fondamentali", anche se ci sono alcune aree degli USA dove i prezzi sono probabilmente eccessivi. Poole quindi sostiene la tesi, condivisa da altri esponenti della Fed, come Moskow, e dal FOMC in generale (come evidente dai verbali dell'ultima riunione) che il settore immobiliare non contribuirà più in modo significativo alla crescita, ma non sarà neppure la causa di un forte rallentamento dei consumi. Questa conclusione giustifica le affermazioni fatte da Poole recentemente secondo cui è più rischioso alzare

troppo poco (causando un accumulo di pressioni inflazionistiche) che alzando troppo, visto che lo scenario della crescita è ben sostenuto dai fondamentali. Questa stessa opinione è stata espressa esplicitamente anche da Fisher e da Moskow. Una tesi contraria è stata invece sostenuta da Yellen (San Francisco Fed) che in questi giorni ha affermato di essere “sensibile” ai rischi di rialzi eccessivi dei tassi; secondo Yellen per questo motivo la Fed deve valutare con attenzione gli effetti ritardati dei rialzi su attività e inflazione.



Fonte: Ecowin

2. Rischi sull'inflazione

Per quanto riguarda i rischi di inflazione ci sono due considerazioni da fare. La prima è che la Fed in questo momento si sta concentrando sui **rischi futuri** di inflazione, che derivano dall'esaurimento delle risorse in eccesso. L'utilizzo elevato della capacità produttiva è coerente con una previsione di crescita sostenuta degli investimenti delle imprese, mentre la crescita di nuovi occupati mette qualche pressione verso l'alto dal lato dei salari. La seconda considerazione riguarda il trend dell'inflazione **core attuale**, già moderatamente verso l'alto, che sta portando l'inflazione nella parte alta dell'intervallo accettabile dalla banca centrale.

I due fattori si rinforzano a vicenda e rendono la Fed più propensa a valutare i rischi come indicato sopra: maggiori rischi da tassi marginalmente troppo bassi che da tassi marginalmente troppo alti. Guynn (Atlanta Fed) ha detto che nonostante i quattordici rialzi dei tassi già attuati, la politica monetaria resta accomodante e “questa liquidità potrebbe sostenere l'espansione economica e contribuire a pressioni inflazionistiche maggiori del previsto”.

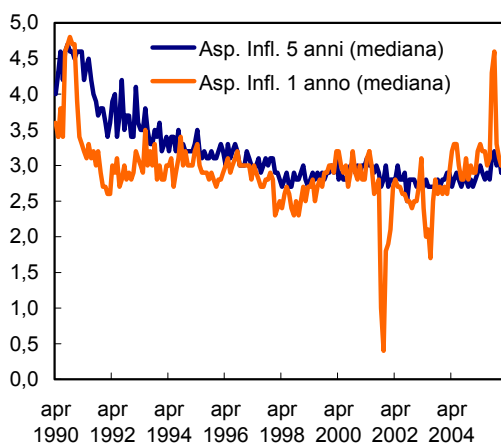
La **valutazione dei rischi di errore** sarà la chiave di lettura per le previsioni dei tassi. La Fed di Bernanke non sarà diversa dalla Fed di Greenspan su questo punto. Nella fase congiunturale attuale è obiettivamente difficile decidere quando fermare il ciclo di rialzi: si vuole una politica monetaria neutrale, ma l'intervallo di stima dei tassi neutrali è ampio e basato su modelli le cui ipotesi sono largamente arbitrarie. A maggio 2006, come nella prima metà del 2003, quando si era vicini alla fine del ciclo di riduzioni dei tassi, le decisioni sui tassi saranno guidate dalla valutazioni dei rischi di un errore di *policy*. Non è un caso il fatto che in una sola

settimana ben tre partecipanti del FOMC abbiano fatto riferimento a questo punto. Fra l'altro, Bernanke era uno dei più espliciti sostenitori del ruolo della Fed come gestore dei rischi, quando il rischio principale era un'inflazione troppo bassa. Il caso oggi è diverso, ma in termini metodologici, il ragionamento è analogo e ugualmente convincente.

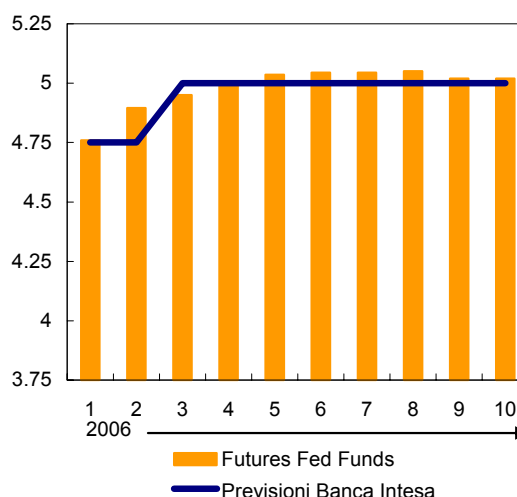
Conclusioni e previsioni

In conclusione, sulla base delle valutazioni espresse nell'ultimo mese dalla Fed, i tassi saliranno ancora. Il problema è quanti rialzi mancano alla fine. La stessa Fed probabilmente è incerta su quale sia il punto di arrivo ottimale, e le prossime decisioni saranno prese applicando la stessa regola che veniva applicata alla fine dell'ultimo ciclo espansivo: **la decisione deve minimizzare i rischi derivanti da un errore di policy**. Per questo la nostra previsione è che la Fed arriverà almeno al 5% a maggio, e che vi è una probabilità significativa di un rialzo anche a giugno, che porti i tassi al 5,25%. Siamo d'accordo con la posizione attuale del mercato che assegna una probabilità intorno al 50% a un ulteriore rialzo il 30 giugno. Questa conclusione non richiede una modifica dello scenario macroeconomico di fondo, semplicemente una serie di dati nel secondo trimestre che segnalino l'assenza di seri rischi di forte rallentamento nel terzo e quarto trimestre. Pertanto per ora manteniamo una previsione di tassi al 5% con un forte rischio verso il 5,25%. Le informazioni rilevanti per definire la previsione per giugno saranno da un lato le parole della Fed (comunicato, discorsi, verbali), dall'altro gli indicatori anticipatori delle condizioni macroeconomiche del terzo trimestre (indagini di settore, mercato del lavoro). Entro un mese ci dovrebbe essere maggiore chiarezza sul bilancio dei rischi per le decisioni di alzare o no i tassi al 5,25%.

Aspettative di inflazione sotto controllo...



...ma ci sono rischi di fed funds al 5,25%



Fonte: Ecwin

Per quanto riguarda le **previsioni più a lungo termine**, che includono il 2007, sulla base del nostro scenario macroeconomico, in cui si osserva un rallentamento della crescita che porta l'economia marginalmente al di sotto della crescita potenziale nel corso del 2007, riteniamo che **i rischi sui tassi di intervento siano verso il basso**. Se la Fed si fermerà al 5% nel secondo trimestre di quest'anno, un rallentamento della crescita intorno al 2,8% con

l'inflazione prevista al 2%, dovrebbe portare la Fed a intervenire con una riduzione dei tassi fra il terzo e il quarto trimestre 2007. Anche un eventuale nuovo ciclo di politica monetaria comunque sarebbe graduale: se i *fed funds* toccheranno il picco ciclico al 5 o al massimo al 5,25%, i tassi saranno ancora neutrali e non dovrebbe essere necessario dare all'economia una dose massiccia di stimolo monetario, e l'anno potrebbe chiudere con *fed funds* vicini al 4,5%.

Due rischi, che non appaiono dal nostro scenario centrale, gravano sul 2007. Uno è l'aggravarsi dello squilibrio con l'estero, che potrebbe determinare una correzione maggiore sul dollaro di quanto incluso nelle nostre previsioni. In questo caso, un forte deprezzamento del cambio potrebbe portare a un rialzo dei tassi per garantire il finanziamento del deficit estero. L'altro rischio è quello di un collasso dei consumi in seguito a una correzione maggiore del previsto dei prezzi delle case. In questo caso, la reazione di *policy* sarebbe invece un rapido e drastico calo dei tassi di intervento per sostenere il ciclo e la fiducia. Al momento questi due casi "estremi" hanno probabilità positive, ma ridotte. Manteniamo quindi la nostra previsione centrale di movimenti molto moderati dei tassi nel 2007.

Area euro

Anna Maria Grimaldi
anna.grimaldi@bancaintesa.it

GianLuigi Mandruzzato
gianluigi.mandruzzato@bancaintesa.it

- Nonostante i dati del 2005.T4 siano risultati inferiori alle attese (0,3% rispetto a stime di 0,5%), abbiamo rivisto al rialzo la previsione per il Pil 2006 a 2,1% dall'1,9% di dicembre 2005.
- Nel corso del 2007, ci attendiamo un rallentamento della crescita area euro all' 1,6%. La congiuntura internazionale e dunque il sostegno che dovrebbe venire dalla domanda esterna dovrebbe essere marginalmente meno favorevole. In generale prevediamo una maggiore variabilità della crescita all'interno dell'area euro spiegata dal diverso andamento delle politiche fiscali tra il 2006 e il 2007 piuttosto che da fattori ciclici.
- Dopo mesi di continuo deterioramento, le prospettive per il CPI sono un po' migliorate di recente. Conseguentemente, abbiamo limato le stime per il 2006 a 2,2% rispetto al 2,3% atteso a dicembre. Il nostro scenario è in linea con le proiezioni della BCE e più aggressivo di quello di consenso.
- Inoltre, nonostante la revisione al ribasso delle stime, i rischi verso l'alto non sono diminuiti e fanno riferimento ai prezzi dell'energia, alla maggiore domanda finale, al passato deprezzamento del cambio ed allo stato precario delle finanze pubbliche in molti paesi dell'area euro. Il quadro rimane pertanto critico.
- La BCE dopo aver portato il tasso refi al 2,50% dovrebbe proseguire ad alzare i tassi ufficiali verso almeno il 3% ed i rischi sulla nostra previsione sono prevalentemente verso l'alto. La frequenza delle prossime mosse potrebbe accelerare rispetto alla prima fase dell'azione sui tassi e la riunione di maggio ci pare meriti una probabilità superiore al 50% di vedere un aumento di 25 centesimi.

Si crescerà più del trend nel 2006, ma nel 2007 la stretta fiscale spingerà l'AE al 1,6%

Pil 2006.T1 accelererà al +0,6%/t, circa due decimi al di sopra del trend

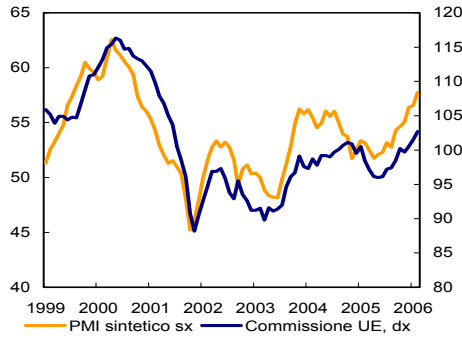
L'economia area euro sta andando forte, anche più forte di quanto avevamo previsto alla fine dello scorso anno. Abbiamo infatti rivisto le nostre stime per il Pil 2006 a +2,1% da una precedente previsione di 1,9%.

Continuiamo a raccogliere segnali più che incoraggianti. L'indice di fiducia economica della Commissione UE e il PMI composito hanno continuato a muoversi indisturbata su di un trend ascendente e si sono assestati su livelli coerenti con un'accelerazione della crescita nei primi mesi dell'anno al +0,6%/t, circa due decimi più in alto del potenziale. L'€-index di Banca Intesa stima infatti una crescita nell'intorno del 2% a conferma del fatto che i dati del 2005.T4 vanno letti solo come una pausa.

Ciclo internazionale e cambio favorevoli, ma sarà la comanda interna il vero motore del 2006

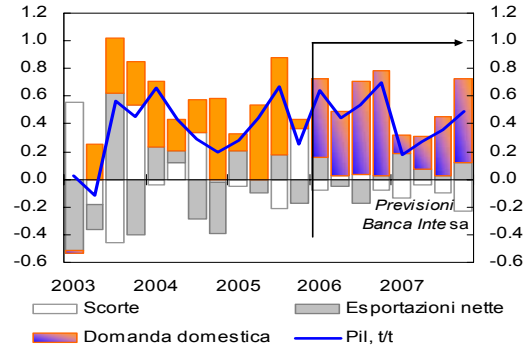
Andando in avanti, continuiamo a ritenere che il ciclo internazionale rimarrà favorevole e l'andamento del commercio mondiale offrirà ampio supporto all'export europeo. Il cambio non dovrebbe muoversi su di un sentiero penalizzante stimiamo infatti un apprezzamento dell'€ a 1,26 per fine 2006. Il petrolio in euro dovrebbe rimanere stabile in media nel corso del 2006 anche se i rischi a questo scenario sono verso l'alto.

Fig.1 – La fiducia economica è sui livelli più alti dal 2000 ed è coerente con un ritorno...



Fonte: Reuters, Commissione UE

Fig . 2 – ...della crescita al di sopra del potenziale trainata dalla domanda interna

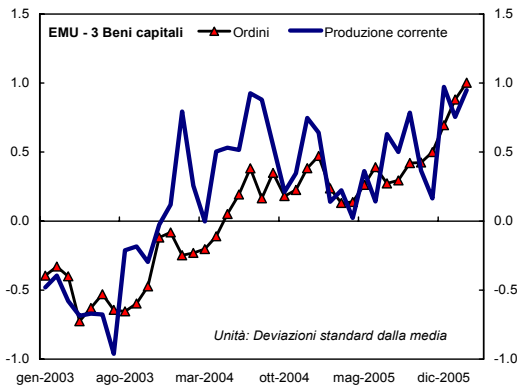


Fonte: Eurostat e stime Banca Intesa

È ripartito il motore degli investimenti

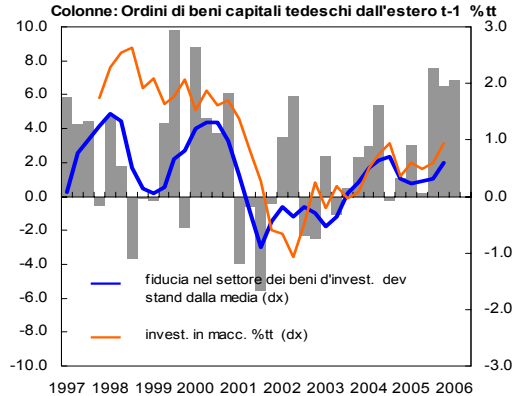
Vi sono anche chiare indicazioni che la ripresa si stia ormai propagando alla domanda interna. Il motore degli investimenti sembra infatti aver aumentato i giri. Un chiaro segnale viene dall'impennata del giudizio sugli ordini e sulla produzione corrente nel settore dei beni capitali (come mostrato nel grafico 3). Ulteriore supporto al nostro scenario di una ripresa degli investimenti interni viene dall'andamento degli ordini dall'estero di beni manufatti tedeschi, che sembrano anticipare di un trimestre la dinamica degli investimenti (si veda il grafico 4).

Fig 3 – L'impennata di ordini e produzione nel settore dei beni capitali fa ben sperare per capex



Fonte: IFO, INSEE, ISAE e elaborazioni Banca Intesa

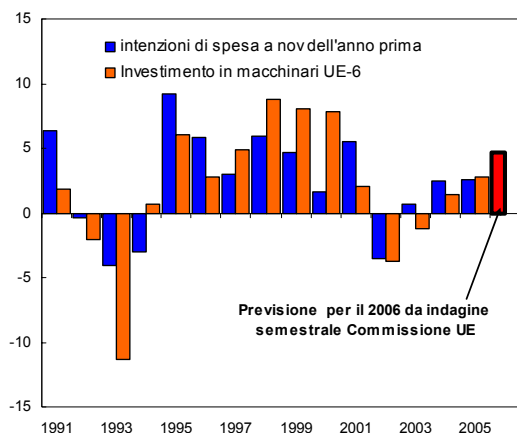
Fig 4 – Ordini di beni manufatti tedeschi coerenti con un'accelerazione degli investimenti nell'AE



Fonte: Eurostat, Deutsche Bundesbank, Commissione UE e elaborazioni Banca Intesa

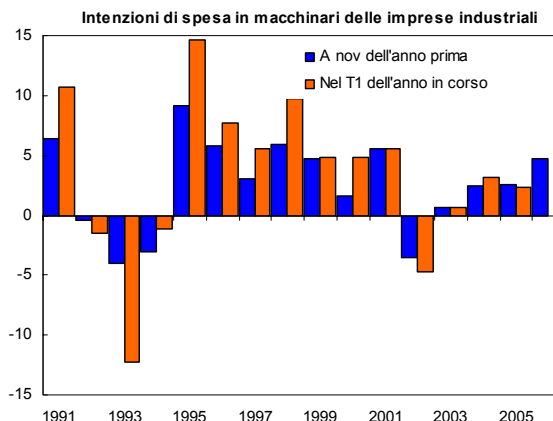
Ma forse il segnale più convincente viene dall'indagine semestrale sugli investimenti della Commissione UE. Secondo l'ultimo aggiornamento, il settore delle imprese ha in mente un aumento della spesa in macchinari di circa il 5% nel 2006, la stima più rosea dal 2000.

Fig 5 – Le intenzioni di spesa delle imprese puntano ad un’accelerazione di capex nel 2006



Fonte: Commissione UE

Fig 6 – Le revisioni alle intenzioni di spesa durante l’anno sono diventate meno marcate negli ultimi anni



Fonte: Commissione UE

Come mostrato nel grafico 5, le intenzioni di spesa delle imprese industriali un anno prima tendono a materializzarsi nel corso dei dodici mesi successivi. È vero che i piani di spesa tendono ad essere rivisti nei sei mesi successivi ma soprattutto negli ultimi anni le revisioni sono piuttosto modeste. Ci sembra dunque che la nostra previsione di crescita degli investimenti industriali del 3,7%, superiore a quello di consenso, (3,4%) potrebbe risultare anche un po' troppo timida. Del resto una maggiore esuberanza degli investimenti nel 2006 è coerente con l'andamento della redditività delle imprese, che è atteso ai massimi dal 2000, e con condizioni di finanziamento ampiamente vantaggiose anche se i tassi BCE dovessero superare il 3%.

