

RAPPORTO CER

Aggiornamenti

12 Ottobre 2010

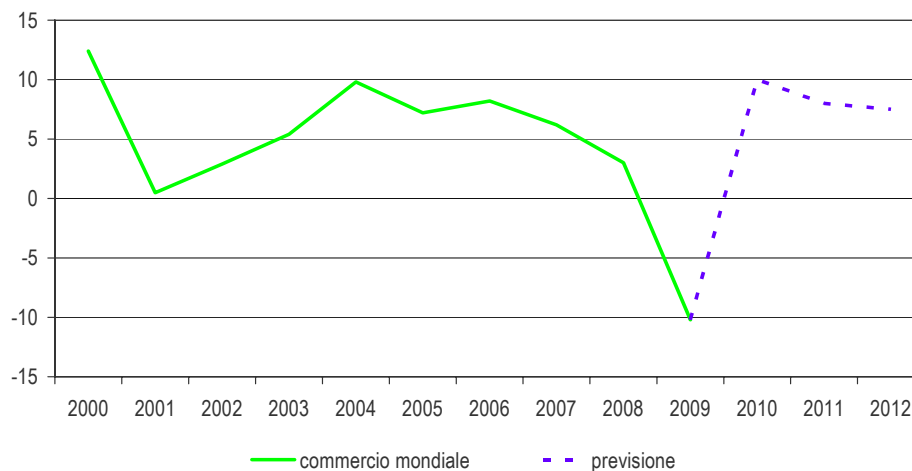
EVOLUZIONE DEL QUADRO INTERNAZIONALE

Anticipiamo alcune evidenze sugli sviluppi della congiuntura internazionale che saranno trattati nel Rapporto Cer 3/2010 di prossima pubblicazione. Lo scenario di riferimento adottato nell'esercizio di previsione effettuato prima dell'estate (Rapporto 2/2010) deve essere aggiornato per tenere pieno conto di tre importanti elementi: i) un rallentamento dell'economia statunitense anticipato e più pronunciato rispetto alle attese; ii) le oscillazioni registrate sul mercato dei cambi; iii) l'accentuarsi delle divergenze all'interno dell'area dell'euro. Questa Nota integra e completa quelle pubblicate nel corso del mese di settembre.

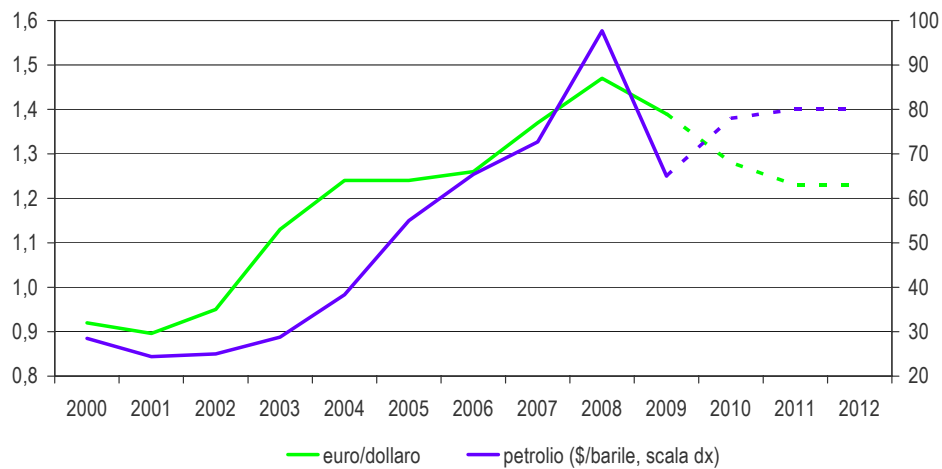
Nello scorso Rapporto di previsione abbiamo ipotizzato che il ciclo internazionale, dopo un robusto rimbalzo nella prima parte dell'anno, decelerasse conservando comunque ritmi di espansione in linea con la media degli ultimi venti anni. Questo profilo era fondato sulle prospettive di crescita sostenuta delle economie asiatiche emergenti e di consolidamento del recupero americano, nonché su di una sostanziale stabilizzazione del cambio euro/dollaro e dei prezzi delle materie prime, a cominciare dalle quotazioni petrolifere.

