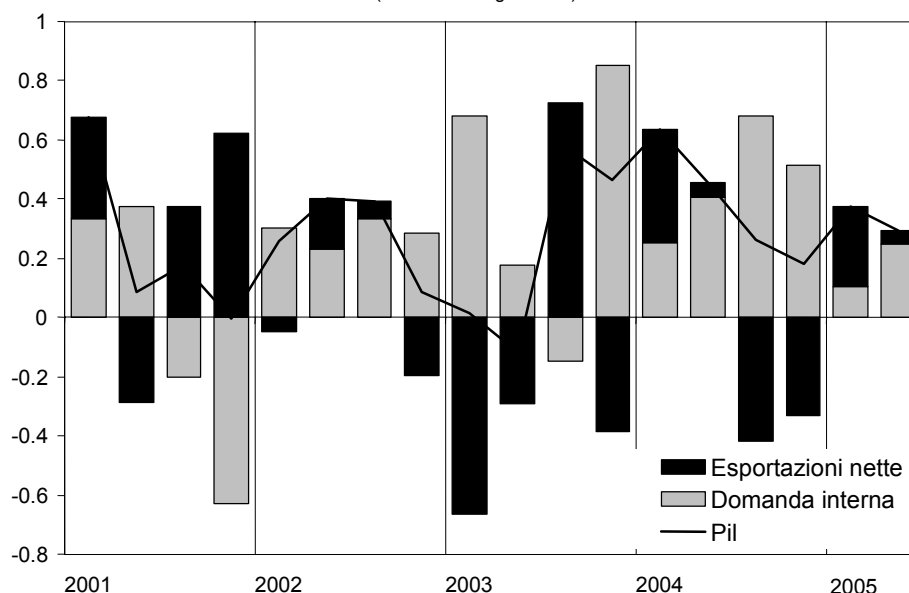

3. L'ECONOMIA DELL'UNIONE EUROPEA

3.1. L'area dell'euro

3.1.1 L'attività economica

La crescita dell'area nel secondo trimestre dell'anno in corso (+0,3% su base congiunturale), inferiore a quella del primo trimestre (+0,4%), conferma i timori di rallentamento espressi nel nostro Rapporto del luglio scorso. La domanda interna, sebbene in accelerazione, stenta a decollare (fig. 3.1). Il contributo alla crescita degli investimenti è tornato solo debolmente positivo dopo il significativo rallentamento avvenuto nel primo trimestre; i consumi delle famiglie restano stazionari. Il principale contributo positivo alla crescita del secondo trimestre è venuto dalle scorte, aumentate sensibilmente. L'incremento consistente delle esportazioni, che ha contribuito positivamente al prodotto per quasi l'1%, è stato compensato dall'imponente aumento delle importazioni. Tale incremento potrebbe preludere a un aumento più deciso degli investimenti nel prossimo futuro.

Fig. 3.1 - Contributi alla crescita nell'area dell'euro
(variazioni congiunturali)

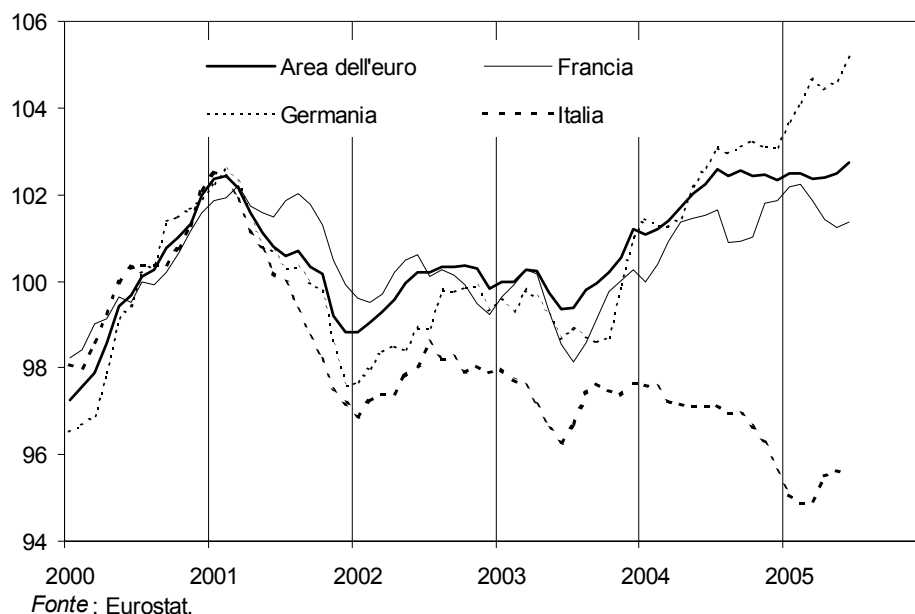


Fonte : elaborazioni CSC su dati Eurostat.