Qualcosa si muove sul fronte dei consumi tedeschi

Veniamo alla spesa per consumi delle famiglie, che ha deluso fortemente a fine 2005 calando di -0,2%/t, secondo le stime preliminari di Eurostat. La fragilità dei consumi riflette ancora una volta un risultato deludente in Germania (-0,6%/t) e un rallentamento in Olanda (+0,1%/t) che non sono compensati dall'accelerazione registrata in Francia e in Spagna. Nonostante i dati di fine 2005 **rimaniamo fiduciosi su di una ripresa dei consumi tedeschi, tallone di Achille di questo ciclo espansivo.** Per il momento le indicazioni sono scarse ma le indagini di gennaio e febbraio hanno mostrato un netto miglioramento della fiducia in Germania che insieme al diffuso ottimismo tra i dettaglianti e all'aumento delle intenzioni ad assumere da parte delle imprese suggeriscono che qualcosa si sta muovendo. Peraltro, la Bundesbank ha rivisto verso l'alto le vendite al dettaglio di dicembre e gennaio, il che potrebbe anche comportare una revisione dei consumi a fine 2005. L'aumento dell'IVA tedesca dal 16% al 19% previsto per l'inizio 2007 dovrebbe indurre le famiglie ad anticipare i consumi alla seconda metà di quest'anno con un impatto positivo sulla media 2006 e negativo nel 2007 quando si vedrà una restituzione. In generale, **una crescita più marcata dei consumi nell'area euro nel corso di quest'anno (+1,6% da +1,4% nel 2005) dovrebbe essere sostenuta da un andamento più positivo dell'occupazione.** Le imprese continuano difatti a segnalare un incremento delle intenzioni ad assumere.

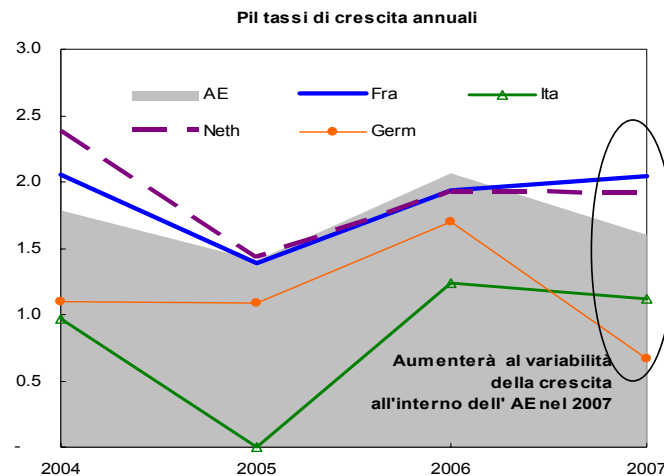
Nel 2007, sarà un anno di crescita più debole principalmente a causa della stretta fiscale tedesca

Nel corso del 2007, ci attendiamo un rallentamento della crescita area euro all' 1,6%. La congiuntura internazionale e dunque il sostegno che dovrebbe venire dalla domanda esterna dovrebbe essere marginalmente meno favorevole. In generale prevediamo **una maggiore variabilità della crescita all'interno dell'area euro spiegata dal diverso andamento delle politiche fiscali tra il 2006 e il 2007 piuttosto che da fattori ciclici.** Le politiche fiscali dovrebbero

diventare più restrittive in Germania e in Italia. Come già indicato, l'aumento dell'IVA tedesca avrà un impatto negativo sui consumi e sulla crescita tedesca che vediamo rallentare all'0,7% da una previsione di 1,7% per quest'anno. In Italia, lo stato preoccupante dei conti pubblici richiederà se si vogliono rispettare gli impegni assunti con Bruxelles una manovra restrittiva che potrebbe spingere al crescita al di sotto della nostra stima dell'1,0%. In Francia, invece, la crescita potrebbe guadagnare un po' di terreno (2,0% da una stima di 1,9% per il 2006), il 2007 è infatti un anno elettorale e quindi il ciclo della spesa pubblica potrebbe essere dio stimolo all'economia. La Spagna potrebbe rallentare il prossimo anno con il venir meno dei fondi strutturali anche se con un avanzo primario di circa 1,0% di Pil ci sembra difficile che la crescita possa essere inferiore al +3,2% da una stima di 3,5% per il 2006. In Olanda, la crescita è vista in rallentamento al 2,0% da un stima di 2,3% nel 2006, prevediamo infatti che la riforma sanitaria determinerà uno spiazzamento dei consumi privati nell'anno in corso che sarà solo parzialmente recuperato nel 2007.

Per quanto riguarda i contributi alla crescita del Pil ci attendiamo un rallentamento dei consumi privati ma è possibile che gli investimenti continuino a crescere ad un passo più sostenuto.

Fig 7 – Si rallenta nel 2007 ma aumenta al dispersione all'interno dell'AE



Fonte: Eurostat e stime Banca Intesa

Rischi verso il basso per il nostro scenario di crescita 2007 potrebbero provenire da un repentino apprezzamento del cambio e in generale dal permanere di forti squilibri internazionali. L'avviaria potrebbe deprimere più del previsto alcuni settori produttivi. **I rischi verso l'alto sembrano minori** ma non possiamo escludere un impatto minore dell'aumento dell'IVA sulla crescita tedesca e quindi su quella dell'AE.

Scenario per la stabilità dei prezzi sempre critico

Abbiamo limato di un decimo al 2,2% le stime per il CPI 2006, ma lo scenario è sottoposto a numerosi rischi verso l'alto

Per la prima volta da diversi mesi, lo scenario di inflazione dell'area euro sembra migliorare un po', pur mantenendo alcune criticità. Questo è il responso dell'aggiornamento della modellistica Banca Intesa, che comunque continua a prevedere un tasso di inflazione al 2,2% sia nel 2006 sia nel 2007. Il nostro scenario, un paio di decimi più aggressivo delle stime di consenso di febbraio, è sostenuto anche dalle ultime proiezioni macroeconomiche della BCE. Inoltre, i rischi sullo scenario dei prossimi trimestri rimangono, a nostro giudizio, prevalentemente verso l'alto a causa dell'andamento dei prezzi dell'energia, del deprezzamento del cambio e del maggiore spazio per ritocchi dei listini da parte delle aziende in concomitanza con la ripresa della domanda domestica.

Scenario 2006 migliore ma non meno preoccupante

Il profilo stimato dal modello Banca Intesa per il CPI 2006 sulla base dell'informazione disponibile all'inizio di marzo proietta un tasso di inflazione *headline* pari al 2,2%, un decimo inferiore rispetto alle stime di gennaio e febbraio. Circa metà di questa minore dinamica stimata dipende dal più basso punto di uscita dal 2005 emerso con la pubblicazione a fine febbraio delle nuove serie Eurostat in base 2005=100 (Fig. 8). L'altra voce che spiega la limatura delle stime è il CPI energia, la cui previsione è ridotta dello 0,6% per il 2006, soprattutto in seguito al ridotto impatto emerso nel bimestre gennaio-febbraio e del recente calo superiore alle attese dei prezzi del petrolio. Sostanzialmente invariato rispetto ad un mese fa il profilo atteso per il CPI core, che dall'1,5% del 2005 dovrebbe accelerare verso l'1,7% nel 2006 ed il 2,2% nel 2007.

Fig. 8 - CPI: scenario un po' migliore...

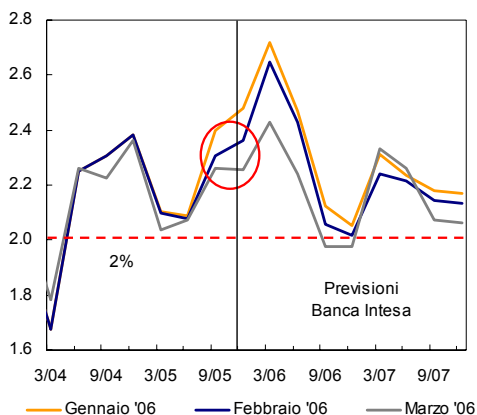
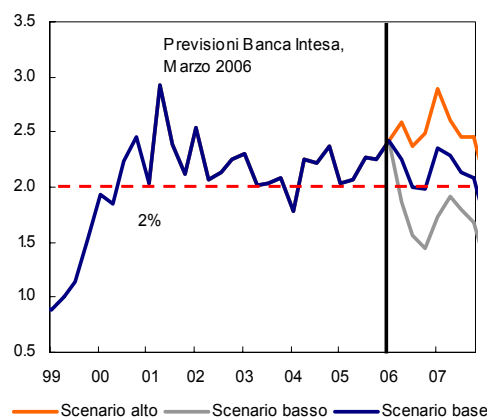


Fig. 8 - ...ma i rischi rimangono



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Banca Intesa

L'aumento dell'IVA in Germania peserà sul CPI area euro per oltre lo 0,3% nel 2007

Lo scenario per il 2007 è dominato dall'aumento dell'IVA in Germania al 19% dall'attuale 16% per tutti i beni non di prima necessità. Secondo le stime dell'Ufficio Statistico tedesco, l'impatto si dovrebbe aggirare intorno all'1,3/4% sulla media del 2007 se la maggiore aliquota fosse trasferita completamente ai prezzi finali. Tale ipotesi è sostenuta dall'evidenza relativa a recenti episodi di

manovre fiscali in diversi paesi dell'UEM¹². Recentemente, il presidente della Bundesbank Weber ha detto che la manovra sull'IVA potrebbe aggiungere tra 1% e 1,5% al tasso di inflazione. **Sull'intera area euro, l'impatto oscillerebbe tra 0,3% e 0,4%, sufficiente a spingere il CPI headline di nuovo al 2,2%.**

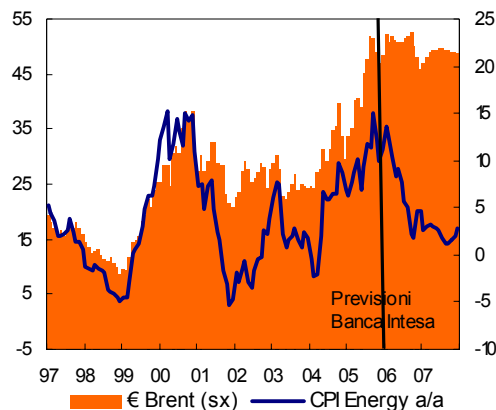
I fattori di rischio non sono diminuiti

I principali rischi verso l'alto derivano dai prezzi dell'energia, dalla maggiore vivacità della domanda, dal passato deprezzamento del cambio e dal precario stato dei bilanci pubblici

Come ha sottolineato la BCE, rimangono prevalenti rischi verso l'alto per la stabilità dei prezzi anche dopo l'aumento del tasso reflì al 2,50%. Sull'orizzonte del biennio in corso, ci pare che **i principali pericoli possano venire dai prezzi dell'energia, dall'emergere di effetti di diffusione dei passati aumenti degli input energetici, dal deprezzamento della valuta, e dalla politica fiscale.**

Sul fronte dei **prezzi dell'energia**, vi sono due elementi da sottolineare. Le previsioni di consenso, così come il nostro scenario base, prevedono che la sostanziale stabilizzazione attesa del prezzo del petrolio sui livelli correnti porti ad un rallentamento dei prezzi al consumo dei beni energetici. Però, da una parte il mercato delle materie prime energetiche potrebbe ancora una volta entrare in ebollizione a causa delle tensioni geopolitiche o di timori di insufficiente offerta di fronte a sorprese dal lato della domanda. Inoltre, se anche lo scenario sul petrolio si rivelasse corretto, le proiezioni dei modelli quantitativi potrebbero rivelarsi eccessivamente benigne: l'esperienza storica insegna che la reattività del CPI energia ai cali dei prezzi dei beni energetici è inferiore che di fronte agli aumenti.

Fig. 10 - CPI energia: arriverà l'attesa moderazione?



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Banca Intesa

Il rischio di **effetti di seconda battuta** appare giustificato dai risultati delle ultime indagini presso le imprese. L'indice dei prezzi praticati nell'indagine PMI è tornato a febbraio al precedente massimo storico. Anche se la serie è di breve durata, ciò segnala inequivocabilmente il rischio di maggiori aumenti nei prossimi mesi o perché l'aumento degli *input* ha raggiunto la 'soglia del dolore' per le imprese che sono costrette a scaricarlo sui prezzi di vendita o perché è maggiore il *pricing power* delle aziende. Un indizio che si tratti del secondo caso è che i margini aziendali sono migliorati anche in una fase di aumento dei prezzi degli *input*.

¹² Dhyne e altri, "Price setting in the euro area: some stylized facts from individual consumer price data", ECB working Paper n. 524, 2005.

Fig. 11 - Prezzi all'importazione e cambio

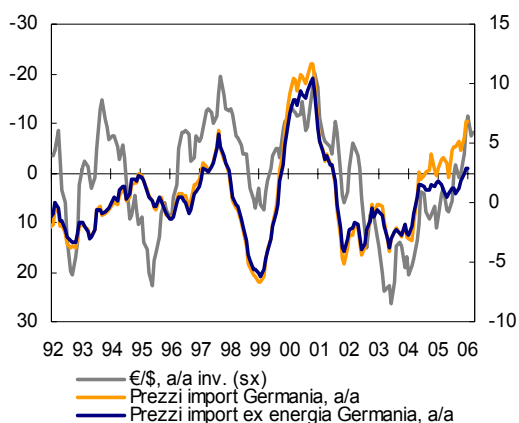
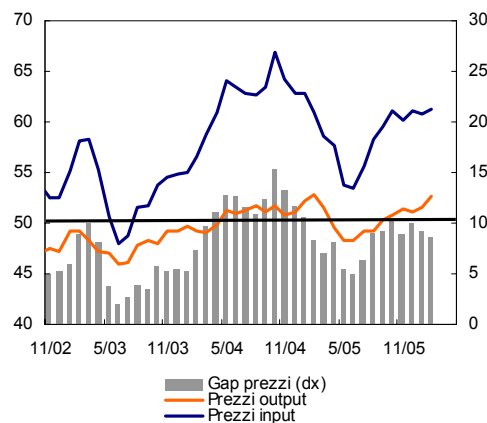


Fig. 12 - Più pricing power per le imprese



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Banca Intesa

Il **deprezzamento del cambio** iniziato alla fine della primavera 2005 inizia a permeare ai prezzi all'importazione (fig. 12). La serie per la Germania, al netto dei beni energetici, cresce del 2,9% a/a a gennaio, il tasso più elevato da quasi cinque anni. Anche se rispetto agli anni '70-'80 le stime del *pass-through* dai prezzi all'importazione al CPI sono ridotte tra il 50% ed il 70%, ed i tempi di trasmissione sono piuttosto ampi, il segno dell'impatto sui prezzi al consumo nei prossimi trimestri sarà opposto a quello registrato per buona parte del 2005.

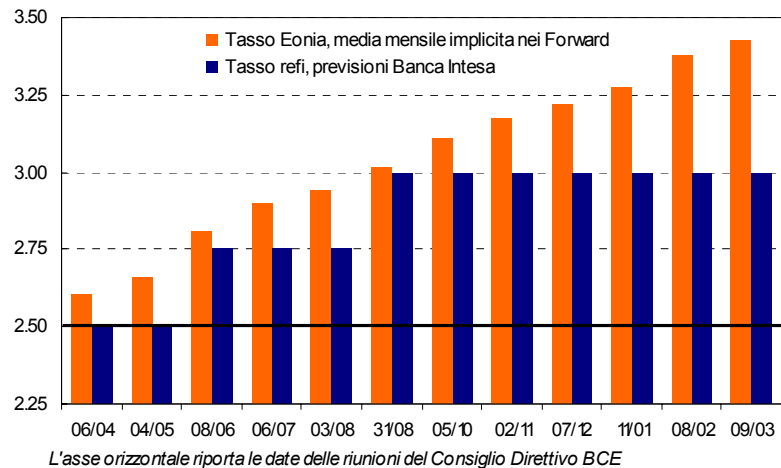
Infine, la **politica fiscale**. Oltre al menzionato aumento dell'IVA in Germania, non sono al momento note misure da parte dei governi nei prossimi mesi e nel 2007. Lo stato pericolante delle finanze pubbliche nella maggior parte dei paesi UEM aumenta però la probabilità che qualche intervento sulle entrate si riveli necessario. Tale informazione non sarà disponibile se non nell'ultima parte dell'anno in corso, e come è sovente accaduto negli ultimi anni, potrebbe portare ad un profilo più accentuato per il CPI area euro nel corso del prossimo anno.

Politica monetaria: strada spianata per altri rialzi

La BCE ha portato il tasso refi al 2,50% ed ha utilizzato toni un po' più aggressivi anche nei giorni successivi alla riunione di inizio marzo. Anche se il Presidente ha sottolineato che la BCE "non si impegna incondizionatamente" ad una serie di mosse, è opinione del Consiglio Direttivo che vi siano "**prevalenti rischi verso l'alto**" per la **stabilità dei prezzi**; che siano emersi "*segnali che l'attività economica sta migliorando*", mentre la crescita monetaria e creditizia è "*forte*" stimolata dal "*basso livello dei tassi di interesse*". A nostro avviso, ciò segnala in maniera abbastanza inequivocabile che **la manovra sui tassi continuerà**. Questa è anche l'opinione del mercato che sconta ormai pienamente l'ipotesi che il tasso refi salga al 3,25% tra fine 2006 ed inizio 2007 al passo di una mossa ogni tre mesi. Inoltre, i tassi impliciti nei derivati incorporano una probabilità intorno al 30% che la manovra di normalizzazione continui nei mesi successivi.

Il tasso refi al 2,50% è ancora lontano dal punto di arrivo

Mercato ora molto aggressivo sulla BCE



Fonte: elaborazioni Banca Intesa su dati Reuters

Rispetto alla nostra previsione di lunga data che il tasso refi sarebbe arrivato almeno al 3%, i rischi sono verso l'alto e riguardano due dimensioni. In primo luogo, i **tempi della stretta potrebbero accorciarsi** rispetto al ritmo di una mossa ogni tre mesi visto fino ad ora. Conseguentemente, sarebbe **più probabile che il tasso refi possa effettivamente raggiungere il 3,25%**. Una risposta del genere da parte della BCE rientrerebbe perfettamente nella logica che avevamo già esposto a dicembre sottolineando che a prospettive di crescita più robuste sarebbe stato naturale associare una politica monetaria meno attendista.

Un'azione di questo tipo troverebbe supporto anche nella **revisione verso l'alto delle proiezioni macroeconomiche** dello staff. La crescita 2006 è rivista al 2,1% da 1,9%, quella del 2007 al 2% da 1,9%. Il tasso di inflazione è rivisto al 2,2% da 2,1% per il 2006 ed al 2,2% da 2,0% per il 2007. Anche se tale scenario non incorpora gli effetti della decisione odierna sui tassi, è difficile che l'aumento di 25 centesimi del refi sia sufficiente a riportare il tasso di inflazione in linea con l'obiettivo BCE nel 2007.

