

Scenario Macroeconomico

Servizio Studi e Ricerche

Marzo 2005

Scenario Macroeconomico

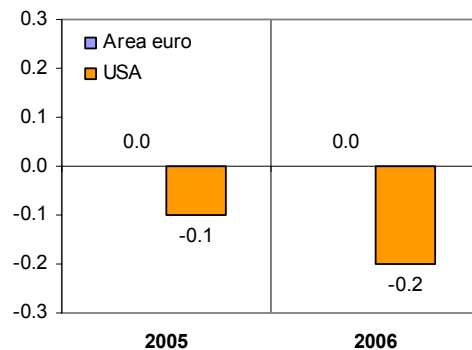
17 marzo 2005

Cosa è cambiato nelle nostre previsioni	3
Crescita senza equilibrio	4
Petrolio: prosegue la fase di alti prezzi	7
Stati Uniti: Pil 2005 rivisto al rialzo al 3,6%	9
Politica monetaria: i rialzi continuano	14
Area euro: crescita più equilibrata e inflazione sopra il 2%. Il sentiero per i tassi può solo salire	16
Riforma del Patto di Stabilità e Crescita: cronaca di una morte annunciata?	20
Mercato immobiliare sostenuto e preoccupante	23
Politica monetaria: sentiero in salita per i tassi ufficiali	27
Germania	31
Francia	32
Italia	33
La situazione in un'occhiata	34
Regno Unito	35
Giappone: dopo la recessione del 2004, lo scenario migliora	36
Cina: corsa più lenta, ma pur sempre corsa	40

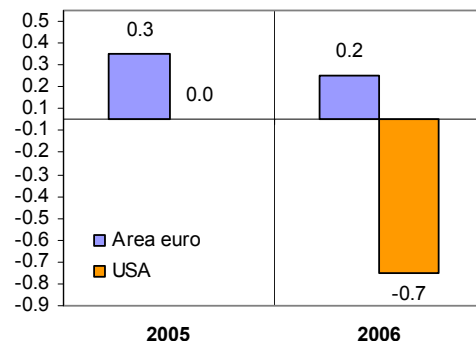
Cosa è cambiato nelle nostre previsioni

- La previsione è basata sull'ipotesi che il prezzo del petrolio resti mediamente sopra i \$45 per tutto il 2005.
- La crescita economica prevista nell'area euro nel 2005 scende dall'1,7% all'1,6%. La revisione è dovuta ai dati del 2004.IV. L'inflazione per il 2005 nell'area euro sale a 2,1%, dall'1,9%, per via del contributo dell'energia nei primi mesi dell'anno e per la revisione verso l'alto dello scenario del prezzo del petrolio.
- La previsione per la crescita dell'Italia nel 2005 scende all'1,2%. La revisione è dovuta esclusivamente al dato negativo di fine 2004.
- Riviste al rialzo le previsioni di crescita del PIL USA per il 2005 a 3,6% da 3,4%, per una revisione verso l'alto degli investimenti nel 2005 e per la crescita più sostenuta di 2004.IV. La previsione per il 2006 sale a 3,2% da 3%. L'inflazione nel 2005 sarà più alta (2,4% da 2,1%) di quanto previsto un mese fa per via del prezzo del petrolio più elevato.
- La previsione di crescita del PIL giapponese scende da 1,6% di dicembre a 0,8% per il 2005. Gran parte del calo deriva dalla revisione delle stime ufficiali di crescita del 2004.

Crescita - scarto rispetto alle stime di consenso



Inflazione - scarto rispetto alle stime di consenso



Differenza tra le previsioni Banca Intesa e la media di Consensus Forecasts, marzo 2005.

Crescita senza equilibrio

Il rincaro delle materie prime si sta confermando una caratteristica peculiare di questa espansione mondiale, assieme al suo baricentro più transpacifico che transatlantico e all'accumularsi di tensioni valutarie. Il petrolio (+35% rispetto a dicembre) è balzato a nuovi massimi storici, seguito dalle quotazioni dei metalli industriali (+5%). Questo episodio non rappresenta una fase transitoria: lo spostamento dell'attività verso i paesi a basso costo consente, nella media, uno sviluppo della produzione mondiale più rapido e alimenta una crescita della domanda che l'offerta non è più in grado di bilanciare. In assenza di una recessione mondiale (di cui non abbiamo alcun segnale anticipatore) e in attesa che si renda disponibile nuova offerta (più probabile per i metalli che per il petrolio), l'equilibrio può essere ripristinato soltanto attraverso un rincaro dei prezzi. Tuttavia, l'effetto macroeconomico negativo del rincaro delle materie prime rimane troppo limitato (-0,2-0,3% del PIL) per influenzare l'andamento del ciclo economico. Allo stesso tempo, però, il modesto effetto macroeconomico potrebbe ridurre l'elasticità della domanda di materie prime ai prezzi e richiedere un maggior incremento di quest'ultimo perché si ripristini l'equilibrio con l'offerta. In altri termini, potremmo non avere ancora visto la fine dei rincari, soprattutto sul petrolio. In effetti, l'inflazione implicita è già rimbalzata sia sul mercato americano, sia su quello europeo. Sorprendentemente, invece, gli economisti rimangono molto riluttanti a incorporare il diverso scenario per i prezzi delle materie prime e sia le stime di consenso sulle quotazioni petrolifere a fine 2005, sia le previsioni di inflazione rimangono stranamente basse. È soltanto questione di tempo perché si assista a una revisione al rialzo anche di queste ultime.