Gli indicatori anticipatori per il terzo trimestre non forniscono segnali univoci. La produzione industriale dell'area negli ultimi mesi ha fatto registrare incrementi costanti seppur non esaltanti (fig. 3.2).

Un'eccezionale crescita è stata registrata in Germania dove la produzione industriale cresce a ritmi sostenuti dall'inizio dell'anno, mentre molto più contenuti e altalenanti sono stati gli andamenti della produzione industriale francese e italiana.

Fig. 3.2 - Produzione industriale
(2000=100; medie mobili a 3 termini)

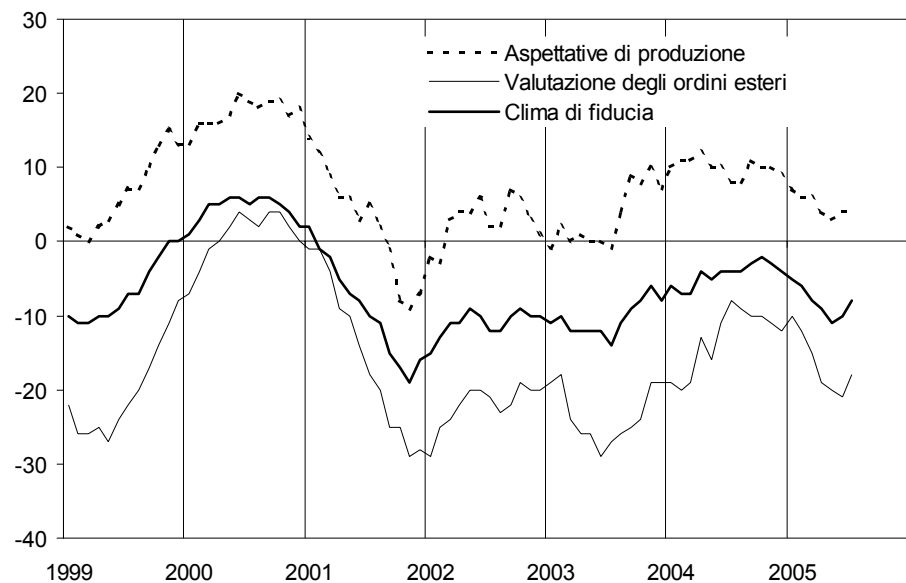


Dal lato delle imprese emerge, tuttavia, qualche segnale incoraggiante (fig. 3.3). A luglio il clima di fiducia dell'area dell'euro è aumentato grazie alla crescita degli ordinativi esteri, in accelerazione dal secondo trimestre, e ai giudizi sulle scorte di prodotti finiti, tornati finalmente ottimistici. Le aspettative di produzione permangono stabili. I miglioramenti sono risultati uniformi tra i paesi membri; la sostenuta crescita degli ordinativi esteri potrebbe essere dovuta al deprezzamento che l'euro ha registrato nei confronti del dollaro (da gennaio a luglio si è deprezzato del 12,8%). In particolare il clima di fiducia delle imprese tedesche è risultato nel mese di agosto in leggera flessione sebbene i giudizi sul prossimo futuro, influenzati dagli ingenti ordinativi esteri, siano rimasti molto positivi. Segnali rassicuranti provengono anche dal lato dei servizi e delle costruzioni. In particolare per il settore delle costruzioni emergono giudizi molto buoni in Germania¹, in Francia e in Spagna. In quest'ultimo paese l'evoluzione così sostenuta dei prezzi degli immobili ha contribuito positivamente anche sul bilancio dei consumatori-proprietari. Il clima di fiducia dei consumatori (fig. 3.4) si è stabilizzato su livelli al di sotto della media di lungo periodo; le aspettative sulla situazione economica generale e sulla capacità di risparmio sono peggiorate pressoché in tutti i paesi. La moderata dinamica salariale che ha contraddistinto quest'ultimo anno, unita ad una situazione stazionaria nel mercato del lavoro, alle tensioni inflazionistiche concentrate finora sui prodotti energetici e ad un trascurabile

¹ Le costruzioni tedesche sono sensibilmente rallentate nei primi mesi dell'anno a causa delle avverse condizioni climatiche.