Proiezioni macroeconomiche							
	Anno	BCE		Euro Zone Barometer		Banca Intesa	
		IPCA	Pil	IPCA	Pil	IPCA	Pil
Settembre 2005	2005	2.1-2.3	1.0-1.6	2.0	1.3	2.1	1.3
Dicembre 2005	2005	2.1-2.3	1.2-1.6	2.1	1.3	2.2	1.5
Marzo 2006	2005	2.2	1.4	2.2	1.4	2.2	1.4
Settembre 2005	2006	1.4-2.4	1.3-2.3	1.7	1.7	1.9	1.8
Dicembre 2005	2006	1.6-2.6	1.4-2.4	2.0	1.9	2.3	2.1
Marzo 2006	2006	1.9-2.5	1.7-2.5	2.0	2.0	2.2	2.1
Dicembre 2005	2007	1.4-2.6	1.4-2.4	2.0	1.7	2.2	1.7
Marzo 2006	2007	1.6-2.8	1.5-2.5	2.0	1.7	2.2	1.7

La prossima mossa potrebbe giungere prima di quanto il mercato si aspetta

Guardando alle prossime riunioni, ci sembra che oggi **non si possa escludere nemmeno una mossa già ad aprile**, anche se la probabilità è molto inferiore al 50%. Però, se non venissero dati negativi nelle prossime settimane, **un aumento dei tassi a maggio merita forse una probabilità superiore al 50% al**

momento assegnato dai mercati. I banchieri centrali hanno messo l'accento sul fatto che la BCE può muovere in qualsiasi momento, cioè anche senza attendere la pubblicazione delle nuove proiezioni macroeconomiche come è invece sempre avvenuto da fine 2002. Inoltre, gli interventi hanno sottolineato come **anche dopo l'aumento di marzo i tassi nominali e reali sono "molto bassi"** (Garganas e Quaden) e i rischi per la stabilità dei prezzi non sono diminuiti (Liebscher). Weber ha notato che l'aumento dell'IVA in Germania aumenta il rischio di effetti di seconda battuta e la BCE **"deve contrastarli in maniera decisa"**. Inoltre, rimane un **"problema serio che l'economia area euro stia sguazzando nell'eccesso di liquidità"** (Garganas).

Area euro – Previsioni

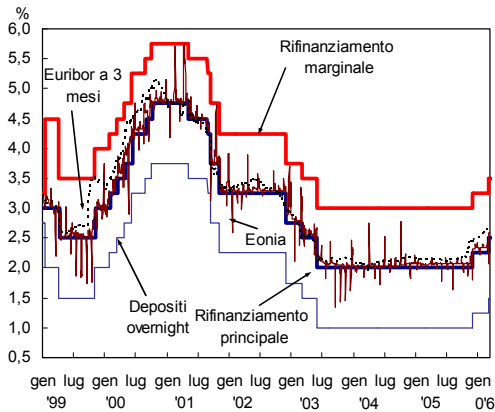
	2005	2006	2007	2005			2006				2007
				2	3	4	1	2	3	4	1
Pil (prezzi costanti, a/a)	1,4	2,1	1,6	1,2	1,6	1,7	2,0	2,0	1,9	2,3	1,9
- t/t				0,4	0,7	0,3	0,6	0,4	0,5	0,7	0,2
Consumi privati	1,4	1,4	1,3	0,3	0,5	-0,2	0,3	0,4	0,7	0,9	-0,1
Investimenti fissi	2,2	3,6	3,1	1,0	1,1	0,8	0,9	0,8	1,0	0,7	0,7
Consumi pubblici	1,3	2,1	1,5	0,8	0,8	0,0	0,9	0,3	0,4	0,5	0,4
Esportazioni	3,9	6,2	5,5	2,0	3,5	0,5	1,4	1,3	1,5	1,5	1,1
Importazioni	4,7	6,6	5,2	2,3	3,1	0,9	1,1	1,5	2,0	1,5	0,7
Var. scorte (contrib., % Pil)	0,1	0,1	-0,3	0,0	-0,2	0,4	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1
Partite correnti (% Pil)	-0,2	0,2	0,3	0,0	-0,6	-0,3	-0,2	0,3	0,3	0,3	0,2
Deficit pubblico (% Pil)	-2,7	-2,7	-2,4								
Debito pubblico (% Pil)	70,2	70,8	71,3								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	2,2	2,2	2,2	2,0	2,3	2,3	2,3	2,2	2,0	2,1	2,3
Produzione industriale (a/a)	1,2	2,6	1,6	0,7	0,9	0,4	0,8	0,5	0,6	0,5	0,2
Disoccupazione (ILO, %)	8,6	8,1	7,7	8,6	8,4	8,3	8,2	8,1	8,0	7,9	7,8
Euribor 3 mesi	2,18	3,00	3,33	2,12	2,13	2,34	2,63	2,99	3,17	3,21	3,18
Rendim. 10 anni	3,38	3,52	3,50	3,34	3,19	3,36	3,45	3,58	3,53	3,50	3,50
EUR/USD	1,24	1,23	1,22	1,26	1,22	1,19	1,20	1,21	1,24	1,26	1,26

Variazioni % sul periodo precedente, se non diversamente indicato

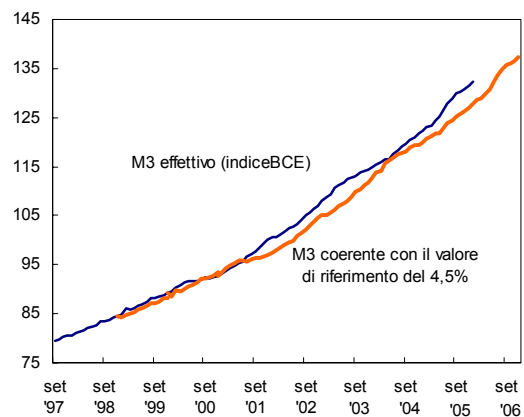
Crescita e inflazione per paese

	Pil (a/a)			IPCA (a/a)		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Germania	1.1	1.7	0.6	1.9	1.7	2.4
Francia	1.5	1.9	2.2	1.9	1.8	1.7
Italia	0.0	1.2	1.0	2.2	2.1	1.9
Spagna	3.4	3.3	2.9	3.4	3.9	3.5
Olanda	0.9	2.3	2.1	1.5	1.6	1.7
Belgio	1.4	1.9	1.9	2.5	2.4	1.7
Austria	1.8	2.4	2.1	2.1	1.6	1.4
Finlandia	2.2	3.5	2.6	0.8	0.9	0.8
Irlanda	4.2	4.4	4.5	2.2	2.9	2.8
Portogallo	0.4	1.0	1.6	2.1	2.8	2.1
Grecia	3.7	3.9	3.9	3.5	3.1	2.9
Lussemburgo	3.6	3.8	4.1	3.8	3.2	2.7
UE-12	1.4	2.1	1.6	2.2	2.2	2.2

I principali tassi a breve termine



La crescita della massa monetaria



Germania: ripresa sostenibile

GianLuigi Mandruzzato

gianluigi.mandruzzato@bancaintesa.it

Le prospettive di crescita per il 2006 non sono state intaccate dai deludenti dati del 2005.T4 (Pil invariato su base trimestrale). Il fortissimo miglioramento dei principali indici di fiducia all'inizio dell'anno (l'Ifo è al massimo dal 1991), indicano che l'attività nel T1 dovrebbe mostrare un sensibile rimbalzo. In seguito, a prescindere dalla volatilità trimestrale dei dati, il Pil dovrebbe accelerare nel corso dell'anno prima di rallentare bruscamente a inizio 2007 come contraccolpo dell'aumento dell'IVA dal 16% al 19%. I consumi saranno infatti anticipati al 2006, in particolare per i beni durevoli, ma più in generale dovrebbero beneficiare del rallentamento del CPI dopo il picco dell'autunno 2005 e di un più sensibile miglioramento del mercato del lavoro. Questo è anticipato da tutte le principali indagini presso le imprese e dovrebbe proseguire anche nel 2007 grazie al taglio dei contributi sanitari finanziato con l'aumento dell'IVA.

La crescita potrà contare anche sulla prosecuzione del ciclo degli investimenti in macchinari, favorito dalla solidità della domanda mondiale e dalle possibilità di accelerare gli ammortamenti concessa dal governo. Inoltre, il settore costruzioni è atteso crescere per la prima volta dopo praticamente dieci anni di crisi aggiungendo circa lo 0,2/0,3% al Pil 2006. Il contributo del commercio estero sarà penalizzato nel 2006 dalle maggiori importazioni indotte dalla manovra fiscale, ma dovrebbe dalla stessa essere favorito in seguito poiché l'aumento dell'IVA non colpisce le esportazioni.

Se l'inflazione è superiore al 2% lo si deve solo all'energia. Il CPI core è sceso allo 0,6% a/a a gennaio, minimo dal 2001, favorito dal calo del CLUP di 0,7% in media nel biennio 2004-05. In assenza di un nuovo strappo del petrolio o di improbabili violente accelerazioni dei salari, l'inflazione dovrebbe rallentare nel prosieguo del 2006 prima essere risospinta sopra il 2% dall'aumento dell'IVA.

Le maggiori entrate attese nel 2007 accentueranno il miglioramento dei conti pubblici iniziato nel 2005. Il deficit 2005 è stato di 3,3% del Pil, inferiore alle attese e ciò offre una buona base di partenza per il 2006. Questo sarà favorito anche dall'accelerazione della crescita e dall'entrata in vigore dell'ultima tranche della riforma dei sussidi di disoccupazione. Anche nell'ipotesi prudente che tra maggiori entrate e minori uscite i benefici siano in linea con quanto ottenuto nel 2005, il deficit scenderebbe sotto il 3% già nel 2006 dopo quattro anni di deficit eccessivo. Ciononostante, il debito è atteso aumentare al 70% del Pil.

Germania – Previsioni

	2005	2006	2007	2005			2006				2007
				2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi 1995, a/a)	1,1	1,7	0,6	0,8	1,5	1,6	1,5	1,7	1,5	2,2	1,2
t/t				0,3	0,6	0,0	0,6	0,4	0,4	0,8	-0,4
Consumi privati	0,2	0,8	0,0	0,0	0,3	-0,6	0,3	0,2	0,5	1,0	-1,0
Investimenti fissi lordi	0,2	4,1	2,0	0,3	1,8	0,7	0,4	1,5	1,4	0,9	-0,6
Consumi pubblici	0,1	0,1	0,7	1,5	0,4	-1,6	0,4	0,2	0,2	0,1	0,2
Esportazioni	6,6	6,8	5,8	1,1	4,9	0,5	1,6	1,3	1,1	1,7	1,6
Importazioni	5,5	7,3	5,0	2,1	5,2	1,1	1,5	0,9	1,4	1,2	1,0
Var. scorte (contrib., % Pil)	0,3	0,4	-0,4	0,3	-0,1	0,8	0,1	-0,3	-0,1	-0,3	0,0
Partite correnti (% Pil)	4,0	3,7	3,8	4,3	3,2	3,7	4,1	3,9	3,0	3,7	4,4
Deficit (% Pil)	-3,3	-2,9	-2,4								
Debito (% Pil)	68,4	69,3	69,2								
CPI (a/a)	1,9	1,7	2,4	1,6	2,1	2,2	2,1	1,8	1,5	1,3	2,3
Produzione Industriale	2,8	4,1	0,1	1,2	1,6	1,1	0,3	1,2	1,5	0,9	-1,8
Disoccupazione (%)	11,7	11,1	10,8	11,9	11,7	11,4	11,3	11,2	11,1	10,9	10,9

Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato.

Focus - Settore costruzioni tedesco fuori dal tunnel

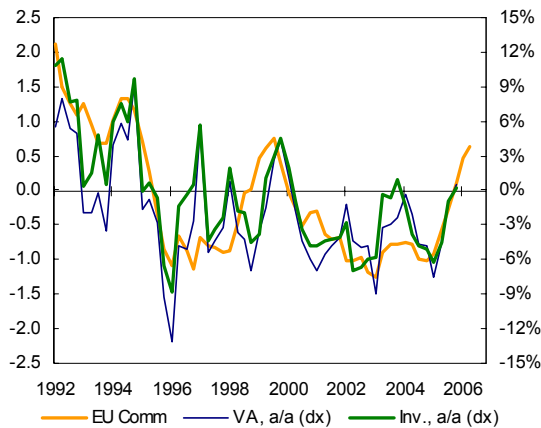
GianLuigi Mandruzzato

gianluigi.mandruzzato@bancaintesa.it

Dopo dieci anni di crisi pesantissima, le prospettive per il settore costruzioni tedesco sono finalmente positive. La ripresa dell'attività è favorita sia da fattori legislativi (la fine delle agevolazioni per l'edilizia residenziale alle famiglie), sia dalla discesa dei tassi di interesse a lungo termine, parametro di riferimento per i mutui immobiliari in Germania, sia, infine, da fattori ciclici come la forte ripresa del settore manifatturiero. **Ci aspettiamo che l'attività nel settore costruzioni cresca in media annua nel 2006 intorno al 3%**, il miglior risultato dal 1994 e si mantenga su tassi ampiamente positivi anche nel 2007.

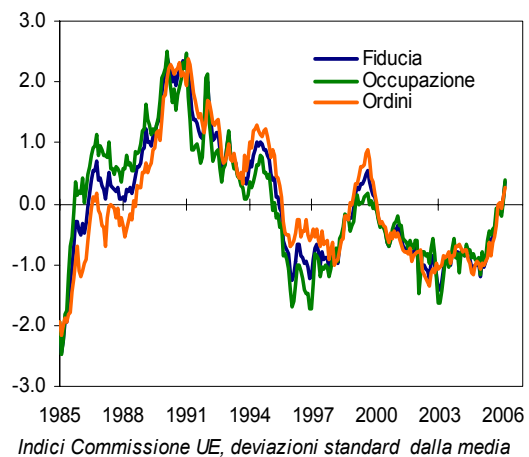
Già nella parte finale del 2005 gli investimenti in costruzioni ed il valore aggiunto del settore sono cresciuti su base tendenziale per la prima volta dal 2000, a parte la sporadica puntata di fine 2003 (Fig.1). Il valore aggiunto ha mostrato tassi di crescita trimestrali positivi dal 2005.T2, un tris che non si registrava dal 1991/92!!!

Fig.1 Costruzioni in ripresa a fine 2005



Fonte: Commissione UE e Ufficio Statistico Tedesco

Fig.2 Prospettive rosee per il 2006

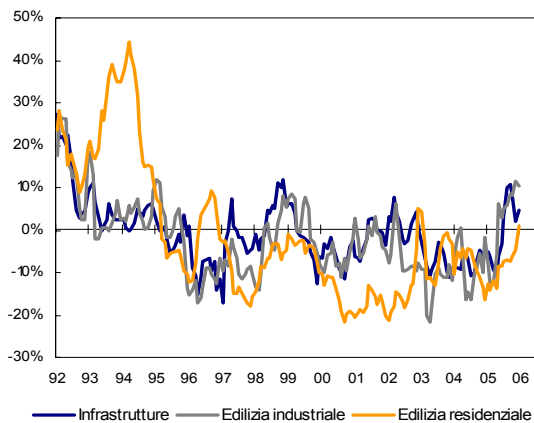


Indici Commissione UE, deviazioni standard dalla media

L'andamento dei principali indici congiunturali proietta anche per i prossimi trimestri una tendenza molto positiva. **L'indice di fiducia della Commissione UE** a febbraio ha segnato il massimo da settembre 1999 e se confermato nei prossimi mesi **sarebbe coerente con una crescita degli investimenti e del valore aggiunto intorno al 3% a/a già nel 2006.T2** (Fig. 1). La ripresa appare sostenibile e più equilibrata che nel 1999, quando si rivelò un fuoco di paglia. Oggi infatti le imprese del settore non solo registrano un **livello superiore alla media del flusso di ordini** ma manifestano una **marcata tendenza all'aumento della manodopera** utilizzata (Fig. 2). I massimi raggiunti in concomitanza con la riunificazione tedesca sono lontani e probabilmente irraggiungibili, ma **la situazione corrente appare come la migliore da un decennio a questa parte.**

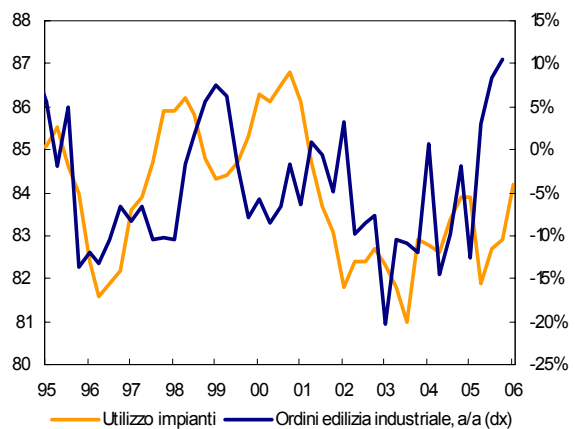
La domanda si rivolge sia all'edilizia infrastrutturale, industriale e pubblica, sia all'edilizia residenziale (Fig.3). In particolare, **la domanda di le strutture industriali reagiscono all'aumento del grado di utilizzo degli impianti** (Fig.4) in seguito alla ripresa del ciclo economico in corso da diversi trimestri e **più intensa in Germania che negli altri paesi dell'area euro.**

Fig.3 Valore degli ordini di nuovo in ascesa



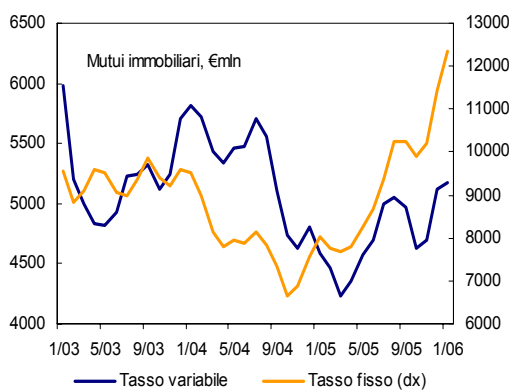
Fonte: Commissione UE e Ufficio Statistico Tedesco

Fig.4 La ripresa ciclica spinge l'edilizia industriale



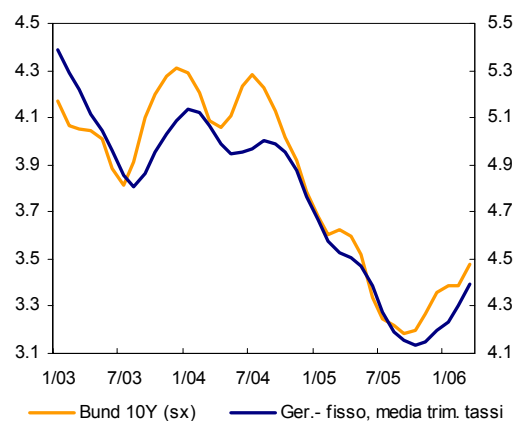
Dopo gli eccessi dei primi anni '90, si registra anche un **ritorno di vivacità nell'edilizia residenziale** (Fig. 3), confermata anche dalla **forte accelerazione dei nuovi mutui immobiliari registrata da metà 2005** (Fig. 5). Questa è stata particolarmente forte per i contratti a tasso fisso per almeno i primi cinque anni del contratto, che rappresentano più dei due terzi del mercato in Germania. Alla base di questa tendenza vi è la discesa dei rendimenti obbligazionari a lungo termine che ha toccato il suo minimo proprio a settembre 2005 (Fig. 6). Il successivo aumento dei rendimenti è già stato trasferito dalle banche, ma **il livello corrente dei tassi praticati rimane comunque ampiamente inferiore a quello accessibile un anno fa o nel 2004.**

Fig.5 Forte domanda di mutui a tasso fisso...



