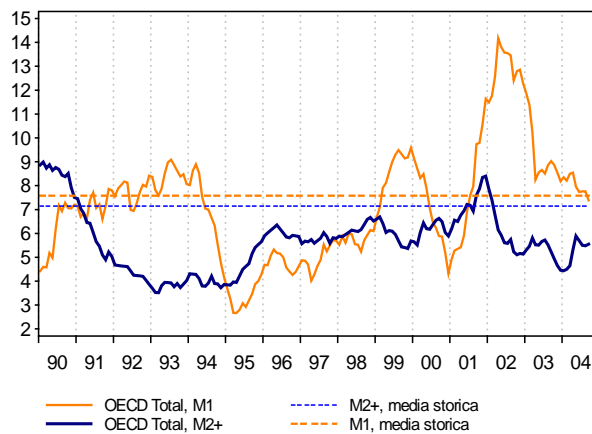


Scenario 2005 - Un anno di assestamento

Diversamente dal 2004, che era percepito come un anno di svolta per l'economia mondiale, il prossimo anno profila la continuazione di tendenze già consolidate. In effetti, le principali forze che plasmeranno lo scenario economico del 2005 sono già attive in diverso grado. Quattro ci sembrano più importanti: la normalizzazione dei tassi di interesse negli Stati Uniti, la caduta del dollaro, la dislocazione produttiva e la volatilità delle materie prime. Nel loro assieme, queste tendenze dovrebbero condurre a una crescita mondiale più lenta rispetto all'anno che si sta chiudendo e a pressioni inflazionistiche globali relativamente contenute. D'altra parte, le tensioni competitive generate dal mercato valutario rimarranno significative e, assieme al diverso grado di mobilità delle politiche economiche, potranno condurre a esiti economici parzialmente divergenti nelle varie aree.

**Fig.1 – OCSE: Crescita dell'offerta di moneta
a/a**



Source: EcoWin

**Politiche
monetarie meno
accomodanti**

La decisione della banca centrale americana di portare i tassi di interesse a livelli 'normali', cioè positivi in termini reali, rappresenta un'inversione di tendenza rispetto all'orientamento alla moneta 'facile' che è prevalso quasi indiscusso dal settembre 2001 fino a metà 2003. La creazione di liquidità è già in rallentamento e ora è prevedibile una stabilizzazione su ritmi più coerenti con la crescita attesa del PIL nominale; limitatamente agli aggregati più ristretti, la stessa dinamica si ritrova a livello globale (fig. 1). Tuttavia, non si vedono le condizioni per una vera e propria stretta di politica monetaria: anche negli Stati Uniti la crescita è prevista in linea con il potenziale e le pressioni inflazionistiche che potrebbero derivare dal deprezzamento del dollaro sono contenute dalla concorrenza dei paesi a basso costo, alcuni dei quali mantengono fisso il tasso di cambio con il dollaro. La Cina, con le leve di politica monetaria parzialmente bloccate dal cambio fisso, ha attuato una stretta di politica monetaria basata prevalentemente su misure amministrative e sulla sterilizzazione degli afflussi valutari, misure che hanno ugualmente sortito l'effetto di rallentare l'espansione monetaria. Un orientamento meno accomodante potrebbe essere deciso nel corso del 2005 nell'area euro e, forse, in Giappone, purché un apprezzamento eccessivo del cambio non prevenga il consolidamento della crescita economica, recentemente apparsa più debole in entrambe le regioni. La svolta in corso toglierà un po' di combustibile alla frenetica mobilità del capitale speculativo, che ha generato piccole e grandi 'bolle' in vari mercati (materie prime, valute, obbligazioni).