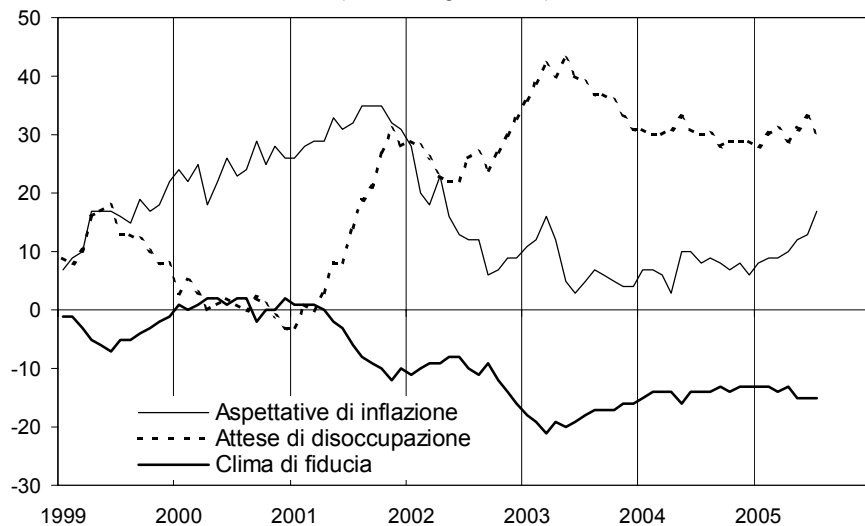
miglioramento del reddito disponibile hanno contribuito al deterioramento del clima di fiducia delle famiglie. In declino anche le vendite al dettaglio (-0,5%) del mese di luglio. Dalle informazioni desunte dagli indicatori ciclici si ipotizza una crescita modesta (+0,3/0,4%) del prodotto interno lordo nel terzo trimestre, ancora troppo legata alla componente estera e alla stabilizzazione delle scorte.

Fig. 3.3 - Area dell'euro: fiducia delle imprese
(saldi destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

Fig. 3.4 - Area dell'euro: fiducia delle famiglie
(saldi destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

Un ulteriore clima di incertezza in Germania è determinato dalle elezioni politiche del 18 settembre e dalla prospettiva di dare o meno seguito all'ipotesi di aumentare al 18% l'aliquota Iva del 16%. Tale misura potrebbe dare un impulso positivo ai consumi nel periodo appena

precedente la sua applicazione per poi deprimerli nel periodo successivo. In media d'anno noi ci attendiamo una crescita del Pil tedesco intorno all'1%.

Anche l'economia francese è prevista in rallentamento (1,5% contro il 2,1% nel 2004), in quanto la domanda interna che finora ha trainato l'economia transalpina sta rallentando. In particolare la riduzione del potere d'acquisto e della quota di risparmio destinato ai consumi, unita ad un mercato del lavoro fermo, contribuisce a contenere i consumi delle famiglie. Lo scorso anno e i primi mesi del 2005 il governo francese ha introdotto, senza avere degli effetti rilevanti, una serie di misure una *tantum* per sostenere i consumi. D'altra parte gli imprenditori sono impegnati a contenere i costi degli *input* importati e l'euro forte. Nel prossimo futuro, quindi, non sono previsti sensibili miglioramenti dell'occupazione francese.

L'economia spagnola anche per l'anno in corso è prevista in accelerazione (+3,2%), confermandosi una delle realtà produttive più dinamiche dell'area. La principale componente della domanda interna, i consumi, è prevista in lieve decelerazione a causa del peggioramento delle aspettative inflazionistiche e del bilancio familiare.

Le prospettive 2005-2006

Il nostro scenario previsivo sconta un rallentamento generalizzato, ad eccezione di Spagna e Irlanda, delle economie appartenenti all'Unione monetaria durante l'anno in corso. Le nostre previsioni per l'area sono state riviste lievemente al ribasso: 1,2% nel 2005 e 1,5% nel 2006.

Un rischio al ribasso per le nostre previsioni è il possibile andamento delle quotazioni petrolifere. Nel nostro scenario si ipotizza una stabilizzazione del prezzo del greggio intorno ai 56 dollari per barile in media d'anno. Un prezzo così elevato e una valuta forte, come l'euro si è dimostrato finora, avrebbero un effetto negativo sui già ridotti margini di profitto delle imprese. Un'addizionale pressione inflazionistica proveniente dai più alti corsi petroliferi, che dai 50 dollari al barile di maggio sono aumentati a 67,3 di settembre, influirebbe sul reddito disponibile reale rallentandone la crescita. In questo scenario le principali componenti della domanda interna, consumi e investimenti, risulterebbero le più colpite, per cui la crescita ipotizzata si attesterebbe su livelli molto modesti. Il deprezzamento subito dall'euro negli ultimi due mesi d'altro canto potrebbe influire positivamente anche sulla domanda estera futura, sostenendo le esportazioni dell'area. Nel 2006 il prodotto interno dell'area potrebbe accelerare il suo ritmo di crescita in seguito alla stabilizzazione, sebbene su livelli medio-alti, delle quotazioni petrolifere e del tasso di cambio dell'euro nei confronti delle principali valute. In questo esercizio previsivo si esclude la realizzazione degli effetti inflazionistici di *second round* anche perché finora le politiche salariali sono state attuate all'insegna della moderazione e quindi si ipotizza che le tensioni dal lato dei prezzi dei prodotti energetici possano essere isolate solo a quel comparto.