Fonte: Deutsche Bundesbank

Fig.6 ...favorita dal calo dei rendimenti



Il recupero del valore dei permessi edilizi concessi consente di guardare con maggiore ottimismo al futuro prossimo rispetto all'ultimo biennio (Fig 7). **Il ritrovato slancio del settore edile in Germania si accompagnerà ad una maggiore domanda dei materiali da costruzione**, quali cemento e calcestruzzo (Fig 8). Gli ordini in volume di questi beni mostrano nella seconda metà del 2005 una forte ripresa. Spicca in particolare **la crescita della domanda di cemento, al massimo dalla prima vera del 1995.**

Fig.7 Valore dei permessi edilizi in aumento...

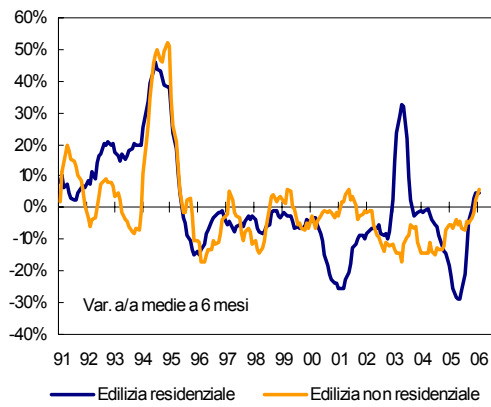
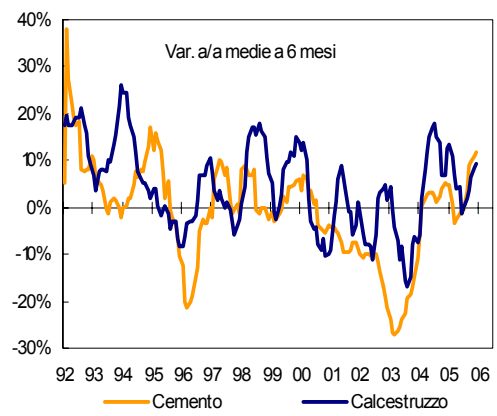


Fig.8 ...e la domanda di cemento decolla!!



Fonte: Datastream, Deutsche Bundesbank e Ufficio Statistico Tedesco

Francia: più crescita e occupazione nel 2006 - 2007

Anna Grimaldi
anna.grimaldi@bancaintesa.it

La ripresa iniziata nell'estate dello scorso anno grazie ad un recupero della domanda interna dovrebbe proseguire e garantire un'accelerazione della crescita all'1,9% nel 2006 e al 2% nel 2007. Il commercio estero continuerà a fare da zavorra in parte data la migliore performance relativa della domanda interna francese ed in parte a causa della progressiva perdita di competitività.

Gli investimenti aziendali dovrebbero guadagnare terreno (3,5%), in risposta all'accelerazione dell'attività economica e complice il miglioramento della profittabilità delle imprese. Le condizioni finanziarie rimarranno peraltro ancora favorevoli nonostante i rialzi BCE: L'indagine sugli investimenti pubblicata dall'INSEE a febbraio mostra una revisione al rialzo delle intenzioni di spesa per il 2006, rispetto all'edizione di ottobre 2005. Nel corso del 2007, ci attendiamo una stabilizzazione della crescita degli investimenti sui livelli di quest'anno.

I consumi dovrebbero accelerare nel corso del 2006 verso il 2,4% per viaggiare quindi a velocità costante nel 2007. Il supporto dovrebbe venire da un progressivo miglioramento del reddito disponibile. Anche se con l'usuale ritardo rispetto all'andamento del ciclo, l'occupazione dovrebbe infatti mostrare maggiore dinamismo. Il piano per l'occupazione varato dal governo di de Villepin ci sembra vada nella giusta direzione nonostante i disordini che ne sono derivati e dovrebbe contribuire ad una maggiore creazione di lavoro nel medio termine.

La moderazione dell'inflazione, che stimiamo all'1,9% nel biennio 2006 – 2007, dovrebbe contribuire a preservare il potere d'acquisto delle famiglie. Ci attendiamo un modesto aumento dell'inflazione *core*, che dovrebbe comunque rimanere saldamente al di sotto del 2%, visto i limitati effetti di seconda battuta.

Stimiamo che il deficit francese abbia chiuso il 2005 appena al di sopra del 3%, in calo rispetto al 3,6% del 2004. Il miglioramento riflette in parte misure una tantum per un valore di 0,5% di Pil. Ci sembra difficile che il governo possa mantenere il deficit al 3% nel biennio 2006 – 2007 come indicato nel programma di stabilità e crescita a meno di uno sforzo aggiuntivo per contenere sforamenti di spesa (in particolare degli Enti Locali). Ma ulteriori restrizioni sono improbabili in vista delle elezioni politiche a metà del 2007.

Francia – Previsioni

	2004	2005	2006	2007	2005			2006				2007
					2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi 2000, a/a)	2.1	1.4	1.9	2.0	1.0	1.7	1.2	1.6	2.0	1.9	2.2	2.2
t/t					0.0	0.7	0.2	0.6	0.5	0.6	0.5	0.6
Consumi privati	2.3	2.1	2.4	2.4	-0.2	0.7	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6	0.5
Investimenti fissi lordi	2.1	3.3	3.5	3.4	0.0	1.1	0.7	0.9	1.2	0.8	0.7	0.7
Consumi pubblici	2.7	1.5	1.9	2.3	0.2	1.2	0.4	0.4	0.3	0.5	0.5	0.6
Esportazioni	2.2	3.2	4.0	4.0	1.0	3.2	0.9	0.8	0.5	0.5	0.2	1.3
Importazioni	6.1	6.6	4.6	5.3	1.4	2.7	2.4	-1.8	2.0	2.0	1.5	1.0
Var. scorte (contrib., %Pil)	0.8	0.2	-0.3	-0.1	0.2	-0.3	0.1	-0.8	0.3	0.4	0.3	-0.1
Partite correnti (%Pil)	-0.5	-1.3	-1.5	-1.4								
Deficit (%Pil)	-3.7	-3.1	-3.4	-3.4								
Debito (%Pil)	66.4	66.5	67.0	67.7								
CPI (a/a)	2.3	1.9	1.9	1.9	1.0	0.4	0.3	0.3	0.8	0.3	0.4	0.4
Produzione Industriale	1.7	0.0	2.0	2.0	-0.5	0.5	-0.4	1.3	0.5	0.8	0.1	0.4
Disoccupazione (%)	9.6	9.5	9.1	9.0	9.6	9.5	9.3	9.2	9.1	9.0	9.0	9.0

Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato.

Italia: in attesa di una svolta

Anna Grimaldi
anna.grimaldi@bancaintesa.it

Nel 2005, l'Italia non è cresciuta e ha fatto peggio solo all'inizio degli anni 90. Si è allargato quindi ulteriormente il gap con la media europea che pur avendo rallentato rispetto al 2004 è comunque cresciuta dell'1,4%. L'underperformance dell'Italia in una fase ciclica decisamente positiva a livello mondiale ricorda ancora una volta la necessità ormai inderogabile di affrontare i problemi strutturali che continuano ad appiattire la crescita potenziale.

Torneremo al trend nel 2006 grazie alla congiuntura internazionale favorevole

Nel corso del 2006, grazie proprio alla congiuntura più favorevole a livello internazionale, ci aspettiamo un ritorno della crescita in territorio positivo. Se i conti trimestrali dovessero confermare un'uscita dal 2005 di -0,2%/t, il PII 2006 farebbe al meglio +1,2% più o meno in linea con il trend. Fino a un mese fa avevamo una previsione di +1,3%. Con un uscita dal 2005 di -0,2%/t per arrivare all'1,2% nel 2006 è necessario assumere un profilo di crescita più ripido nei primi mesi dell'anno 0,4%/t nel 2006.T1 rispetto ad un precedente 0,3%/t.

Le esportazioni nette faranno ancora da zavorra nel 2006: data la perdita di competitività, l'export italiano riuscirà infatti a beneficiare solo in parte dell'accelerazione della domanda mondiale.

Nel biennio in corso la spinta alla crescita dovrebbe venire da un recupero di domanda interna ed in particolare degli investimenti industriali. Una più vivace attività industriale dovrebbe infatti stimolare almeno la spesa per investimenti di sostituzione. Anche i consumi privati dovrebbero guadagnare un po' di terreno nell'anno in corso ci attendiamo infatti una modesta accelerazione dell'occupazione e quindi del reddito disponibile.

Farà meglio l'industria ma i problemi strutturali restano e cominciano a colpire anche i servizi

La produzione industriale dovrebbe tornare in territorio positivo nel corso del 2006, la crisi di fine 2004 – inizio 2005 ha infatti consentito una parziale selezione delle industrie più efficienti anche se nei settori più colpiti come il tessile, l'industria del legno e della carta è possibile che si continuerà ancora a viaggiare in territorio negativo ancora per un po'.

Le indicazioni disponibili sul settore dei servizi sono per una netta accelerazione dell'attività ed è possibile che questo si sia già verificato alla fine dello scorso anno. Anche per i servizi va fatta una distinzione tra ciclo e trend. Se il primo è in miglioramento il secondo il secondo comincia a risentire del calo di produttività che ha colpito in particolare nel settore della distribuzione.

Consumi in lieve accelerazione nel 2006 sostenuti da maggiore occupazione e....

Nel corso del 2006, ci attendiamo una modesta accelerazione dell'occupazione e quindi del reddito disponibile. I consumi delle famiglie dovrebbero crescere dell'1,0%, valore che appare come un balzo rispetto ai dati annuali 2005, ma in realtà, se ci atteniamo alla crescita acquisita per il 2005 sulla base dei primi nove mesi dell'anno, si tratta solo di una modesta accelerazione. Supporto ai consumi dovrebbe venire da dinamiche occupazionali più favorevoli, come segnalato dalle indagini presso le imprese industriali e servizi. È difficile tuttavia che si abbia una crescita in eccesso del reddito disponibile prevediamo infatti che il risparmio continuerà a salire per buona parte del 2006 passando al 16,5% da una stima di 15,6% per il 2005. Soltanto una volta rimossa l'incertezza politica, le famiglie ridurranno la componente di risparmio destinata a fini precauzionali.

...dalla dinamica dei prezzi al consumo. L'inflazione italiana dovrebbe fare meglio della media europea per la prima volta dal 1980

Un po' di supporto al potere d'acquisto delle famiglie dovrebbe venire dalla dinamica dei prezzi al consumo. L'inflazione ha chiuso il 2005 al 2% in media annua. Nel 2006, l'inflazione italiana potrebbe scendere al di sotto della media area euro per la prima volta da almeno una generazione. Già nel 2005 l'inflazione italiana si è allineata con quella del resto dell'area e ha fatto finanche meglio a

fine anno. I nostri indicatori di pressioni inflazionistiche: ¹³suggeriscono che, nei prossimi sei mesi, la dinamica tendenziale dei prezzi al consumo al netto dell'energia potrebbe accelerare nell'area euro, mentre dovrebbe ancora muoversi su di un trend discendente in Italia. Le nostre previsioni estendono anche alla seconda metà di quest'anno e a tutto il 2007 una dinamica dei prezzi al consumo italiani più moderata che nel resto dell'area euro. Nel corso del 2006, l'inflazione italiana dovrebbe infatti aggirarsi intorno all'1,9%, in calo rispetto al 2,2% osservato nel 2005 e tre decimi più in basso rispetto alla media europea. Nel corso del 2007, ci attendiamo un tasso medio d'inflazione dell'1,8%, di circa quattro decimi più basso che nell'area euro. (per maggiori dettagli sui motivi all'origine della migliore performance dell'inflazione italiana si veda il riquadro nella pagina successiva).

Meno spinta dall'estero e una politica fiscale più restrittiva peseranno sulla crescita nel 2007

Nel 2007, non escludiamo un rallentamento della crescita la congiuntura internazionale dovrebbe infatti essere meno favorevole ed è possibile dato lo stato allarmante dei conti pubblici che si renda necessaria una manovra correttiva già nella seconda metà del 2006. Del resto questo è il termine che le agenzie di rating hanno indicato come ultimo per delineare una strategia di rientro. Nel 2005, il debito pubblico italiano è infatti tornato a crescere per la prima volta dal 1994, assestandosi al 106,4% del Pil, 2,6 punti di Pil più in alto che nel 2004 quando il debito risultava pari al 103,8 del Pil (rivisto al ribasso da una precedente stima di 106,5%). L'aumento del rapporto debito PIL risulta maggiore delle ultime proiezioni del governo che, nell'aggiornamento del Programma di Stabilità di dicembre, erano per un aumento di 2,0 punti di Pil.

Il governo uscente si è impegnato con Bruxelles per portare il deficit al 3,5% del PII nel 2006. Tale obiettivo ci sembra piuttosto ambizioso nonostante le misure aggiuntive approvate alla fine dell'anno scorso portino la manovra per il 2006 a circa 20mld di €. La correzione dipende dall'efficacia delle misure di contenimento della spesa, che l'esperienza insegna sono poco efficaci. L'obiettivo di una crescita della spesa al 2% nel 2005 è stato ampiamente sforato. I dati effettivi mostrano infatti una crescita del 4%.

Manteniamo pertanto, in assenza di uno sforzo aggiuntivo, la nostra stima del deficit al 4,4% del Pil nel 2006. Data l'incertezza sulle misure di contenimento della spesa e di reperimento di maggiori entrate introdotte con la Finanziaria 2006, ci sembra improbabile che il target del governo possa essere raggiunto.

Il governo si era impegnato ad una riduzione del debito di 0,5% del PII nel 2006 e di circa due punti di PII nel 2007. Secondo le nostre stime questo obiettivo continua a dipendere dalla capacità di realizzare un aggressivo programma di privatizzazioni, in assenza del quale stimiamo che il debito possa superare il 108% del Pil nel 2007.

E' necessario riportare il debito pubblico su di un sentiero di sostenibilità

Una semplice simulazione mostra che per riportare il debito su di un sentiero sostenibile è imperativa una manovra correttiva di circa 1,0% all'anno per tre anni in modo da ricondurre l'avanzo primario al o leggermente al di sopra del 4%. Quanto più avanti è spostato l'aggiustamento tanto maggiore sarà lo sforzo necessario per stabilizzare il debito. Rimandare la correzione non fa che aumentare il costo per le generazioni future. Una semplice simulazione, che assume un tasso di crescita potenziale di 1,2% fino al 2015 e quindi un calo all'0,8% dal 2016 in poi, un tasso d'inflazione costante al 2,0% e un costo implicito del debito di 4,6%, mostra che se l'avanzo primario è lasciato al livello

¹³ Utilizziamo come indicatore anticipatore dell'inflazione al netto dell'energia la media mobile a sei mesi annualizzata della variazione mensile del HICP ex energia destagionalizzato con TRAMO SEAT che troviamo ha un lead di 6 esi sull'inflazione effettiva.

del 2005 (0,5% del Pil) per i prossimi 45 anni il debito si muoverebbe su di un sentiero esplosivo.

Ulteriori pressioni per un aggiustamento potrebbero venire dalla performance della Germania dove il deficit potrebbe calare al di sotto del 3% già nel 2006. In tal caso, non è escluso che Bruxelles possa avere un atteggiamento meno accondiscendente nei confronti delle inadempienze italiane. Oltretutto, nel caso in cui il deficit tedesco dovesse sorprendere verso il basso non è da escludere un allargamento dello spread BTP-Bund il che aggiungerebbe ulteriori pressioni sull'andamento della spesa per interessi su cui già grava l'aumento dei tassi BCE.

Il 2007 deve essere un anno di svolta, ma il nuovo esecutivo dovrà destreggiarsi tra l'urgenza di una seria correzione di bilancio pubblico e la necessità di riforme per rilanciare la produttività del Paese.

Italia – Previsioni

	2004	2005	2006	2007	2005			2006				2007
					2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi 2000, a/a) ¹	1.1	0.0	12	10	0.2	0.1	0.3	13	10	11	15	14
t/t					0.7	0.3	-0.2	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
Consumi delle famiglie	1.0	0.9	13	0.8	0.6	0.4	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3	0.1
Consumi collettivi	0.7	0.9	15	14	0.4	0.0	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
Investimenti fissi	1.9	-1.1	15	16	1.6	1.3	-0.4	-0.1	0.6	0.5	0.4	0.3
Importazioni	2.5	2.6	3.7	3.6	4.2	1.1	2.8	-2.0	14	16	10	0.5
Esportazioni	3.2	0.8	2.9	2.4	5.2	2.9	2.0	-2.0	0.7	0.0	10	10
Var. scorte (contrib., %Pil)	0.0	0.0	0.1	0.4	-0.3	-0.7	-0.2	0.2	0.3	0.5	0.0	0.0
Partite correnti (%Pil)	-0.1	-0.8	-13	0.7	-2.3	0.1	-1.2	-2.3	-19	0.1	-12	-2.2
Deficit (%Pil)	-3.4	-4.1	-4.4	-4.1								
Debito (%Pil)	103.8	106.4	107.4	108.3								
Fabb. del settore statale mld €	-47.4	-60.0	-68.0									
CPI (a/a)	2.2	2.0	19	17	1.8	2.0	2.0	2.0	2.0	18	18	18
Produzione Industriale	-0.6	-1.0	10	0.8	1.2	0.7	-0.7	0.9	0.4	-0.2	-0.6	0.5
Disoccupazione (%)	8.1	7.8	7.6	7.7	7.8	7.7	7.7	7.7	7.6	7.6	7.6	7.6

Variazioni percentuali sul periodo precedente – salvo ove diversamente indicato.

