

Scenario Macroeconomico

Servizio Studi e Ricerche

Dicembre 2007

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2007

Scenario 2008: i nodi vengono al pettine	2
La vana rincorsa	6
Stati Uniti: la crescita rallenta, l'inflazione accelera	9
Fed: di nuovo di fronte al dilemma crescita-prezzi	20
Area Euro: "soft landing" confermato, ma aumentano rischi. BCE con le mani legate.	24
Germania	34
Francia	36
Italia	37
FOCUS - Spagna verso il banco di prova	39
Regno Unito: parte l'allentamento monetario	46
L'Asia	47
Giappone	47
Cina	53
 Mercati valutari – 2007 anno "sfortunato" per il dollaro: il 2008 dovrebbe andare meglio.	60
 Mercati obbligazionari	65
Direzione	65
Curva	68
 Mercati azionari e strategia di portafoglio	73
Stati Uniti	73
Area Euro	76
Giappone	81
Cina	83
Portafoglio di mercato	84

Scenario 2008: i nodi vengono al pettine

Luca Mezzomo

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com

Scendono le proiezioni di crescita, salgono quelle di inflazione

La crisi finanziaria iniziata nell'estate scorsa ha reso sempre più credibili le proiezioni di rallentamento della crescita economica mondiale già presenti nel nostro scenario. Il premio al rischio incorporato nei tassi interbancari non accenna a recedere, il che implica rispetto all'estate condizioni di tasso più restrittive nell'eurozona, e sostanzialmente invariate negli Stati Uniti; la restrizione è accentuata dall'asestamento dei *corporate spread* su livelli più elevati rispetto a inizio 2007, dall'arretramento degli indici azionari e, infine, dalla necessità delle banche di proteggere il capitale, eroso dalla svalutazioni del portafoglio e dalla difficoltà di alleggerire l'attivo attraverso le cartolarizzazioni. Un secondo aspetto dello scenario di previsione che è uscito rafforzato dagli eventi degli ultimi mesi è il ruolo di sostegno delle economie emergenti, già evidente quest'anno: fra il 2007 e il 2008 la crescita economica rallenterà dal 2,5 al 2,1% tra i paesi industrializzati, e relativamente meno, dal 6,5 al 6,1%, tra i paesi in via di sviluppo. Effettivamente i sistemi finanziari delle principali economie emergenti non sono stati significativamente interessati dalla crisi; inoltre le condizioni della loro domanda interna dovrebbero consentire di ammortizzare un rallentamento della domanda mondiale che non comporti un calo dell'import americano, che normalmente avviene soltanto nelle recessioni. Ciò significa che il rallentamento della crescita mondiale risulterà relativamente modesto, probabilmente nell'ordine dei 4-5 decimi, e il tasso di espansione sarà ancora elevato (*troppo* elevato per alcuni aspetti) rispetto alla media storica. Nello scenario di riferimento, perciò, le condizioni generali rimangono favorevoli all'aumento della domanda di materie prime, che a sua volta contribuisce a mantenere margini di capacità inutilizzata esigui nel comparto petrolifero. Ciò favorisce l'aumento dei prezzi medi del petrolio, che si prevedono più elevati dell'11% rispetto a quest'anno – anche se inferiori ai picchi di novembre (cfr. pag 6).

La crescita economica per area geografica

	2004	2005	2006	2007	2008
Stati Uniti	3.6	3.1	2.9	2.2	1.8
Giappone	2.7	1.9	2.4	1.8	1.4
Area Euro	1.8	1.6	2.9	2.6	2.0
Europa Orientale	6.8	5.7	6.9	6.7	6.0
America Latina	6.1	4.5	5.4	5.3	4.4
OPEC	7.9	7.8	6.1	5.8	5.2
Asia orientale	8.1	7.8	7.9	9.2	8.1
Africa	4.9	4.6	5.7	5.8	5.4
Crescita mondiale	4.9	4.4	5.2	5.2	4.7

Variazioni medie annue.

L'incertezza rimane forte, e non è puramente unidirezionale

D'altro canto, le zone d'ombra dello scenario non si sono affatto diradate. La situazione dei prossimi mesi sarà caratterizzata da una miscela turbolenta di tensioni finanziarie, interventi espansivi di politica monetaria, misure per sostenere la liquidità dei mercati – sullo sfondo di un rallentamento dell'attività economica già ampiamente in corso e di pressioni inflazionistiche superiori alle attese. A complicare ulteriormente il quadro, l'inceppamento del mercato interbancario e la necessità delle banche di proteggere il capitale rendono incerti i tempi e l'intensità della trasmissione degli impulsi di politica monetaria, con effetti variabili a seconda del grado di sofferenza dei bilanci bancari ma anche degli assetti istituzionali locali (per esempio, i tassi medi sugli impieghi negli Stati Uniti hanno reagito al taglio dei tassi molto più di quanto di immaginerebbe). Non è

scontato che nei prossimi mesi le sorprese siano soltanto negative. Le banche centrali delle regioni maggiormente interessate dalle ripercussioni della crisi hanno ormai adottato terapie d'intervento aggressive, basate su iniezioni di liquidità così massicce da saturare il sistema e soddisfare direttamente tutti gli operatori bancari, saltando l'ingranaggio inceppato del mercato monetario. In queste condizioni, che agevolano il *deleveraging* delle istituzioni più esposte, è ben difficile che le banche possano entrare in crisi di liquidità e semmai viene da chiedersi se ormai non si stiano indebitamente penalizzando gli operatori che in passato hanno gestito in modo più prudente il rischio. I mercati scontano un parziale rientro dei premi al rischio sui mercati monetari nel corso del primo semestre 2008, ma se ciò si verificherà davvero dipende dal rientro della crisi di fiducia – e quindi dall'acquisizione di certezze sulla dimensione dei problemi individuali delle aziende di credito che partecipano al mercato.

Come è evidente dalle tavole di previsione, fatto salvo quanto detto sul minor rallentamento dei paesi emergenti, non riteniamo che vi sarà un vero *decoupling* delle crescite regionali. Al di là della trasmissione del rallentamento economico americano, che è stata amplificata dai movimenti dei cambi, vi sono in azione anche fattori globali (il rincaro delle materie prime, la crisi finanziaria) e fattori locali che agiscono concordemente (per esempio, il ciclo degli investimenti nell'eurozona). Il 2008 sarà un periodo di convergenza della crescita europea verso i più bassi livelli attualmente prevalenti negli Stati Uniti, con implicazioni potenzialmente negative per il livello del cambio euro/dollaro.

L'inflazione continuerà ad essere sostenuta dal rincaro delle materie prime, che riteniamo abbia una componente strutturale significativa. Le stime di aumento dei prezzi per il 2008 sono state riviste al rialzo rispetto a settembre in tutte le principali aree. Il livello dell'inflazione attesa può rappresentare un ostacolo all'allentamento monetario nell'eurozona. Ma parlare di stagflazione sembra esagerato per più di un motivo: primo, il rallentamento della crescita sotto il potenziale dovrebbe con il tempo allentare la pressione endogena sui prezzi; secondo, le ripercussioni del rincaro dei carburanti sulle aspettative di inflazione rimangono abbastanza moderate; terzo, la capacità dei rincari energetici di accrescere l'inflazione in altri comparti è limitata e transitoria.

Proiezioni sui prezzi delle materie prime

	2004	2005	2006	2007	2008
Petrolio (Brent, \$/barile)	38.3	54.4	65.4	72.5	78.4
	+32.7	+42.1	+20.1	+10.9	+8.1
Materie prime escl. combustibili (1990=100)	122.5	135.1	173.5	200.9	197.0
	+18.5	+10.3	+28.4	+15.8	-2.0
Metalli (1990=100)	134.0	169.3	265.1	330.1	313.2
	+36.2	+26.4	+56.5	+24.5	-5.1
Agricole (1990=100)	105.9	107.6	118.4	130.0	132.2
	+5.5	+1.6	+10.1	+9.8	+1.7

Livelli e variazioni medie annue

Il quadro per area in sintesi

Stati Uniti

Lo scenario centrale per l'economia americana, nonostante i molti shock negativi che ha subito, rimane di **atterraggio (relativamente) morbido**, con una crescita attesa per il 2008 poco sotto il 2% (nuova previsione: **1,8% per il 2008**). L'effetto negativo del petrolio e della restrizione del credito, sommato alla correzione del settore immobiliare residenziale, dovrebbe essere controbilanciato dal deprezzamento del cambio e dai tagli dei tassi della Fed. Sullo scenario gravano però **rischi per la crescita orientati verso il basso**, concentrati sui possibili (e ancora molto incerti) effetti della crisi finanziaria sui bilanci delle banche, sul

mercato azionario e sulla re-intermediazione in alcuni comparti del settore del credito. Poiché la Fed continuerà a privilegiare i rischi sulla crescita e sul sistema finanziario rispetto a quelli sui prezzi nel breve termine, riteniamo che il mantenimento di una crescita vicina al 2% nel 2008 sia accompagnato da **rischi verso l'alto sull'inflazione nel prossimo biennio**. La Fed dovrebbe tagliare ancora i tassi due volte nel primo trimestre 2008, portando i fed funds a 3,75%: lo scenario è molto incerto e la previsione dipende anche dall'evoluzione della crisi di liquidità e dall'andamento degli spread e dei tassi di mercato.

Area Euro

Per l'eurozona il nostro scenario centrale vede un crescita del Pil al 2% nel 2008 dal 2,6% del 2007, sostanzialmente invariata rispetto alle stime di settembre (2,1%). Lo scenario assume una crescita dello 0,4%t/t del Pil in 2007.T4, in rallentamento dallo 0,7% t/t dei mesi estivi. Continuiamo a ritenere che un rallentamento significativamente al di sotto del potenziale sia improbabile dal momento che i fondamentali domestici rimangono solidi. Tuttavia, riteniamo che negli ultimi tre mesi i **rischi** siano aumentati, per il permanere di forti anomalie sui mercati finanziari e di un più diffuso pessimismo sull'economia americana ed internazionale. Valutiamo nel complesso che i rischi verso il basso sulla crescita siano nell'ordine dello 0,5%. Il rischio maggiore deriva ancora dalla crisi finanziaria che potrebbe secondo le nostre simulazioni pesare in particolare sulla spesa per investimenti. Data la minore esposizione al debito delle famiglie europee rispetto a quelle americane, e vista l'assenza di fenomeni di diffusa sopravvalutazione del sistema immobiliare, riteniamo che le conseguenze per i consumi delle famiglie siano limitate, con alcune differenze all'interno dell'area. Supporto alla crescita potrebbe venire dalla politica fiscale, che sarà di intonazione espansiva in tutti i principali paesi. La dinamica inflazionistica rimarrà in media al 2,5%. Pur ritenendo che il rialzo dei prezzi al consumo visto a fine 2007 (3,1%a/a a novembre) sia da considerarsi temporaneo, i rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo sono ancora verso l'alto in quanto non possono escludersi effetti di seconda battuta.

La BCE è intervenuta aggressivamente a correzione delle anomalie sui mercati e continuerà a farlo fino a quando la situazione non si normalizzerà. Riteniamo tuttavia che i **tassi ufficiali resteranno fermi al 4% per tutto il 2008**, dal momento che lo scenario macro per l'Euro zona e l'assenza di squilibri sistemici di tipo americano non giustifica un taglio di tipo assicurativo come quelli effettuati da Fed e BoE. Con un mandato esplicito di stabilità dei prezzi nel medio periodo, la BCE è meno attanagliata delle altre Banche Centrali tra rischio di "bassa crescita" ed "alta inflazione". Se e solo si dovessero vedere chiari segnali che la crescita nell'Eurozona rimarrà al di sotto del potenziale anche nella seconda metà del 2008, la BCE potrebbe considerare di allentare la politica monetaria

Giappone

L'economia giapponese nel 2008 subirà gli effetti dei due fattori principali dello scenario mondiale 2008: **crescita in rallentamento, anche se non drammatico, e inflazione in rialzo**. Come per l'economia mondiale, anche per il Giappone il rallentamento della crescita dovrebbe essere contenuto nella durata e nell'entità, grazie al sostegno della crescita delle grandi economie emergenti e delle condizioni monetarie espansive. Le condizioni finanziarie in Giappone restano accomodanti, e lo saranno in misura crescente nel 2008 per via del calo atteso dei tassi reali, determinato dal rialzo dei prezzi e dalla lentezza con cui la BoJ normalizzerà la politica monetaria. Prevediamo una crescita ancora intorno al potenziale nel 2008, un'inflazione positiva e altri due rialzi dei tassi da parte della BoJ, a metà e a fine 2008..

Cina

L'economia cinese continuerà a essere trainata dalla domanda interna anche nel 2008, con effetti limitati delle misure restrittive sulla crescita complessiva.

Prospettive dei mercati

Mercati obbligazionari

In termini di direzione, il nostro scenario sulla curva UST è conforme con una visione del ciclo a “V” nel 2008, con un punto di minimo da toccare nei primi sei mesi. Questo scenario presenta dei rischi verso il basso connessi alla possibilità di un prolungato periodo di bassa crescita. Un ciclo a “L” potrebbe esercitare un forte *bull steepening* delle curve anche dagli attuali livelli.

Sulla curva europea, la tendenza di fondo nel 2008 è rialzista. Nella prima metà sarà soprattutto il legame con la curva degli U.S. Treasuries a guidare i movimenti direzionali, mentre nella parte centrale dell'anno una BCE più morbida nei toni, insieme ad un rallentamento della crescita e dell'inflazione, dovrebbero permettere un parziale sganciamento.

In termini di inclinazione, riteniamo ancora interessanti posizioni di *steepening* sulla curva Usd 2/10 o 2/5 anni, mentre sulle curve in euro riteniamo che l'apertura di posizioni di *steepening* sia prematura e più rischiosa nel breve termine rispetto a posizioni lunghe di *duration* sulla parte a breve. Nel breve termine, la nostra preferenza per posizioni lunghe sulla parte breve della curva europea si accompagna ad una preferenza per posizioni di *steepening* 10/30 anni.

Mercati valutari

Riteniamo che la fase di debolezza del dollaro nei confronti dell'euro sia ormai in via di esaurimento, mentre rimangono spazi di discesa nei confronti delle divise asiatiche. La stabilizzazione del dollaro avverrà comunque su livelli più deboli rispetto agli anni scorsi. L'euro è atteso in calo rispetto alla moneta americana e allo yen. La sterlina sarà penalizzata dall'allentamento della politica monetaria.

Mercati azionari

Sotto il profilo delle valutazioni i mercati azionari americano ed europeo appaiono interessanti, ma le minacce che gravano sugli Stati Uniti e sul sistema finanziario in termini di rischio recessione e impatto della crisi dei mutui *subprime* sul sistema finanziario consigliano per il momento cautela. L'attuale modesto *underweight* sull'equity americano, giustificato dai rischi della congiuntura economica e finanziaria, potrebbe comunque essere via via rimosso nel corso dei prossimi mesi fino a trasformarsi in un *overweight*. Riteniamo la situazione del mercato europeo relativamente più solida.

La vana rincorsa

Una violenta fase di prese di beneficio ha fatto calare le quotazioni petrolifere di una percentuale variabile dal 10% (Light Crude) al 7% (Brent) rispetto ai massimi del 23 novembre. Il livello delle posizioni speculative nette è stato drasticamente tagliato, con i segnali di riaccumulazione emersi intorno a quota \$90 rivelatisi finora insufficienti a garantire una stabilizzazione. Come per tutta l'ultima fase di rialzo, sarebbe pretestuoso utilizzare variazioni dei fondamentali di mercato (maggiore pessimismo sulla crescita statunitense? Attese di un aumento della produzione OPEC?) per giustificare la svolta: molto semplicemente, abbiamo osservato il fisiologico esaurirsi di una fase di *overshooting* speculativo.

Ora che i grafici cominciano a mostrare un po' di picchi e di avallamenti e non puntano più soltanto verso l'alto, si può tornare a ragionare più freddamente sulle prospettive del mercato.

Le previsioni di breve termine

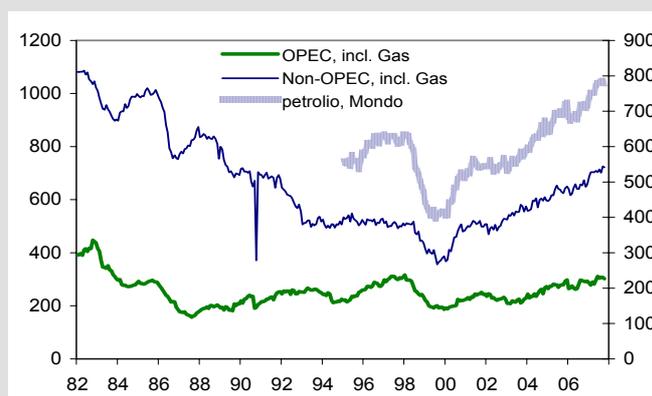
Nel breve termine la correzione al ribasso dei prezzi non è necessariamente conclusa. Le quotazioni rimangono significativamente superiori al valore stimato dal modello di previsione per il trimestre corrente e per il prossimo. Inoltre, anche gli analisti grafici riscontrano attualmente un quadro debole, con rischi di discesa del WTI sotto quota \$87,2 con obiettivi seguenti a \$83-84. A tali livelli si spegnerebbe però il segnale ribassista dato dal modello fondamentale e potrebbero crearsi le basi per una ripresa della fase di rialzo.

A sostegno delle quotazioni:

- il livello delle scorte ampiamente inferiore rispetto al 2006, anche se in linea con la media storica;
- la percezione che l'Opec ha poca flessibilità nella gestione del mercato, con la sola Arabia Saudita in grado di muovere la produzione, e che comunque non intende favorire un significativo accumulo di scorte nei paesi consumatori;
- il rischio geopolitico, con i soliti focolai costituiti da Iraq, Iran, Venezuela, Nigeria;
- il persistente interesse degli investitori nelle *commodities*, il cui trend di rialzo è percepito come strutturale e non ciclico.

Si tratta di temi ormai consueti, ma che possono ancora stimolare aspettative di rialzo dei prezzi. I due principali rischi al ribasso sono connessi a un'eventuale recessione negli Stati Uniti, che potrebbe influire sulla crescita della domanda di greggio anche in Asia, e il fattore climatico (per esempio, un inverno più mite delle attese nell'emisfero boreale).

Fig. 5 - Forte espansione dell'attività estrattiva in corso



Fonte: Baker Hughes, Rig Counts.

Dubbi crescenti sull'equilibrio di lungo termine

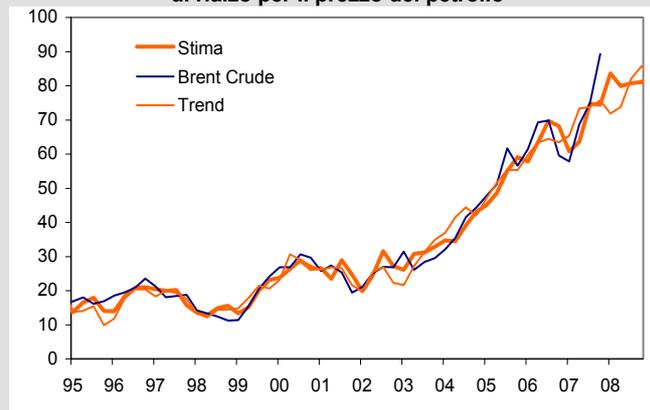
Il primo elemento da prendere in considerazione scaturisce dall'aggiornamento del World Energy Outlook della IEA. Lo scenario di riferimento della IEA per il periodo fino al 2030 incorpora una crescita della domanda di petrolio dell'1,3% all'anno (1,7% sul decennio 2005-15), inferiore a quello previsto per il totale della domanda di

energia primaria. Circa tre quarti dell'incremento (25mln di b/g su un totale di 32) sono originati da paesi in via di sviluppo, e il 42% dalle sole Cina (+3,6% a/a in media) e India. Non sfuggirà che lo scenario assume un rallentamento significativo della domanda di petrolio nel corso dei prossimi decenni nonostante ipotizzi un prezzo del petrolio di circa \$60 a dollari del 2006 costanti, cioè una crescita nominale del prezzo di circa il 2% all'anno che porterebbe a \$100 nominali soltanto dopo il 2030. Implicitamente si ipotizza che la maturazione delle economie cinese ed indiana rallenti la crescita economica e ancor più l'aumento della domanda di energia.