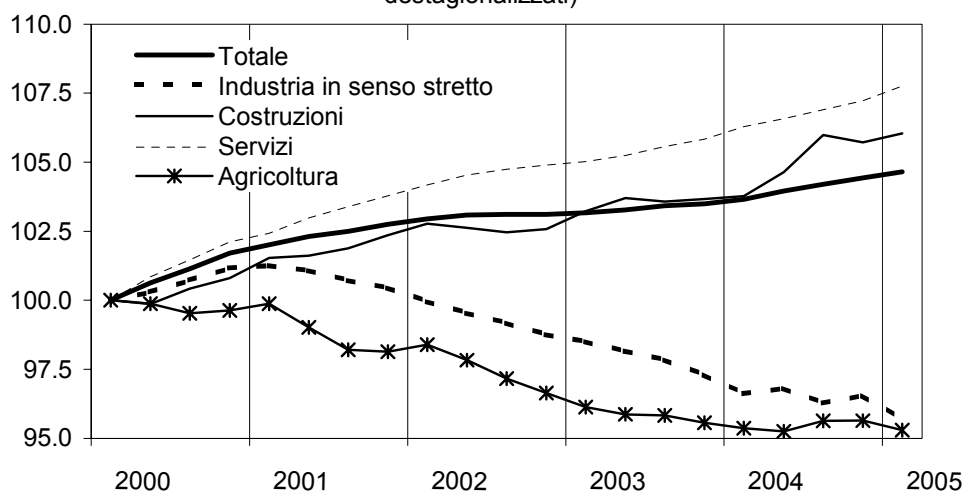
3.1.2

Occupazione, disoccupazione e costo del lavoro

Timidi segnali di ripresa

I segnali di leggera ripresa del mercato del lavoro europeo manifestatisi nel corso del 2004 sono proseguiti anche nella prima parte del 2005. Nei primi tre mesi dell'anno la dinamica occupazionale ha continuato ad essere positiva (+0,2% rispetto al trimestre precedente), pur non mostrando particolari segni di accelerazione. L'aumento ha riguardato principalmente il settore dei servizi (+0,5%) e in misura minore le costruzioni (+0,3%), mentre l'industria in senso stretto ha registrato una contrazione (-0,9%; fig. 3.5).

Fig. 3.5- Occupazione per settore nell'area dell'euro
(variazioni sul trimestre precedente; indici 1° trimestre 2000=100, dati destagionalizzati)

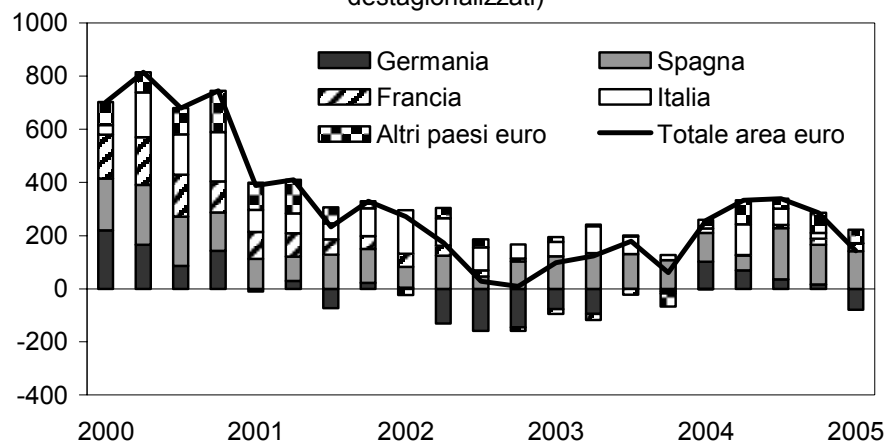


Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

Si tratta di una crescita piuttosto modesta, essenzialmente dovuta alla tenuta del mercato del lavoro spagnolo (fig. 3.6) nel quale, dopo un rallentamento osservato all'inizio del 2004, l'occupazione ha ripreso a crescere a ritmi sostenuti (+0,8% a trimestre). Resta invece incerta la situazione del mercato del lavoro tedesco dove al ritorno ad una dinamica occupazionale positiva nel corso del 2004 ha fatto seguito una nuova contrazione dell'occupazione nel primo trimestre del 2005 e, secondo le ultime informazioni disponibili, un parziale recupero nei successivi tre mesi. Segnali migliori provengono invece dal tasso di disoccupazione che, dopo essere rimasto al di sopra del 9,5% nel 2004 e nei primi sei mesi del 2005, è finalmente sceso in Germania al di sotto di tale soglia a partire dal mese di luglio e, tenuto conto dell'andamento delle aspettative registrate nei mesi estivi da parte dei consumatori, dovrebbe continuare a flettere nei mesi successivi. Tale inversione di tendenza dovrebbe a sua volta contribuire ad accelerare la riduzione del tasso di disoccupazione nella media dell'area dell'euro che, dopo essere rimasto fermo all'8,8% della forza lavoro tra l'ottobre 2004 e l'aprile 2005, è tornato a contrarsi, seppur molto lentamente, nei mesi immediatamente successivi, collocandosi all'8,6% nello scorso mese di luglio.