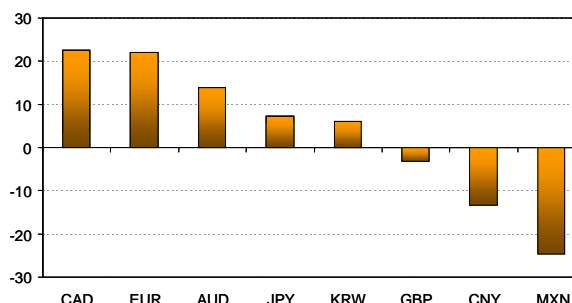
**Dollaro debole, ma
già in overshooting
su alcuni cross**

Il dollaro, in caduta ormai da tre anni, trarrà modesto sollievo dalla normalizzazione dei tassi di interesse e dalla riduzione del disavanzo fiscale

**L'incognita dell'intreccio
sopravvalutazione-
dislocazione
produttiva**

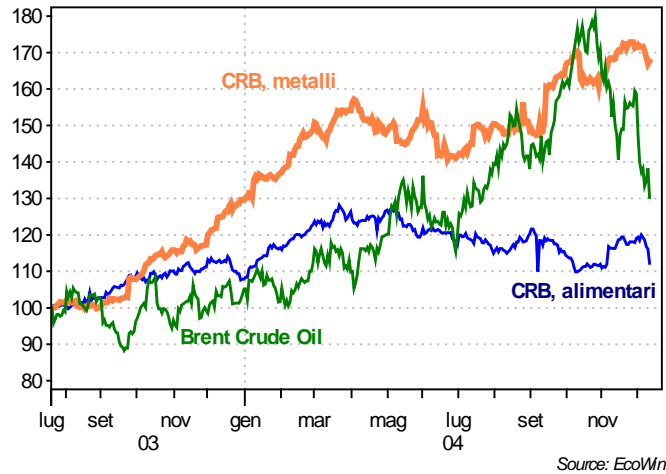
prevista per il 2005. D'altra parte, il deprezzamento del cambio è una conseguenza dello squilibrio esterno americano che ha poco effetto sulla dimensione dello stesso. In un recente contributo, l'OCSE stima che una svalutazione del dollaro di oltre il 20% taglierebbe il disavanzo delle partite correnti di appena 0,9 punti del PIL. Ma la redistribuzione di quote di mercato dai paesi con cambi flessibili ai paesi con ancoraggi al dollaro (come la Cina) potrebbe comportare effetti ancora più miseri rispetto a quelli citati, limitando la trasmissione dal cambio ai prezzi dei beni importati e da questi ai prezzi finali. Al contrario, il ruolo del dollaro come perno di alcuni importanti regimi di cambio tende ad esasperare le conseguenze per la destinazione degli investimenti produttivi, per il ciclo economico delle aree interessate dal movimento dei cambi relativi (fig. 2) e per i mercati finanziari. In Europa, è plausibile che la crescita della domanda mondiale generi una ripresa degli investimenti inferiore alla media, perché una parte dei flussi sarà dirottata dalle imprese verso paesi con più bassi costi di produzione. Inoltre, l'espansione dei consumi legata al miglioramento delle ragioni di scambio si scaricherà in aumento della domanda di merci importate e dei flussi turistici in uscita. Nell'insieme, ne risulteranno accelerati il ridimensionamento e la ristrutturazione dell'apparato industriale europeo. La caduta del dollaro tenderà anche a raffreddare la crescita economica europea e a rinviare il momento del rialzo dei tassi ufficiali. Il risultato dovrebbe essere un divario crescente fra i tassi di interesse americani ed europei, almeno sulla parte più vicina della curva. D'altra parte, la sopravvalutazione dell'euro potrebbe dar luogo a una fuoriuscita di *hot money* dall'area euro una volta che la spinta speculativa al rialzo perdesse slancio, generando fasi correttive potenzialmente molto ampie e imprevedibili nei loro sviluppi.