Secondo la IEA, nello scenario di riferimento la crescita dell'offerta (incluse sabbie bituminose e NGL) sarebbe sufficiente a soddisfare l'incremento di domanda atteso fino al 2030 con buona pace dei sostenitori del peak oil. Negli ultimi anni si è assistito a un boom degli investimenti nell'attività di esplorazione e sviluppo, raddoppiati fra il 2000 e il 2005. L'incremento della capacità fino al 2012 è stimato in 25mln di b/g, di cui 11,4mln in paesi OPEC e legato ai progetti di espansione indicati dall'organizzazione stessa, e altri 12,5mln di b/g dovranno essere aggiunti fra il 2012 e il 2015; di questi 37,5mln di b/g totali, ben 14mln vanno a compensare il calo della produzione dei giacimenti in corso di sfruttamento, ipotizzato al 3,7% per anno. Ma ci sono quattro avvertenze:

1. I tassi di decadimento produttivo potrebbero risultare superiori alle attese. La IEA stima che un errore per difetto dello 0,5% sarebbe sufficiente a cancellare tutto il margine residuo di capacità entro il 2015.
2. L'espansione della domanda potrebbe sorprendere al rialzo. Ipotizzando una crescita della domanda dei paesi in via di sviluppo più sostenuta (3,3% a/a invece che 2,6%), la IEA stima un incremento medio annuo della domanda di petrolio di 1,5%: la proiezione nel 2030 è così di 120mln di b/g, 3,6mln in più rispetto allo scenario di riferimento. Un significativo incremento dei prezzi rispetto allo scenario di riferimento (+21% medio, +40% nel 2030) è necessario per attirare investimenti (\$392mld costanti cumulati, in aggiunta ai 5360mld richiesti nello scenario di crescita più moderata) e far crescere più velocemente la produzione di petrolio da fonti non convenzionali, inclusa la conversione da carbone a liquidi, e mantenere l'equilibrio di mercato.
3. L'entrata in produzione dei progetti potrebbe essere soggetta ancor più che in passato a ritardi.
4. Di contro, assumendo che i ben più alti prezzi attuali siano persistenti, ciò implicherebbe una crescita di lungo termine della domanda inferiore rispetto a quella dello scenario di riferimento e maggiori incentivi a investire nell'espansione della capacità produttiva. A causa del basso livello dell'elasticità di breve termine al prezzo, infatti, la domanda ha finora assorbito soltanto in parte gli effetti dei rincari avvenuti negli ultimi anni.

Fig. 6 - Riassorbito l'overshooting, rimane un trend di rialzo per il prezzo del petrolio



Fonte: Intesa Sanpaolo. La stima di trend riporta l'output della sola componente di lungo periodo.

La conclusione è che i piani di sviluppo per il periodo sul quale si ha visibilità manterranno il margine residuo di capacità relativamente ridotto e, quindi, esporranno il mercato al rischio ricorrente di fiammate di prezzo. La percezione che l'offerta potrebbe non tenere il passo della domanda continuerà a condizionare i mercati. Assieme al calo del rapporto riserve accertate/produzione, tale fattore giustifica un trend di rialzo per il prezzo del greggio più ripido rispetto a quello utilizzato dalla IEA e crea un retroterra favorevole a un'elevata volatilità delle quotazioni. Per i *policymakers* vi sarebbero perciò ottime ragioni, anche a prescindere dall'impatto ambientale locale e globale, per favorire un calo dei consumi di prodotti petroliferi.

In che misura il ridimensionamento del petrolio può essere favorito dalle sole dinamiche del prezzo internazionale? Il nostro scenario di riferimento sconta prezzi superiori a \$80 nel 2008, con superamento di quota \$100 (nominali) nel 2010. Nel modello, un incremento permanente del 10% dei prezzi implica un calo della domanda a regime di 0,5mln di b/g, con effetti lineari. In pratica, però, il superamento persistente di soglie critiche potrebbe portare a effetti *non* lineari, legati a scelte strategiche che accelerano la sostituzione tecnologica e aumentano l'elasticità di lungo termine della domanda di petrolio al movimento dei prezzi. Le stime della IEA parlano di un'elasticità a lungo termine della domanda di carburanti al prezzo del greggio del 15%, sicché un raddoppio del prezzo del petrolio porterebbe a un calo della domanda rispetto alla base del 15%, approssimativamente equivalente ad un azzeramento della crescita attesa nei 10 anni seguenti. Il mero rialzo dei prezzi dei combustibili fossili rischia perciò di essere insufficiente a produrre una stabilizzazione sufficientemente rapida delle emissioni antropiche di CO₂ senza il contributo di specifici interventi pubblici.

Nel campo della produzione di energia elettrica il rincaro del petrolio trascinerebbe al rialzo anche i prezzi del gas naturale e aumenterebbe la pressione a favorire le fonti rinnovabili, il nucleare e il carbone, con benefici anche sul fronte della sicurezza energetica. Nello scenario di elevata crescita della IEA i consumi di carbone nel 2030 risultano più alti del 12% rispetto allo scenario di riferimento. L'aumento del carbone come fonte primaria di energia, però, ha gravi ripercussioni sul volume delle emissioni antropiche di CO₂: nello stesso scenario le emissioni totali di anidride carbonica crescono rispetto al 2005 del 68%, contro il 57% dello scenario di riferimento, che pure proietta un ruolo crescente per il carbone tra le fonti primarie di energia. D'altra parte, i costi delle tecnologie di estrazione e immagazzinamento del carbonio (CCS, *CO₂ capture and storage*) nelle nuove centrali a carbone sono stimate dalla IEA nell'ordine dei \$50/tCO₂, ben sopra gli attuali prezzi di mercato per le quote di emissione sul mercato europeo, ed è quindi improbabile un'adozione volontaria su larga scala senza interventi pubblici.

Per quanto riguarda i trasporti, data la scarsa incidenza dei consumi di carburanti sul reddito delle famiglie e il ruolo secondario giocato dagli stessi nella scelta dei mezzi di trasporto da acquistare rispetto ad altri parametri, è dubbio che un calo dei consumi al Km sulla media del parco autoveicoli (conseguito attraverso imposizione di standard di efficienza energetica, adozione su larga scala di veicoli ibridi o altre misure) sia possibile in assenza di un energico intervento del regolatore. L'aumento del prezzo del petrolio e le scelte politiche per contenere le emissioni di CO₂ sostengono anche la crescita dei biocarburanti, che appaiono ad alcuni governi l'alternativa più allettante per evitare la scomoda opzione del risparmio energetico. Con le tecnologie esistenti il risparmio nell'emissione di CO₂ è stimato da un minimo del 13% per l'etanolo basato sul mais (l'opzione adottata dagli Stati Uniti), fino a un massimo del 90% per la canna da zucchero brasiliana, passando per il 40-60% della barbabietola da zucchero proposta in Europa. Ma purtroppo lo sviluppo dei biocarburanti può presentare costi ambientali di altra natura: la produzione di mais e barbabietola necessita di terreni agricoli di qualità e comporta un uso intensivo di sostanze chimiche nella forma di fertilizzanti e antiparassitari, mentre l'aumento della superficie coltivata a canna da zucchero può accelerare la deforestazione nelle zone tropicali. Inoltre, nonostante la quota di arativo destinato alla produzione di biocarburanti sia soltanto dell'1% si stanno già manifestando fenomeni di competizione con l'uso alimentare della produzione agricola, che spingono al rialzo i prezzi dei cereali. È perciò improbabile che vi possa essere una veloce sostituzione del petrolio con i biocarburanti nei prossimi anni. Complessivamente la IEA proietta nel 2030 una quota di biocarburanti stimata fra il 4 e il 7%. Un incremento comunque sufficiente a creare pressione al rialzo anche sulle materie prime agricole.

(L. M.)

Stati Uniti: la crescita rallenta, l'inflazione accelera

Giovanna Mossetti

giovanna.mossetti@intesanpaolo.com

Lo scenario centrale per l'economia americana, nonostante i molti shock negativi che ha subito, rimane di **atterraggio** (relativamente) **morbido**, con una crescita attesa per il 2008 poco sotto il 2% (nuova previsione: **1,8% per il 2008**). L'effetto negativo del petrolio e della restrizione del credito, sommato alla correzione del settore immobiliare residenziale, dovrebbe essere controbilanciato dal deprezzamento del cambio e dai tagli dei tassi della Fed. Sullo scenario gravano però **rischi per la crescita orientati verso il basso**, concentrati sui possibili (e ancora molto incerti) effetti della crisi finanziaria sui bilanci delle banche, sul mercato azionario e sulla re-intermediazione in alcuni comparti del settore del credito. Poiché la Fed continuerà a privilegiare i rischi sulla crescita e sul sistema finanziario rispetto a quelli sui prezzi nel breve termine, riteniamo che il mantenimento di una crescita vicina al 2% nel 2008 sia accompagnato da **rischi verso l'alto sull'inflazione nel prossimo biennio**.

Il timore di **un'inflazione più sostenuta** di quanto tollerabile nel medio termine dalle banche centrali sarà il **tema dominante** del prossimo anno. Le autorità monetarie non avranno nel 2008 il lusso di essere espansive *ad libitum*, come invece poté fare la Fed di fronte alla recessione del 2001. Nel 2007 appare molto chiaro che il dilemma principale delle banche centrali, fra l'obiettivo di stabilizzare la crescita e quello di contenere l'inflazione è tornato alla ribalta, dopo un periodo di latenza, determinata dagli effetti iniziali della globalizzazione e dell'entrata sui mercati dei paesi emergenti. Nella fase ciclica attuale, **la rete di salvataggio per la crescita fornita dall'espansione dei grandi paesi emergenti ha un costo**, che i paesi industrializzati pagano attraverso le pressioni verso l'alto dei prezzi delle materie prime energetiche e agricole. Nell'immediato, è evidente che le banche centrali in generale, e la Fed in particolare, hanno la priorità di riattivare il canale di circolazione della liquidità, riportando i tassi di mercato monetario vicini ai tassi obiettivo e normalizzando gli spread. Per quanto riguarda la Fed inoltre, il sommarsi degli shock sul credito alla situazione di eccesso di offerta sul settore immobiliare residenziale ha determinato un elemento di rischio aggiuntivo, il calo dei prezzi delle case. Di fronte al timore di una spirale deflazionistica del prezzo delle case, alimentata dall'aumento dei pignoramenti, la Fed nei prossimi mesi dovrà allentare ulteriormente la politica monetaria; ma una volta superata l'emergenza ed evitata una potenziale recessione, l'inflazione diventerà il problema principale.

Previsioni – Stati Uniti

	2006	2007	2008	2007				2008			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (US\$ 1996,a/a)	2,9	2,2	1,8	1,5	1,9	2,8	2,5	2,6	2,0	1,1	1,4
- trim./trim. annualizzato				0,6	3,8	4,9	0,8	0,9	1,3	1,4	1,9
Consumi privati	3,1	2,8	1,6	3,7	1,4	2,8	1,1	1,6	1,5	1,8	1,9
IFL - privati non residenziali	6,6	4,7	5,8	2,1	11,0	9,3	5,9	5,6	4,2	3,1	4,1
IFL - privati residenziali	-4,6	-16,4	-10,7	-16,3	-11,8	-20,5	-17,5	-10,5	-5,1	-1,9	-1,3
Consumi e inv. pubblici	1,8	1,9	1,5	-0,5	4,1	3,8	0,2	1,2	1,3	1,2	1,2
Esportazioni	8,4	8,0	7,0	1,1	7,5	19,1	4,7	5,0	5,2	6,0	7,4
Importazioni	5,9	2,3	3,7	3,9	-2,7	4,4	4,3	3,7	4,0	4,6	4,3
Var. scorte (contrib., % Pil)	0,1	-0,2	0,0	-0,2	0,0	0,2	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Partite correnti (% Pil)	-6,2	-5,5	-5,2	-5,9	-5,6	-5,2	-5,7	-5,5	-5,4	-5,2	-5,1
Deficit Federale (% Pil)	-2,1	-2,0	-2,5								
Debito pubblico (% Pil)	62,2	62,6	64,4								
CPI (a/a)	3,2	2,8	2,6	2,4	2,7	2,4	3,7	3,3	2,4	2,4	2,1
Produzione Industriale	4,0	2,1	1,3	1,1	3,6	4,3	0,5	1,6	0,6	-0,2	0,2
Disoccupazione (%)	4,6	4,6	5,0	4,5	4,5	4,6	4,7	4,8	4,9	5,1	5,1
Federal Funds (%)	4,96	5,03	3,82	5,26	5,25	5,07	4,53	4,04	3,75	3,75	3,75
Cambio effettivo	82,5	77,9	75,5	81,9	79,3	77,0	73,3	73,6	74,9	76,2	77,1

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

1. Shock di segno opposto: dollaro e Fed fanno da scudo contro la recessione

L'economia USA ha subito negli ultimi trimestri una combinazione di shock con effetti di segno opposto. Inoltre, il malfunzionamento del mercato del credito unito al calo dei prezzi delle case non ha precedenti storici utilizzabili per indirizzare le previsioni, pertanto la valutazione degli effetti degli shock è particolarmente difficile. Anche dal lato della politica monetaria, il caso attuale si discosta dal passato: per far fronte agli shock, la Fed ha agito in modo preventivo. È difficile valutare l'impatto degli interventi sui tassi, perché da un lato sono stati preventivi, dall'altro hanno un'efficacia limitata dai problemi dei mercati finanziari e dall'aumento della restrizione del credito.

Per valutare l'impatto dei singoli shock su crescita e inflazione abbiamo utilizzato il modello OEF per simulare gli effetti del deprezzamento del cambio, del calo dei prezzi delle case e dell'aumento del prezzo del petrolio a politica monetaria invariata. I risultati della simulazione mostrano che l'effetto dominante sulla crescita è quello derivante dal deprezzamento del cambio effettivo, come appare dalla tabella qui sotto. Utilizzando i risultati di un recente lavoro di Mishkin (vedi più sotto) per valutare gli effetti dello shock sui prezzi delle case di osserverebbe però un effetto negativo sul PIL che circa controbilancia l'effetto del deprezzamento del cambio.

La simulazione valuta gli effetti di un deprezzamento del cambio effettivo del 10% (pari a quello osservato effettivamente da inizio anno), un calo del prezzo delle case (misurato con l'indice OFHEO) del 5% e un aumento del prezzo del petrolio del 10%.

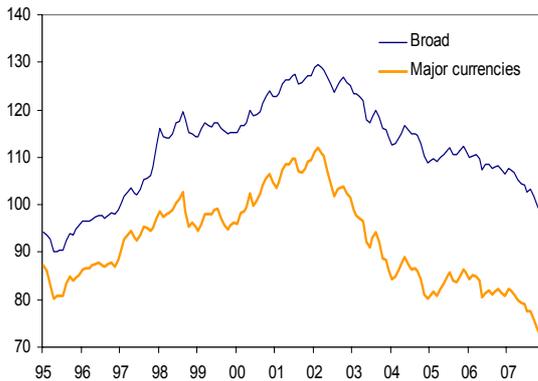
Effetti di shock a politica monetaria invariata

	shock cambio effettivo			shock prezzi case			shock petrolio		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
GDP	0.7	1.13	0.6	-0.1	-0.37	-0.4	0	-0.1	-0.1
CPI	0.3	1.3	2.5	0	0	-0.2	0.3	0.7	0.9
Consumi	0.1	0.5	0.4	-0.1	-0.4	-0.4	-0.1	-0.2	-0.3

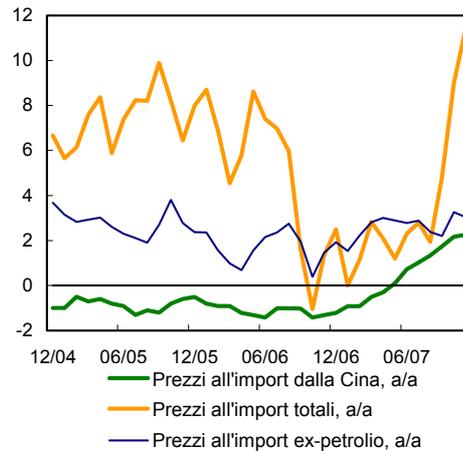
Fonte: Intesa Sanpaolo

a) Cambio - I risultati della simulazione non sono molto diversi da quelli ottenuti dalla Fed con il modello FRB/US. Nel modello della Fed, un **apprezzamento permanente del cambio effettivo** reale di circa il 10% ha un impatto positivo sulla crescita nel primo anno di 0,4, alla fine del secondo anno di 1,2 e alla fine del terzo di 1,3%. Nel **modello OEF**, un calo del 10% del cambio effettivo a tassi ufficiali costanti aumenta il PIL di 0,7% nel primo anno, e dell'1,1% nel secondo anno. L'effetto sull'inflazione è molto marcato, come si osserva nella seconda riga della tabella qui sopra.

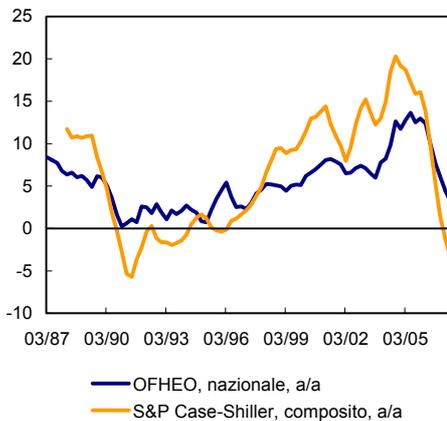
Dollaro: tasso di cambio effettivo



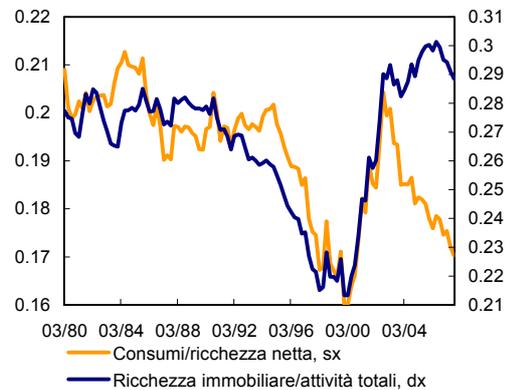
Prezzi all'import



Prezzi delle case



Anche un ulteriore calo dei prezzi delle case non azzererebbe la crescita dei consumi



Fonte: Ecowin

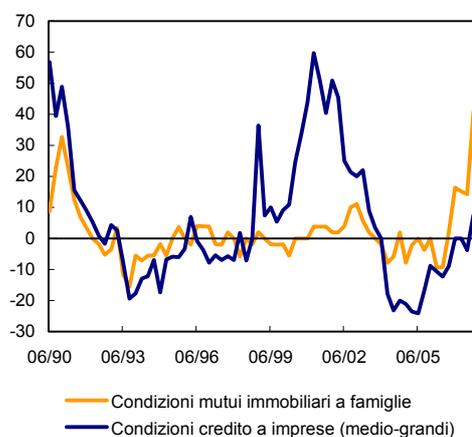
b) Prezzi delle case – Lo *shock* ipotizzato per la simulazione relativa al prezzo delle case è molto marcato. Nella storia dell'indice OFHEO non si è mai visto un calo del 5% dell'indice nazionale dei prezzi. Come si osserva nel grafico, l'ipotesi di calo del 5% per l'indice OFHEO sarebbe coerente con un'ulteriore ampia correzione dell'indice composito S&P Case-Shiller, ben oltre quello che si è osservato finora. L'effetto del calo del prezzo delle case è modesto, dal momento che come tutti gli effetti ricchezza è diluito nel tempo. Può essere che il modello non catturi tutti i meccanismi di trasmissione attraverso cui agisce uno shock sui prezzi delle case. Nel modello FRB l'effetto sul PIL di un calo del 20% dei prezzi reali delle case misurati con S&P Case-Shiller (quindi uno shock poco maggiore di quello del nostro esercizio) è all'incirca di -0,5 pp dopo tre anni. Il lavoro di Mishkin¹ estende il modello FRB/US per valutare con maggiore accuratezza uno shock al settore immobiliare e mostra che con un numero maggiore di canali di trasmissione attivi, l'effetto dello stesso calo dei prezzi delle case è circa il triplo rispetto a quello ottenuto con il modello FRB. Dall'analisi di Mishkin emerge però che **interventi preventivi sui tassi neutralizzano gran parte dell'effetto sul PIL.**

¹ F. Mishkin, Housing and the Monetary Transmission Mechanism, FRB Working Paper 2007-40, Agosto 2007

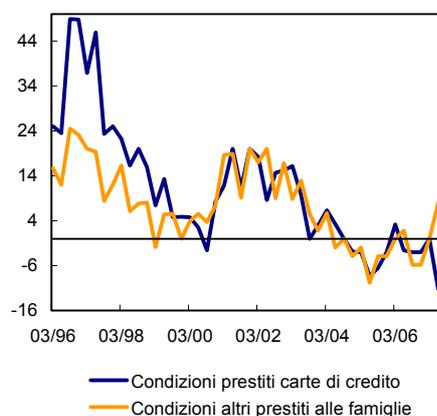
c) Prezzo del petrolio - Sempre nel modello della Fed, un aumento permanente del **prezzo del petrolio** di 10\$, riduce la crescita il primo anno di 0,2, il secondo di 0,4 e l'effetto complessivo alla fine del terzo anno è di -0,2 (a tassi di *policy* invariati). La simulazione con OEF mostra un effetto molto limitato di uno shock del 10% sul prezzo del petrolio, per via del fatto che a tassi di *policy* fermi, i tassi reali correggono verso il basso.

d) Restrizione del credito – Su questo punto è più difficile simulare lo shock che ha colpito i mercati finanziari negli ultimi mesi. L'evidenza che emerge dall'indagine della Fed presso i Senior Loan Officers conferma il forte aumento a partire dal terzo trimestre, sia sulle famiglie sia sulle imprese. Tuttavia per ora le indagini delle imprese non segnalano particolare aumento di restrizione, come emerge dall'indagine della NFIB di ottobre, dove le imprese non registrano difficoltà a trovare finanziamenti.