Fig. 3.6 - Contributi alla crescita dell'occupazione nella zona euro

(variazioni assolute rispetto al trimestre precedente; dati destagionalizzati)



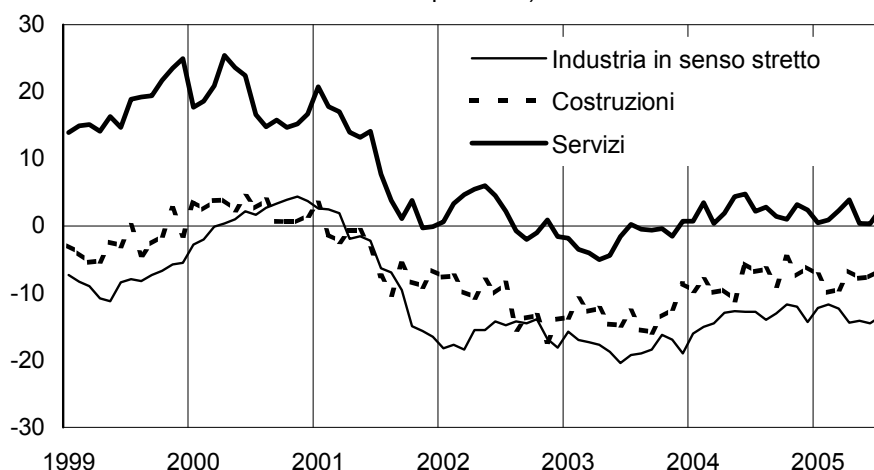
Fonte : elaborazioni CSC su dati Eurostat.

Le prospettive a breve termine

La crescita dell'occupazione dovrebbe farsi più intensa nella seconda metà del 2005. Gli indicatori anticipatori raccolti dalla Commissione europea segnalano infatti una, sia pur modesta, tendenza al miglioramento delle aspettative occupazionali delle imprese intervistate in tutti i settori dell'economia (fig. 3.7). Nella media del 2005 la dinamica occupazionale complessiva non dovrebbe superare lo 0,9% annuo, solo leggermente superiore a quanto registrato nel 2004 (0,6%), mentre il tasso di disoccupazione – pari nella media del 2004 all'8,9% della forza lavoro - dovrebbe scendere solo leggermente (8,7%).

Fig. 3.7 - Aspettative occupazionali nell'area dell'euro

(media aritmetica dei saldi % delle risposte sulle attese occupazionali)

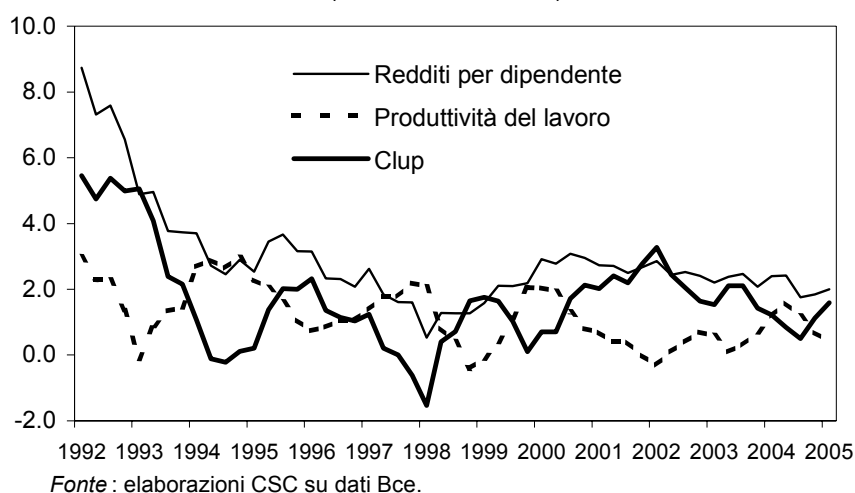


Fonte : Commissione europea.

Costo del lavoro e produttività

I dati disponibili sull'andamento del costo del lavoro nell'area euro suggeriscono la prosecuzione anche per il 2005 di una dinamica salariale moderata. Nei primi tre mesi dell'anno il costo del lavoro per dipendente nel totale dell'economia è cresciuto del 2% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, in linea con quanto registrato nella media del 2004 (2,1%). Sul fronte della crescita della produttività, i segnali di rallentamento emersi negli ultimi mesi del 2004 hanno trovato conferma anche nella prima parte del 2005 e si sono immediatamente riflessi in una ulteriore accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto (fig. 3.8).