IL COMMERCIO MONDIALE NEL RAPPORTO CER 2/2010

(indice destagionalizzato)

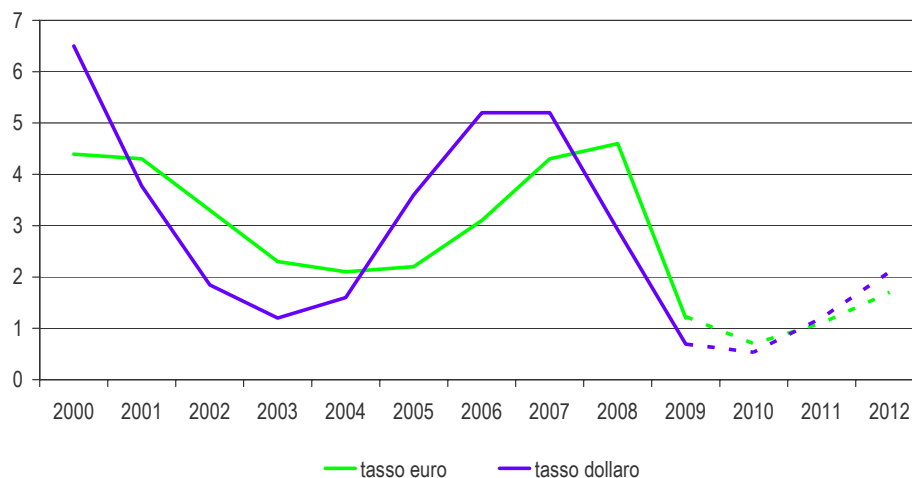


LE PREVISIONI SU CAMBIO E PETROLIO NEL RAPPORTO CER 2/2010



In assenza di significative pressioni inflazionistiche, il sostegno al ciclo reale - e a quello finanziario - sarebbe stato garantito da politiche monetarie persistentemente espansive.

LE PREVISIONI SUI TASSI A BREVE NEL RAPPORTO CER 2/2010



In questo quadro segnalavamo due importanti fattori di preoccupazione:

- Il permanere degli squilibri nei pagamenti internazionali, a cominciare dagli Stati Uniti (soprattutto verso la Cina)
- Il pericolo di un avvitamento europeo attorno al caso dei titoli pubblici greci, con:
 - il rischio di un nuovo collasso del sistema bancario/finanziario
 - il rischio connesso a politiche di rientro dal deficit troppo rapide con effetti traumatici sulla crescita.

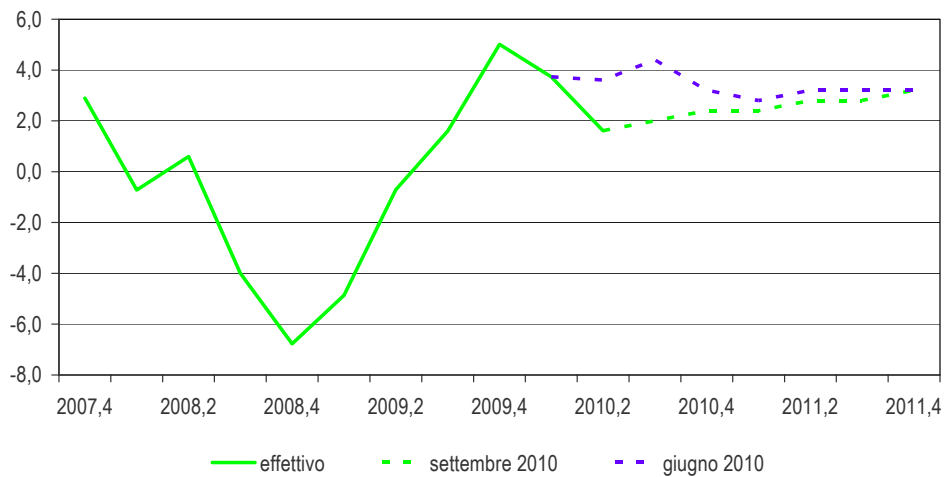
Negli ultimi mesi alcuni fatti hanno tuttavia in parte modificato lo scenario internazionale di riferimento.