1) I dati annuali per la crescita del PIL e componenti si riferiscono ai nuovi conti annuali ISTAT per il periodo 2002-2005.

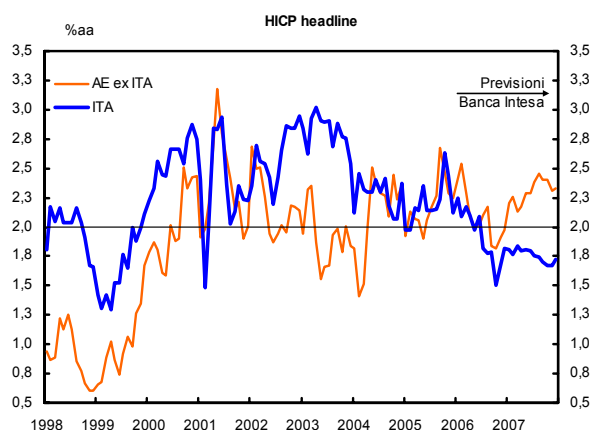
I dati di PIL per gli anni 2006-2007 sono medie dei dati trimestrali.

Focus - L'inflazione italiana meglio della media AE per la prima volta da almeno il 1980

Anna Grimaldi
anna.grimaldi@bancaintesa.it

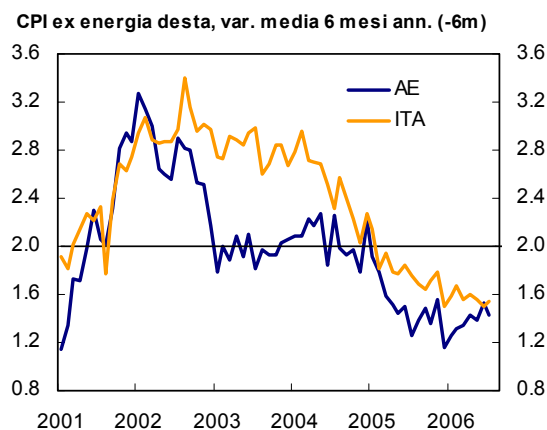
Nel 2006, l'inflazione italiana potrebbe scendere al di sotto della media area euro per la prima volta da almeno una generazione. Già nel 2005 l'inflazione italiana si è allineata con quella del resto dell'area e ha fatto finanche meglio a fine anno. I nostri indicatori di pressioni inflazionistiche¹⁴ suggeriscono che, nei prossimi sei mesi, la dinamica tendenziale dei prezzi al consumo al netto dell'energia potrebbe accelerare nell'area euro, mentre dovrebbe ancora muoversi su di un trend discendente in Italia. Le nostre previsioni estendono anche alla seconda metà di quest'anno e a tutto il 2007 una dinamica dei prezzi al consumo italiani più moderata che nel resto dell'area euro. Nel corso del 2006, l'inflazione italiana dovrebbe infatti aggirarsi intorno all'1,9%, in calo rispetto al 2,2% osservato nel 2005 e tre decimi più in basso rispetto alla media europea. Nel corso del 2007, ci attendiamo un tasso medio d'inflazione dell'1,8%, di circa quattro decimi più basso che nell'area euro.

Fig. 1 – CPI: ci attendiamo una dinamica più contenuta in Italia che nella media AE ex -ITA



Fonte: Eurostat e previsioni Banca Intesa

Fig. 2 – Indicatore anticipatore suggerisce un'inversione nell'AE ma non in Italia



Fonte: Eurostat e previsioni Banca Intesa

I nostri modelli proiettano una **dinamica ancora più moderata per l'inflazione italiana ex-tabacco** (misurata sull'indice dei prezzi al consumo di famiglie e operai) rispetto alla media area euro. Di conseguenza, **dovrebbe allargarsi ulteriormente lo spread area euro Italia e toccare un massimo a metà 2007. Tuttavia**, la nostra modellistica¹⁵ sembra indicare che **il punto di minimo per l'inflazione FOI ex – tabacco è alle spalle** (v. grafico 9).

Si noti che le pressioni inflazionistiche sembrano aver raggiunto un pavimento anche se guardiamo ai prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC): anche il fatto che le pressioni inflazionistiche possano aver toccato un minimo nel

¹⁴ La media mobile a sei mesi annualizzata della variazione mensile del HICP ex energia destagionalizzato con TRAMO SEAT ha un lead di 6 mesi sull'inflazione effettiva al netto dell'energia e pertanto può essere utilizzata come indicatore anticipatore delle pressioni inflazionistiche.

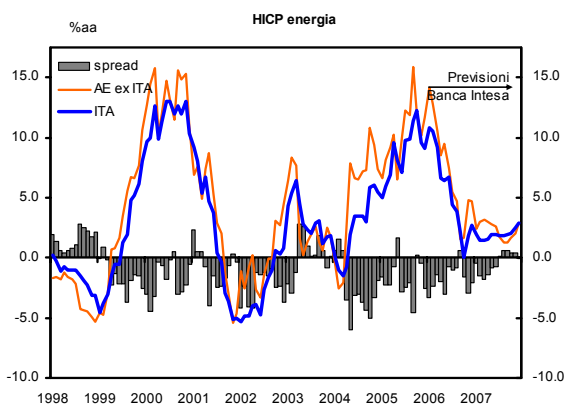
¹⁵ Si noti che anche per il FOI al netto dei tabacchi calcoliamo un 'indice di pressioni inflazionistiche come indicato nella nota 1.

FOI ma non nell'HICP potrebbe in parte dipendere dal peso con cui i differenti capitoli entrano nel computo dei due indici e dall'aggiustamento per gli sconti di bassa stagione di cui si tiene conto nell'HICP ma non nel NIC e nel FOI.

Abbiamo cercato di analizzare le dinamiche recenti del CPI italiano per capire da quali capitoli origina la chiusura del gap rispetto alla media europea. Un contributo positivo è venuto dall'**energia** che ha viaggiato un punto percentuale al di sotto della media area euro (10,5%), (si veda il grafico 10). **Nel corso del 2006, il capitolo energia italiano dovrebbe continuare a muoversi su di un trend più contenuto che nella media area euro. La dinamica più favorevole della componente energetica in Italia è riconducibile alla struttura relativa dei prezzi finali al consumo di elettricità e gas.** Tali prezzi sono più elevati in Italia che nel resto dell'area euro a causa di accise più gravose. Tale struttura relativa di prezzo fa sì che all'aumentare o calare dei prezzi delle benzine e gas da riscaldamento, la variazione mensile percentuale del capitolo energia è meno marcata in Italia che negli altri paesi dell'unione monetaria.

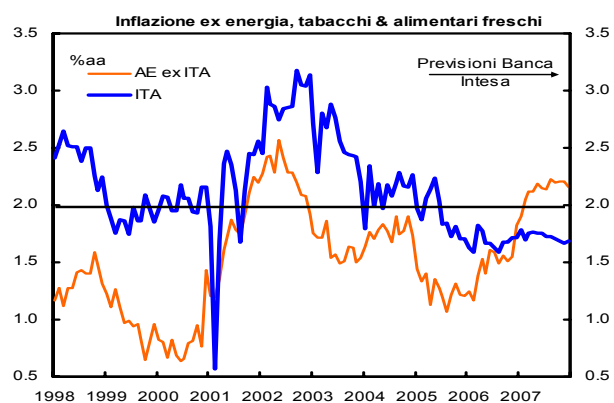
Nel corso degli ultimi nove anni **le dinamiche dell'indice armonizzato core** (al netto di energia, tabacchi e alimentari freschi), **sono state meno contenute in Italia che nel resto dell'area euro.** (si veda il grafico 4). Le ragioni della peggiore *performance* dell'inflazione *core* italiana possono ricercarsi nel fatto che l'ingresso nell'unione monetaria e il passaggio all'euro hanno indotto un processo di convergenza del livello dei prezzi, che in Italia era più basso che nella media europea. Di conseguenza, si è avuto un periodo in cui i prezzi sono aumentati più che nel resto dell'area euro. Vi sono poi settori come l'abbigliamento in cui l'Italia ha fatto peggio della media perché il più basso grado di concorrenza nella distribuzione ha limitato l'impatto disinflazionistico delle importazioni a basso costo dai paesi emergenti. Una peggiore *performance* si è osservata fin ora anche nei servizi. Nelle telecomunicazioni, invece, a partire da metà 2003, i prezzi sono scesi più rapidamente che nel resto dell'area, dal momento che l'Italia ha aperto più tardi alla concorrenza.

Fig. 3 – CPI energia: ci attendiamo una continuazione delle dinamica più contenuta in Italia



Fonte: Eurostat e previsioni Banca Intesa

Fig. 4 – CPI core: l'Italia dovrebbe fare meglio della media nel 2007 ma non solo per virtù!



Fonte: Eurostat e previsioni Banca Intesa

Guardando in avanti, **l'inflazione core italiana rimarrà ancora al di sopra della media europea nel corso di quest'anno, ma dovrebbe scendere al di sotto della media nel 2007. La migliore performance attesa è in larga misura**

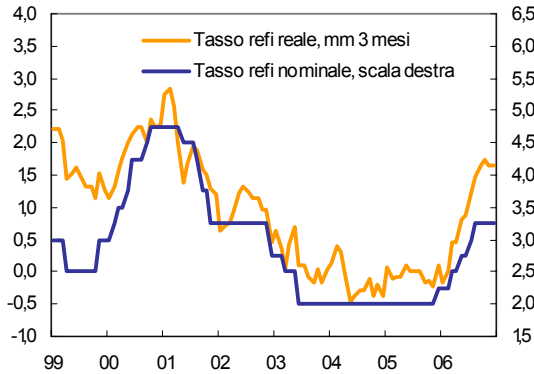
riconducibile all'impatto dell'IVA tedesca sull'inflazione area euro e solo in minima parte a virtù italiane.

Una dinamica più contenuta dei prezzi core nel medio termine sarebbe più che giustificata dall'ampio *output gap* accumulato dall'Italia negli ultimi anni. È possibile che con il tempo le pressioni dai mercati emergenti accentuino la moderazione dei prezzi dell'abbigliamento e di altri beni. È inoltre probabile che i prezzi delle telecomunicazioni continuino a muoversi su di un *trend* negativo. Tuttavia, il basso grado di concorrenza nella grande distribuzione e nei servizi limita la propagazione delle pressioni disinflazionistiche.

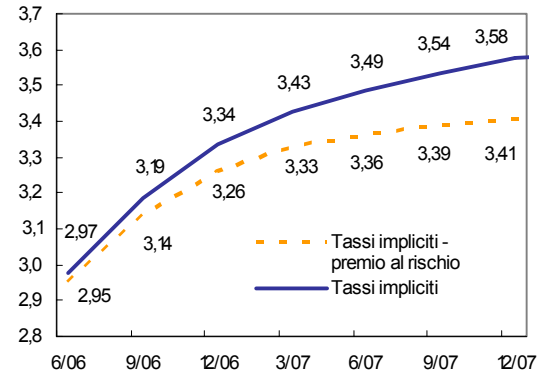
Il principale rischio verso l'alto a questo scenario deriva dalla politica fiscale. Lo stato delle finanze pubbliche italiane potrebbe infatti richiedere una stretta fiscale già nella seconda metà dell'anno e non possiamo escludere misure sui prezzi amministrati, che spingerebbero verso l'alto l'inflazione *core*.

La situazione in un'occhiata

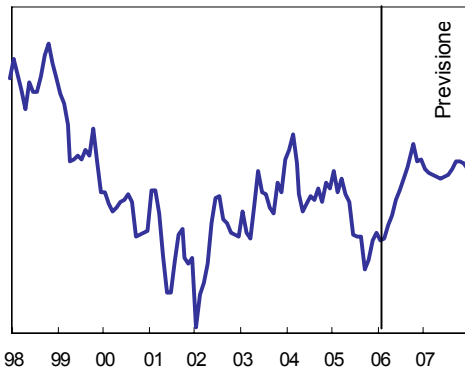
Tasso refi nominale e reale



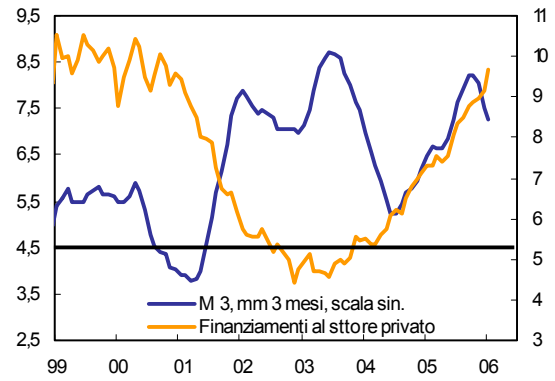
La curva strip dei Futures sull'Euribor a 3 mesi



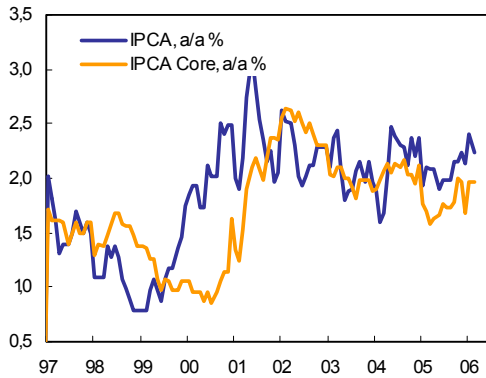
Indice Banca Intesa di condizioni monetarie



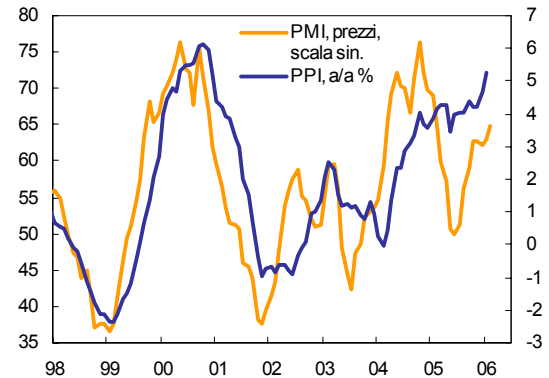
Moneta e credito



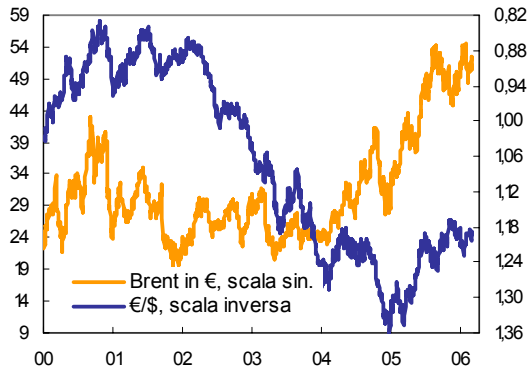
Inflazione headline e inflazione core



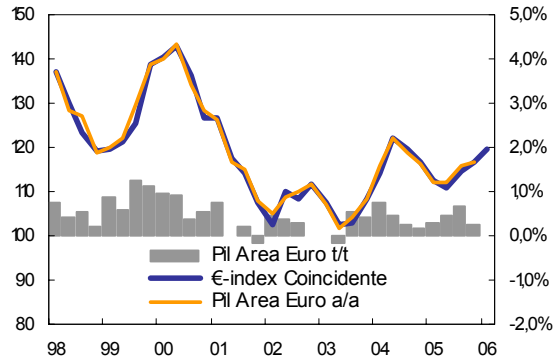
Prezzi a monte e inflazione alla produzione



Pressioni esterne sulla stabilità dei prezzi



Indicatori ciclici e crescita del Pil



Regno Unito

Asmara Jamaleh
asmara.jamaleh@bancaintesa.it

Ripresa in corso dell'economia britannica. Il 2005 è stato un anno di rallentamento (1,8% da 3,2% del 2004). Responsabili di tale raffreddamento sono stati i consumi privati, frenati da un biennio di politica monetaria restrittiva che ha contribuito a sgonfiare il boom del mercato immobiliare. Verso la metà del 2005 si è temuto che la frenata dei consumi fosse troppo brusca. Questo ha portato la BoE a tornare sui propri passi, tagliando i tassi da 4,75% a 4,50% ad agosto 2005. I rischi verso il basso sulla crescita sono rientrati e il 2005.T4 si è chiuso con un'accelerazione del Pil da 0,5% a 0,6% t/t, trainata dai consumi.

Dopo una chiusura d'anno così forte c'è da attendersi che il 2006.I moderi il passo, ma i segnali di ripresa stanno trovando conferme di continuità per il 2006: le attese sono per un ritorno della crescita attorno al potenziale. La performance dei **consumi** sarà più modesta rispetto ai ritmi dell'ultimo decennio. Sul 2006.TI in particolare i rischi della stima sono verso il basso. L'assestamento della **dinamica** del credito al consumo e del mercato immobiliare **su livelli più bassi ma più sostenibili** sembrano però garantire la tenuta ai consumi. Sul mercato del lavoro si allentano le tensioni, con sostanziale stabilizzazione del tasso di disoccupazione che smette di scendere e rientro delle dinamiche retributive. Questo sta già contribuendo a tenere **sotto controllo le spinte inflazionistiche**, compensando le pressioni sui costi degli altri input produttivi.

Tale scenario di crescita e inflazione si concilia con una prospettiva di **stabilità dei tassi d'interesse**. Il mercato ha infatti eliminato le attese di un taglio tra 2006.T2 e 2006.T3, ma ha introdotto una probabilità di rialzo tra 2006.T4 e 2007.TI, che appare però prematura in una fase di assestamento come quella in atto. Una restrizione delle condizioni di finanziamento andrebbe a sommarsi alla già subita erosione dei margini frenando gli investimenti, che dopo la contrazione del 2005.T4 (-0,8% t/t in controtendenza rispetto ai consumi) sono invece previsti in ripresa. Dai dati di produzione e delle indagini PMI già emerge che il settore sta uscendo dalla recessione di fine 2005. Nella stessa direzione conduce anche l'indebolimento della valuta: il differenziale tassi sia con gli USA che con l'area euro non favorisce la sterlina. Un cambio più competitivo dovrebbe consentire di replicare nel primo trimestre il contributo positivo fornito alla crescita da parte del canale estero nel 2005.T4. La performance (migliore del previsto) della crescita dovrebbe agevolare il soddisfacimento dell'obiettivo UE di riportare il **disavanzo di bilancio sotto il 3% rispetto al Pil entro l'anno fiscale 2006/07**.