Fig. 3.8 - Redditi per dipendente, produttività e Clup nell'area dell'euro
(variazioni % annuali)



3.1.3

L'inflazione e la politica monetaria

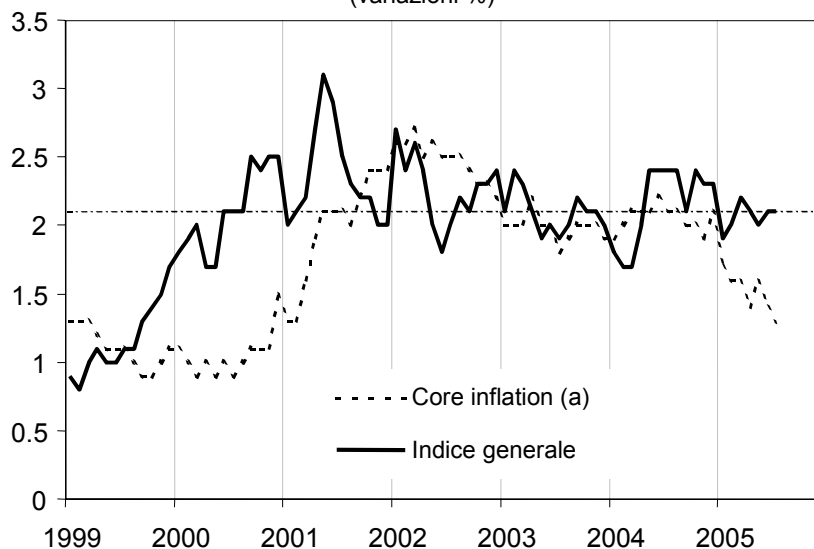
In tutta la prima metà del 2005 l'inflazione ha oscillato tra l'1,9% e il 2,1%, risultando coerente con la definizione di stabilità dei prezzi della Bce. A luglio è salita al 2,2% (fig. 3.9) a causa della notevole accelerazione che, fin da maggio, si registra negli energetici (11,8% tendenziale a luglio) e nonostante l'altra componente volatile, quella degli alimentari freschi, stia facendo segnare un nuovo rallentamento, registrando un moderato +0,3% a luglio. La *core inflation*, invece, negli ultimi quattro mesi si è fermata sull'1,4%; ciò grazie soprattutto ai beni industriali non energetici - i cui prezzi sono ormai fermi sul livello dello scorso anno - e anche alla sostanziale stabilità nei servizi (+2,2% a luglio) e negli alimentari conservati (+1,6%). La stima dell'Eurostat per agosto è di una decelerazione al 2,1% dell'indice generale, che sarebbe dovuta a un impatto leggermente minore, rispetto agli ultimi mesi, delle tensioni sui prezzi petroliferi.

Il nostro quadro previsivo, basato su un tasso di cambio rispetto al dollaro sostanzialmente stabile e su un rientro contenuto delle quotazioni petrolifere nel prossimo anno (cfr. par. 2.1), sconta il proseguire delle tensioni - di origine in gran parte esterna all'economia europea - in atto

sul costo delle materie prime. Ciò eserciterà pressioni sui margini di diversi settori industriali e soprattutto di quelli più a valle, poiché i prezzi alla produzione dei beni di consumo restano molto moderati (solo +0,8% tendenziale a luglio 2005). Sui costi interni dell'area non dovrebbero determinarsi forti spinte, data la debolezza dell'attività economica nel biennio di previsione. Anche la dinamica del costo del lavoro dovrebbe restare moderato (cfr. par. 3.1.2), escludendo l'innescarsi, da questo canale, di effetti di *second round* sui prezzi petroliferi.

Questo scenario implica una perdurante stabilità della *core inflation* e dei prezzi degli alimentari freschi, ma anche un ulteriore contributo al rialzo da parte della componente energetica nella restante parte dell'anno; la dinamica generale dei prezzi registrerebbe, di conseguenza, qualche lieve tensione di breve periodo (2,1% nella media del 2005). Nel corso del 2006 l'inflazione scenderebbe di nuovo poco sotto il 2% grazie, essenzialmente, a un effetto statistico favorevole sui prezzi energetici² (1,9% in media d'anno).

Fig. 3.9 - Inflazione nell'area dell'euro
(variazioni %)



(a) Eclusi energia e alimentari freschi.

Fonte: Eurostat.

Il Consiglio direttivo della Bce di settembre ha ritenuto appropriate le condizioni monetarie, mantenendo inalterato al 2% il *refi* (tasso di rifinanziamento principale). Una decisione che appare sicuramente giustificata, nonostante i forti rincari petroliferi, dall'incertezza della attuale fase economica dell'Europa.