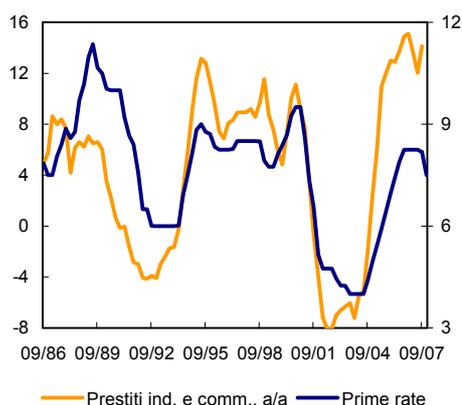
Senior Loan Officer Survey: condizioni più restrittive...



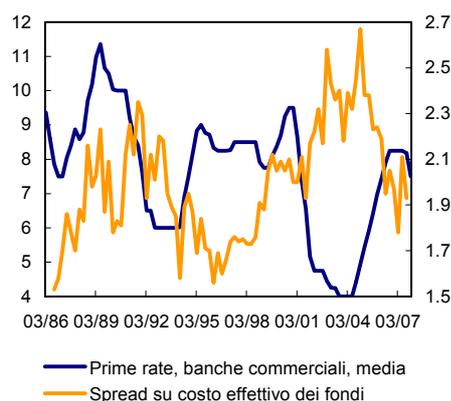
... soprattutto per le famiglie



Le banche intendono aumentare gli spread sui tassi attivi...



...ma la riduzione dei tassi ufficiali neutralizza gran parte degli aumenti

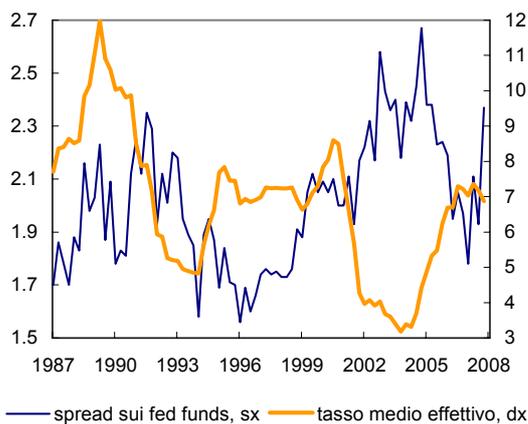


Fonte: Ecowin

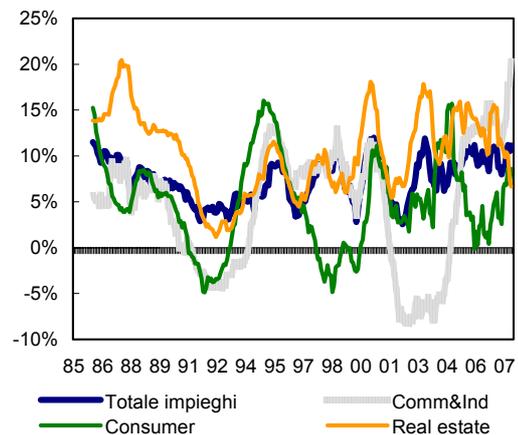
Sul fronte dei tassi attivi delle banche, i dati della Survey of Term Business Lending pubblicata dalla Fed a metà dicembre, e basata su un'indagine presso le banche condotta fra il 5 e il 9 novembre, offrono un'informazione rassicurante: **il meccanismo di trasmissione della politica monetaria non si è inceppato,**

anche se la liquidità non riesce a raggiungere gli agenti economici che operano sui mercati finanziari non bancari. Dall'indagine emerge che 1) i tassi sui prestiti industriali e commerciali per tutte le categorie di debitori (più e meno rischiosi, più e meno grandi, in diversi settori) sono scesi circa in linea con i tagli dei tassi della Fed; 2) l'aumento degli spread indicato dall'indagine dei Senior Loan Officers è relativamente contenuto e minore, almeno per ora, di quanto osservato nei periodi di recessione. Questo è apparso dai grafici qui sotto. L'andamento dei prestiti industriali e commerciali, in forte accelerazione dall'estate in poi, è il risultato del trasferimento all'interno del bilancio delle banche dei finanziamenti in precedenza incanalati attraverso la carta commerciale *asset-backed* che non sono più stati rinnovati. Nei prossimi mesi i bilanci delle banche potranno indurre forme di razionamento del credito dovute alla necessità di mantenere i *capital ratios* (già in calo) su livelli adeguati. Tuttavia per ora anche dalle indagini presso le imprese la disponibilità di reperire finanziamenti non appare come un problema cruciale per le imprese. Inoltre, nell'indagine NFIB di dicembre si osserva che la disponibilità di credito, il livello dei tassi e l'aspettativa delle condizioni del credito nei tre mesi successivi sono in miglioramento dopo il deterioramento osservato nel corso dell'estate.

Tassi sui prestiti industriali e commerciali:



Prestiti industriali e commerciali in forte aumento, prestiti immobiliari in calo



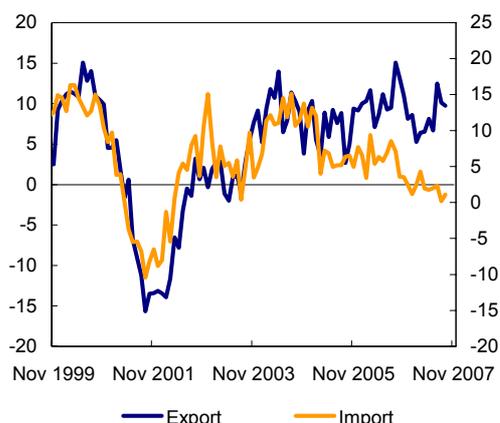
Fonte: Ecowin

Dal lato della restrizione del **credito alle famiglie**, sicuramente più vincolante per via dei problemi legati ai mutui e al forte aumento delle sofferenze e degli incagli, si rileva il rallentamento atteso della crescita dei mutui (vedi grafico sopra) e si osserva anche un calo del credito *“non revolving”* (i prestiti alle famiglie a tantum). Tuttavia, sulla base dei dati di Bankrate.com, sui prestiti esistenti si rileva un calo dei tassi su tutti i tipi di credito, in risposta all'allentamento della politica monetaria.

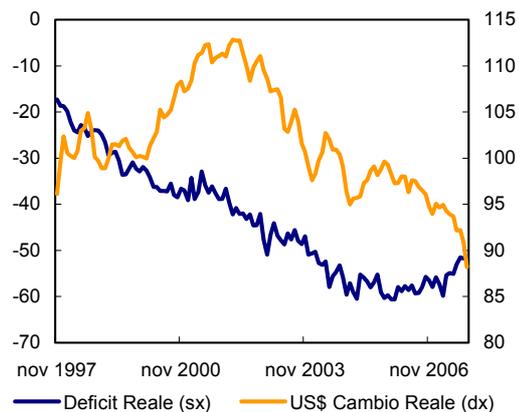
2. Lo scenario 2008

Lo scenario 2008 ha un **elemento centrale**: il rallentamento atteso della crescita dei **consumi**. Il **rischio principale** è che tale rallentamento possa determinare una revisione marcata verso il basso degli investimenti e dell'occupazione, sfociando così in una **recessione**. Alla luce delle informazioni attuali e degli effetti degli shock delineati nella sezione precedente, tuttavia, manteniamo la previsione centrale di rallentamento, senza effetti collaterali disastrosi: in particolare, il tasso di disoccupazione non dovrebbe aumentare in modo massiccio, fermandosi in un intorno del 5% a metà 2008.

Le esportazioni aiuteranno anche nel 2008...



...contribuendo a ridurre gli squilibri internazionali



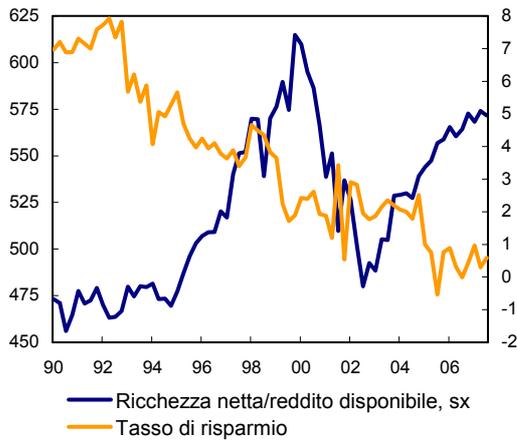
Fonte: Datastream

Le **esportazioni nette** saranno ancora un elemento centrale per la crescita della domanda: le nostre previsioni per il cambio effettivo del dollaro sono di ulteriore modesto deprezzamento nel primo trimestre 2008, con una successiva stabilizzazione. Nel prossimo anno, potrebbe arrivare anche un ulteriore sostegno dalla **spesa pubblica** che in un anno elettorale, con un deficit in chiusura, risponderà ai problemi dei mutui *subprime* con interventi indiretti di supporto.

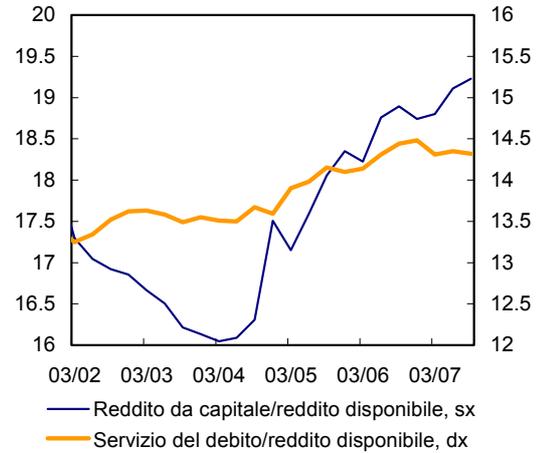
La correzione dei **consumi** che dovrebbe seguire ai problemi derivanti dal forte aumento della restrizione del credito, se pure marcata, ha ancora un sostegno fondamentale dalla crescita del reddito da lavoro e da capitale: questi dovrebbero controbilanciare gli effetti negativi derivanti dalla stabilizzazione e, in alcune regioni importanti come Sud-Est e Ovest, dal calo, della ricchezza immobiliare. A meno di un crollo dei mercati azionari, la ricchezza netta in percentuale del reddito disponibile rimane elevata e, in media, il reddito da capitale in percentuale del reddito disponibile supera il servizio del debito in percentuale del reddito disponibile.

Gli ultimi dati disponibili hanno dato informazioni meno negative di quanto atteso sulla spesa delle famiglie, nonostante i molti venti contrari che avrebbero dovuto bloccare i consumi (benzina, restrizione del credito, inflazione, pignoramenti). Le vendite al dettaglio di novembre hanno registrato un incremento che anche in termini reali è positivo, e la revisione alle vendite di ottobre segnala che i consumi potrebbero essere aumentati marginalmente anche a ottobre. Nonostante queste indicazioni positive, per tenere conto dei rischi verso il basso prospettici, il nostro scenario include un rallentamento piuttosto marcato dei consumi nel prossimo anno (all'1,6% nel 2008), che si riflette in un aumento significativo del tasso di risparmio, verso l'1,3-1,4%. Il trend verso l'alto del risparmio non durerà a lungo anche per via dei cambiamenti demografici in atto, con il pensionamento dei *baby boomers* già avviato.

Ricchezza netta/ reddito disponibile elevata



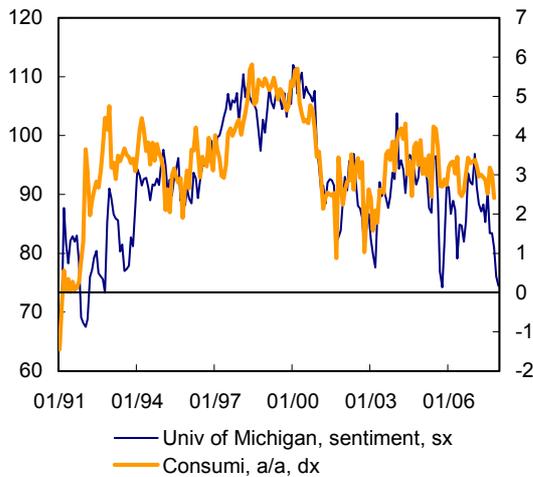
Il reddito da capitale eccede il servizio del debito



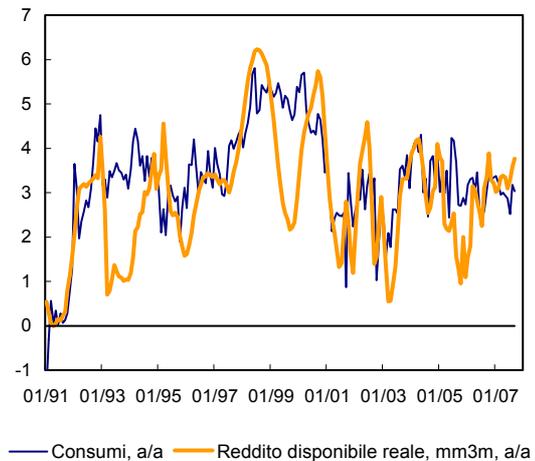
Fonte: Ecowin

La **crescita dell'occupazione** è in rallentamento ma, come ha sottolineato la Fed da tempo, non ha ancora liberato così tante risorse da portare a una netta correzione del mercato del lavoro. Già a partire da quest'anno la crescita della forza lavoro è in rallentamento. Le stime della crescita di occupati che stabilizza il tasso di disoccupazione è scesa secondo la Fed intorno a 100mila posti. Il fatto che le imprese non siano di fronte a un *credit crunch* conclamato, che la crescita degli investimenti e degli occupati finora siano state inferiori a quelle registrate nel ciclo precedente e che la congiuntura mondiale continui a essere favorevole rendono le condizioni cicliche attuali coerenti con una correzione prolungata, non necessariamente recessiva. Con una crescita potenziale più bassa (stima della Fed: 2,5-2,6%), un rallentamento della crescita effettiva poco sotto il 2% non genera un grado eccessivo di risorse inutilizzate tale da imprimere forti pressioni verso il basso sull'inflazione. Questo è un elemento centrale della strategia di politica monetaria della Fed, che ha il timore di eccedere nello stimolo monetario in un contesto di rischi verso l'alto sull'inflazione, sia di natura domestica sia di natura internazionale.

La fiducia delle famiglie è ai minimi, ma non sempre è un buon indicatore per i consumi



Nel 2008, i consumi rallenteranno per fare spazio a una ripresa del risparmio



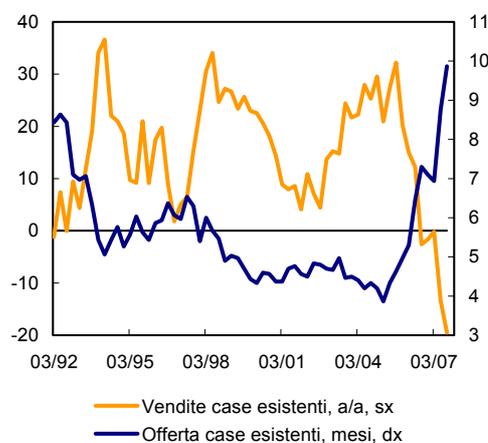
Fonte: Ecowin

Il rallentamento ulteriore della domanda domestica rispetto al 2007 vedrà ancora un contributo negativo, ma decrescente, delle **costruzioni residenziali**. La correzione del mercato delle case non è ancora finita, e nel 2008 continuerà a dare un contributo negativo alla crescita. Lo stock di case invendute segnala che anche se le vendite si stabilizzassero nel primo trimestre 2008, la spesa in costruzioni residenziali non tornerebbe in territorio positivo fino a inizio 2009. Nelle prossime settimane la Fed e il Congresso annunceranno interventi di sostegno alle famiglie sul fronte dei mutui.

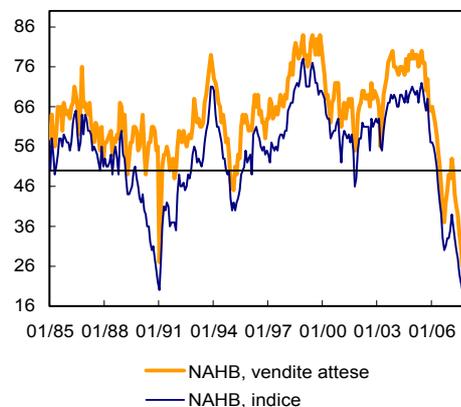
Il **Board of Governors** della Fed ha proposto una serie di nuove regolamentazioni sul mercato dei mutui. Le proposte approvate ieri dal Board affrontano con ritardo i problemi e sono il risultato di un'analisi condotta all'interno della Fed negli ultimi sei mesi, ma offrono ora un chiaro insieme di linee guida che vanno dai tipi di mutui che possono essere erogati, alla documentazione necessaria, ai costi di chiusura. L'obiettivo è eliminare gli eccessi che hanno portato ai disastri recenti senza eccedere in regolamentazione e senza chiudere completamente il mercato dei mutui subprime. Questo settore di mercato ha avuto nell'ultimo decennio un ruolo importante per far accedere al credito famiglie che prima ne erano escluse. Tuttavia, come ha detto Kroszner, e come era ovvio anche agli osservatori esterni, c'erano circostanze in cui individui ottenevano mutui "che non erano sostenibili per loro". Le proposte includono il divieto di erogare mutui subprime che non abbiano documentazione adeguata. Il **Congresso** ha ora in discussione proposte di regolamentazione molto più stringenti. Il piano delineato dalla Fed rimarrà aperto per ricevere feedback per tre mesi prima di entrare in vigore con eventuali modifiche. Non è chiaro quanto le nuove regole contribuiscano a risolvere i problemi attuali, considerando che molti dei vincoli proposti riguardano tipologie di mutui che attualmente non vengono praticamente più erogati. Un effetto positivo potrebbe essere determinato dalla riduzione o eliminazione delle penali imposte dalle banche per la chiusura anticipata dei mutui.

Gli interventi ufficiali delle autorità sono accompagnati da "pressione morale" sulle banche. Il 18 dicembre, le cinque principali banche del New England, in una iniziativa coordinata dalla Fed di Boston, hanno annunciato di allocare circa \$100 mln per rifinanziare mutui *subprime* e convertirli in mutui a tasso fisso. Bank of America ha comunicato che si unirà all'iniziativa ma non è ancora stato stabilito l'ammontare della partecipazione. Il Congresso sta discutendo modifiche alle procedure operative della Federal Housing Administration che dovrebbero permettere di aumentare le iniziative di rifinanziamento dei mutui, offrendo garanzie alle banche.