1.

La congiuntura statunitense ha sensibilmente decelerato già nella prima metà dell'anno ed è ora diffusa la convinzione che non si rafforzerà in maniera significativa nei prossimi trimestri: secondo le stime più recenti, dovrebbe riavvicinarsi al 3 per cento solo nel 2012.

LA CRESCITA AMERICANA PREVISTA PRIMA E DOPO L'ESTATE

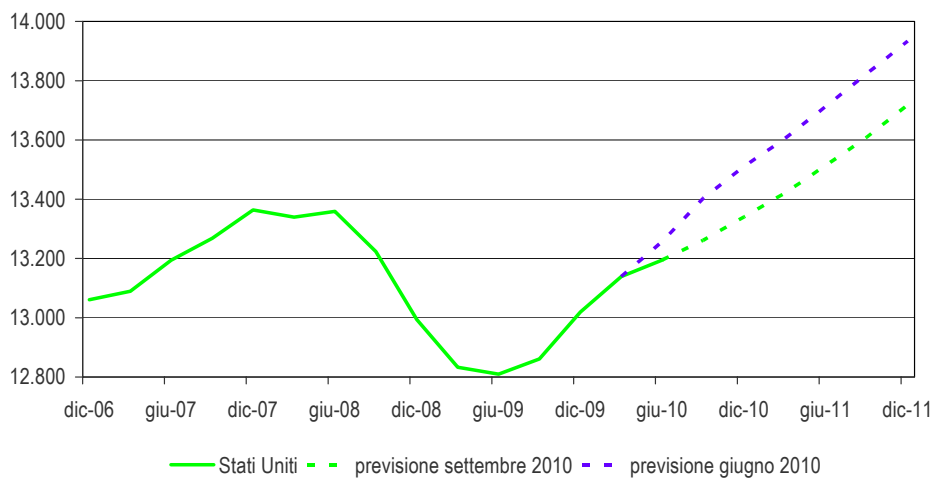
(crescita congiunturale annualizzata, Consensus Forecast)



Il nuovo profilo della crescita congiunturale ritarda di circa sei mesi il momento nel quale la produzione americana recupererà il livello di produzione ante-crisi....

LA CRESCITA AMERICANA PREVISTA PRIMA E DOPO L'ESTATE

(livelli, Consensus Forecast)

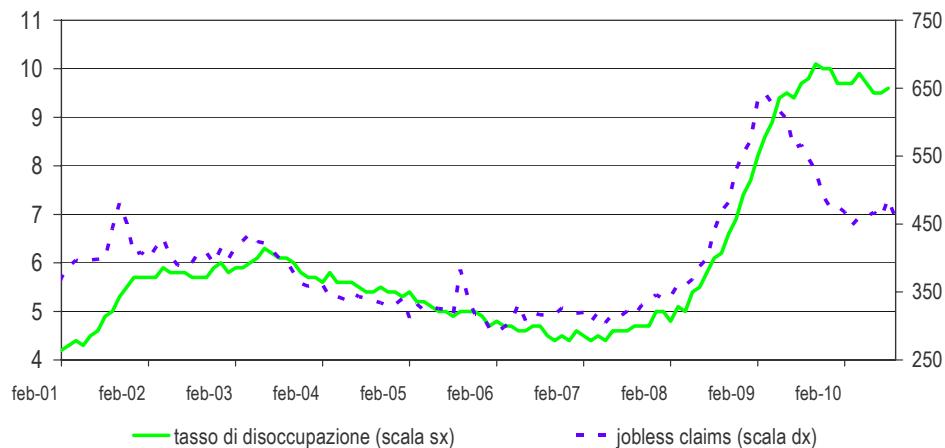


...ed esacerba le già difficili condizioni del mercato del lavoro: il tasso di disoccupazione è bloccato in prossimità dei massimi degli ultimi trent'anni mentre le richieste di nuovi sussidi

non ritornano su livelli fisiologici. Attorno alla crisi occupazionale non hanno tardato a coagularsi le critiche al massiccio stimolo fiscale varato dall'Amministrazione Obama e le paure che si preparasse una nuova recessione (il cosiddetto double dip).