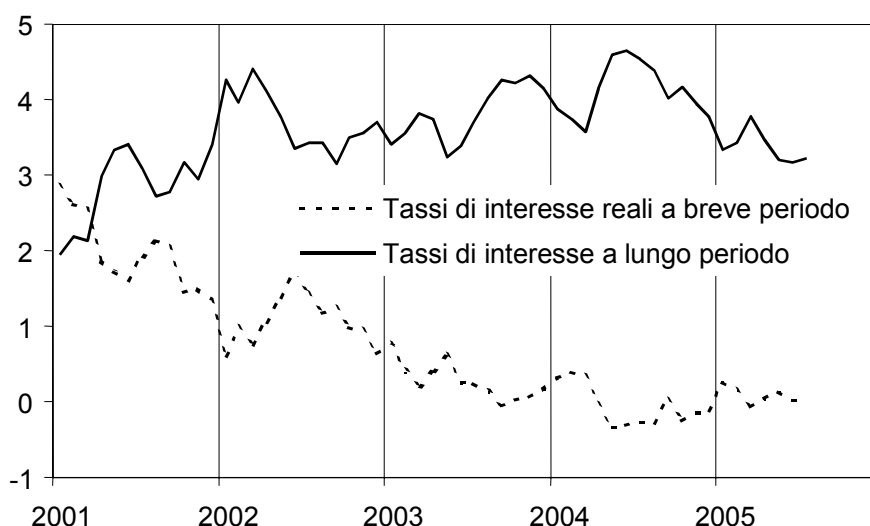
Passando all'analisi monetaria, gli ultimi dati confermano la forte espansione della moneta e del credito osservata fin dalla metà dello

² Il cosiddetto *base effect* consiste nel fatto che, dopo uno o più mesi di rialzi e in presenza di un indice che resta poi invariato, la variazione tendenziale (che è calcolata sui 12 mesi) diminuisce man mano che si escludono dalla misura i mesi in cui si era verificato l'aumento. Sulla componente energetica questo effetto puramente statistico si verificherà - in assenza di ulteriori rialzi petroliferi - nei periodi febbraio-aprile e giugno-luglio del 2006.

scorso anno. La dinamica della moneta è sospinta dai tassi di interesse attualmente contenuti (fig. 3.10), come denota la vigorosa crescita delle componenti più volatili di M3. Il basso livello dei tassi di interesse alimenta inoltre l'espansione del credito, con un generalizzato rafforzamento della domanda di prestiti da parte del settore privato. La crescita dei mutui ipotecari rimane molto sostenuta. In tale contesto, è necessario seguire con attenzione la dinamica dei prezzi nei mercati degli immobili residenziali.

Nonostante la liquidità dell'area resti abbondante e i rincari petroliferi siano destinati a perdurare lungo tutto il nostro orizzonte previsivo, non ci attendiamo cambiamenti nell'orientamento della Bce sino a tutto il 2006. La dinamica inflazionistica resta, d'altro canto, molto contenuta e i possibili effetti di *second round* che potrebbero discendere dagli aumenti petroliferi non vanno, a nostro avviso, esagerati. La stabilità dei tassi di *policy* è peraltro necessaria a sostenere la domanda soprattutto di investimenti, che è ancora molto fiacca, e a favorire un ulteriore deprezzamento della moneta unica.

Fig. 3.10 - Area dell'euro: condizioni monetarie
(valori %)



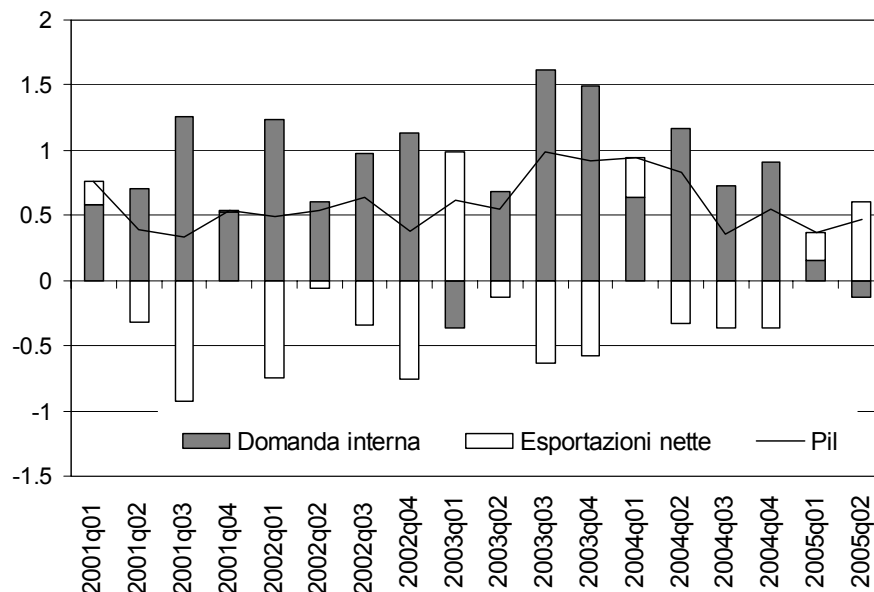
Fonte: Thomson Financial.