**Fig. 2 – Variazioni dei cambi effettivi nominali
dal gennaio 2002**



Il problema del dollaro verrebbe ricondotto a una questione di assestamento dell'economia americana se la correzione coinvolgesse anche i sistemi di cambio fisso, e in particolare lo yuan renmimbi. Dato il peso assunto dalla Cina nell'economia della regione, una rivalutazione del renmimbi condurrebbe a un riallineamento generalizzato delle divise asiatiche sul dollaro e ridurrebbe lo *shock* competitivo patito dai paesi con cambi flessibili. Un'ampia rivalutazione della moneta cinese, però, appare improbabile sia per il rischio di destabilizzazione del sistema finanziario locale, sia per il contrasto con gli obiettivi di sviluppo del governo. D'altronde, una riforma del regime di cambio associata a una modesta rivalutazione, uno scenario più probabile anche se incerto nei tempi, darebbe un contributo marginale alla risoluzione del problema macroeconomico americano.

**Fig. 3 – Prezzi delle materie prime
(100=365gg fa)**



Perdureranno le tensioni sulle materie prime...

Il mercato delle materie prime ha patito per tutto l'anno gli effetti combinati di una robusta ripresa della domanda interna negli Stati Uniti e del galoppante sviluppo economico cinese. La domanda cinese di materie prime è cresciuta mediamente di più rispetto alla produzione industriale e ha trasformato la Cina in uno dei più grandi consumatori di *commodities*. Il paese intercetta ormai il 35% della produzione mondiale di carbone, il 20% del rame, il 13% del ferro e l'8% del petrolio. I suoi consumi energetici rappresentano già il 10,5% del totale mondiale. L'offerta, penalizzata da anni di scarsi investimenti, fatica a tenere il passo e non è in grado di assorbire facilmente gli elevati ritmi di sviluppo dell'economia cinese.

Cina: incremento della domanda di alcune materie prime

	Petrolio	Carbone	Ferro	Rame	Acciaio
10/2004	+23,2	+76,4	+42,1	+11,0	-41,0

Medie mensili di 3 termini, variazione sullo stesso periodo dell'anno prima. Dati in quantità.

Se la crescita economica cinese si consoliderà sui livelli previsti (7,5-8,0%), non sarà da attendersi un significativo allentamento della pressione da domanda. Il calo dei prezzi diventerà più probabile quando, nei prossimi anni, gli investimenti nell'attività estrattiva cominceranno a tradursi in maggiore disponibilità di minerali sui mercati internazionali.

...ma il petrolio dovrebbe calare

Per quanto riguarda il comparto petrolifero, l'unico in grado di esercitare effetti macroeconomici importanti, l'OPEC ha deciso di bloccare il calo delle quotazioni con un taglio della produzione che entrerà in vigore nel gennaio 2005. La manovra ha avuto successo, scatenando, con l'aiuto delle condizioni meteorologiche, un rimbalzo dei prezzi di \$5-6 dai minimi di periodo. Rispetto allo scenario di progressiva discesa delle quotazioni sotto \$40 a partire dalla primavera, il maggior rischio è che l'OPEC intervenga con decisione per congelare i prezzi a questi livelli, riducendo ulteriormente la produzione a fronte del manifestarsi di tensioni ribassiste.

Prezzi delle materie prime

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Petrolio (Brent, \$/barile)	24.4	25.0	28.9	38.7	38.3	31.0
	-13.8	+2.4	+15.4	+34.1	-1.1	-19.0
Materie prime escl. combustibili (1990=100)	96.0	96.5	103.4	121.6	121.8	121.7
	-4.1	+0.6	+7.1	+17.7	+0.2	-0.1
Metalli (1990=100)	90.2	87.7	98.2	133.3	135.8	123.2
	-9.8	-2.7	+12.0	+35.7	+1.9	-9.3
Agricole (1990=100)	95.1	96.7	100.4	105.7	107.8	115.0
	-4.9	+1.7	+3.8	+5.3	+2.0	+6.7

Livelli e variazioni medie annue

Il nostro scenario di previsione si presenta abbastanza vicino alle medie di consenso. I principali scostamenti hanno origine da una previsione centrale più bassa per le quotazioni petrolifere nel secondo semestre 2005 e, soprattutto, per l'attesa di una correzione ampia nel livello del cambio euro-dollaro. Il più accentuato calo del petrolio è associato a tassi di inflazione più bassi rispetto alle stime di consenso. L'euro più debole porta con sé la previsione che la BCE avvii la normalizzazione dei tassi ufficiali già nel mese di giugno del prossimo anno e che l'economia dell'area euro possa mantenersi sui livelli di crescita che hanno già caratterizzato il 2004 (1,8%).