STATI UNITI: TASSO DI DISOCCUPAZIONE E JOBLESS CLAIMS (*)

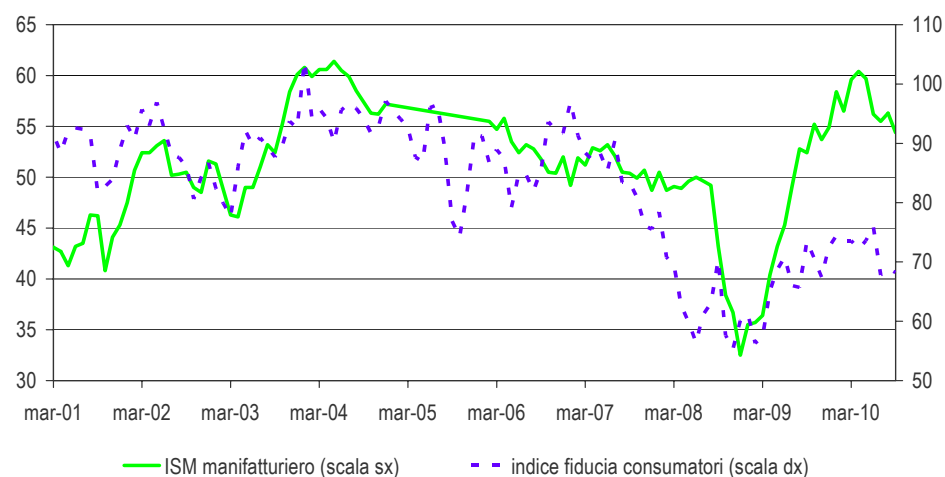
(medie mensili)



(*) Migliaia di unità.

Sebbene la fiducia dei consumatori rimanga comprensibilmente su livelli assai depressi, una lettura un poco più attenta dei dati sulla produzione allontana per ora tale eventualità. Intanto, è incoraggiante che l'indice ISM – riferito ai responsabili degli acquisti - rimanga al di sopra di quota 50, livello che separa le fasi espansive da quelle recessive.

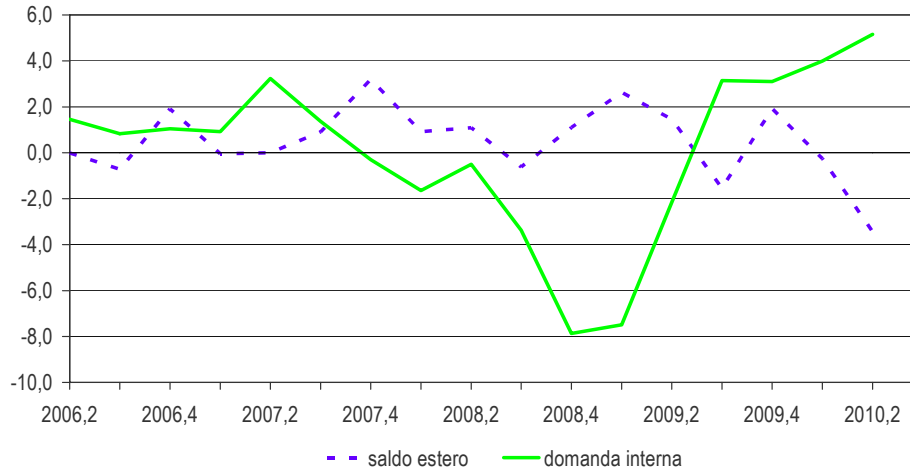
STATI UNITI: CLIMA DI FIDUCIA



Inoltre, scomponendo la stessa ultima deludente rilevazione di contabilità nazionale emerge che gran parte del rallentamento è riconducibile alla componente estera della domanda e non a quella interna.