Lo stock di case invendute estende la correzione delle costruzioni residenziali fino al 2009



I costruttori cominciano a dare qualche timido segnale di stabilizzazione della fiducia

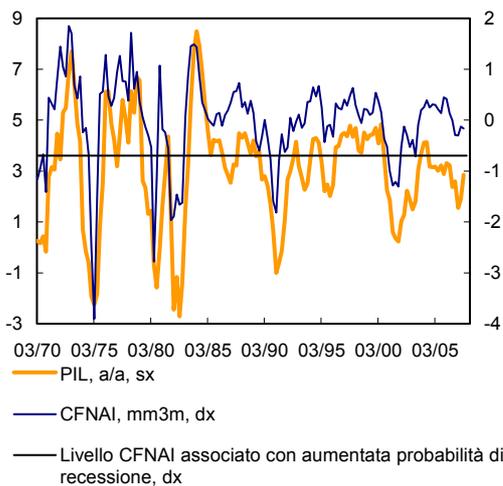


Fonte: Ecowin

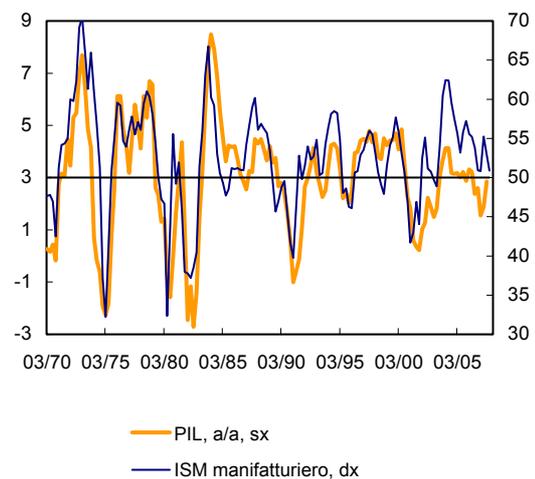
La chiave di volta dello scenario 2008, come in ogni fase di forte rallentamento, sono gli **investimenti non residenziali** e le previsioni di domanda delle imprese: le indagini di novembre segnalavano una netta revisione verso il basso delle aspettative a sei mesi, ma a dicembre si intravede una stabilizzazione. Nell'indagine Empire, il primo indicatore per dicembre, l'indice di diffusione a sei mesi è in modesto miglioramento: a novembre si era registrato un crollo da 50,5 di ottobre, a 30,5; a dicembre le aspettative migliorano marginalmente a 32,4 e l'indicazione relativa alle spese per investimento migliora a 23,75 da 19,05.

Le indicazioni degli ordini sono incerte, ma la produzione industriale segnala maggior debolezza per i beni di consumo che per i beni di investimento. La componente ordini dell'ISM di novembre (a 52,8, dopo 52,5 di ottobre) mostra una stabilizzazione in territorio coerente con una crescita modesta, ma positiva. Gli ordini inevasi sono però in forte calo e sotto 50 da due mesi, indicando debolezza attesa per il prossimo trimestre. L'elemento positivo rimane quello degli ordini dall'estero che hanno portato il gap tra componenti ordini esteri e domestici ai massimi da più di vent'anni, quando la bilancia commerciale era praticamente in pareggio.

L'indice della Chicago Fed segnala crescita sotto il trend, non recessione...



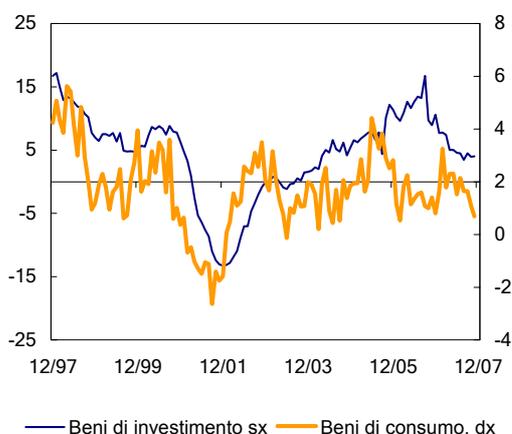
...in linea con le indicazioni dell'ISM



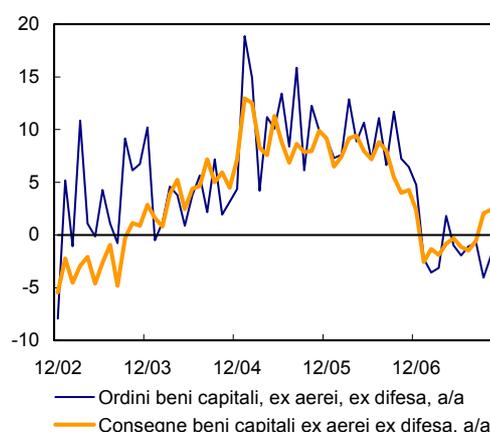
Fonte: Ecowin

Nel prossimo trimestre la **crescita degli investimenti** sarà modesta, ma positiva e alla luce dell'allentamento delle condizioni di finanziamento trasmesso dal calo dei tassi di politica monetaria, riteniamo che nel 2008 gli investimenti non residenziali restino in crescita e contribuiscano positivamente alla dinamica (se pure debole) della domanda domestica. I rischi tuttavia sono ovviamente verso il basso.

Produzione industriale: i beni di investimento tengono, i beni di consumo flettono



Ordini di beni durevoli incerti, consegne in miglioramento



Fonte: Datastream

Come indicato nei paragrafi introduttivi, lo scenario purtroppo ha due nei: crescita debole e inflazione elevata. E i rischi sullo scenario sono di aggravamento delle condizioni problematiche, verso il basso sulla crescita, verso l'alto sull'inflazione. L'**inflazione** non solo ha un abbrivio fortissimo, avendo toccato il 4,3% a/a a novembre, ma resta soggetta a ulteriori pressioni derivanti dal cambio debole, dai prezzi delle materie prime con un trend verso l'alto, e da margini in chiusura per le imprese che segnalano intenzioni crescenti di aumento dei prezzi di vendita.

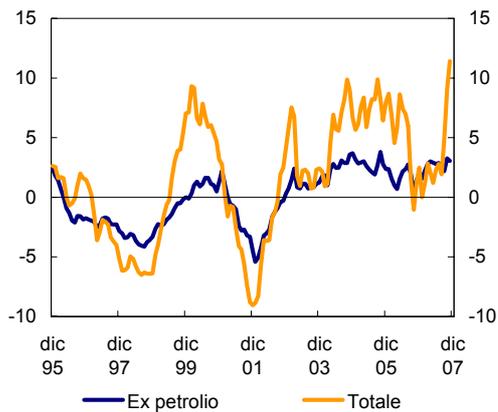
I dati più recenti di inflazione (novembre) non sono incoraggianti. I prezzi alla produzione sono aumentati molto più di quanto atteso con una variazione di 3,2% m/m per l'indice *headline* e di 0,4% per l'aggregato core. Il forte balzo dei prezzi deriva dall'aumento dei prezzi della benzina (+34,8% m/m) e delle auto, +0,6% m/m. I prezzi core ex-auto sono in aumento di un modesto 0,1% m/m, ma i prezzi dei beni intermedi *core* segnalano un forte aumento delle pressioni inflazionistiche con una variazione mensile dell'1% m/m. Anche il **CPI** ha sorpreso verso l'alto, segnando un aumento di 0,8% m/m (0,796), 4,3% a/a, dal 3,5% di ottobre. Anche il CPI core è aumentato più del previsto, segnando una variazione di 0,3% m/m (0,275%), 2,3% a/a dal 2,2% di ottobre. La componente energia è aumentata del 5,7% m/m, spinta da un incremento del prezzo della benzina del 9,3% (+37,1% a/a). Gli alimentari sono in aumento di 0,3% m/m, 4,8% a/a. I prezzi dell'abbigliamento sono balzati di +0,8% m/m. I servizi vedono aumenti dei prezzi in linea con il trend (+0,3% m/m, 3,4% a/a). Si registra un aumento di 0,4% m/m per quanto riguarda la sanità, dopo il +0,6% di ottobre. Sul fronte delle abitazioni, l'*owner's equivalent rent* riaccelera a +0,3% m/m da 0,2% di ottobre e gli affitti effettivi aumentano di 0,4%. L'accelerazione dell'inflazione core non è un'anomalia legata a un solo settore ma è diffusa a più settori e soprattutto segnala spinte dagli affitti che erano stati la voce che aveva contribuito in modo prevalente al rallentamento dell'inflazione nella parte centrale dell'anno. L'accelerazione dei prezzi nel settore sanità (intorno al 5% a/a) è un altro elemento preoccupante per lo scenario.

Nel **2008**, l'effetto base derivante da una chiusura forte del 2007, peserà sull'andamento del tendenziale e dovrebbe lasciare l'**inflazione headline media** su livelli elevati, **intorno al 2,6%**, anche in presenza di prezzi del petrolio in calo in T1. **L'inflazione core rimarrà sopra al 2%, intorno al 2,2-2,3%**, ipotizzando un sentiero relativamente favorevole di variazioni non superiori allo 0,2%. La previsione è soggetta al rischio che gli affitti proseguano sui ritmi degli ultimi due

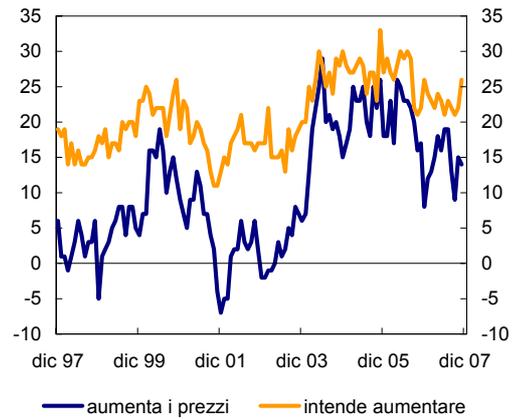
mesi vanificando il rallentamento della dinamica di T2 e T3. Appare chiaro che una volta superata la fase di rallentamento più marcato, il trend dell'inflazione tornerà a essere centrale per la politica monetaria.

Il rischio di **stagflazione in versione anni 2000** rende le banche centrali preoccupate del fatto che la curva di Phillips sia strutturalmente più piatta e che anche un severo rallentamento della crescita domestica non sia sufficiente a imprimere un forte impulso verso il basso alla dinamica dei prezzi core. D'altra parte però la debolezza della domanda interna e la concorrenza internazionale contribuiranno a contenere in parte le pressioni verso l'alto sui prezzi.

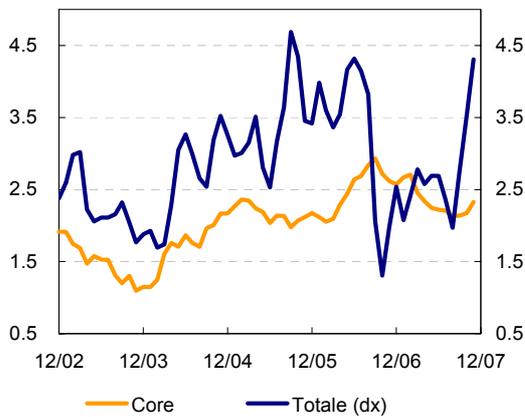
Prezzi alla produzione: il mondo è cambiato dalla fine degli anni '90!



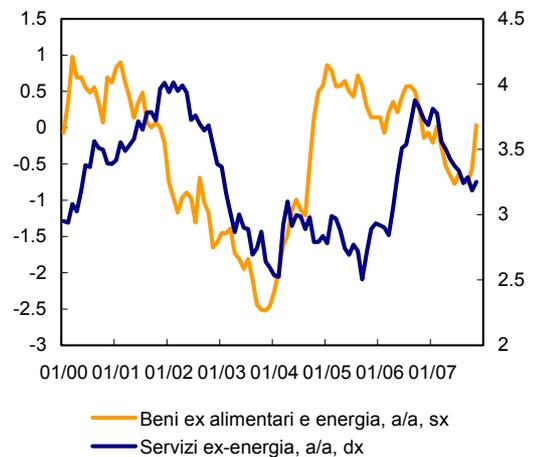
Indagine NFIB: intenzioni sui prezzi delle piccole imprese verso l'alto



L'inflazione aumenta...



...ma non è solo energia



Fonte: Datastream, Ecowin

Fed: di nuovo di fronte al dilemma crescita-prezzi

L'elemento centrale che è emerso dal comunicato del FOMC di dicembre è l'incertezza sullo scenario economico. La Fed ha voluto **mantenere separati i canali di comunicazione relativi ai due fronti problematici, macroeconomia e mercati finanziari**, concentrando la comunicazione degli interventi per lo scenario macro con il comunicato post-FOMC e quelli per i mercati in sedi diverse. Il comunicato con cui sono state annunciate le nuove misure adottate congiuntamente con le altre banche centrali per ridurre la crisi di liquidità è stato emesso separatamente e segnala la volontà della banca centrale di intervenire attivamente per evitare i rischi di una crisi sistemica del settore bancario. Per quanto riguarda lo scenario macroeconomico, le preoccupazioni della Fed per la crescita sono chiaramente aumentate a dicembre: il FOMC rileva che la correzione del settore immobiliare e la restrizione del credito si stanno trasferendo al resto dell'economia. Il comunicato ancora una volta si astiene dal segnalare esplicitamente la probabile direzione dei tassi. Nella **previsione Intesa Sanpaolo per il 2008, sono inclusi altri due tagli dei tassi dei fed funds**, da attuare nel primo trimestre in risposta alla debolezza della domanda.

1. Il FOMC di dicembre si astiene dal dare *guidance* sui tassi

La riunione del FOMC a dicembre si è conclusa con un **taglio dei tassi di 25 pb** e l'eliminazione della valutazione di rischi "circa bilanciati" che era stata introdotta a ottobre, dopo un mese di "sospensione del giudizio". Le previsioni di mercato vedevano un taglio più ampio del tasso di sconto, di 50 pb, e un allungamento della durata delle operazioni alla finestra di sconto dagli attuali 30 giorni (fissati ad agosto) a scadenze più lunghe, fino a 90 giorni. Sugli strumenti potenzialmente utili per ridurre le tensioni e le anomalie sul mercato monetario, la Fed ha scelto di usare altri canali per comunicare interventi mirati a far fronte alla crisi di liquidità (vedi sezione successiva).

Il voto non è stato unanime: 9 a favore e un dissenso, di Rosengren (Boston Fed) che avrebbe voluto un taglio più ampio di 50 pb. Hoenig (Kansas City Fed), che a ottobre avrebbe voluto mantenere i tassi fermi, ha votato con la maggioranza. Il taglio del tasso di sconto di 25 è stato richiesto da 7 dei 12 presidenti delle Fed regionali: è probabile che quando usciranno i verbali relativi al tasso di sconto emerga una varietà di opinioni, con presidenti favorevoli a un taglio maggiore e forse altri che chiedevano tassi fermi. Le Fed di Boston, San Francisco, Dallas, Kansas City e Minneapolis non avevano richiesto un taglio di 25 pb. E' probabile che le prime due banche avessero chiesto un taglio di 50 pb, ed è anche possibile che Kansas City, Dallas e Minneapolis avessero proposto di mantenere il tasso di sconto fermo. Il presidente della Kansas City Fed, Hoenig, aveva dissentito a ottobre dalla decisione di taglio dei fed funds di 25 pb perchè avrebbe voluto mantenerli fermi.

Nel comunicato, è evidente l'aumento di **preoccupazione per lo scenario di crescita**. Nella valutazione delle informazioni macroeconomiche, il comunicato afferma che la crescita sta rallentando, "riflettendo l'intensificazione della correzione del settore immobiliare e un certo indebolimento nella spesa di consumatori e imprese". Si nota anche che le tensioni sui mercati finanziari sono tornate ad aumentare recentemente. Il punto centrale in questa valutazione è che per la prima volta si registra il trasferimento della correzione del settore immobiliare sugli altri settori dell'economia.

Sull'**inflazione** non ci sono novità e la valutazione della situazione e dei rischi è pressoché invariata. Il comunicato afferma che "gli elevati prezzi di energia e materie prime, fra vari altri fattori, possono mettere pressioni verso l'alto

sull'inflazione". Le differenze con la valutazione di ottobre sono minime e riflettono il segnale che al momento i timori sui prezzi sono in secondo piano. Nel paragrafo conclusivo, non si afferma più che i rischi sono circa bilanciati. A ottobre, il Comitato riteneva che "i rischi verso l'alto sull'inflazione bilanciassero all'incirca i rischi verso il basso sulla crescita". A dicembre, secondo il FOMC, "gli sviluppi recenti, incluso il deterioramento delle condizioni dei mercati finanziari, hanno aumentato l'incertezza intorno allo scenario di crescita economica e inflazione".

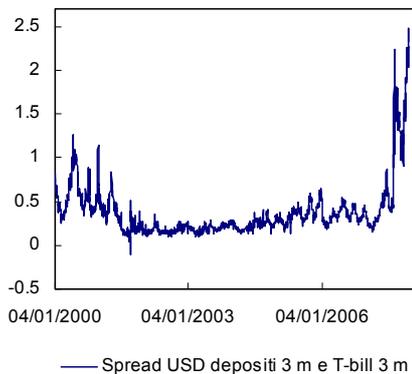
2. Interventi mirati a contenere la crisi di liquidità

La Fed ha annunciato nuove misure per far fronte alla crisi di liquidità, in un intervento deciso congiuntamente con la Bank of Canada, la Bank of England, la BCE e la Banca Nazionale Svizzera.

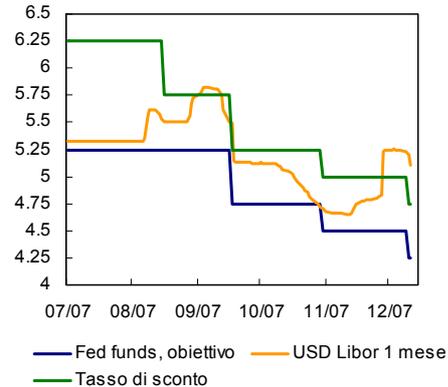
A livello domestico, **la Fed ha istituito un nuovo programma di rifinanziamenti temporanei** attraverso la Term Auction Facility (TAF). Sotto questo programma la Fed offrirà fondi temporanei in asta a istituzioni finanziarie in condizioni solide, contro un ampio spettro di titoli stanziabili (come indicato dai termini della finestra di sconto per il credito primario). In questo modo i rifinanziamenti saranno rivolti a un numero maggiore di banche e contro un più ampio gamma di garanzie, come già avviene nella zona euro con le operazioni di mercato aperto della BCE. Ogni asta nel programma sarà di un ammontare prefissato, a tasso variabile con minimo predeterminato. La prima operazione sarà il 17 dicembre per \$20 mld, regolamento 20 dicembre durata di 28 giorni e scadenza il 17 gennaio. La seconda operazione di 20 mld sarà attuata il 20 dicembre, regolamento 27 dicembre e scadenza 31 gennaio (durata 35 giorni). Successivamente sono già fissate aste per il 14 e il 28 gennaio: l'ammontare di queste operazioni verrà determinato in base all'andamento dei mercati. La Fed potrà fissare nuove aste in date successive in base all'evolversi delle condizioni dei mercati. La Fed userà l'esperienza di questo programma per valutare se istituire una procedura permanente di aste alla finestra di sconto. Con la TAF il collo di bottiglia che si sta osservando sul mercato interbancario americano potrebbe essere almeno in parte allentato, fornendo direttamente liquidità a banche che hanno bisogno di fondi, non sono *primary dealers* e non vogliono correre il rischio di essere identificate come operatori in difficoltà usando la finestra di sconto. D'altro canto, l'esperienza europea suggerisce che ciò non è sufficiente a garantire una riduzione dei tassi interbancari rispetto all'*overnight*, e quindi a rinforzare la trasmissione delle mosse di politica monetaria. Anche Mersch, membro del consiglio direttivo BCE, dubita che l'intervento basti a rimuovere le cause dell'anomalia, che risiedono "in parte" in una crisi di fiducia tra le banche.

Oltre all'istituzione della Term Auction facility, la Fed ha annunciato che **essendosi coordinata con la BoE, la BCE, la Bank of Canada e la SNB, il Board ha autorizzato degli swap reciproci** (swap lines) con la BCE e la SNB per un ammontare di \$20 e 4 mld, rispettivamente, da usare nelle aree di giurisdizione della BCE e della SNB. Queste linee sono approvate per un periodo di sei mesi e sono finalizzate a compensare la chiusura dei canali alternativi per l'approvvigionamento di fondi in dollari a disposizione delle banche europee.