Regno Unito – Previsioni

	2005	2006	2007	2005			2006				2007	
				2	3	4	1	2	3	4	1	1
PIL (prezzi cost., a/a)	1,8	2,3	2,5	1,6	1,8	1,8	2,1	2,3	2,3	2,4	2,6	
t/t				0,5	0,5	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	
Consumi privati	1,9	2,1	2,0	0,3	0,6	0,7	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	
Investimenti fissi	3,3	2,6	3,6	0,2	2,8	-0,8	0,6	0,7	0,8	0,9	0,6	
Consumi pubblici	2,1	2,9	2,5	0,7	0,8	0,8	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	
Esportazioni	5,2	5,3	5,7	3,4	0,7	1,1	1,2	1,3	1,3	1,4	1,4	
Importazioni	4,8	5,3	5,2	2,5	2,1	0,3	1,3	1,2	1,4	1,4	1,0	
Var. scorte (contrib., % Pil)	-0,3	-0,1	0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Partite correnti (% Pil)	-2,0	-2,5	-2,9	-0,5	-3,4	-2,1	-2,2	-2,5	-2,7	-2,9	-3,0	
Deficit (% Pil)	-3,3	-2,7	-2,5									
Debito (% Pil)	42,2	42,9	43,3									
RPIX (a/a)	2,3	2,6	2,5	2,2	2,4	2,3	2,3	2,5	2,7	2,8	2,6	
Produzione Industriale	-1,7	0,8	1,0	-0,3	-0,6	-0,8	0,9	0,7	0,5	0,3	0,3	
Disoccupazione (%)	2,8	2,9	3,0	2,8	2,8	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	
Eurosterlina a 3 mesi	4,71	4,56	4,46	4,84	4,56	4,56	4,59	4,60	4,55	4,50	4,40	
Long Gilt	4,41	4,26	4,33	4,44	4,26	4,29	4,15	4,35	4,30	4,25	4,20	
Sterlina/dollaro	1,82	1,75	1,76	1,86	1,79	1,75	1,75	1,75	1,76	1,73	1,74	
Cambio effett. (1990=100)	103,1	100,3	99,7	103,3	103,0	103,2	102,7	101,6	99,9	96,8	97,7	

Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato.

L'Asia

- L'economia asiatica continua ad espandersi a ritmi molto sostenuti e nel 2006 contribuirà in misura crescente all'espansione della crescita mondiale. La normalizzazione dell'economia giapponese, unita alla prosecuzione di una forte crescita cinese, conferma che l'economia asiatica è di nuovo uno dei pilastri portanti dell'economia mondiale e rende molto più limitati i rischi per il ciclo globale derivanti dal previsto rallentamento dell'economia americana.

Giappone

- Il 2005 si è chiuso con una crescita del 2,8%, grazie a una dinamica molto sostenuta della domanda domestica. La previsione di crescita per quest'anno è di 2,9%, con una stabilizzazione di tutte le componenti della domanda su ritmi molto positivi. Nel 2007 la crescita dovrebbe essere del 2,5%.
- L'inflazione ha raggiunto 0,5% a/a a gennaio. Nel resto del 2006, alcuni fattori temporanei potrebbero abbassare la dinamica del CPI, ma in parte questi fattori sono statistici e in parte sono il risultato della deregolamentazione e non segnalano rischi di ritorno a uno scenario di deflazione. L'inflazione è prevista intorno a 0,3% nella seconda metà del 2006. Nel 2007, l'inflazione accelererà verso lo 0,6-0,7%.
- Questo sentiero è coerente con l'aspettativa che la BoJ alzi i tassi di intervento nel 2007 verso l'1-1,5%, per avere una politica monetaria non eccessivamente accomodante.
- La BoJ ha eliminato l'obiettivo di riserve ed è tornata a un obiettivo di tassi a zero. Ci vorranno diversi mesi per eliminare le riserve in eccesso. Nel frattempo, i tassi di intervento resteranno a zero e anche successivamente la politica monetaria resterà accomodante.

Cina

- La crescita dell'economia cinese prevista da Banca Intesa per il biennio 2006-2007, a 9,3%, è solo marginalmente inferiore al dato relativo al 2005 (9,9%). I consumi dovrebbero crescere nel biennio 2006-2007, poco sotto l'11%, e in linea con il 10,9% del 2005. Anche gli investimenti continueranno a restare sostenuti, mantenendo elevato il rischio di overcapacity. Gli afflussi di capitale, pur se in rallentamento restano molto elevati e lasciano l'avanzo di partite correnti al di sopra del 6,5% del PIL.
- L'**inflazione** nel prossimo biennio dovrebbe rimanere positiva, con una variazione a/a del CPI prevista intorno al 3-4%.

Giappone: è arrivata la prima tappa della svolta di politica monetaria

Giovanna Mossetti
giovanna.mossetti@bancaintesa.it

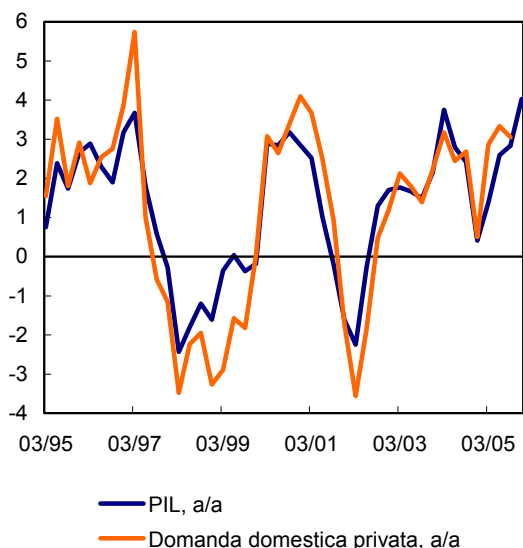
L'economia giapponese continua a marciare a ritmi sostenuti: la crescita più che soddisfacente della domanda interna e un'inflazione finalmente in territorio positivo hanno dato il via libera alla attesa svolta di politica monetaria (v. sotto). La decisione della BoJ di rimuovere l'obiettivo di riserve e di iniziare la normalizzazione della politica monetaria testimoniano la fiducia nelle prospettive congiunturali dell'economia. I dati recenti confermano l'aspettativa che la crescita nel 2006 segni un'ulteriore accelerazione rispetto a un già brillante 2005.

Scenario 2006-07

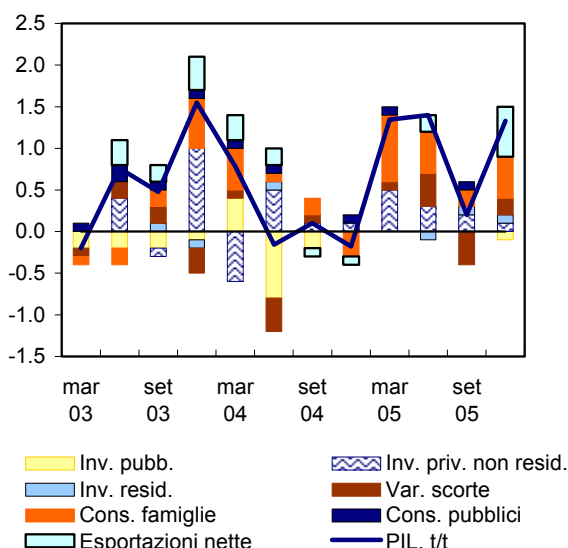
La recente pubblicazione della seconda stima del PIL di 2005.T4 ha ridimensionato solo marginalmente l'eccezionale crescita complessiva dell'economia (da 5,5% t/t ann. a 5,4%). Nella revisione, si registra una dinamica più sostenuta dei consumi privati (da 3,2% a 3,5%) e degli investimenti residenziali (da 7,6% t/t ann. a 8,5%), a fronte invece di un sentiero più contenuto degli investimenti privati non residenziali, rivisti da 7,2% t/t ann. a 1,4%. A sostegno della crescita nel quarto trimestre ha contribuito anche il calo delle importazioni di -3,4% (rivisto da -5,1%) t/t ann. La crescita forte del quarto trimestre sarà seguita da un temporaneo rallentamento nel primo trimestre del 2006, per cui abbiamo una previsione di 1,6% t/t ann.. Tale rallentamento non è però indicativo del trend di crescita dell'anno, che nella parte centrale del 2006 dovrebbe tornare più vicino al 3%.

Il **2005** si è chiuso quindi con una **crescita del 2,8%**, grazie a una dinamica molto sostenuta dei consumi per tutto l'anno e a investimenti non residenziali brillanti soprattutto nel primo semestre. La performance dell'anno scorso dovrebbe proseguire nel 2006. La previsione di **crescita per quest'anno è di 2,9%**, con una stabilizzazione di tutte le componenti della domanda su ritmi molto positivi.

La crescita è sostenuta dalla domanda domestica...



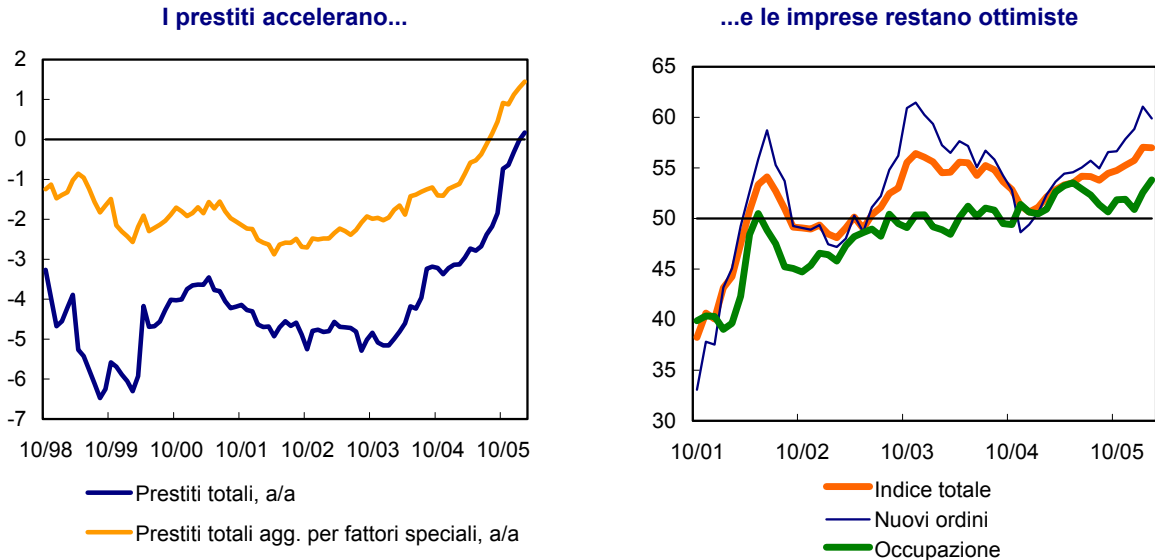
...con un ampio contributo dei consumi



Fonte: Ecwin

Dal lato degli **investimenti**, gli utili continuano a crescere a ritmi molto elevati e si è confermato negli ultimi mesi il miglioramento della domanda di prestiti. L'indice del settore manifatturiero, a 57 a febbraio, resta su livelli record dall'inizio della

serie (2001), e segnala ottimismo sulle prospettive nonostante il rallentamento degli investimenti a fine 2005. Per il 2006, la nostra previsione è di crescita degli investimenti privati non residenziali del 5,5%, dal +8,2% registrato nel 2005.

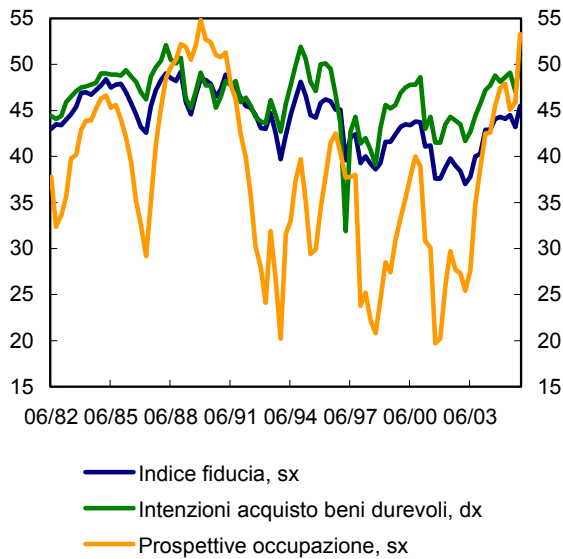


Fonte: Ecowin

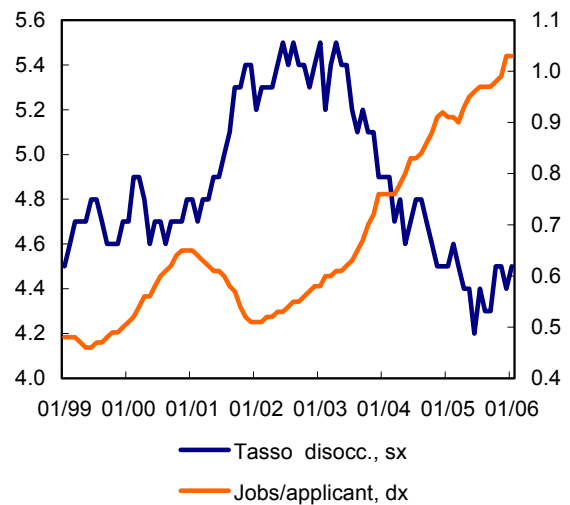
Le buone prospettive della domanda continuano a sostenere il **mercato del lavoro**. Con i dati di gennaio, il tasso di disoccupazione è risalito al 4,5% da 4,4% di dicembre, mantenendosi comunque nello stretto intervallo 4,4-4,5% degli ultimi quattro mesi. Il rapporto offerte/domande di lavoro è salito a 1,03, il massimo da agosto 1992. La previsione per il 2006 è che gradualmente il tasso di disoccupazione ridiscenda verso il 4%, sui livelli della fine degli anni '90. Le prospettive per la crescita dei redditi da lavoro sono quindi positive. L'inversione della politica monetaria inoltre potrebbe dare un'ulteriore spinta al reddito delle famiglie quando i tassi di intervento inizieranno a tornare positivi. Infatti le famiglie giapponesi hanno un attivo (intorno a 1,4 tln Y) circa quattro volte il loro passivo e la remunerazione nominale dei depositi contribuirà alla buona dinamica dei consumi attesa anche nel 2007.

La crescita dei **consumi** è stata sostenuta per tutto il 2005 (2,2%) e dovrebbe rimanere su livelli analoghi nel 2006. I primi rischi per i consumi delle famiglie potrebbero apparire nel 2007, e dipenderanno dalla prospettiva dalla politica fiscale. Fino a qualche settimana fa, il governo aveva affermato che a partire dall'anno fiscale 2007 avrebbe potuto essere reintrodotta l'imposta sui consumi. Questa indicazione portava a prevedere un rallentamento dei consumi nel secondo trimestre del 2007, con un conseguente rallentamento della dinamica del PIL. Tuttavia nell'ultima settimana Koizumi ha detto che è improbabile che l'imposta venga reintrodotta all'inizio dell'anno fiscale 2007. Quindi nelle nostre previsioni per il prossimo anno abbiamo rivisto verso l'alto i consumi nella parte centrale dell'anno e alzato la crescita del PIL attesa nel 2007 a 2,5%. Il sentiero dei consumi incorpora il rischio che nel corso dell'anno l'imposta venga introdotta, e per questo i consumi sono previsti in crescita del 2%, un ritmo marginalmente inferiore nel 2007 rispetto a quanto atteso per il 2006 (2,3%).

Le famiglie intendono spendere...
(indici famiglie con più di un componente)



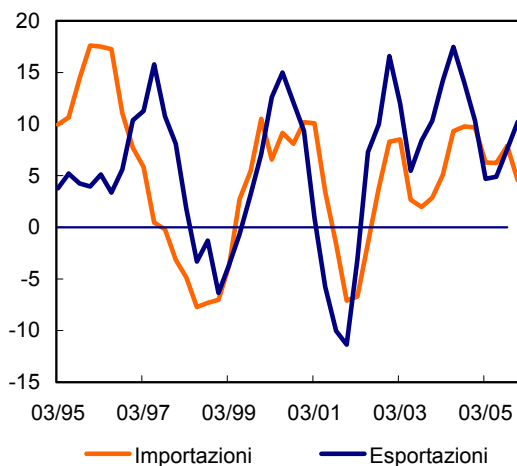
...sostenute dalle prospettive del mercato del lavoro



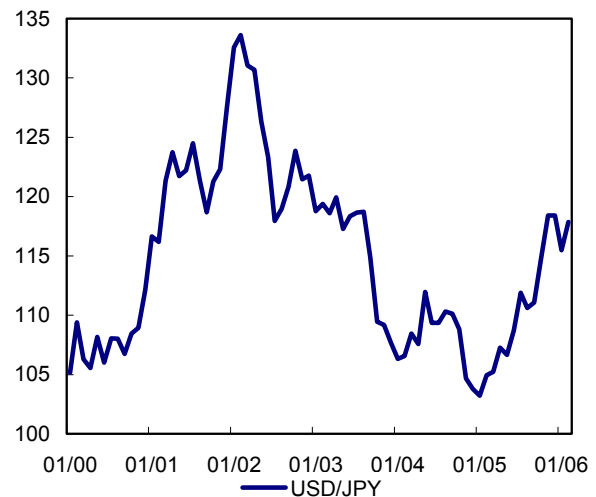
Fonte: Ecowin

Per quanto riguarda il canale estero, il quarto trimestre 2005 si è chiuso con una contrazione delle importazioni, che tuttavia dovrebbe invertirsi a partire da inizio 2006. Le condizioni dell'economia mondiale restano favorevoli a un'espansione dell'export nel 2006 su ritmi simili a quelli del 2005, nonostante l'aspettativa di un graduale apprezzamento del cambio nella seconda metà dell'anno.

La crescita mondiale sostiene il commercio estero...