STATI UNITI: CONTRIBUTI ALLA CRESCITA DELLA DOMANDA INTERNA E DEL SALDO ESTERO

(tassi di variazione congiunturali annualizzati)

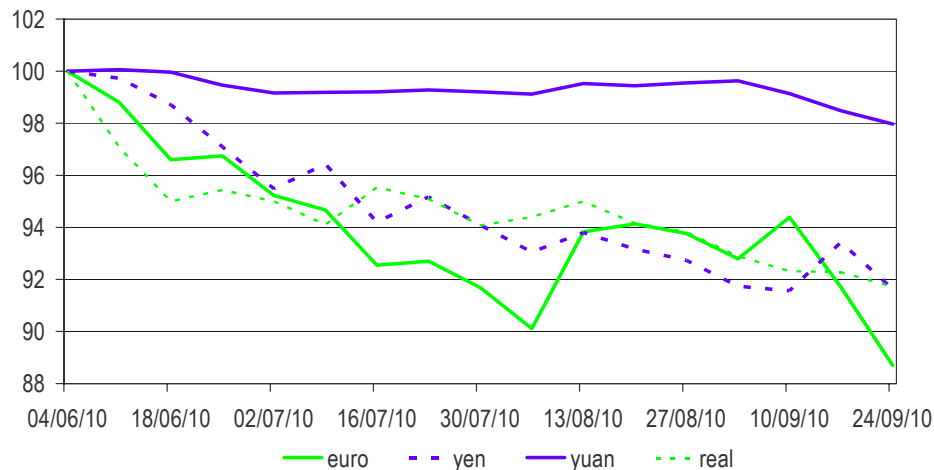


2.

La dinamica congiunturale americana ha favorito pressioni ribassiste sul dollaro. Tra l'inizio di giugno e settembre, si è registrato un deprezzamento nei confronti di tutte le principali valute seppure con diverse modalità: al solito, verso lo yuan esso è stato tanto marginale da ridare slancio ai provvedimenti di tipo protezionistico; nel caso giapponese, inserendosi in un trend pluriennale, il deprezzamento ha portato il cambio al livello minimo degli ultimi quarant'anni (appena sopra quota 80); infine, essendo stato relativamente più intenso rispetto all'euro che alle altre valute, il movimento ha determinato un rafforzamento del cambio effettivo nominale europeo.

LE PRESSIONI SUL MERCATO DEI CAMBI: IL DEPREZZAMENTO DEL DOLLARO

(inizio giugno 2010 = 100; un calo dell'indice rappresenta un deprezzamento)

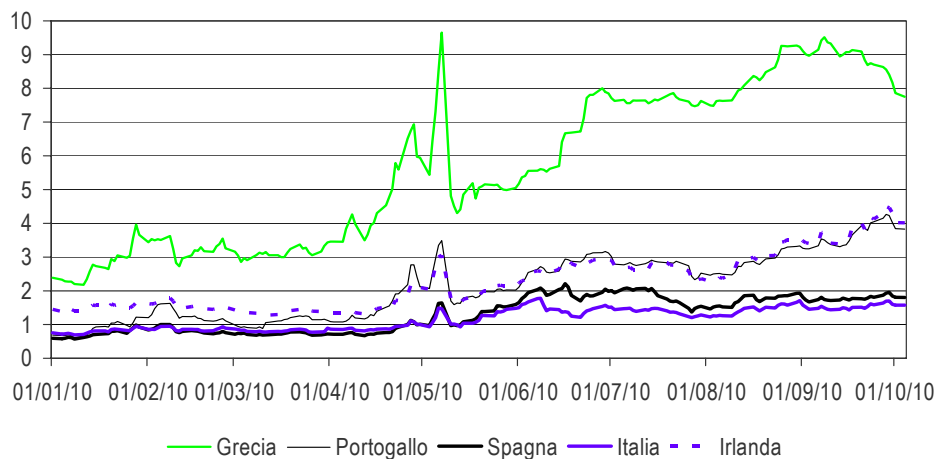


3.