La crisi di fiducia spinge gli spread alle stelle



Politica monetaria inefficace sui tassi di mercato monetario



Fonte: Ecwin

Previsioni

L'incertezza è l'elemento principale che viene sottolineato dalla Fed negli ultimi mesi. Oltre all'incertezza legata alla crisi di liquidità sui mercati, l'acuirsi del dilemma fra stabilità dei prezzi e massimizzazione della crescita sostenibile spinge la banca centrale a non impegnarsi con indicazioni che possano indirizzare i mercati su sentieri precisi. Plosser (Philadelphia Fed) in un discorso recente ha indicato che la valutazione dei rischi per inflazione e crescita può essere fuorviante, soprattutto in situazioni di incertezza.

La Fed appare timida nel valutare le prospettive macroeconomiche, alla luce dell'aumento della restrizione del credito. Da un lato si afferma che la debolezza si sta trasferendo a imprese e consumatori, dall'altra non segnala che i rischi verso il basso sulla crescita prevalgono, come è ovvio in una fase di crisi finanziaria, su quelli dell'inflazione. Dopo settembre, la banca centrale ha abdicato al ruolo di guida dei mercati, e naviga a vista, con il rischio di trovarsi poi, come è successo a ottobre e dicembre, a convalidare le aspettative di mercato. nonostante le affermazioni di Poole secondo cui se fossero i mercati a determinare le mosse della banca centrale sarebbe il "caos".

Le previsioni per la politica monetaria sono soggette alla duplice incertezza derivante dalla situazione oggettiva e dalla comunicazione non particolarmente trasparente della Fed. Sebbene sia indispensabile sottolineare l'incertezza dello scenario, la banca centrale in ogni caso formula previsioni, se pure con intervalli di confidenza estremamente ampi. Nel comunicato non si dà alcuna indicazione che metta in relazione le previsioni basate sulle informazioni nuove con quelle formulate a ottobre. Bisognerà aspettare i verbali a inizio gennaio per avere un quadro più preciso sulle opinioni dei partecipanti e sullo scenario di consenso nel comitato, sempre che ce ne sia uno.

Nel frattempo si può interpretare la carenza di indicazioni nel comunicato di dicembre con due spiegazioni. Una possibilità è che effettivamente l'incertezza sia così ampia, e in gran parte concentrata sulle conseguenze della crisi di liquidità e degli sviluppi sul mercato del credito, da indurre la Fed ad aspettare l'inizio del 2008 per valutare quanto delle anomalie dei mercati siano di più lunga durata e quanto invece sia da attribuire alla chiusura d'anno. La riduzione delle pressioni sui mercati può rendere meno necessari interventi sui tassi e più rischioso un massiccio allentamento monetario. Alternativamente, l'effetto dell'ampia e crescente incertezza potrebbe portare a una altrettanto ampia divergenza di opinioni all'interno del Comitato e alla difficoltà di trovare consenso

su una *view* precisa, con la conseguenza di dover viaggiare alla ricerca di un minimo comune denominatore per le decisioni di policy non ottimale in situazioni di incertezza diffusa sui mercati.

La nostra previsione di altri due tagli dei fed funds è fondata sull'aspettativa che la Fed di Bernanke continui a decidere, come quella di Greenspan, applicando un'analisi costi-benefici: eventi a probabilità bassa, ma con costi potenziali elevati, possono determinare nel breve una deviazione delle decisioni di *policy* rispetto a quelle indicate da uno scenario centrale più favorevole. È il costo atteso a fare la differenza, non la probabilità dell'evento in sé.

Il blocco del mercato del credito per un periodo prolungato di tempo, qualunque ne siano le cause, da solo sembra sufficiente a giustificare interventi di stimolo monetario anche in presenza di rischi sui prezzi. Tuttavia ulteriori interventi sui tassi possono essere giustificati solo da altri segnali coerenti con un'entrata in recessione. I rischi sui prezzi e la forte crescita a livello mondiale pongono la Fed in una situazione molto diversa da quella del 2001. Un taglio a gennaio è scontato e se, come probabile, i dati e i tassi di mercato si manterranno sul tenore attuale nel prossimo mese, un altro taglio a marzo è a questo punto lo scenario più probabile, portando il tasso sui fed funds al 3,75%. Se l'economia non andrà in recessione, le pressioni inflazionistiche porteranno a una nuova inversione delle priorità della banca centrale.

Area Euro: “soft landing” confermato, ma aumentano rischi. BCE con le mani legate.

Anna Maria Grimaldi

anna.grimaldi@intesanpaolo.com

Paolo Mameli

paolo.mameli@intesanpaolo.com

■ Il nostro scenario centrale vede un crescita del Pil AE al 2% nel 2008 dal 2,6% del 2007, sostanzialmente invariata rispetto alle stime di settembre (2,1%). Lo scenario assume una crescita dello 0,4%t/t del Pil in T.4 2007, in rallentamento dallo 0,7% t/t dei mesi estivi. Continuiamo a ritenere che un rallentamento significativamente al di sotto del potenziale sia improbabile dal momento che i fondamentali domestici rimangono solidi. Tuttavia, riteniamo che negli ultimi tre mesi siano aumentati alla luce del permanere di forti anomalie sui mercati finanziari e di un più diffuso pessimismo sull'economia americana ed internazionale.

■ Valutiamo nel complesso che i rischi verso il basso sulla crescita siano nell'ordine dello 0,5%. Il rischio maggiore deriva ancora dalla crisi finanziaria che potrebbe secondo le nostre simulazioni pesare in particolare sulla spesa per investimenti.

■ Data la minore esposizione al debito delle famiglie europee rispetto a quelle americane, e vista l'assenza di fenomeni di diffusa sopravvalutazione del sistema immobiliare, riteniamo che le conseguenze per i consumi delle famiglie siano limitate (con alcune differenze all'interno dell'area). Supporto alla crescita potrebbe venire dalla politica fiscale, che sarà di intonazione espansiva in tutti i principali paesi.

■ La dinamica inflazionistica rimarrà in media al 2,5%. Pur ritenendo che il rialzo dei prezzi al consumo visto a fine 2007 (3,1%a/a a novembre) sia da considerarsi temporaneo, i rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo sono ancora verso l'alto in quanto non possono escludersi effetti di seconda battuta.

■ La BCE è intervenuta aggressivamente a correzione delle anomalie sui mercati e continuerà a farlo fino a quando la situazione non si normalizzerà. Riteniamo tuttavia che i tassi ufficiali resteranno fermi al 4% per tutto il 2008, dal momento che lo scenario macro per l'Euro zona e l'assenza di squilibri sistemici di tipo americano non giustifica un taglio di tipo assicurativo come quelli effettuati da Fed e BoE.

■ Con un mandato esplicito di stabilità dei prezzi nel medio periodo, la BCE è meno attanagliata delle altre Banche Centrali tra rischio di “bassa crescita” ed “alta inflazione”. Se e solo si dovessero vedere chiari segnali che la crescita nell'Eurozona rimarrà al di sotto del potenziale anche nella seconda metà del 2008, la BCE potrebbe considerare di allentare la politica monetaria.

Previsioni

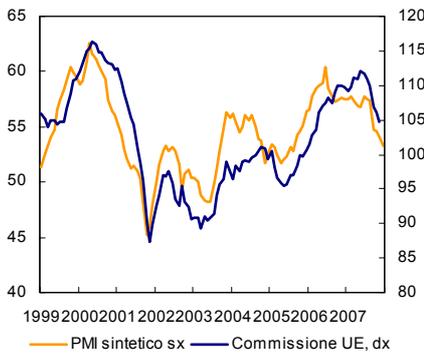
	2006	2007	2008	2007				2008			
				1	2	3	4	1	2	3	4
Pil (prezzi costanti, a/a)	2,9	2,6	2,0	3,2	2,5	2,7	2,2	1,8	2,0	2,0	2,3
- t/t				0,8	0,3	0,7	0,4	0,3	0,5	0,7	0,7
Consumi privati	1,9	1,4	1,9	0,0	0,6	0,5	0,2	0,6	0,4	0,6	0,6
Investimenti fissi	5,2	4,8	2,9	1,8	0,0	0,9	0,8	1,0	0,2	1,0	0,9
Consumi pubblici	1,9	2,0	1,4	0,9	0,2	0,6	0,2	0,4	0,3	0,4	0,4
Esportazioni	8,0	6,3	5,0	0,9	0,8	2,5	1,2	0,8	1,1	1,2	1,4
Importazioni	7,6	5,8	5,2	1,4	0,1	2,7	2,0	0,7	0,5	1,3	1,9
Var. scorte (contrib., % Pil)	0,1	0,1	0,0	0,4	-0,4	0,2	0,4	-0,3	-0,1	0,1	0,2
Partite correnti (% Pil)	-0,2	0,2	-0,3	0,4	0,3	0,4	-0,2	-0,6	-0,5	0,2	-0,2
Deficit pubblico (% Pil)	-1,6	-1,0	-1,1								
Debito pubblico (% Pil)	68,1	66,9	65,7								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	2,2	2,1	2,5	1,9	1,9	1,9	2,9	2,9	2,6	2,7	2,4
Produzione industriale (a/a)	4,0	3,4	2,6	1,0	0,5	1,5	0,2	0,2	0,7	1,1	1,0
Disoccupazione (ILO, %)	8,2	7,4	7,1	7,6	7,5	7,4	7,2	7,1	7,1	7,0	7,0
Euribor 3 mesi	3,08	4,27	4,32	3,82	4,07	4,50	4,70	4,65	4,35	4,15	4,15
EUR/USD	1,26	1,37	1,41	1,31	1,35	1,37	1,45	1,47	1,43	1,39	1,37

Variazioni % sul periodo precedente, se non diversamente indicato

Confermiamo lo scenario centrale di “frenata dolce” nel 2008

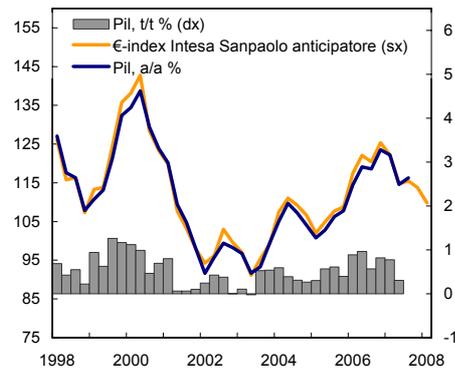
Il rallentamento che ci aspettiamo per l’economia dell’Area Euro nel 2008 deriva dalla minor vivacità di investimenti ed export, a fronte di una tenuta dei consumi. Gli investimenti, che sono stati il motore della crescita negli ultimi due anni (superando i precedenti massimi del 2000 in rapporto al Pil), rallenteranno al 2,9% nel 2008 dal 4,8% stimato del 2007. In sostanza, ci aspettiamo un minor dinamismo della spesa in conto capitale delle aziende, sulla scia della restrizione monetaria e dell’assottigliamento dei margini, ma non un crollo. Lo stesso può dirsi per l’export, che, dopo avere già rallentato nel 2007 (al 6,3% dall’8% precedente), frenerà ulteriormente l’anno prossimo (stimiamo al 5%), penalizzato dalla minor crescita negli USA ma sostenuto dalla buona dinamica dei paesi emergenti. Viceversa, ci aspettiamo una ripresa dei consumi, che, grazie a un effetto base favorevole rispetto all’inizio del 2007 (caratterizzato dal calo dei consumi in Germania per via dell’effetto-IVA), accelereranno all’1,9% dall’1,4% di quest’anno, ancora sostenuti dai miglioramenti occupazionali degli ultimi anni.

Fig. 1 - La fiducia è in calo ma rimane su livelli elevati



Fonte: Ntc Research, Commissione Europea

Fig. 2 - L’€-index segnala una crescita tendenziale al 2%



Fonte: Ntc Research, IFO, ISM, Commissione Europea, elaborazioni Intesa Sanpaolo

I punti di debolezza al momento prevalgono sui punti di forza

Negli ultimi mesi, la media degli analisti ha rivisto al ribasso le stime di crescita per il Pil Eurozona 2008, all’1,9% a dicembre dal 2,2% di settembre scorso. **La nostra stima per la crescita annua del Pil AE l’anno prossimo è al 2%** (livello coerente con le ultime indicazioni giunte dall’€-index anticipatore Intesa Sanpaolo), **sostanzialmente invariata rispetto alle stime di settembre (2,1%), anche se riconosciamo che il nostro scenario base è soggetto a rischi, per lo più verso il basso.**

A onor del vero, l’economia dell’Area Euro presenta anche, nell’attuale fase ciclica, dei punti di forza rispetto ad altre economie: 1) gli indici di fiducia, pur in rallentamento, si mantengono su livelli espansivi; 2) i fondamentali appaiono solidi e non si riscontrano squilibri paragonabili a quelli americani: l’esposizione ai subprime e commercial paper è limitata, i consumatori sono meno indebitati, la sopravvalutazione del mercato immobiliare è confinata ad alcuni paesi come la Spagna (vedi Focus); 3) il ciclo europeo è meno maturo di quello americano soprattutto con riferimento al mercato del lavoro: la disoccupazione rimane su un trend di calo, il che scongiura un crollo dei consumi (anzi visti in accelerazione nel 2008); 4) le politiche economiche saranno di supporto, in quanto l’intonazione delle politiche fiscali è moderatamente espansiva (tutti i principali paesi vedranno

un sia pur non drammatico peggioramento del saldo di bilancio) e la politica monetaria sembra aver quantomeno terminato il suo ciclo restrittivo. Dall'altra parte, i rischi derivano da: 1) il rallentamento della domanda mondiale e dagli USA in particolare; 2) l'apprezzamento del tasso di cambio effettivo (poco più del 5% nel 2007); 3) il rincaro dei prezzi delle materie prime, energetiche e non; 4) la crisi finanziaria che ha visto nelle ultime settimane accentuarsi le anomalie sul mercato monetario (come testimonia l'allargamento dei credit spreads ed il rialzo dell'Euribor a tre mesi sopra il 5%). Riteniamo che, al momento, sul nostro scenario di crescita prevalgano i rischi verso il basso. Cerchiamo in quanto segue di quantificare tali rischi.

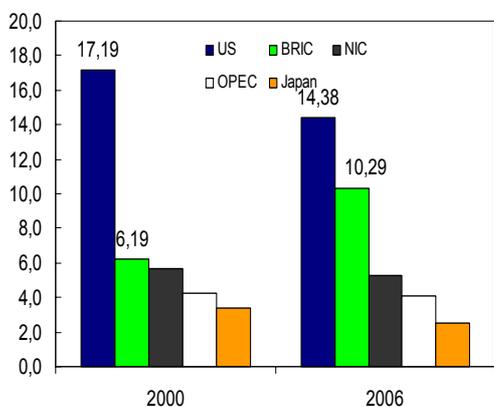
I legami commerciali con gli USA sono oggi meno forti che in passato...

L'economia europea sembra essere meno dipendente che in passato dal ciclo statunitense, dal momento che una proporzione crescente dell'export è diretto alle economie emergenti piuttosto che agli Stati Uniti.

Infatti, negli ultimi anni i flussi commerciali della zona euro si sono spostati verso destinazioni geografiche quali l'Asia e le altre economie emergenti, la cui domanda in particolare di beni capitali è più di natura strutturale che ciclica e quindi meno sensibile al cambio euro-dollaro. Uno sguardo alle esportazioni della zona euro per tipologia di prodotto e destinazione geografica conferma questa intuizione.

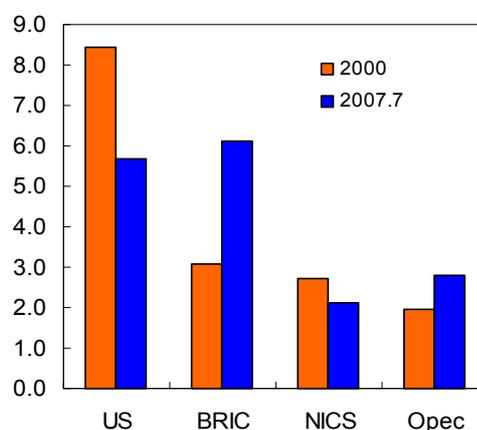
I principali destinatari dell'export extra-eurozona, se si escludono i Paesi membri dell'EFTA cui va circa il 44% delle esportazioni europee, sono ancora gli Stati Uniti, seguiti dai BRIC, dalle economie dinamiche dell'Asia e dall'Opec. Tuttavia rispetto al 2000 l'importanza del mercato statunitense è diminuita mentre è aumentata quella dei BRIC. Il trend è particolarmente evidente per la Germania.

Fig. 3 - Esportazioni extra EU per principali partner esclusi membri dell'EFTA



Fonte: Eurostat

Fig. 4 - Quota di macchinari nelle esportazioni complessive per destinazione geografica



Fonte: Eurostat

Le esportazioni di macchinari e manufatti rappresentavano nel luglio di quest'anno rispettivamente il 45% ed il 16% delle esportazioni totali extra-EU12 e sono sostanzialmente invariate rispetto al 2000. Le esportazioni della Germania di beni macchinari contano per circa il 40% delle esportazioni extra-Eurozona e per il 55% dell'export complessivo tedesco.

...ma, dopo il decoupling mancato del 2007, l'Area Euro va verso una convergenza con gli USA

Tuttavia, nonostante i maggiori flussi commerciali verso i BRIC e l'Opec, il manifatturiero potrebbe comunque risentire in maniera significativa dell'apprezzamento del cambio effettivo. Un recente working paper della BCE (No 796, agosto 2007) conferma che l'impatto dell'apprezzamento del cambio effettivo sulla dinamica settoriale è tanto maggiore quanto più elevata è la quota di produzione esportata (indipendentemente dalla destinazione geografica), e che l'impatto più marcato interessa il settore manifatturiero. La risposta ad un apprezzamento dell'1% del cambio effettivo è di -0,2% dopo circa due anni, con punte di -0,75% per la produzione di macchinari. Non possiamo quindi escludere rischi di una contrazione più pesante dell'attività industriale nei prossimi mesi, in particolare se non si dovesse vedere un più sensibile rientro dell'euro dai recenti massimi, come incorporato nelle nostre stime.

In generale, limitarsi alla sola analisi dei flussi commerciali per derivare l'impatto del rallentamento USA sull'Eurozona è sicuramente limitativo. Recenti studi della BCE e del FMI dimostrano che: 1) il ciclo USA rimane leading rispetto a quello delle altre regioni (eccetto i paesi emergenti dell'Asia); 2) per via dell'elevato grado di integrazione finanziaria, l'impatto è superiore a quello che risulterebbe dal solo canale del commercio: un 1% di minor crescita del Pil USA riduce la crescita dell'eurozona dello 0,3% anziché dello 0,1%; 3) lo spillover tende ad essere più ravvicinato nel tempo e di maggiore entità in caso di shock negativo. Abbiamo rivisto lo scenario di crescita americana 2008 all'1,8% da un precedente 2,2%. In sostanza, il gap tra Pil Eurozona e Pil Usa si ridurrà, nelle nostre stime, da quattro a due decimi di punto. Riconosciamo l'esistenza di ulteriori rischi verso il basso nell'ordine di circa cinque decimi (uno scenario in sostanza recessivo) per la crescita USA nel 2008. Se questi dovessero materializzarsi, la crescita europea risulterebbe più debole di circa due-tre decimi ovvero si manterrebbe nell'intorno 1,5-2%.

L'apprezzamento del cambio peserà sulla crescita fino a metà 2008

Il cambio effettivo si è apprezzato di oltre il 5% dalla fine del 2006 ad oggi. Abbiamo simulato con il modello di Oxford Economic Forecasting le ripercussioni di uno shock permanente del 5% sul cambio effettivo sulla crescita AE, in assenza di una risposta di politica monetaria. Il modello suggerisce un impatto massimo di circa sette decimi dopo 8 trimestri, un risultato non molto lontano da quanto si evince da un recente lavoro della BCE e utilizzando il modello trimestrale dell'INSEE (si veda la tabella 1). L'impatto massimo normalmente si manifesta dopo due trimestri dall'occorrere dello shock e pertanto buona parte dell'apprezzamento del cambio dovrebbe aver già pesato sulla crescita 2007. Assumendo che il cambio resti fermo ai livelli di metà dicembre, **gli aumenti già osservati del cambio penalizzeranno la crescita del Pil fino all'inizio della primavera sottraendo all'incirca ancora due decimi di punto**. L'impatto incorporato nelle nostre previsioni attuali è leggermente inferiore.