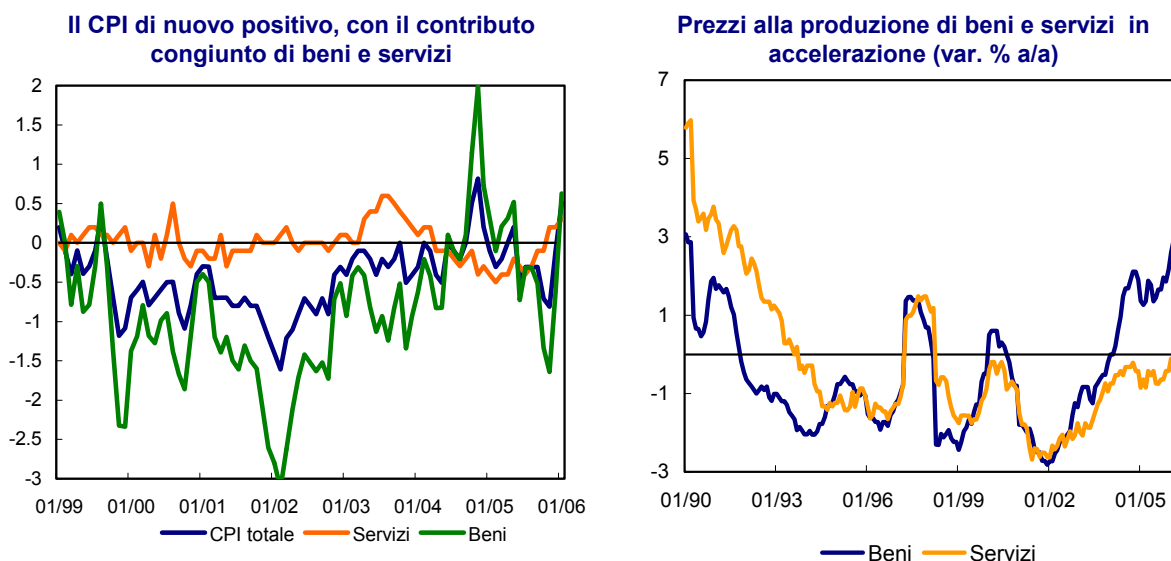
...e il cambio resta relativamente favorevole all'export



Fonte: Ecowin

L'inflazione ha proseguito il sentiero di normalizzazione. Nel mese di gennaio l'inflazione annualizzata è salita anche sopra le previsioni di consenso, toccando lo 0,5% sia per l'indice totale che per l'indice core. Il sentiero per l'anno dovrebbe proseguire sul trend positivo in atto anche se ci sono alcuni rischi di deviazioni per

fattori temporanei. Come mostra il grafico qui sotto il ritorno dell'inflazione in territorio positivo è sostenuto da entrambi i settori di beni e servizi. Una parte del rialzo recente dell'inflazione annualizzata (anche per l'indice *core*) include gli effetti dei prezzi energetici che hanno contribuito per poco più di 0,3% ai dati di inflazione di gennaio (l'indice *core* giapponese esclude solo alimentari freschi). Comunque, anche al netto dell'energia, il trend è positivo e, come ha fatto notare la BoJ, l'inflazione media giapponese è storicamente molto contenuta e ben al di sotto di quanto registrato negli altri paesi industrializzati; anzi secondo la banca centrale, il "measurement bias" per l'inflazione giapponese è molto vicino a zero. Per quanto riguarda i beni, per esempio abbigliamento e calzature, l'inflazione annualizzata è intorno al 3% a gennaio, con una netta accelerazione nella parte finale del 2005. Un trend analogo si registra per i servizi ex energia, come ricreazione e altri servizi personali.



Fonte: Ecwin

La svolta di politica monetaria rende particolarmente importanti i dati di inflazione nei prossimi trimestri. Ci sono alcuni fattori temporanei che potrebbero abbassare la dinamica del CPI nella parte centrale dell'anno, ma il punto importante da rilevare è che in parte questi fattori sono statistici e in parte sono il risultato della deregolamentazione e non segnalano rischi di ritorno a uno scenario di deflazione. Questo sentiero un po' più contenuto di inflazione previsto per la seconda metà del 2006 indurrà la BoJ a mantenere i tassi di intervento a zero per diversi mesi dopo l'eliminazione delle riserve in eccesso, ma non modificherà alla necessità di alzare i tassi per gran parte del 2007. L'uscita dal calcolo dell'inflazione annualizzata del periodo caratterizzato dagli aumenti dei prezzi energetici porterà a un appiattimento dell'inflazione *core* e di quella totale su livelli di circa 0,2-0,3 più bassi rispetto ai livelli attuali. Inoltre, a partire da aprile alcune società che forniscono energia elettrica stanno programmando nuove riduzioni delle tariffe per mantenere quote di mercato. Inoltre potrebbero esserci nuove riduzioni delle tariffe telefoniche (sul mobile dopo le riduzioni sul fisso dello scorso anno). Un effetto di rialzo si dovrebbe avere invece dall'aumento delle sigarette in vigore a partire da luglio 2006.

La previsione è quindi di **un'inflazione intorno a 0,3% nella seconda metà del 2006**, che però non segnala rischi di ritorno in deflazione. **Nel 2007**, invece il trend

sottostante di moderato aumento della dinamica dei prezzi ritornerà evidente e porterà **graduali incrementi** dell'inflazione annualizzata, **verso lo 0,6-0,7% a fine 2007**. Questo sentiero è coerente con l'aspettativa che **la BoJ alzi i tassi di intervento nel 2007 verso l'1-1,5%**, per avere una politica monetaria non eccessivamente accomodante.

BoJ: torna l'obiettivo sui tassi, arriva un intervallo di riferimento per l'inflazione

Alla riunione dell'8-9 marzo, la BoJ ha segnato la fine dell'emergenza, ritornando a definire la politica monetaria in termini di obiettivi sui tassi. La banca centrale ha ribadito che ci vorranno diversi mesi per eliminare le riserve in eccesso. Nel frattempo, i tassi di intervento resteranno a zero e anche successivamente la politica monetaria resterà accomodante. Per dare maggiori garanzie riguardo al sentiero dei tassi, la BoJ ha introdotto un intervallo di riferimento per l'inflazione, pur senza adottare un obiettivo puntuale. La BoJ determinerà la politica monetaria in modo da mantenere l'inflazione all'interno di un intervallo compreso fra 0 e 2% su un orizzonte di uno-due anni. La BoJ ha suggellato la fine dell'emergenza deflazione con il ritorno a una politica monetaria normale, definita solo in termini di obiettivi sui tassi e non più sulle riserve.

Ritorno al passato...

Il comunicato pubblicato dopo la riunione afferma che "la BoJ ha deciso di cambiare l'obiettivo operativo" dalle riserve sul conto della banca centrale al tasso *overnight*. La nuova indicazione di politica monetaria è **ora il mantenimento del tasso overnight a zero**. Il saldo delle riserve sul conto della BoJ verrà ridotto verso il livello delle riserve obbligatorie. Al 9 marzo, le riserve sul conto della BoJ ammontavano a 32 tln ¥ e le riserve in eccesso erano stimate dalla banca centrale a 27,95 tln ¥. Nel comunicato, la BoJ riconosce che, avendo il sistema bancario operato con un elevato livello di liquidità per molti anni, la riduzione delle riserve verso il livello desiderato dovrà avvenire "lungo un periodo di diversi mesi, prendendo in piena considerazione le condizioni del mercato monetario a breve termine". Il processo avverrà principalmente attraverso operazioni di mercato monetario a breve e per quanto riguarda l'acquisto mensile di JGB, la BoJ "continuerà ai livelli e alla frequenza attuali per qualche tempo". Attualmente, l'acquisto di JGB a lungo termine ammonta a 1,2 tln ¥ al mese, suddiviso in quattro acquisti settimanali di circa 0,30 tln.

La giustificazione per il passaggio da una politica monetaria di emergenza, definita con un obiettivo di riserve, a una normale, definita con un obiettivo sui tassi si trova nella valutazione dello stato e delle prospettive dell'economia giapponese. La BoJ afferma che "l'economia continua a migliorare in modo costante". A fronte della crescita solida delle esportazioni, la domanda domestica continua a migliorare sia per quanto riguarda gli investimenti sia per quanto riguarda i consumi privati. "Per il futuro, la banca centrale si aspetta una ripresa sostenuta". Sul fronte dei prezzi, la BoJ sottolinea che si prevede che l'inflazione resti positiva in futuro alla luce della chiusura dell'*output gap*, delle aspettative di variazioni positive dei prezzi da parte di imprese e famiglie e di aumenti salariali generalizzati. Il mantenimento del tasso di intervento a zero implica un proseguimento di una politica monetaria molto accomodante, senza "cambiamenti bruschi".

Questo punto è stato ribadito da Fukui anche il 10 marzo, a una audizione parlamentare a cui ha partecipato anche il primo ministro Koizumi. Fukui ha affermato che ai tassi attuali, date le condizioni congiunturali, la politica monetaria

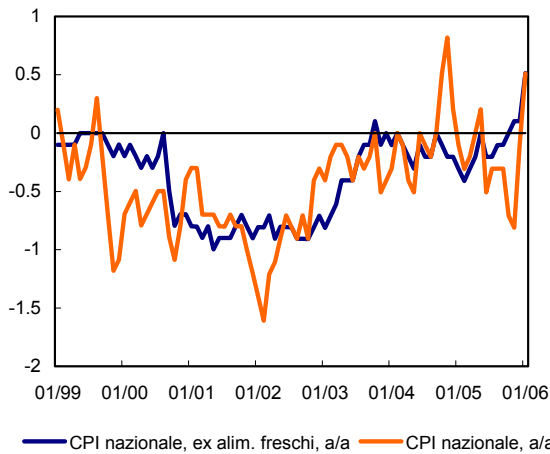
è estremamente accomodante, e “la politica di tassi a zero non può durare per sempre”. Tuttavia Fukui ha sottolineato che la banca centrale vuole mantenere condizioni accomodanti per qualche tempo. Considerando che l’inflazione è diventata positiva a partire da fine 2005 ed è attesa in moderato aumento nel corso dell’anno e del 2007, i tassi reali sono ora diventati negativi, mentre erano marginalmente positivi fino a quando l’economia era effettivamente in deflazione: pertanto, mentre la BoJ attua la svolta, le condizioni monetarie diventano più, non meno, accomodanti. E in base alle parole del governatore resteranno tali per diversi trimestri.

...con qualche importante novità

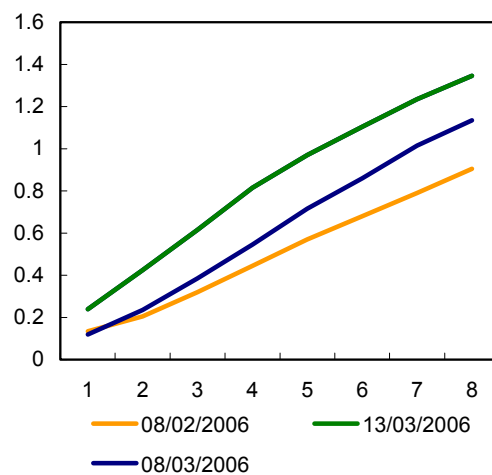
La banca centrale ha aggiunto un elemento nuovo alla strategia di politica monetaria, specificando un intervallo di riferimento per l’inflazione coerente con la definizione di stabilità dei prezzi. La BoJ ha affermato che guarderà “l’attività economica e i prezzi da due prospettive”:

La prima consiste nel valutare lo scenario su un orizzonte a 1-2 anni per determinare se sia su un “sentiero di crescita sostenibile con la stabilità dei prezzi”. Questo punto mette in luce il fatto che da ora in poi le proiezioni macroeconomiche dalla banca pubblicate due volte all’anno (la prossima in uscita è fissata per il 28 aprile) diventeranno molto importanti e forniranno le linee guida per il sentiero della politica monetaria. La seconda prospettiva consiste nell’“esaminare su un orizzonte più lungo, i vari rischi che sono più rilevanti per la gestione della politica monetaria mirata a realizzare una crescita sostenibile con la stabilità dei prezzi”.

CPI nazionale in territorio positivo



Euroyen a tre mesi: aspettative di rialzi in aumento



Fonte: Ecowin

Queste due prospettive operativamente richiedono una specificazione del concetto di **stabilità dei prezzi**. La BoJ elabora questo punto affermando che una definizione di stabilità dei prezzi condivisa da tutto il comitato è un intervallo di riferimento compreso fra 0 e 2% per il CPI, da rivedere ogni anno. La definizione di questo intervallo di riferimento lascia un margine piuttosto ampio per la determinazione della politica monetaria di fronte a rischi per la crescita e l’inflazione e non rappresenta un obiettivo di inflazione vincolante come quello della BoE. Tuttavia è da rilevare lo sforzo compiuto dalla BoJ per adottare una

strategia di comunicazione *forward-looking* e il più possibile trasparente, in linea con la tendenza che ha accomunato negli anni recenti tutte le banche centrali.

Un'implicazione centrale della riunione di marzo è la **crescente importanza dei dati macroeconomici e delle aspettative di inflazione** di consumatori e imprese. La banca centrale certamente vuole evitare di generare una nuova bolla speculativa sugli *asset* se i tassi reali resteranno troppo negativi troppo a lungo. La BoJ ha comunque costruito un *framework* di riferimento piuttosto flessibile per dare garanzie sul sentiero dei tassi compatibile senza però vincolarsi eccessivamente. Deviazioni della crescita e/o dell'inflazione dalle previsioni attuali, e soprattutto da quelle che verranno pubblicate il 28 aprile, potrebbero modificare tale sentiero. Tuttavia, lo scenario centrale incorpora già probabilmente una crescita sostenuta e un *trend* verso l'alto dell'inflazione. Alla luce delle novità introdotte dalla banca centrale alla riunione di marzo, le previsioni per i tassi di intervento non sono cambiate. Lo scenario dei tassi resta quindi quello di movimenti estremamente gradualisti, con il primo rialzo probabilmente da attuare nell'ultimo trimestre di quest'anno, e successivi rialzi molto moderati nel corso del 2007.

Previsioni – Giappone

	2005	2006	2007	2005			2006				2007
				2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti, a/a)	2,8	2,9	2,5	2,7	2,8	4,5	3,4	2,8	3,2	2,4	2,5
- trim/trim annualizzato				5,4	1,4	5,4	1,6	3,0	2,8	2,2	2,1
Consumi privati	2,2	2,3	2,0	3,2	1,7	3,5	1,8	2,4	1,6	2,1	2,3
IFL - priv. non residenziali	8,2	5,5	5,0	10,0	7,4	1,4	6,5	6,0	5,1	5,5	5,2
IFL - priv. residenziali	-0,7	2,3	2,7	-7,5	6,6	8,5	-3,4	4,5	2,6	2,7	2,1
Investim. pubblici	-5,8	-3,3	0,1	4,3	1,7	-10,2	-6,3	-1,0	-0,3	0,0	0,3
Consumi pubblici	1,7	1,9	1,7	1,1	1,6	1,0	2,8	2,1	2,3	1,2	1,7
Esportazioni	6,8	9,4	6,8	14,6	12,6	14,9	6,0	7,2	7,2	7,4	1,9
Importazioni	6,2	6,2	7,0	9,0	13,5	-3,4	8,0	6,4	7,7	8,6	4,6
Var. scorte (contrib., % Pil)	0,1	-0,1	0,0	0,3	-0,4	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0
Partite correnti (% Pil)	3,6	4,1	4,8	3,5	3,4	4,2	3,9	4,0	4,1	4,3	4,4
Deficit (% Pil)	-7,8	-7,5	-7,0								
Debito/PIL (% Pil)	161,6	165,7	169,3								
CPI (a/a)	-0,3	0,3	0,5	-0,1	-0,3	-0,5	0,5	0,2	0,3	0,3	0,3
Produzione Industriale	1,7	4,1	2,2	-1,7	-0,9	11,0	3,6	4,7	2,8	2,6	1,6
Disoccupazione (%)	4,4	4,0	3,7	4,3	4,3	4,5	4,1	4,0	4,0	3,9	3,8
Tasso a 3 mesi - CD (%)	0,05	0,17	0,67	0,04	0,05	0,05	0,03	0,20	0,30	0,40	0,60
Tasso a 10 anni (%)	1,36	1,65	1,96	1,17	1,48	1,47	1,52	1,60	1,80	1,80	1,82

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

Cina: dov'è il freno?

Giovanna Mossetti

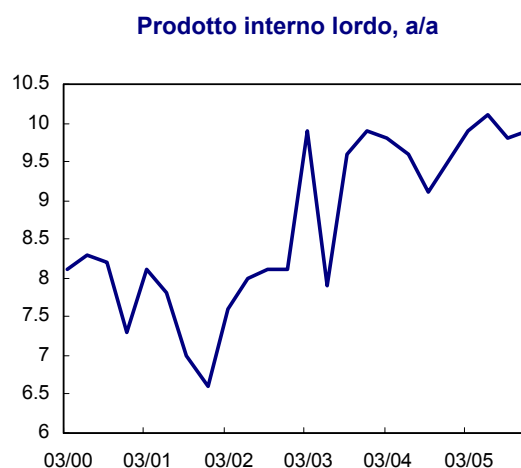
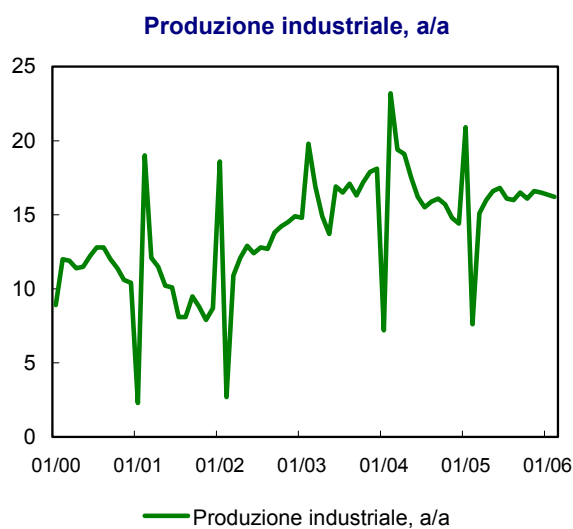
giovanna.mossetti@bancaintesa.it

L'economia cinese continua a crescere sui ritmi degli ultimi anni, nonostante i regolari annunci di rallentamento fatti dalle autorità all'inizio di ogni anno. La **crescita prevista da Banca Intesa per il biennio 2006-2007, a 9,3%**, è solo marginalmente inferiore al dato relativo al 2005 (9,9%). La crescita prevista è l'effetto combinato di una solida crescita della domanda mondiale, che sosterrà la dinamica delle esportazioni, e di una domanda domestica che non accenna a frenare, nonostante i discontinui tentativi di controllo delle autorità. La forte crescita degli investimenti rende alcuni settori a rischio di eccesso di capacità produttiva e mette pressioni verso il basso sulla dinamica dei prezzi alla produzione. Tuttavia la forte crescita dei consumi mantiene lo **scenario dell'inflazione per il prossimo biennio in territorio positivo con una variazione a/a del CPI prevista intorno al 3-4%**.