Oltre che dalla questione valutaria, il centro del dibattito economico europeo è occupato dalle dinamiche dei differenziali di rendimento sui titoli sovrani interni all'area. La fase di calma seguita all'annuncio dello scorso maggio sulle misure di pronto intervento a sostegno dei bond governativi dell'area messi sotto attacco è durata assai poco: negli ultimi quattro mesi lo spread tra il titolo tedesco e quelli emessi dalle economie più fragili dell'area è progressivamente salito attestandosi poco distante dai massimi raggiunti al momento dell'esplosione dell'affaire greco.

DIVERGENZE EUROPEE: DIFFERENZIALE DI RENDIMENTO ALL'INTERNO DELL'AREA EURO

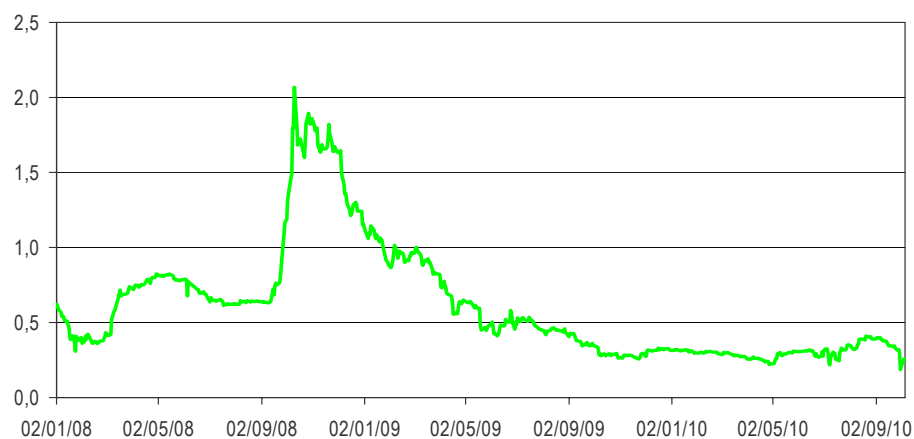
(scarto del rendimento decennale rispetto al Bund tedesco)



In proposito ci limitiamo qui ad accennare due aspetti. Il primo, relativamente confortante, è che per ora l'estensione delle contromisure operative da parte della Bce e la road map verso una nuova supervisione e regolamentazione finanziaria hanno evitato una crisi di liquidità e un avvitamento della situazione come quello vissuto all'inizio del 2009.

INDICATORE DI TENSIONE SUL MERCATO MONETARIO

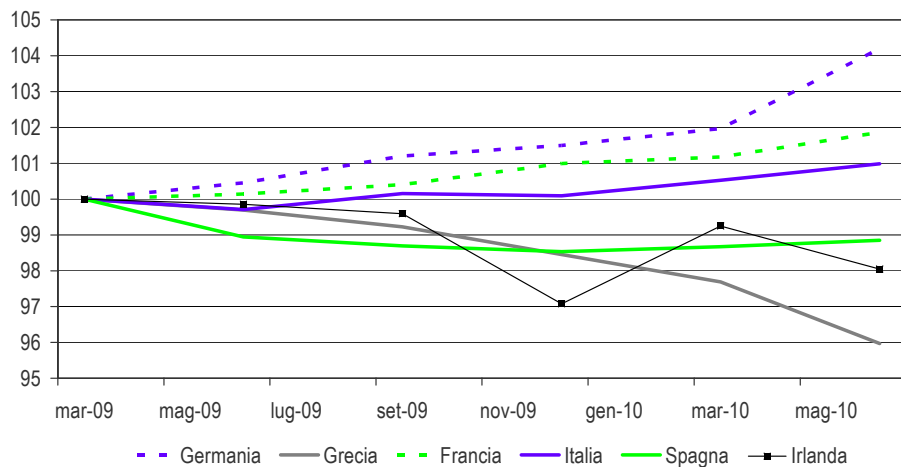
(differenziale tra OIS e EURIBOR a tre mesi)



Di contro preoccupa che l'ampliamento dei differenziali rifletta un progressivo scollamento nei ritmi di crescita all'interno dell'area euro: nell'ultimo anno e mezzo quasi tutte le economie "fragili" dell'area si sono contratte mentre la cosiddetta Core-Europe, e la Germania in particolare, hanno registrato un segno positivo (si vedano anche le tavole in Appendice). Tale andamento dicotomico inevitabilmente aumenta la pressione dei mercati preoccupati della capacità dei governi nazionali di onorare le proprie scadenze.