Prezzi delle materie prime

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Petrolio (Brent, \$/barile)	25.0	28.9	38.3	48.8	47.4	40.4
	+2.4	+15.4	+32.8	+27.4	-2.9	-14.6
Materie prime escl. combustibili (1990=100)	96.5	103.4	122.0	121.4	111.9	112.9
	+0.6	+7.1	+18.0	-0.5	-7.8	+0.9
Metalli (1990=100)	87.7	98.2	134.0	147.9	117.8	106.0
	-2.7	+12.0	+36.5	+10.4	-20.4	-10.0
Agricole (1990=100)	96.7	100.4	106.1	103.2	103.5	111.2
	+1.7	+3.8	+5.7	-2.7	+0.2	+7.4

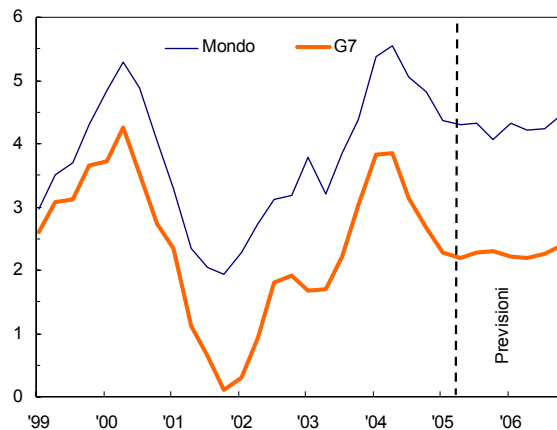
Livelli e variazioni medie annue

La convinzione che l'espansione economica non può essere seriamente minacciata dal rincaro delle materie prime ha modificato la reazione dei mercati finanziari al fenomeno. Nel 2004 le tensioni sul petrolio erano apprezzate più per il potenziale recessivo che per quello inflazionistico; perciò tendevano a produrre, oltre ad un aumento dell'inflazione implicita e a una discesa delle quotazioni azionarie, un calo dei tassi reali di interesse. Quest'anno, si teme soprattutto che l'aumento dell'inflazione acceleri il processo di normalizzazione dei tassi di interesse e, quindi, le implicazioni per il mercato obbligazionario tendono a essere negative.

Questo fronte presenta delle gradazioni legate alla diversa forza della congiuntura economica locale. La spinta al rialzo dei tassi continuerà a essere più spiccata negli Stati Uniti. La robusta crescita economica americana rimane caratterizzata

da una notevole carenza di risparmio rispetto al fabbisogno di capitale generato dal deficit fiscale e dalla crescita degli investimenti. Nonostante i mercati siano convinti che il dollaro debba indebolirsi, come abbiamo già rilevato in passato non riescono ad attivare gli usuali meccanismi di correzione. In primo luogo, il deficit pubblico non è suscettibile di correzione endogena, né esiste alcuna volontà politica di ridurlo. In secondo luogo, il canale cambio – inflazione – tassi di interesse rimane menomato dal fatto che il dollaro non riesce ad apprezzarsi né contro il peso messicano, né contro lo yuan renminbi. Un sintomo al mercato si è attribuito un ruolo sproporzionato rispetto al suo potenziale è che, nonostante tre anni di svalutazione, gli investimenti diretti in uscita dagli Stati Uniti nel 2004 hanno superato il precedente record del 1999 (e l'incremento, manco a dirlo, è spiegato tutto dal flusso verso l'Asia, certamente non da quello verso l'Europa). Le tensioni accumulate tendono sterilmente a scaricarsi sui cambi flessibili (come l'euro/dollaro), penalizzando la crescita di aree già caratterizzate da debole domanda interna, quali l'area euro e poco contribuendo a migliorare la competitività complessiva dell'economia americana: negli ultimi tre mesi il cambio euro/dollaro ha già sperimentato una rapida correzione al ribasso da 1,3660 a 1,2750 e poi un rimbalzo oltre 1,34, sbalottato da un mercato convinto tanto della sopravvalutazione dell'euro quanto della debolezza del dollaro. Come minimo, possiamo attenderci che la banca centrale americana rimuova uno stimolo monetario che ormai alimenta soltanto squilibri.

Ciclo economico internazionale



Diversamente dagli Stati Uniti, l'area euro ha sorpreso in negativo alla fine del 2004, con un rallentamento della crescita che ha portato a una generalizzata revisione al ribasso delle previsioni sulla crescita media 2005. Anche se le indicazioni sui primi mesi del 2005 sono moderatamente incoraggianti, la complessa situazione che il rapporto descrive non consente di prevedere con sicurezza il momento della svolta per il ciclo di politica monetaria. La nostra valutazione (lontana da quanto i mercati incorporano nelle curve dei tassi) è ancora che il primo intervento potrebbe avvenire nel mese di giugno, e comunque entro l'estate.

Tassi di crescita del Pil

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
	1.9	3.0	4.4	3.6	3.2	3.6
Giappone	-0.3	1.4	2.6	0.7	1.3	1.4
Area Euro	0.9	0.5	1.8	1.6	1.9	2.2
Europa Orientale	4.0	6.1	6.5	5.2	4.4	4.9
America Latina	-0.6	1.6	5.9	4.0	4.0	4.1
OPEC	1.3	2.0	7.5	6.4	5.2	5.2
Asia orientale	5.7	6.2	7.1	6.1	6.8	6.4
Africa	3.0	3.1	4.0	3.9	4.4	4.7
Crescita mondiale	2.8	3.8	5.2	4.3	4.3	4.5

Variazioni medie annue.

(Luca Mezzomo)