Tab. 1 - Impatto di un aumento del 5% del cambio effettivo su:

Anni dopo lo shock	IPC ¹⁾		Crescita del Pil reale ²⁾	
	Anno 1	Anno 2	Anno 1	Anno 2
Modelli trimestrali				
ECB	-0.5	-0.7	-0.5	-0.7
OEF	-0.3	-0.9	-0.4	-0.7
INSEE MZE 3	-0.9	-1.3	-0.5	-0.6

1) IAPC. 2) Impatto cumulato alla fine del periodo di simulazione

Fonti: ECB: "The impact of exchange rate shocks on sectoral activity and prices in the Euro Area, working paper no 796 agosto 2007"

Oxford Economic Forecasting

INSEE Macroeconomic model MZE – 2003

Se si dovesse vedere un ulteriore apprezzamento del cambio effettivo del 3,5% a inizio 2008 rispetto ai livelli attuali, ciò sarebbe sufficiente a deprimere la crescita trimestrale del Pil di altri due decimi nella prima metà del 2008, fermandola a 0,3% t/t rispetto alla nostra previsione di uno 0,45% t/t. La dinamica annua arriverebbe a toccare l'1,7%a/a e la media 2008 scenderebbe all'1,8%. Valutiamo quindi un potenziale rischio-cambio nell'ordine di due decimi.

Il rincaro del greggio impatterà sulla crescita meno che in passato

Veniamo alla valutazione dei rischi per la crescita dall'aumento del prezzo del petrolio visto nel 2007. Il rincaro è stato di entità pari a quasi il 50% se si considera il prezzo in \$ e al 36% se si guarda al prezzo in euro. L'impatto sul Pil di un rincaro del greggio del 50% dopo due anni dallo shock varia tra -0,3% e -0,8%, a seconda del modello di riferimento. L'impatto sull'inflazione varia tra +0,5% e +2,6%. (Si veda la tabella 2).

Tab. 2 - Impatto di un aumento del 50% del prezzo del petrolio su:

Anni dopo lo shock	Inflazione ¹⁾		Crescita del Pil reale	
	Anno 1	Anno 2	Anno 1	Anno 2
Modelli trimestrali				
ECB	0.5	0.4	-0.1	-0.2
ECB QUEST	0.4	0.1	-0.6	-0.2
INSEE MZE 3	1.2	0.2	-0.3	-0.2
Modelli annuali				
IMF Multimod	1.6	1.1	-0.1	-0.3
OECD Interlink	0.6	0.2	-0.4	0.2

1) Tasso di variazione dello IAPC per ECB AWM, tasso di variazione dei NIC per gli altri modelli.

Fonti: ECB AWM: Dieppe, A. and J. Henry (2004), "The euro area viewed as a single economy: how does it respond to shocks?", *Economic Modelling* 21, 833-875. EC QUEST.

European Commission (2004), "How vulnerable is the euro area economy to higher oil prices?" NIESR Discussion paper.

OECD working paper No.306 OECD Interlink: Dalsgaard, T., C. André and P. Richardson (2001), "Standard shocks in the OECD Interlink Model".

IMF Multimod: Hunt, B., P. Isard and D. Laxton (2001), "The macroeconomic effects of higher oil prices"

INSEE Macroeconomic model MZE – 2003

L'impatto del rincaro del greggio sulla crescita del Pil si è mostrato piuttosto esiguo negli ultimi due anni. Una possibile spiegazione è che negli ultimi anni la globalizzazione ha esercitato un effetto disinflazionistico sui prezzi degli altri beni importati, in parziale compensazione dell'aumento dei prezzi dell'energia. Ma l'effetto calmierante della globalizzazione sembra andare scemando. L'aumento dei prezzi delle commodities più che compensa il calo dei prezzi dei beni manufatti. **È quindi possibile che il rincaro della bolletta energetica si faccia sentire maggiormente sulla crescita in particolare se si dovessero vedere ulteriori fiammate nel breve termine.**

Il rischio principale rimane quello legato agli effetti della crisi finanziaria

Trai i maggiori fattori di rischio cui è soggetta la zona euro vi è sicuramente il permanere di condizioni finanziarie più restrittive per un periodo prolungato di tempo, nonché un ulteriore e più severo riapprezzamento del premio al rischio. Purtroppo le ripercussioni sull'economia reale di un shock di tipo "credit crunch" sono di difficile quantificazione.

Sicuramente può dirsi che **il rischio di conseguenze severe è più contenuto che negli Stati Uniti, data la limitata esposizione del sistema bancario e delle famiglie** e la minor presenza di aree di sopravvalutazione del settore

immobiliare con l'eccezione di alcune aree in particolare la Spagna (si veda il focus in questo editoriale).

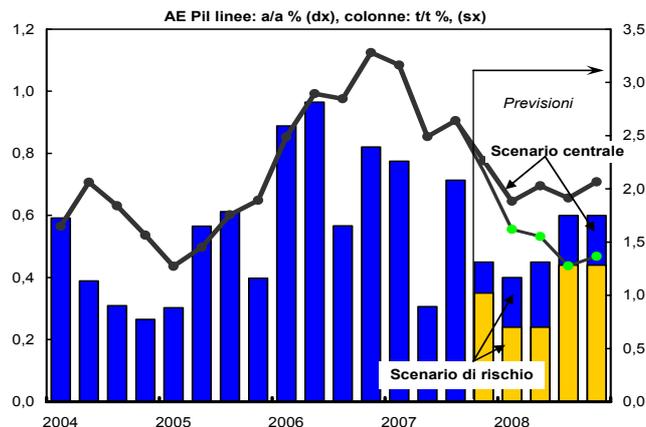
Al fine di tentare di catturare l'impatto macroeconomico della crisi, abbiamo simulato nel modello Oxford Economic Forecasting lo scenario nel quale lo spread fra il tasso Euribor a 3 mesi e il tasso refi, che attualmente rimane vicino a 100 punti-base, anziché "normalizzarsi" (verso 10-15bp) come nello scenario base, rimanga sugli attuali livelli, storicamente abnormali. Ne deriva, rispetto allo scenario base per l'economia Area Euro, una minor crescita dello 0,2% per il 2008. In accordo con le conclusioni teoriche, l'impatto sarebbe maggiore sugli investimenti (-0,3%) che non sui consumi (-0,2%). Tenendo conto del fatto che tale simulazione probabilmente sottostima l'impatto della crisi (in quanto non include un ampliamento degli spread di credito e inoltre il tightening delle condizioni di prestito delle banche è di difficile quantificazione), **l'impatto macroeconomico del perdurare della crisi sarebbe quantificabile in uno 0,2-0,3% di Pil.**

Lo scenario di rischio prevede una crescita all'1,5%

Complessivamente, tenendo conto dei fattori sopra esposti e quantificati, valutiamo i rischi verso il basso per la nostra stima centrale di crescita nell'ordine di cinque decimi. Se questi dovessero materializzarsi nella prima metà del 2008, **la crescita del Pil rallenterebbe attorno all'1,5%.** In un tale scenario, le pressioni domestiche sulla dinamica dei prezzi al consumo nella seconda metà del 2008 andrebbero del tutto scemando e la BCE potrebbe considerare di allentare la politica monetaria.

Permane ancora un'ampia incertezza sulle prospettive di crescita del Pil nella seconda metà del 2008 e inizio 2009. Queste dipendono in maniera preponderante dall'evolvere del quadro statunitense. Se i nodi dell'economia americana verranno al pettine nel corso del prossimo anno sarebbe ragionevole assumere un ritorno della crescita statunitense al di sopra del trend già a fine 2008, un rientro delle anomalie sui mercati ed un recupero del ciclo internazionale. In un tale scenario potremmo anche ipotizzare una **riaccelerazione più forte della crescita europea tra la fine del 2008 e l'inizio del 2009**, introducendo rischi verso l'alto alle stime di tassi fermi anche nella seconda metà del 2008.

Fig 5 – Scenario centrale e di rischio



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Inflazione sopra target fino a 2008 inoltrato

A novembre, l'inflazione europea è schizzata al 3,1%a/a dall'1,7%a/a di fine agosto. L'accelerazione è imputabile in grossa misura allo shock sui prezzi delle materie prime energetiche e alimentari, unitamente ad un effetto base sfavorevole (Fig. 7).

La sorpresa dei mesi finali del 2007 lascia la media 2008 al 2,5% da un precedente 2,1% (Fig. 6). Anche l'ultima indagine di Consensus Forecasts (inizio dicembre) mostra una revisione al rialzo per l'inflazione 2008 al 2,3% da un precedente 2,0% (settembre).

Le pressioni esogene rimangono un fattore di rischio per lo scenario inflazionistico nel 2008.

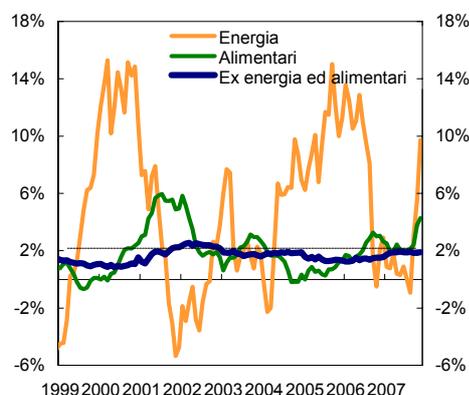
Le nostre previsioni scontano un graduale rientro del petrolio verso gli 81\$ al barile, unitamente ad un deprezzamento del cambio effettivo tra il 3 e il 5%, e includono quindi un contributo meno pesante dall'energia.

Fig. 6 – L'inflazione headline intorno al 3% fino a metà 2008



Fonte: Eurostat e previsioni Intesa Sanpaolo

Fig 7 – L'accelerazione è in larga misura dovuta ad energia ed alimentari

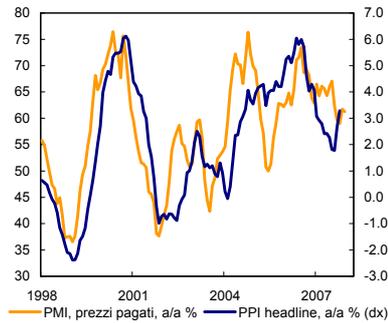


Fonte: Eurostat

È pur vero che le pressioni da esogene rimangono un fattore di rischio.

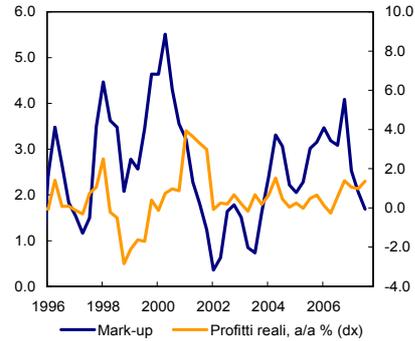
1. **Non è da escludere una maggiore resilienza del greggio in area 90\$,** che, ad assunzioni invariate sul cambio, sarebbe sufficiente a lasciare l'inflazione headline al 2,6%.
2. **È inoltre, possibile che i passati rincari dei prezzi delle commodities siano stati traslati solo in parte ai prezzi finali. Fino ad ora il cambio forte ha fatto da calmiera.** Ma, a meno di ulteriori apprezzamenti della valuta, potrebbero vedersi maggiori pressioni importate. Segnali in questo senso arrivano con l'impennata dei prezzi all'import tedeschi (3,2%a/a in ottobre da un precedente 0,2%a/a).
3. **A monte della catena produttiva, l'indice PMI dei prezzi pagati ha segnalato nuovi rincari dei prezzi negli ultimi tre mesi.** Difficilmente le imprese potranno internalizzare i rincari dal momento che **il mark-up sembra essersi praticamente azzerato nei mesi estivi** (Fig. 9).
4. **Le pressioni disinflazionistiche dalla globalizzazione sono state già digerite di paesi industrializzati.**

Fig. 8 – Rinnovate pressioni a monte della catena produttiva che...



Fonte: Eurostat e ricerca NTC

Fig 9 – ...difficilmente potranno essere internalizzate dalle imprese



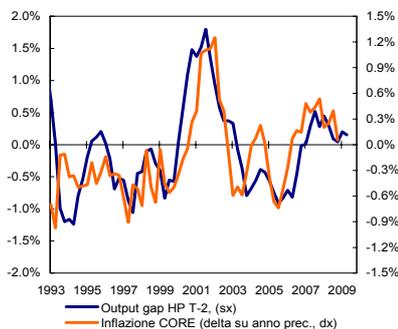
Fonte: Eurostat

Il nostro scenario di crescita è più debole di tre mesi fa di appena un decimo, e non è quindi sufficiente a limare i vincoli da capacità produttiva accumulatisi negli ultimi due anni di espansione al di sopra del potenziale. Secondo le nostre stime, l'output gap dovrebbe rimanere in territorio positivo anche il prossimo anno, continuando ad esercitare pressioni sulla dinamica sottostante dei prezzi al consumo (Fig. 10). Se e solo se i rischi verso il basso per la crescita dovessero materializzarsi, schiacciando la dinamica del Pil verso l'1,5% per quasi tutto il 2008, l'output gap tornerebbe in territorio marginalmente negativo tra giugno e ottobre prossimo.

Ulteriori rischi per la stabilità dei prezzi derivano dal mercato del lavoro. Il continuo calo della disoccupazione in Europa ed in particolare in Germania e dato il buon andamento della produttività non possono escludersi rivendicazioni salariali più aggressive. Il rallentamento della produttività in questa fase matura del ciclo ha già causato un aumento del costo del lavoro per unità di prodotto.

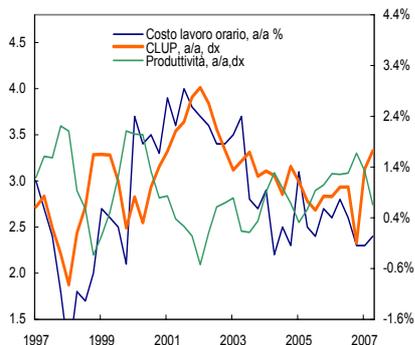
Andrà scemando, invece, il prossimo anno il contributo dei prezzi amministrati che, nel 2007 ha aggiunto all'incirca uno 0,4-0,5% alla dinamica dei prezzi al consumo.

Fig. 10 – L'output gap continuerà ad esercitare pressioni inflattive



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig 11 – Il CLUP ha già accelerato

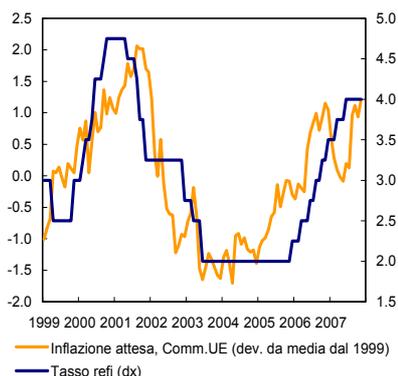


Fonte: Eurostat

Come ribadito a più voci dai membri del Consiglio direttivo della BCE, una permanenza della dinamica inflazionistica al di sopra del target per un periodo prolungato di tempo può innescare revisioni al rialzo delle attese d'inflazione.

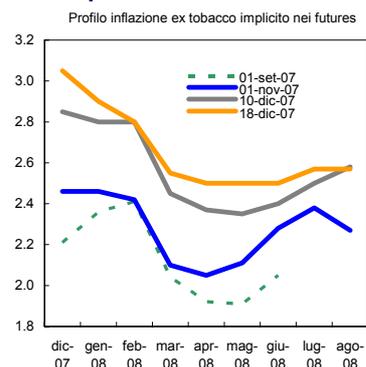
Le aspettative inflazionistiche dei consumatori sono aumentate sensibilmente negli ultimi due mesi (Fig. 12). La *breakeven inflation* è schizzata ben al di sopra del 2% da fine agosto, ma le attese d'inflazione estrapolate dai *linkers* potrebbero essere sporcate dall'aumento generalizzato del premio al rischio che ha caratterizzato tutte le *asset class*. Guardiamo, quindi, al profilo dell'inflazione implicito nei *futures*. Come può vedersi dalla figura 13, il profilo implicito d'inflazione per il 2008 è aumentato tra inizio novembre e dicembre, ma per effetto sulla sorpresa sui mesi di ottobre e novembre 2007, dal momento che guardando al 2008 il profilo risulta meno ripido.

Fig. 12 – Attese dei consumatori in crescita



Fonte: Eurostat e previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 13 – Il mercato vede un'inflazione più elevata nel 2008



Fonte: Reuters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

BCE: a guardia della stabilità dei prezzi.

Con un mandato esplicito di stabilità dei prezzi nel medio termine la BCE è meno dilaniata della Fed e della BoE tra "stagnazione" o "inflazione".

Tassi fermi al 4% per tutto il 2008 rimangono ancora lo scenario più probabile.

Lo scenario di previsione della BCE di dicembre non si discosta da quello di consenso né dalle nostre ultime stime. Alla luce degli ultimi sviluppi (anomalie di mercato incluse), la BCE valuta che la crescita modererà nel IV trimestre dalla traiettoria ampiamente sopra potenziale dei mesi estivi (+0,7%/t 2,6%/a/a). Le previsioni dello staff BCE di dicembre hanno rivisto la crescita dell'Eurozona nel 2008 in un range 1,5% - 2,5% da un precedente 1,8% - 2,8%. Il punto centrale passa al 2,0% da un precedente 2,3% di settembre, in linea con le ultime proiezioni di consenso e con il nostro scenario centrale. Quel che più conta per la direzione della politica monetaria è che le stime di crescita per il 2009 proiettano la dinamica del Pil in un range 1,6% - 2,9%, quindi ancora circa in linea col potenziale.

A fronte di un quadro macro ancora solido, l'enfasi della BCE rimane inconfutabilmente sulla stabilità dei prezzi e sui rischi per il medio termine. L'impennata oltre il 3% dell'inflazione sulla scia dello shock da commodities è vista si come un fenomeno temporaneo ma che comunque contribuirà a lasciare la dinamica dei prezzi al consumo al di sopra del target più a lungo di quanto previsto. Le stime d'inflazione di dicembre sono in un range del 2,0% - 3,0% il punto centrale quindi 2,5%. Nel 2009, l'inflazione è attesa ritornare al target nel 2009 (1,2% - 2,4%), nell'ipotesi, come enfatizzato da Trichet, che non si verificheranno effetti di seconda battuta e se le pressioni da capacità produttiva non si ripercuoteranno sulle negoziazioni salariali. Va peraltro ricordato che le stime d'inflazione di medio termine della BCE sono generalmente distorte verso il basso dal momento che non possono tenere conto di aumenti dei prezzi amministrati su un orizzonte di due anni.

Le anomalie sui mercati finanziari sono sicuramente un elemento di preoccupazione per la BCE ed alimentano i rischi verso il basso allo scenario centrale di crescita. Ma la BCE conferma che lo strumento per lubrificare i mercati è ancora la massiccia iniezione di liquidità. Con l'operazione di rifinanziamento straordinaria del 18 dicembre la BCE ha iniettato nel sistema 348,6 mld EUR, al tasso di 4,21%, richiesto, secondo la banca centrale, da 390 istituzioni bancarie. L'ammontare allocato è circa il doppio rispetto a quanto la BCE stimava fosse necessario per le normali operazioni relative al periodo. Il risultato dell'operazione è stato un calo dei tassi di mercato monetario, con il Libor a due settimane in calo a 4,4 da 4,94. di lunedì 17.

È da escludere che la BCE vorrà intervenire con un taglio dei tassi per prendersi "un'assicurazione" per la crescita a fronte del rinnovato nervosismo sui mercati e dell'ulteriore aumento della preferenza per la liquidità visto nelle ultime settimane, come quelli fatti dalla Fed e dalla BoE. Data la minore esposizione delle famiglie europee rispetto a quelle americane e inglesi ed in assenza di fenomeni di sopravvalutazione diffusa del mercato immobiliare non vi sono gli estremi per un revisione più pessimistica dello scenario macro e dei rischi per la stabilità dei prezzi e quindi della politica monetaria.

Va peraltro ricordato che con il ciclo di rialzi iniziato a fine 2005 la BCE aveva portato i tassi in area neutrale e non restrittiva.

Se i rischi verso il basso per la crescita dovessero materializzarsi nella prima metà del 2008, lasciando la dinamica del Pil al limite inferiore delle stime dello staff BCE per tutto il 2008, la Banca potrebbe considerare di allentare la politica monetaria. Perché in tal caso le pressioni da capacità produttiva sulla dinamica dei prezzi al consumo nel 2009 scemerebbero del tutto.

Viceversa, se la situazione americana ed internazionale dovesse vedere un'evoluzione più ordinata rispetto a quanto scontano i mercati, la crescita AE potrebbe recuperare più velocemente del previsto nel secondo semestre introducendo rischi in un ritocco verso l'alto per i tassi BCE.