L'USCITA DALLA CRISI NELL'AREA EURO

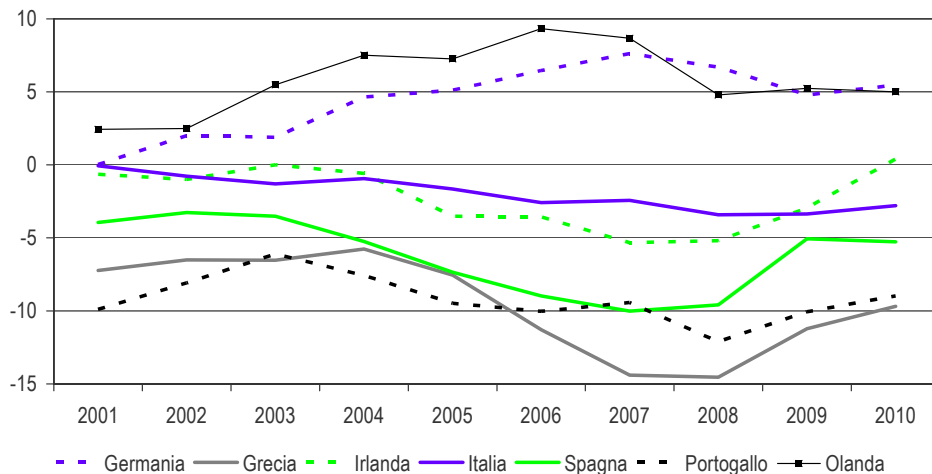
(Pil cumulado dal I trimestre 2009)



Le tensioni sembrano acute dall'attenzione con la quale i mercati hanno ora preso a guardare i persistenti squilibri nei saldi delle partite correnti dei singoli paesi europei: anche nel processo di catching-up interno all'Ume, l'accumulo di debito nei confronti dell'estero da parte delle economie più arretrate (e fragili) può alla lunga rivelarsi insostenibile e compromettere le prospettive di crescita nel medio termine.

IL SALDO PARTITE CORRENTI IN EUROPA

(in % del Pil)



In conclusione questi sviluppi portano a considerare:

- Sul piano della previsione
 - Un quadro della congiuntura internazionale un po' meno favorevole soprattutto a partire dal 2011
 - Un cambio dell'euro più forte
- Sul piano dell'analisi del contesto
 - Una lettura più "reale" e meno "finanziario-speculativa" dei differenziali sui titoli pubblici all'interno dell'area euro
 - La complessità crescente della gestione delle politiche economiche (sia monetarie che fiscali) e delle soluzioni di architettura istituzionale europea per gestire in prospettiva gli squilibri interni

Questa nota è stata redatta da Alessandro Carettoni.

Appendice

AREA EURO: CONTRIBUTI ALLA CRESCITA DEL PIL REALE

(tassi di variazione tendenziali)

	III.07	IV.07	I.08	II.08	III.08	IV.08	I.09	II.09	III.09	IV.09	I.10	II.10
Consumi	1,1	0,7	0,9	0,4	0,0	-0,4	-0,9	-0,6	-0,7	-0,2	0,2	0,3
Spesa pubblica	0,4	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,4	0,3	0,2
Investimenti	0,9	0,7	0,6	0,2	-0,2	-1,3	-2,5	-2,5	-2,4	-1,8	-1,0	-0,2
Esportazioni	3,2	1,8	2,4	1,6	0,4	-3,3	-7,4	-7,7	-6,1	-2,0	2,4	4,8
Importazioni	2,7	1,6	1,8	1,0	0,1	-2,0	-5,8	-6,4	-5,3	-2,7	2,0	5,0
Scorte	-0,1	0,1	-0,4	-0,4	-0,4	0,4	-0,7	-1,0	-0,6	-1,0	0,9	1,7
Pil	2,8	2,2	2,1	1,3	0,1	-2,1	-5,2	-4,9	-4,0	-2,0	0,8	1,9