3.2 Regno Unito

La revisione della contabilità nazionale ha segnato un rallentamento ancora più marcato per il primo trimestre del 2005 (+0,4% invece che +0,5%) e una lieve accelerazione per il secondo (+0,5%), che tuttavia è il più basso tasso di crescita dal secondo trimestre del 2003. La crescita dei primi due trimestri dell'anno in corso si caratterizza per il cambiamento nella sua composizione (fig. 3.11), le esportazioni nette contribuiscono all'aumento del Pil mentre la domanda interna lo rallenta. In particolare i consumi delle famiglie hanno subito la crescita più bassa

degli ultimi quattro anni: è dal quarto trimestre del 2000 che non si registrava un tasso di crescita così basso. I beni durevoli appaiono i più penalizzati. La rilevante riduzione del prezzo degli immobili, unita al clima di incertezza relativo alla riforma pensionistica e a dei tassi di interesse elevati potrebbe aver influito sulle decisioni di spesa delle famiglie inglesi. Gli investimenti hanno continuato a crescere a dei ritmi elevati (+1,5% nel secondo trimestre). Favorevoli condizioni finanziarie

Fig. 3.11 - Andamento dei contributi delle componenti del Pil nel Regno Unito
(variazioni sul periodo precedente)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

e un aumento delle quote di beni di investimento soggetti ad un veloce tasso di obsolescenza (quali ad esempio il computer) contribuiranno anche nel prossimo futuro a sostenere gli investimenti.

Indicatori di fiducia

Gli indicatori anticipatori disponibili suggeriscono che la crescita resterà moderata anche per il terzo trimestre.

Gli indicatori di fiducia delle imprese registrano un miglioramento nei due mesi estivi (luglio e agosto) per quanto concerne il giudizio sugli *stock* di prodotti finiti e le aspettative di produzione, mentre i giudizi sugli ordinativi è risultato altalenante. La leggera svalutazione della sterlina rispetto al dollaro (-7% circa da dicembre del 2004) ha contribuito a rivitalizzare la richiesta dei prodotti inglesi da parte delle economie più dinamiche come quelle asiatiche. L'evidenza mostra come gli esportatori inglesi abbiano contenuto al massimo i margini di profitto pur di mantenere le loro quote mercato. In tal modo anche in settori dove la competizione proveniente dai mercati emergenti era più forte, come il tessile, essi sono riusciti a conservare una certa *leadership*.

**Le prospettive
2005-2006**

La crescita per il biennio 2005-06 dovrebbe rallentare al 2,1%. Sebbene inferiore alle *performance* degli ultimi anni (sopra il 3%) questo tasso rimane sensibilmente superiore a quella dell'area dell'euro. I consumi sarebbero i principali responsabili di tale decelerazione nel ritmo di crescita. Il deterioramento del clima di fiducia delle famiglie, la debolezza del mercato del lavoro, l'aumento dei prezzi dei prodotti energetici, il rallentamento dei prezzi degli immobili sono tutti fattori che non forniscono aspettative positive per una crescita sostenuta nel prossimo futuro. La decisione di politica monetaria presa ad agosto dalla Banca d'Inghilterra di ridurre di 25 punti base il tasso di rifinanziamento principale, attualmente al 4,5%, è stata finalizzata al sostegno dei consumi. Le attuali pressioni inflazionistiche dovute ai sostenuti rialzi petroliferi (+12,4% la crescita tendenziale dei prezzi dei prodotti energetici ad agosto) hanno invece pesato di più nella riunione di settembre della banca centrale inglese che ha mantenuto inalterato il tasso di interesse. Le successive scelte di politica monetaria dipenderanno dalla modalità di trasmissione delle tensioni inflazionistiche dei prodotti energetici agli altri beni; attualmente la *core inflation* è ferma all'1,8%, ma probabili aumenti dell'indice generale dei prezzi sono previsti per i mesi successivi. In questo scenario è possibile che la banca centrale non interverrà a variare il tasso di interesse fino alla fine dell'anno. Un sostegno alla crescita verrebbe dalla politica fiscale, che anche per il 2004 ha contribuito per quasi l'1% alla crescita e che riteniamo continuerà a farlo nel biennio di previsione. La domanda estera che nel periodo estivo ha ripreso vigore, e gli investimenti dovrebbero continuare a contribuire positivamente alla crescita.