Tassi di crescita del PIL

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Stati Uniti	0.8	1.9	3.0	4.4	3.3	3.1
Giappone	0.2	-0.3	1.3	2.9	1.7	1.8
Area Euro	1.6	0.9	0.5	1.8	1.8	2.1
Europa Orientale	4.6	4.0	6.1	6.4	5.3	4.4
America Latina	0.5	-0.6	2.0	5.2	3.8	4.3
OPEC	2.6	1.3	-0.1	6.7	5.7	4.4
Asia orientale	3.8	5.7	6.2	7.0	6.4	6.9
Africa	3.7	3.0	3.1	4.2	4.1	4.3
Crescita mondiale	2.4	2.8	3.7	5.1	4.3	4.4

Variazioni medie annue.

Nel 2004, premi al rischio eccezionalmente bassi sul reddito fisso

Si prevede che l'anomalia venga corretta nel 2005, portando a tassi più alti anche sulle scadenze a medio-lungo termine

Sui mercati finanziari il 2004 è stato caratterizzato da un'eccezionale resilienza del mercato obbligazionario agli *shock* negativi (il rialzo dei tassi di interesse negli Stati Uniti, l'aumento delle quotazioni petrolifere), che ha portato a brillanti *performance* positive in un anno che doveva essere, invece, di crisi. Alla prova dei fatti, gli investitori sono rimasti riluttanti a investire in azioni, ma hanno accettato premi al rischio eccezionalmente bassi sul mercato obbligazionario. Le cause di questa anomalia, che mantiene il mercato ampiamente sopravvalutato rispetto ai livelli stimati sulla base di modelli econometrici, sono ancora dibattute. Questo mutamento potrebbe essere il frutto dell'aspettativa che le banche centrali, approfittando dell'assenza di rilevanti pressioni inflazionistiche, mantengano i tassi reali più bassi rispetto alla norma storica; di pessimismo sulle prospettive di crescita dell'economia; o, infine, del peso assunto dalle banche centrali asiatiche sul mercato dei titoli di stato (conseguenza dei regimi di cambio fisso).

Crescita moderata e in rallentamento, bassa inflazione e una modesta restrizione monetaria (non necessariamente estesa a tutto il mondo) non costituiscono una tale rottura con lo scenario di fine 2004 da far prevedere, da soli, un significativo rialzo dei rendimenti sui titoli di stato e dei premi al rischio sul mercato del debito *corporate* ed emergente. D'altra parte, l'appiattimento delle curve attraverso il rialzo dei tassi a breve termine contribuirà a ridurre il potere d'attrazione dei titoli a tasso fisso a medio e lungo termine, favorendone un calo rispetto a quotazioni che appaiono ampiamente sopravvalutate e che offrono una remunerazione del capitale inferiore a quella garantita dal solo flusso di dividendi di molti titoli azionari. L'analisi quantitativa mostra che il mercato ha già ampiamente incorporato nei prezzi tutto il rallentamento della crescita dai noi previsto per il 2005, che è più ampio di quanto il consenso sta attualmente scontando. Per questo motivo riteniamo che lo scenario di medio termine per i titoli di stato sarà negativo.

Anche i premi al rischio sui titoli *corporate* sono destinati ad allargarsi. Se la fase iniziale dell'anno, probabilmente povera di spunti, sarà dominata ancora dal *range trading*, in seguito il deterioramento della qualità del credito, il rallentamento dei profitti e il calo della domanda dovrebbero portare a un incremento degli *spread*.