AREA EURO: CONTRIBUTI ALLA CRESCITA DEL PIL REALE

(tassi di variazione congiunturali annualizzati)

	III.07	IV.07	I.08	II.08	III.08	IV.08	I.09	II.09	III.09	IV.09	I.10	II.10
Consumi	1,5	0,3	0,8	-1,1	0,0	-1,2	-1,2	-0,1	-0,2	0,5	0,4	0,4
Spesa pubblica	0,3	0,6	0,3	0,7	0,4	0,6	0,6	0,5	0,4	-0,1	0,2	0,4
Investimenti	0,4	1,2	0,7	-1,4	-1,3	-3,4	-3,9	-1,6	-0,9	-1,0	-0,3	1,4
Esportazioni	3,0	1,2	3,4	-1,1	-2,0	-12,7	-13,0	-2,2	4,6	3,3	4,0	7,7
Importazioni	3,0	0,3	2,8	-1,9	-0,6	-8,2	-11,9	-4,5	4,1	2,0	6,7	7,5
Scorte	0,2	-1,5	0,4	-0,7	0,3	1,5	-4,1	-1,7	1,9	-0,1	3,6	1,5
Pil	2,4	1,6	2,8	-1,7	-2,1	-7,1	-9,6	-0,5	1,7	0,7	1,3	3,9

EUROPA: CONTO RISORSE IMPIEGHI

Media 2009.II-2010.I (tassi di variazione tendenziali)	Consumi	Spesa Pubblica	Investimenti	Scorte (*)	Esportazioni	Importazioni	Pil
Area euro	-0,6	2,0	-9,1	-0,4	-7,3	-7,0	-2,5
Germania	-0,3	2,9	-7,0	0,0	-7,9	-6,2	-2,5
Francia	1,0	2,7	-6,4	-1,7	-6,5	-7,6	-1,3
Italia	-0,5	0,3	-9,0	-0,1	-12,0	-8,9	-3,3
Spagna	-3,1	1,8	-14,7	-0,6	-5,0	-11,6	-3,2
Regno Unito	-2,3	0,5	-12,5	-0,2	-7,5	-7,2	-3,7
2010.II (tassi di variazione tendenziali)	Consumi	Spesa Pubblica	Investimenti	Scorte (*)	Esportazioni	Importazioni	Pil
Area euro	0,5	1,1	-1,0	1,7	12,0	12,8	1,9
Germania	-0,7	3,0	5,9	1,2	18,2	17,1	3,7
Francia	1,5	1,8	-2,4	0,7	10,2	8,7	1,7
Italia	0,3	-0,7	2,9	0,3	9,2	8,2	1,3
Spagna	2,0	0,4	-7,0	0,2	10,5	8,1	-0,1
Regno Unito	1,3	1,9	3,7	1,3	6,2	10,4	1,7
2010.II (tassi di variazione congiunturali annualizzati)	Consumi	Spesa Pubblica	Investimenti	Scorte (*)	Esportazioni	Importazioni	Pil
Area euro	0,7	1,9	7,5	1,5	18,6	18,6	3,9
Germania	2,3	1,7	20,1	0,1	36,8	31,3	9,0
Francia	1,2	1,6	3,2	2,7	11,8	16,7	2,8
Italia	0,4	1,6	5,3	-2,2	13,9	3,2	2,0
Spagna	5,0	3,0	-2,7	0,7	2,8	11,5	0,7
Regno Unito	2,7	4,1	5,7	1,7	9,4	9,9	4,7

(*) Contributi alla crescita del Pil.