La crescita del settore manifatturiero non rallenta...

La crescita della produzione industriale per quasi tutto il 2005 si è mantenuta fra il 16 e il 17% a/a. I dati di gennaio-febbraio mostrano ancora una crescita elevata (16,2% a/a), trainata dai settori auto (+83,1% a/a), cemento (+21,3% a/a) e elettronica (25%). Gli investimenti fissi sono cresciuti del 25% a/a a partire da fine 2004.

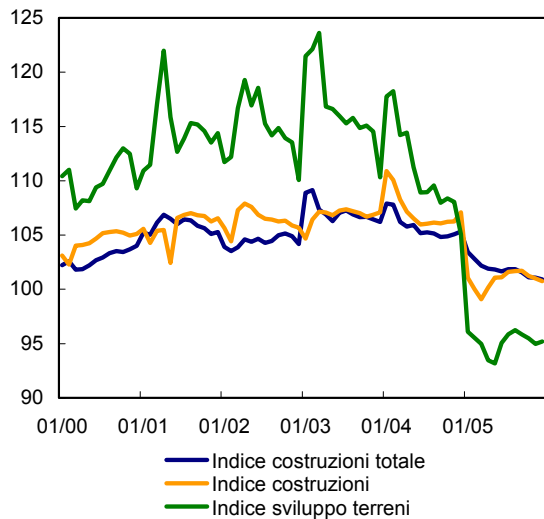
La forte crescita degli investimenti mantiene elevati i rischi di *overcapacity*, come segnalato recentemente nelle affermazioni del premier Wen, che ha fatto riferimento all'eccesso di capacità produttiva in alcuni settori e alle sue conseguenze negative (possibile calo dei prezzi, aumento delle scorte, aumento dell'inquinamento ambientale) e alla necessità di controllare la crescita degli investimenti in alcune aree dell'economia. Il messaggio del governo sembra essere di prudenza per l'approvazione di nuovi progetti, pur senza introdurre vincoli restrittivi immediati. Nel suo insieme la politica economica non impone alcuna restrizione alla crescita dell'attività, e questo è un altro motivo per prevedere il proseguimento di una crescita sostenuta anche nell'orizzonte del prossimo biennio.



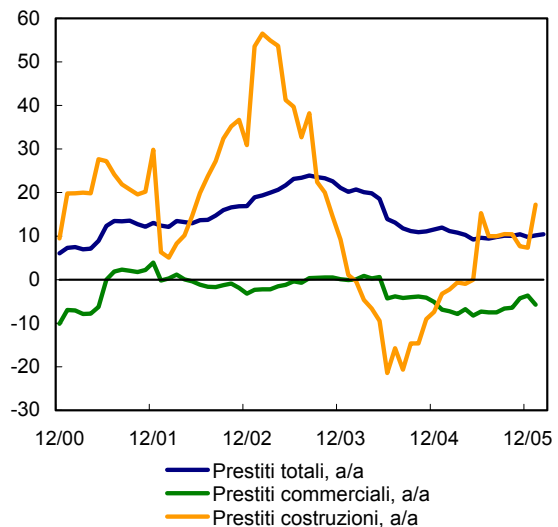
Fonte: Ecowin

Sul fronte delle costruzioni è tornata ad accelerare la crescita dei prestiti immobiliari, invertendo il trend di rallentamento determinato dalla stretta creditizia del 2004.

Rallentano gli indici di attività del settore edizio...



... frenati dalla stretta creditizia, ora rientrata

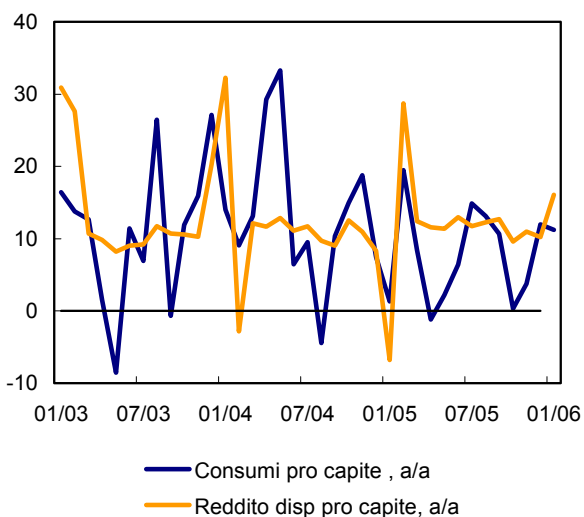


Fonte: Ecowin

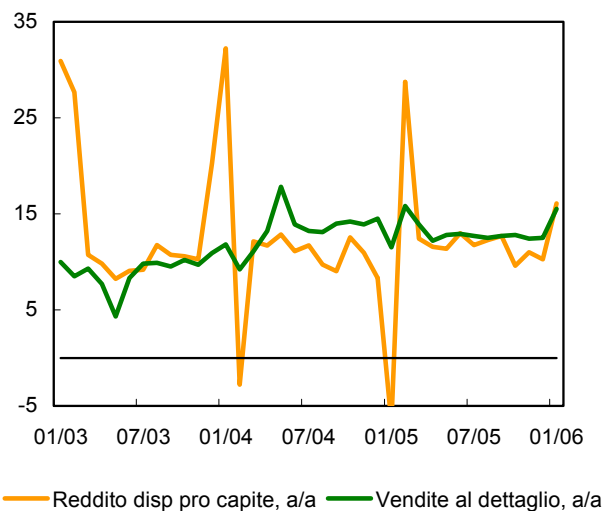
...mentre accelerano i consumi, sostenuti dall'occupazione

La **crescita dei consumi** dovrebbe restare stabile nel biennio 2006-2007, poco sotto l'11%, e in linea con il 10,9% del 2005. La crescita dei consumi è finanziata dal continuo aumento del reddito disponibile che a inizio 2006 ha registrato un'ulteriore accelerazione dai livelli già molto elevati del 2005.

Consumi e reddito pro-capite, a/a

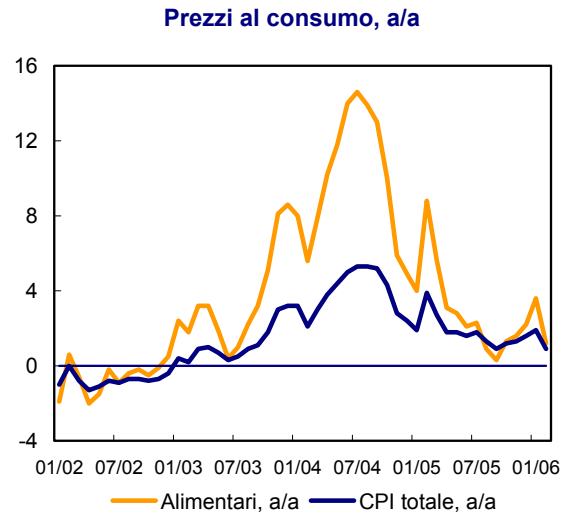
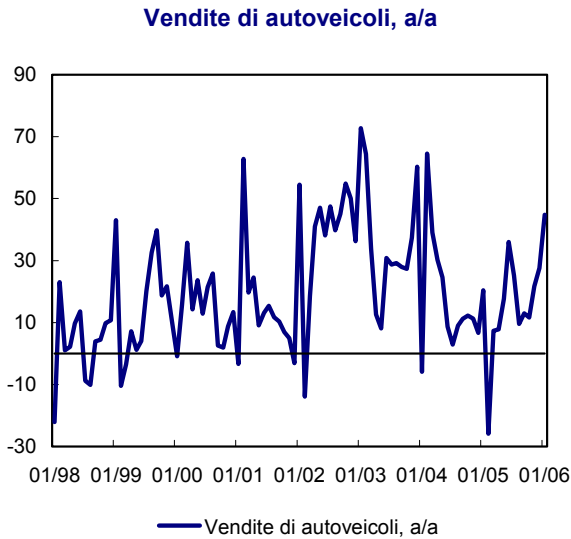


Vendite al dettaglio e reddito pro-capite, a/a

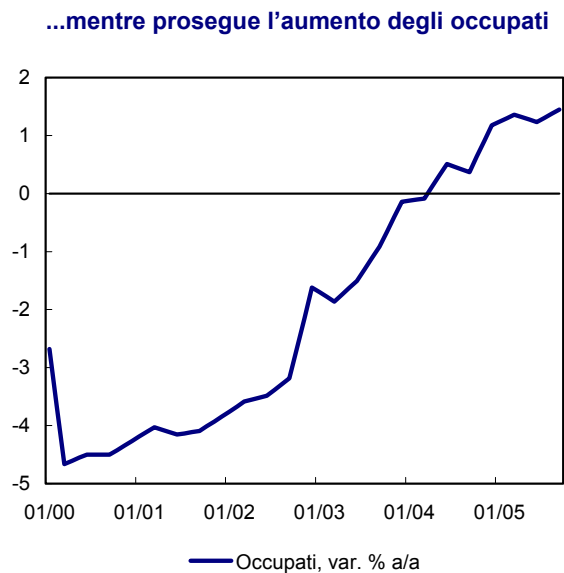
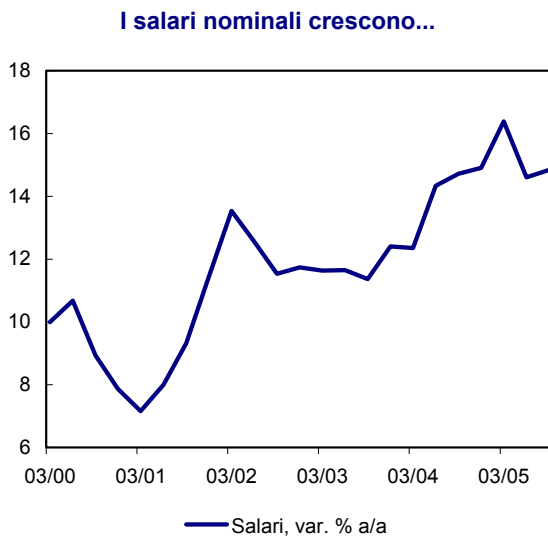


Fonte: Ecowin

Anche le vendite di autoveicoli hanno accelerato in misura significativa a inizio 2006, con una variazione a/a superiore al 40%, dopo diversi mesi di stabilizzazione su tassi di crescita intorno al 25%.



I consumi trovano sostegno nel proseguimento della **crescita dell'occupazione e nel trend molto moderato dell'inflazione**. Il rallentamento della dinamica dei prezzi in atto da fine 2004 è il riflesso della crescita molto moderata dei prezzi degli alimentari registrata negli ultimi due anni. La previsione è che questo sentiero relativamente virtuoso della dinamica inflazionistica si mantenga invariato nel periodo 2006-2007.

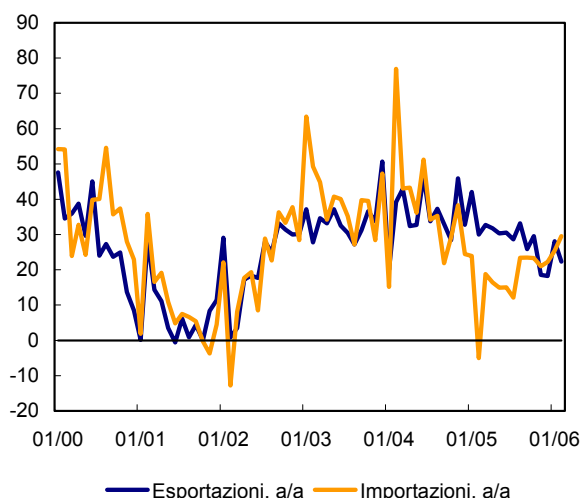


Fonte: Ecowin

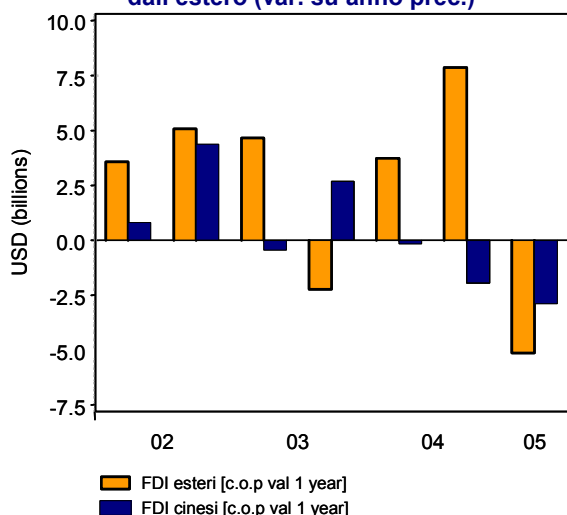
Afflussi di capitale in rallentamento, ma sempre ampi

Gli afflussi esteri di capitale hanno continuato a rallentare nel 2005, soprattutto a partire dall'estate quando è stata attuata la rivalutazione del cambio. L'avanzo di partite correnti continua però ad aumentare: in termini di PIL l'avanzo è quasi raddoppiato fra il 2004 e il 2005, superando il 6,5% del PIL lo scorso anno. Per quanto riguarda invece la bilancia commerciale, le esportazioni sono cresciute del 28% nel 2005, contro un incremento del 18% delle importazioni: l'avanzo di bilancia commerciale nel 2005 dovrebbe perciò essere intorno a 130 mld \$, da 59 mld nel 2004. Da metà 2005, si registra un'accelerazione dell'import, a fronte di un rallentamento della crescita delle esportazioni.

Il commercio estero continua ad espandersi

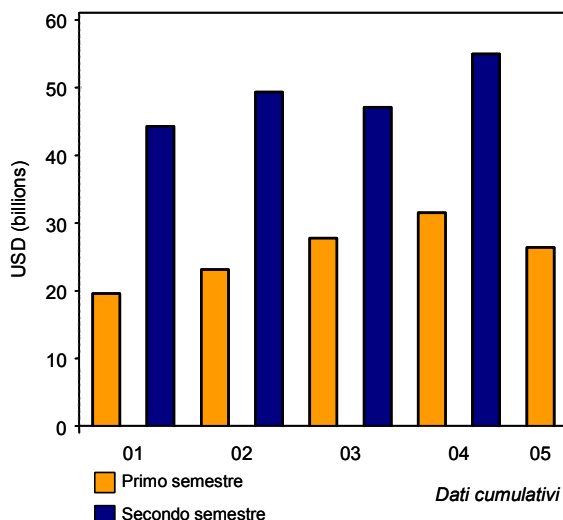


Più investimenti all'estero, meno investimenti dall'estero (var. su anno prec.)



Source: EcoWin

IDE in calo nel 2005, ma ancora notevoli



Conclusioni

La crescita dell'economia cinese rimane su un sentiero solido, sostenuta da una robusta crescita sia della domanda estera sia di quella domestica. I tentativi delle autorità di frenare gli investimenti domestici per ora non trovano riscontro nei dati, che registrano un trend di aumento della produzione industriale e degli investimenti fissi. Anche i prestiti immobiliari hanno ripreso da mesi a crescere a due cifre, segnalando che il settore costruzioni contribuirà positivamente alla crescita della domanda. La forte dinamica della produzione si trasferisce in una solida crescita dell'occupazione e quindi dei consumi, che restano sul sentiero di crescita intorno al 10%, in linea con il trend degli ultimi anni.

Pertanto l'economia dovrebbe mantenere nel 2006-2007 i ritmi di crescita dell'ultimo triennio, molto vicini al 10%, con un'inflazione moderata intorno al 3%, senza particolari interventi restrittivi da parte delle autorità di politica economica. La netta focalizzazione delle autorità sulla crescita dei consumi e dei redditi e la pressione al ribasso sui margini delle imprese dovuta all'eccesso di capacità produttiva rende improbabile un movimento veloce di apprezzamento del cambio, che difficilmente salirà più del 5% contro dollaro nel corso dell'anno.

Previsioni – Cina

		2002	2003	2004	2005	2006	2007
PIL (prezzi correnti)	mld CNY	12033.3	13582.3	15987.8	19143.7	21223.6	23992.7
	a/a	9.7	12.9	17.7	19.7	10.9	13.0
PIL (prezzi correnti)	mld USD	1453.8	1641.0	1931.6	2228.6	2619.2	3086.1
PIL (prezzi costanti)	a/a	9.1	10.0	10.1	9.9	9.2	9.4
Consumi	a/a	11.5	11.2	11.5	10.9	10.9	10.8
Investimenti fissi	a/a	16.7	24.6	20.2	19.8	16.2	18.6
Consumi pubblici	a/a	7.6	5.1	6.9	5.0	5.0	5.0
Esportazioni	a/a	24.4	33.8	22.8	20.3	15.0	11.3
(stima domanda estera)	a/a	4.3	6.3	12.8	9.3	7.0	7.8
Importazioni	a/a	24.6	37.1	21.3	6.4	20.2	19.3
Produzione industriale	a/a	20.3	26.2	21.5	13.8	10.5	11.3
Tasso di disoccupazione	%	3.9	4.2	4.2	4.0	4.0	4.0
Inflazione (CPI)	a/a	-0.8	1.2	3.9	1.8	2.4	3.3
Tasso d'interesse (b/t)	%	5.3	5.3	5.4	5.6	5.4	5.2
USD/CNY (media)		8.28	8.28	8.28	8.19	7.88	7.63
	a/a		0%	0%	-1%	-4%	-3%
USD/CNY (fine periodo)		8.3	8.3	8.3	8.1	7.8	7.6
EUR/CNY (fine periodo)		8.2	9.6	10.6	9.6	9.8	9.1

Fonte: Banca Intesa.

STUDI E RICERCHE

Responsabile

Gregorio De Felice

Gruppo di lavoro:

Luca Mezzomo

Macroeconomia

Sergio Capaldi

Anna Maria Grimaldi

Gianluigi Mandruzzato

Giovanna Mossetti

Mercati valutari

Asmara Jamaleh

Database Management

Simonetta Melotto

Nucleo Editoriale

Sonia Papandrea

Aldo Perego

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

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

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