Tabella 3 – Principali previsioni macro economiche BCE verso il Consenso ed Intesa Sanpaolo

Proiezioni macroeconomiche							
	Anno	BCE		Consenso (dic 07)		Intesa Sanpaolo	
		IPCA	Pil	IPCA	Pil	IPCA	Pil
Giugno 2007	2007	2.0	2.6	2.0	2.7	2.1	2.9
Settembre 2007	2007	2.0	2.5	2.0	2.6	2.1	2.6
Dicembre 2007	2007	2.1	2.6	2.0	2.6	2.1	2.6
Giugno 2007	2008	2.0	2.3	1.9	2.2	2.0	2.4
Settembre 2007	2008	2.0	2.3	2.0	2.2	2.2	2.3
Dicembre 2007	2008	2.5	2.0	2.3	1.9	2.3	2.0
Dicembre 2007	2009	1.8	2.1				

Fonte: BCE; Consenso e ricerca Intesa Sanpaolo.

Ma vi è un motivo potremmo dire di tipo normativo per cui la BCE vorrà evitare di cedere ad un taglio dei tassi di policy ed è la dinamica della massa monetaria. La BCE riconosce l'importanza degli aggregati finanziari nella determinazione della politica monetaria. È possibile che la restrizione di fatto attuata dei mercati inneschi negli ultimi mesi inneschi un brusco rallentamento del credito, ma per il momento la dinamica di M3 continua ad essere fuori controllo. Se le anomalie di mercato dovessero rientrare di qui a tre mesi la liquidità pompata dalle banche centrali potrebbe accelerare la dinamica dei prezzi al consumo, e il gioco al contrario dovrebbe ripartire.

Germania: verso un sentiero di crescita più bilanciato

Anna Grimaldi

Anna.grimaldi@intesanpaolo.com

Dopo circa dieci anni di crescita al di sotto della media, da fine 2005 l'economia tedesca è tornata a fare da locomotiva. L'aggressivo processo di riforme iniziato alla fine degli anni '90 e culminato nel 2003 con la legge "Hartz" ha contribuito al riscatto di competitività del sistema. La Bundesbank, alla luce delle trasformazioni degli ultimi 7 anni, ha rivisto le stime di crescita potenziale all'1,5-1,75% da un precedente 1,5%.

Il processo di riforme ed in particolare la massiccia moderazione salariale e lo spostamento all'estero delle fasi produttive a maggiore intensità lavoro unitamente alla specializzazione produttiva dell'industria tedesca hanno garantito un brillante recupero dell'export negli ultimi due anni e mezzo. Gli investimenti industriali hanno accelerato per far fronte ai vincoli di capacità produttiva. La spesa in costruzioni che tra il 1995 ed il 2005 aveva sottratto in media per lo 0,3% annuo sulla crescita del prodotto è tornata ad offrire un contributo positivo. I consumi delle famiglie sono rimasti ancora l'anello debole nel corso del 2007, penalizzati in parte dall'aumento dell'IVA a inizio anno.

Nel corso del 2008, condizioni finanziarie più restrittive, l'incertezza sul quadro internazionale potrebbero pesare sulla crescita tedesca. Tuttavia, il miglioramento dei fondamentali messo a segno negli ultimi anni dovrebbe consentire all'economia tedesca di continuare a crescere ancora al di sopra del potenziale ed in linea con la media dell'eurozona (1,9-2,0%) e più di Francia (1,8%) e Italia (1,2%). Ci aspettiamo un rallentamento delle esportazioni anche se la specializzazione produttiva e la destinazione geografica dei flussi commerciali tedeschi (Asia ed economie dell'Est Europa) dovrebbe garantire una tenuta ancora discreta (+6,9% dopo l'8,2% nell'anno in corso). Per contro, ci attendiamo una crescita ancora sostenuta e più bilanciata della domanda interna. Nella prima metà d'anno, potrebbe vedersi un calo della spesa in macchinari per effetto delle regole fiscali meno vantaggiose sugli ammortamenti, ma un recupero dalla Primavera grazie all'effetto positivo sui profitti delle riduzioni dell'aliquota sui redditi d'impresa. I consumi dovrebbero recuperare nel corso del 2008 anche al netto dell'effetto base favorevole dovuto all'aumento dell'IVA ad inizio 2007, crescendo in media di 0,4%/t da un precedente 0,1%/t degli ultimi cinque anni. Il reddito disponibile è atteso crescere su ritmi più soddisfacenti dal momento che la dinamica occupazionale rimane vivace ed è ragionevole attendersi una parziale accelerazione dei salari dopo anni in territorio negativo. La propensione al consumo rimane comunque storicamente bassa dal momento che la distribuzione del reddito si è spostata verso segmenti della popolazione più inclini al risparmio e dato l'accentuarsi della componente di risparmio precauzionale².

Dal lato dell'offerta, ci aspettiamo in termini relativi una tenuta migliore dell'industria tedesca rispetto alla media europea. Il settore delle costruzioni è, invece, atteso crescere su ritmi meno sostenuti rispetto agli ultimi due anni stando alle indicazioni dagli ordini e permessi edili.

Dopo il balzo nel 2007, per effetto dell'IVA, al di sopra della media Europea la dinamica inflazionistica è prevista moderare nel corso del 2008. Il recente *shock* sui prezzi delle materie prime è stato solo in parte controbilanciato dall'euro forte come segnala l'impennata dei prezzi all'import in ottobre e pertanto

² Deutsche Bundesbank, "Private consumption in Germany since reunification", Bollettino economico settembre 2007.

contribuirà a mantenere la dinamica annua al di sopra del 2,0% fino ad ottobre del prossimo anno. Ulteriori pressioni potrebbero venire dalla dinamica salariale.

Sul fronte della finanza pubblica, ci aspettiamo che **il saldo di bilancio chiuda con un surplus già nell'anno in corso**. La crescita delle entrate ha ecceduto le previsioni più rosee mentre la spesa si mosse in larga misura sul sentiero previsto dall'ultima Finanziaria ed al di sotto dell'1,0%. Per il 2008, prevediamo un lieve deficit (-0,2% del Pil), dal momento che la riforma della tassazione sui redditi d'impresa peserà sulle finanze pubbliche per almeno uno 0,3% di Pil, inoltre la forte crescita delle entrate fiscali sui profitti potrebbe recedere parzialmente nel prossimo anno. Inoltre l'accordo salariale per il settore pubblico (federale e locale) scadrà alla fine di quest'anno ed è ragionevole attendersi che i sindacati, dopo due anni di crescita zero in termini nominali avanzino richieste più o meno in linea con l'aumento previsto per i dipendenti dei Laenders (2,5% fino al 2008).

Il principale **rischio** rimane quello di un **“credit crunch” anche in questo caso riteniamo che l'economia tedesca possa digerire meglio di altri Paesi dell'eurozona condizioni finanziarie più restrittive**. La posizione finanziaria delle imprese è più che solida data la crescita sostenuta degli earnings negli ultimi 18 mesi ed il limitato ricorso al debito per finanziare gli investimenti. Il debito delle famiglie è rimasto per lo più stabile negli ultimi dieci mentre (68,3% del PII dal 63,5%) mentre è cresciuto sensibilmente nel resto dell'eurozona (61% del Pil dal 45% del '96). Il debito peraltro è per lo più indicizzato a tassi a lungo termine (che hanno visto un calo significativo negli ultimi 5 mesi e che sono attesi risalire solo marginalmente).

Ulteriori rischi per l'economia tedesca derivano dal fatto che l'aggressivo processo di riforme sembra aver passato il picco. Si comincia a parlare di salario minimo, finora inesistente in Germania. Sicuramente l'era dell'aggressiva deflazione salariale ed artefice in larga misura del recupero di competitività dell'economia tedesca potrebbe essere alle spalle. Le richieste di introduzione di un salario minimo fanno temere per le dinamiche future dal momento che introducono un floor.

Germania - Previsioni

	2006	2007	2008	2007				2008			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi 1995, a/a) t/t	3.1	2.7	1.9	3.6	2.5	2.5	2.0	1.8	1.9	1.8	1.9
Consumi privati	1.1	-0.2	1.9	-2.0	0.8	0.5	0.3	0.5	0.5	0.6	0.6
Investimenti fissi lordi	7.0	5.3	2.9	2.1	-1.2	0.6	1.1	0.8	0.8	1.0	0.8
Consumi pubblici	0.9	2.0	0.8	1.8	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	12.9	8.3	5.8	-0.3	0.8	3.1	1.1	1.0	1.3	1.5	1.7
Importazioni	11.5	7.0	8.4	2.3	-1.8	3.9	4.0	1.8	0.0	2.4	2.6
Var. scorte (contrib., % Pil)	-0.2	0.4	0.8	2.0	-1.1	0.4	1.3	0.2	-0.7	0.3	0.4
Partite correnti (% Pil)	4.9	6.0	4.6	6.3	5.9	6.2	5.6	5.3	4.3	4.2	4.7
Deficit (% Pil)	-1.6	0.0	-0.3								
Debito (% Pil)	68.7	65.6	63.7								
CPI (a/a)	1.8	2.3	2.4	1.9	2.0	2.2	3.2	2.7	2.4	2.5	1.9
Produzione Industriale	6.0	5.8	3.8	1.8	0.3	2.1	0.8	-0.1	1.1	2.1	1.3
Disoccupazione (%)	10.8	9.0	8.1	9.4	9.2	8.9	8.6	8.4	8.2	8.0	7.9

Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato.

Francia: sostegno dalla domanda interna

Paolo Mameli

paolo.mameli@intesanpaolo.com

La Francia, dopo la sottoperformance degli ultimi due anni che l'ha vista crescere a un tasso di crescita inferiore di oltre mezzo punto rispetto all'intera Area Euro, vedrà ridurre il suo gap rispetto all'Eurozona nel 2008. Ci aspettiamo un rallentamento solo marginale, all'1,8% nel 2008 dall'1,9% di quest'anno. La forza trainante per l'economia sarà la domanda interna. I consumi privati anzi accelereranno al 2,2%, in linea con il reddito disponibile, che beneficerà sia del miglioramento dell'occupazione (+1,7% a/a in T.3, sui massimi dal 2001), sia dei tagli fiscali e contributivi introdotti dal pacchetto TEPA (*Loi en faveur du Travail, de l'Emploi et du Pouvoir d'Achat*). In particolare, la maggior deducibilità degli interessi sui mutui attenuerà l'impatto della salita dei prezzi immobiliari e della maggiore restrittività delle condizioni sui prestiti. La politica fiscale farà infatti da stimolo: stimiamo un disavanzo al 2,9% del Pil nel 2008 (dal 2,4% del 2007), sulla scia sia della minore crescita che delle misure espansive, pari allo 0,2% di Pil, contenute in quel pacchetto. Viceversa, a impedire una accelerazione troppo marcata della spesa delle famiglie sarà il rialzo dell'inflazione, che sta comprimendo la crescita dei salari reali, e il fatto che il livello ancora elevato del tasso di disoccupazione favorirà un proseguimento della moderazione salariale.

Dal lato delle imprese, che negli ultimi anni erano state l'anello debole del sistema produttivo transalpino, sono giunte indicazioni più confortanti del previsto di recente, con una sovraperformance degli indici di fiducia delle imprese e degli indicatori di attività industriale rispetto agli altri paesi dell'Area Euro. Considerando che il grado di utilizzo degli impianti è sopra la media storica e che molte imprese hanno la necessità di rinnovare gli impianti, il ciclo degli investimenti non può considerarsi esaurito. Tuttavia, gli investimenti, dopo essere rimasti robusti quest'anno (3,7% dopo il 4,1% del 2007 e il 5,1% del 2006), rallenteranno nel 2008, stimiamo al 2,4%, sulla scia del deterioramento della profittabilità legato all'aumento della bolletta energetica e dello scenario meno favorevole sul contesto internazionale. Dal commercio con l'estero stimiamo possa continuare a venire un contributo negativo alla crescita, visto che il mix produttivo e geografico che caratterizza l'export transalpino non è particolarmente premiante nell'attuale fase di crescita mondiale.

L'inflazione è salita decisamente di recente, al 2,4% a novembre, il doppio di tre mesi prima e ai massimi da più di tre anni. Stimiamo che i prezzi possano salire ulteriormente, toccando un picco al 2,7% la prossima primavera, per una media annua al 2,2% l'anno prossimo dall'1,5% medio di quest'anno.

Francia - Previsioni

	2006	2007	2008	2007				2008			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi 1995, a/a) t/t	2,2	1,9	1,8	1,9	1,4	2,1	2,0	1,8	1,9	1,6	1,8
Consumi privati	2,2	1,9	2,2	0,5	0,6	0,7	0,4	0,3	0,4	0,4	0,5
Investimenti fissi lordi	4,1	3,7	2,4	1,2	0,4	0,6	0,4	0,3	0,8	1,0	1,0
Consumi pubblici	1,6	1,5	1,3	0,3	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Esportazioni	6,3	3,5	2,8	1,5	0,7	1,7	0,9	-0,2	0,4	1,1	1,6
Importazioni	7,1	4,4	2,5	0,9	1,8	1,4	1,1	-0,7	1,3	0,0	1,4
Var. scorte (contrib., % Pil)	0,1	0,0	-0,3	-0,2	0,2	0,0	0,1	-0,3	0,2	-0,5	-0,1
Partite correnti (% Pil)	-1,3	-1,2	-1,6	-0,8	-1,1	-1,3	-1,8	-2,1	-1,5	-1,2	-1,5
Deficit (% Pil)	-2,5	-2,4	-2,9								
Debito (% Pil)	65,1	64,9	65,4								
CPI (a/a)	1,7	1,5	2,2	1,5	1,3	1,2	1,5	1,8	2,1	2,3	2,2
Produzione Industriale	0,9	1,3	1,5	0,9	0,1	1,1	-0,1	0,2	0,5	0,5	0,5
Disoccupazione (%)	9,0	8,1	7,7	8,4	8,1	7,9	7,8	7,7	7,7	7,8	7,7
Cambio effett. (1990=100)	107,9	110,0	110,7	109,0	109,8	110,0	111,2	111,6	110,9	110,4	110,0

Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato.

Italia: verso un mercato rallentamento

Paolo Mameli

paolo.mameli@intesasanpaolo.com

La più recente evoluzione dello scenario congiunturale per l'economia italiana segnala che manca in questo momento una solida base di crescita, in quanto gravano rischi verso il basso su tutte le principali componenti del Pil.

L'attività industriale è inequivocabilmente in rallentamento, e i dati più recenti hanno confermato questa tendenza. Oltre al mix di rincari delle materie prime e affievolirsi della domanda, le imprese industriali hanno dovuto fronteggiare anche l'emergenza legata alla mobilitazione degli autotrasportatori (i danni complessivi secondo la stima di Federdistribuzione sono quantificabili in 2 miliardi). Anche i servizi, che avevano sostenuto l'economia nella prima parte dell'anno, cominciano a dare segnali di rallentamento, come emerso dagli indici di fiducia delle imprese nel settore. Neppure dal comparto edilizio c'è da attendersi un robusto sostegno alla crescita, visto che gli investimenti in costruzioni, dopo il rimbalzo dei mesi estivi, potranno tornare a rallentare per effetto della salita dei tassi di interesse che limita il ricorso ai mutui e dei segnali di minor vivacità della domanda.

Se dunque dal lato delle imprese non emergono indicazioni confortanti, sono in aumento i rischi anche sui consumi delle famiglie. Infatti, la dinamica del reddito disponibile si è confermata assai modesta, ed il balzo dell'inflazione ha frenato la capacità di spesa in termini reali. Inoltre, l'ulteriore salita dei tassi di interesse sul mercato interbancario avrà l'effetto di aumentare ancora il costo del servizio del debito.

Se la domanda interna è fragile, l'estero non può certo fare da traino, vista la debolezza del contesto internazionale che vedrà nel 2008 una crescita non superiore al 2% in tutti i principali paesi avanzati. D'altra parte, la buona dinamica dei paesi emergenti potrà consentire all'export di non rallentare ulteriormente dopo la frenata già registrata quest'anno.

Gli unici fattori di sostegno in questa fase appaiono: 1) la tenuta dell'occupazione; 2) il tono moderatamente espansivo della politica fiscale; 3) la minore esposizione dell'Italia, rispetto ad altri paesi, a rischi di razionamento del credito visto il basso livello di indebitamento delle famiglie.

In sintesi, stimiamo una crescita del Pil dell'1,2% (dall'1,7% precedente) per la media del 2008. Rivediamo dunque verso il basso le nostre stime di un decimo di punto.

Per quanto concerne l'inflazione, riteniamo che la recente impennata dei prezzi non possa ritenersi esaurita, in quanto le quotazioni internazionali delle materie prime permangono elevate e dal 1° gennaio sono attesi nuovi aumenti tariffari dopo quelli già scattati a ottobre. Riteniamo che un punto di massimo per l'indice nazionale dei prezzi al consumo possa essere toccato a gennaio, in corrispondenza dei nuovi aumenti delle tariffe, al 2,6%. Solo per la parte finale del 2008 ci si può attendere un significativo arretramento delle pressioni inflazionistiche. In media d'anno, i prezzi al consumo saliranno al 2,4% l'anno prossimo, dall'1,8% medio del 2007.

Il maggior fattore di rischio per l'economia italiana, più che quello relativo agli effetti della crisi finanziaria, cui l'Italia ci appare solo limitatamente esposta, ci appare oggi quello relativo alla tenuta dell'export in un contesto di rallentamento della domanda mondiale e cambio forte. Utilizzando il modello econometrico OEF, abbiamo stimato gli effetti sul tasso di crescita dell'economia italiana di un apprezzamento permanente del 9% dell'euro sul dollaro quale quello che si è avuto nel 2007, ipotizzando cioè che il cambio euro/dollaro, anziché rientrare dagli attuali picchi come nello scenario base (e di consenso), rimanga stabile agli

attuali livelli (1,44 al 19/12/2007). Dall'esercizio emerge che tale apprezzamento (se permanente) porterebbe, ceteris paribus, ad una riduzione del tasso di crescita del Pil pari addirittura ad uno 0,6% medio all'anno sull'orizzonte di previsione (quinquennale). Il modello a nostro avviso sovrastima tale impatto, in quanto la stima di equazioni di lungo periodo include anche il periodo pre-euro per certi versi poco paragonabile a quello attuale, e inoltre non tiene conto della recente crescita della quota di export verso i Paesi asiatici. Tuttavia, ciò segnalerebbe che in questo momento il maggior rischio per l'economia italiana, più che dagli effetti della crisi finanziaria, sta proprio nella tenuta dell'export. C'è anche da considerare che un eventuale intervento espansivo della BCE in risposta al minor sentiero di crescita ridurrebbe allo 0,4% l'impatto. Una simulazione condotta utilizzando il modello econometrico del Centro Studi Confindustria stima che un apprezzamento permanente del 10% dell'euro sul dollaro produca un impatto negativo sul Pil dello 0,2% all'anno. Probabilmente dunque l'impatto più corretto è da collocarsi, ipotizzando anche una possibile risposta di politica monetaria, intorno allo 0,3%. L'utilità della simulazione su modelli a equazioni simultanee è anche quella di distinguere gli effetti sulle varie componenti della domanda. Emerge che i maggiori rischi sono sulle esportazioni, direttamente colpite dalla perdita di competitività dei prodotti italiani, e sugli investimenti, che rifletterebero il calo della domanda aggregata e il ridimensionamento delle prospettive su crescita e profitti. Ne risentirebbe la spesa delle imprese in macchinari/attrezzature e trasporti, mentre gli investimenti in costruzioni non si discosterebbero dallo scenario base. L'apprezzamento dell'euro darebbe invece vigore ai consumi nel primo anno grazie all'effetto di riduzione dei prezzi dei beni importati, tuttavia un impatto negativo si farebbe sentire negli anni successivi.

Italia - Previsioni

	2006	2007	2008	2007				2008			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi 1995, a/a)	1,9	1,7	1,2	2,4	1,8	1,9	0,9	0,9	1,2	1,2	1,4
t/t				0,3	0,1	0,4	0,1	0,3	0,4	0,4	0,3
Consumi delle famiglie	1,5	1,9	1,4	0,7	0,5	0,2	0,2	0,4	0,4	0,5	0,4
Investimenti fissi lordi	2,4	2,9	2,0	0,6	0,2	1,5	0,1	0,5	0,4	0,4	0,5
Consumi collettivi	-0,3	0,2	1,0	0,0	-0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Esportazioni	5,5	2,4	2,5	0,2	-1,4	0,9	1,0	0,5	1,0	0,3	1,0
Importazioni	4,5	2,4	2,9	-1,2	-0,2	2,4	0,6	0,0	0,6	0,8	1,9
Var. scorte (contrib., % Pil)	0,4	0,0	-0,2	-0,6	0,0	0,3	-0,2	-0,2	-0,1	0,1	0,2
Partite correnti (% Pil)	-2,6	-2,3	-2,6	-3,3	-2,4	-0,9	-2,9	-4,0	-2,9	-1,0	-2,6
Deficit (% Pil)	-4,4	-2,4	-2,3								
Debito (% Pil)	106,8	104,5	103,0								
CPI (a/a)	2,1	1,8	2,4	2,0	1,9	1,7	2,4	2,5	2,4	2,5	2,1
Produzione Industriale	2,6	0,5	0,7	-0,7	-0,4	0,6	-0,3	0,5	-0,2	0,4	0,7
Disoccupazione (%)	6,8	6,0	6,1	6,2	6,0	5,9	6,0	6,0	6,0	6,1	6,1

Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato.

FOCUS - Spagna verso il banco di prova

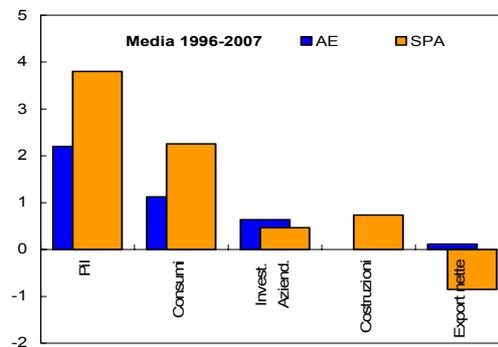
Per dieci anni crescita più forte della media AE ma gli eccessi si pagano.

Anna Grimaldi

Anna.grimaldi@intesanpaolo.com

Dal 1995 ad oggi la Spagna è cresciuta in media 1,5 punti al di sopra della media Area Euro e quasi mezzo punto al di sopra del potenziale, stimato al 3,5%³. La sorprendente performance è chiaramente in parte imputabile ad un processo di catching-up, accelerato dal calo dei tassi d'interesse avutosi con l'ingresso nell'Unione Monetaria, che ha fatto da stimolo alla domanda interna ed in particolare alla spesa per consumi e costruzioni. Il peso degli investimenti residenziali in % del Pil è quasi raddoppiato negli ultimi dieci anni al 7% del Pil nel 2007, mentre in Europa si aggira intorno al 4,5%. Per contro, il contributo degli investimenti aziendali è stato inferiore alla media Europea (si veda il grafico 1).

Fig 1 - Da dove deriva la sorprendente outperformance della Spagna?



Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

Deficit commerciale al 7,8% del Pil un rischio per i flussi di reddito futuri

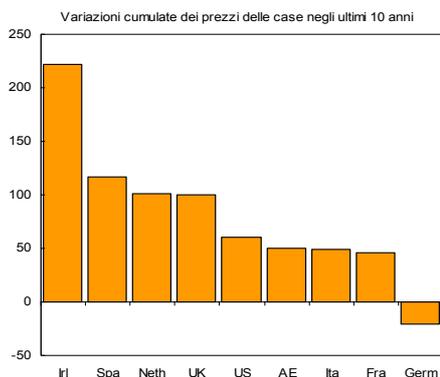
A fronte dell'esuberanza della domanda interna, l'andamento insoddisfacente della produttività del lavoro e della produttività totale dei fattori, unitamente ad una forte crescita dei salari ha determinato una significativa perdita di competitività ed ha pesato sui flussi commerciali in uscita, generando un deficit commerciale di circa il 7,8%. Di per sé il disavanzo di parte commerciale non è preoccupante dal momento che l'appartenenza all'Unione Europea isola la Spagna dal rischio di cambio. Tuttavia, l'accumulazione di debito potrebbe influenzare i flussi di reddito futuri e quindi penalizzare la dinamica della domanda interna nel medio periodo.

Prezzi delle case in costante aumento dal 1997

Il decrescente costo del debito e le dinamiche demografiche nella seconda metà degli anni 90 hanno fatto esplodere la domanda di case. I prezzi degli immobili sono cresciuti in media dell'8%a/a all'anno tra il 1997 ed il 2005. Negli ultimi due anni si è visto un rallentamento al 6,7%a/a nel 2006 e al 3,0% nell'anno in corso. Ciò nonostante, l'aumento cumulato negli ultimi dieci anni è stato del 120%, secondo tra i paesi industrializzati solo all'Irlanda. Un periodo prolungato di crescita sostenuta dei prezzi delle case inevitabilmente introduce il timore che ci si possa trovare di fronte ad episodi di sopravvalutazione e/o in una bolla speculativa. Un'inversione dell'andamento dei prezzi delle case può avere conseguenze non trascurabili per le decisioni di consumo ed investimento delle famiglie via effetto ricchezza. La proprietà immobiliare è il principale asset delle famiglie in Europa ed in particolare in Spagna dove la ricchezza immobiliare ha raggiunto all'incirca il 900% del reddito disponibile dal 455% nel 1999.

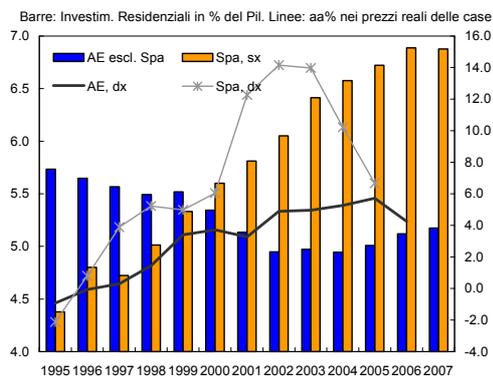
³ Si veda il bollettino di luglio della Banca di Spagna.

Fig.2 – La Spagna dopo l'Irlanda ha visto un impennata dei prezzi delle case negli ultimi 10 anni



Fonte: OECD, BCE e Banca di Spagna

Fig.3 - ...che spiega la forte crescita degli investimenti residenziali sul Pil rispetto alla media EA



Fonte: Eurostat, BCE e INE

Debito delle famiglie ormai su livelli anglosassoni

Una variazione dei tassi d'interesse può avere ripercussioni tanto più significative sulla spesa per consumi quanto maggiore è il leverage delle famiglie a tassi variabili. Per far fronte all'onere crescente sul debito le famiglie potrebbero cedere gli asset immobiliari innescando una correzione dei prezzi e di ritorno un ulteriore effetto negativo sui consumi. In Spagna, il debito si aggira ormai su livelli anglosassoni ed ha toccato il 136% del reddito disponibile nel 2007.T2. La Banca di Spagna stima che all'incirca un buon 80% del credito immobiliare è indicizzato a tassi a breve termine.

La crisi sui mercati e l'incertezza sullo scenario macro potrebbero essere fatali. Reggeranno le famiglie e l'economia spagnola questo test?

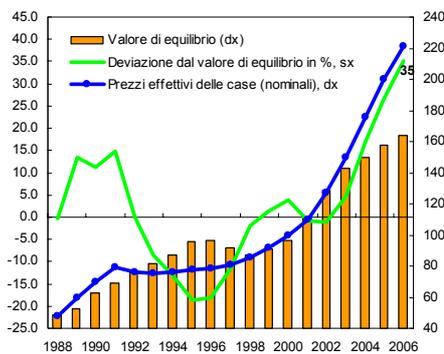
Si comprende quindi perchè da qualche anno aleggia il timore di una brusca correzione del settore immobiliare e quindi dell'economia spagnola. Fino ad ora le Cassandre hanno avuto torto, ma il 2008 potrebbe essere il banco di prova. La crisi finanziaria ha spinto l'Euribor a tre mesi quasi al 5%, circa 80bp al di sopra del livello di inizio giugno. Il quadro internazionale rimane incerto e il rischio di una frenata dell'Eurozona ben al di sotto del potenziale non è trascurabile. Potrebbe, quindi, innescarsi una letale combinazione di crescita repentina ed eccessiva dell'onere sul debito e rallentamento ciclico. Reggeranno le famiglie e l'economia questo test? Cerchiamo di valutare l'entità della sopravvalutazione del settore immobiliare spagnolo e la capacità finanziaria delle famiglie di reagire alla crisi.

Valutare accuratamente la misura in cui l'inflazione dei prezzi immobiliari è spiegata dall'evoluzione delle caratteristiche di un economia è operazione non facile limitata peraltro dalla disponibilità e dalla comparabilità dei dati nel tempo. Una semplice equazione⁴ che mette in relazione i prezzi delle case con la

⁴ Abbiamo stimato la seguente equazione di lungo periodo: $\log_prezzi\ reali\ delle\ case = 11.4 + 1.24 \cdot \log\ reddito / popolazione > 25\ anni - 0.29 \cdot \log_stock\ price\ index$. L'equazione è stimata sul periodo 1988 – 2006 i dati per i prezzi delle case fino al 1996 sono estrapolati sulla base del prezzo medio a m2 delle case libere con vita superiore ad un anno. Per il periodo 1996-2006 abbiamo utilizzato i dati della Banca di Spagna. I prezzi sono deflazionati con l'indice armonizzato dei prezzi al consumo. La misura di ritorno su investimenti alternativi è data dallo share price index da fonte IMF. La popolazione al di sopra dei 25 anni è disponibile dal 1996 in poi per il periodo 1988 – 1996 dati sono ricavati a partire dal tasso di crescita della popolazione totale. Abbiamo testato per la stazionarietà dei residui e troviamo evidenza debole di cointegrazione, tuttavia il valore ritardato dei residui contribuisce a spiegare i movimenti di breve termine dei prezzi delle case. Si noti che il coefficiente sul reddito dall'equazione stimata risulta superiore ad uno. Una possibile spiegazione è che il reddito pro capite cattura fattori demografici ed istituzionali che hanno acquisito una maggiore rilevanza nella seconda metà degli anni '90.

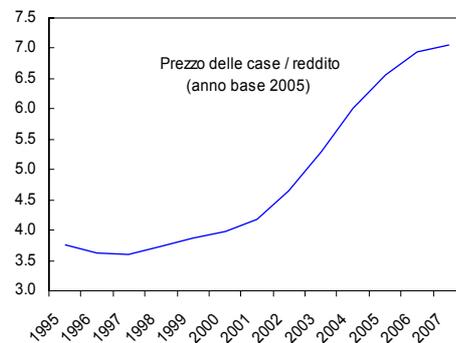
dinamica del reddito della popolazione di età superiore ai 25 anni ed una misura di ritorno su investimenti alternativi suggerisce che i prezzi delle case (nominali) si discostano dal loro valore di equilibrio all'incirca del 35%. La nostra valutazione, sia pure poco accurata, non si discosta in modo significativo dalle conclusioni dei numerosi studi pubblicati dalla Banca di Spagna e raccolti in un lavoro di sintesi nel bollettino del luglio 2006⁵. Lo studio della **Banca di Spagna** concludeva, infatti, per un'evidenza di **sopravalutazione dei prezzi degli immobili tra il 24% ed il 32%**. **Gli studi disponibili pur riconoscendo una deviazione del livello dei prezzi dai fondamentali sembrerebbero concludere per l'assenza di un bolla speculativa** dal momento che i movimenti di breve medio termini dei prezzi delle case non si discostavano in modo significativo dal sentiero di aggiustamento verso l'equilibrio suggerito dalle stime empiriche.

Fig. 4 - Le nostre stime suggeriscono una sopravvalutazione dei prezzi delle case di circa il 35%



Fonte: Banca di Spagna e INE

Fig. 5 - Case sempre più care in relazione al reddito



Fonte: Banca di Spagna e INE

La forte crescita dei prezzi delle case al di sopra del valore di equilibrio a partire dalla seconda metà degli anni '97 può ritenersi in parte imputabile al periodo di sottovalutazione che ha caratterizzato la prima metà del decennio. In assenza di fenomeni speculativi, è meno probabile che si veda un'inversione brusca dei prezzi delle case. Una crescita prolungata dei prezzi delle case potrebbe tuttavia innescare comportamenti speculativi. Ma questo non sembra essere il caso, dal momento che negli ultimi 16 mesi si è visto un rallentamento piuttosto graduale del tasso di crescita dei prezzi degli immobili al 6.7% nel 2006 e quindi nell'intorno del 4%a/a nella prima metà del 2007. Un rallentamento dei prezzi delle case unitamente ad un rialzo dei tassi d'interesse può avere implicazioni importanti per l'economia attraverso l'effetto ricchezza. In particolare il significativo aumento dell'indebitamento delle famiglie spagnole (135% del reddito disponibile a settembre 2007 dal 52% nel 1999) e la crescente proporzione di mutui a tasso variabile potrebbe amplificare la variazione dei consumi in risposta ad un aumento dei tassi d'interesse e delle variazioni dei prezzi delle case. Stando alle ultime indicazioni della Banca di Spagna i prezzi delle case hanno ormai raggiunto 7 volte il livello del reddito (Fig.5). Diamo pertanto uno sguardo alla posizione finanziaria delle famiglie.

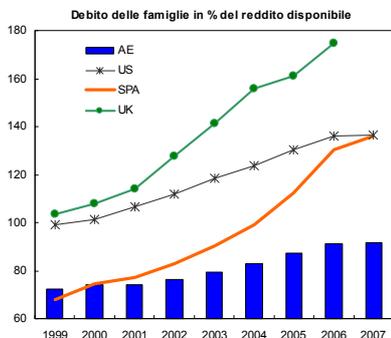
Famiglie spagnole piuttosto ricche ma grazie all'aumento del real estate

A fronte dell'aumento del debito anche la ricchezza è aumentata significativamente a quasi il 1100% del reddito disponibile dal 655% nel 1999. L'aumento è essenzialmente imputabile alla crescita della ricchezza immobiliare dal 650% del reddito nel 1999 al 920% nel 2007. La ricchezza finanziaria si è invece ridotta sensibilmente nella seconda metà degli anni '90 dal 193% del

⁵ J. Ayuso & F. Restoy "House prices in Spain is the evidence of overvaluation robust?" Bollettino Economico della Banca di Spagna, luglio 2006.

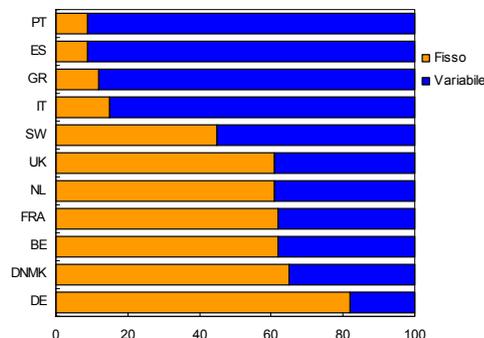
reddito nel 1999 al 153% nel 2007, dal momento che le famiglie hanno diminuito la posizione in azioni.

Fig. 6 - Il debito ha raggiunto livelli "anglosassoni"



Fonte: Banca di Spagna e INE

Fig. 7 – ed è per lo più indicizzato a tassi variabile



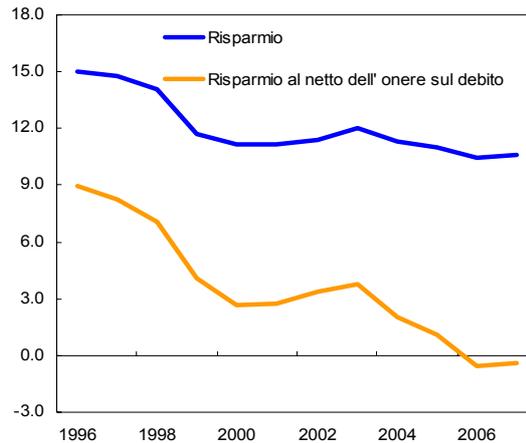
Fonte: Banca di Spagna e INE

Nel complesso la ricchezza netta rimane elevata, ma perchè questa possa offrire un supporto alla spesa è necessaria la liquidazione degli asset finanziari e/o immobiliari. All'aumentare dei tassi d'interesse l'aumento degli oneri finanziari correnti è invece immediato e dipende dalla proporzione di debito a tasso variabile.

Secondo l'European Mortgage Federation circa l'80% dei mutui in Spagna era indicizzata a tasso variabile nel 2006. Tra giugno e settembre il tasso medio d'interesse sul debito ipotecario è aumentato di 23bp tra giugno e agosto il 5,4% e stando ai nostri calcoli potrebbe aver superato il 6% in media negli ultimi tre mesi. Dopo il calo marcato dei tassi d'interesse tra il 2001 e la fine del 2005 fino al 3,4%, i tassi sui mutui hanno toccato il 5,6% a agosto di quest'anno. Stando all'ultima indagine sul credito, condotta dalla Banca di Spagna, le istituzioni creditizie si dichiaravano più restrittive in ottobre e prospettavano condizioni più stringenti nei mesi a venire per effetto della difficoltà di reperire fondi sul mercato interbancario. Stando ai nostri calcoli i tassi medi sul debito potrebbero aver toccato il 6% in media negli ultimi tre mesi. Come le famiglie riusciranno a digerire condizioni finanziarie più stringenti dipende in modo cruciale dal tasso di risparmio al netto dell'onere sul debito.

Il risparmio al netto dell'onere sul debito è negativo e potrebbe peggiorare se le Banche a fronte della crisi dovessero applicare condizioni più stringenti.

Abbiamo quindi guardato all'evoluzione del risparmio (che include la spesa per interessi) meno la quota di debito che va ripagata ogni anno. Utilizzando i dati della Banca di Spagna si nota che il tasso di risparmio negli ultimi mesi si è mantenuto costante al 10,5% del reddito disponibile, ma deducendo l'onere sul debito la posizione finanziaria delle famiglie spagnole appare molto meno sicura dal momento che la quota di risparmio netta è ormai in territorio negativo. C'è da sperare che le anomalie sul mercato monetario rientrino gradualmente nella prima metà del 2008 riportando i tassi a breve più in linea con i tassi di policy.

Fig. 8 – Le famiglie spagnole non hanno più risparmi cui attingere

Fonte: Banca di Spagna ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tuttavia, non può escludersi un periodo in cui le condizioni finanziarie possano diventare più stringenti dal momento che stando alle indicazioni dell'ultima indagine sul credito della Banca di Spagna le Banche dichiarano di voler applicare condizioni più severe. Quanto più severe saranno le condizioni nei prossimi mesi dipende dall'esposizione delle Banche. Un'analisi della posizione finanziaria degli Istituti creditizi suggerisce che l'impatto della crisi dovrebbe essere contenuto.

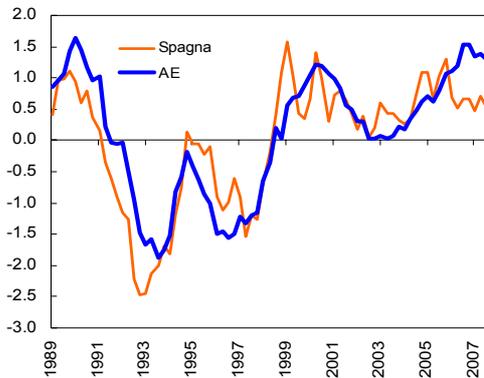
Il sistema bancario è a rischio?

Nell'ultimo bollettino (ottobre 2007) la Banca di Spagna stima che l'esposizione diretta ed indiretta degli Istituti di credito spagnoli ai subprime sia irrilevante e nel contempo non si riscontrano impegni finanziari tramite conduits e/o Sivs. E' pur vero che la difficoltà ad ottenere fondi a breve sul mercato interbancario rappresenta un fattore di rischio per le banche spagnole che negli ultimi anni hanno fatto largo ricorso a questo canale di finanziamento vista la crescita del credito in continuo eccesso rispetto alla raccolta. Tuttavia, stando ai dati di giugno 2007 le banche sembrano aver utilizzato per lo più strumenti a medio lungo termine (25% degli asset) piuttosto che strumenti a breve sul mercato interbancario (6%) e commercial papers (3%). Peraltro circa il 77% del finanziamento a breve sul mercato interbancario interessa banche straniere e rappresenta solo il 7% del credito alle famiglie. Il mercato bancario spagnolo è caratterizzato da un'elevata qualità degli asset ad elevato rendimento e solvibilità. Non esiste un mercato dei subprime. I crediti alle famiglie in sofferenza sono per il momento solo in lieve aumento e la Banca di Spagna indica un elevato accantonamento a copertura dei prestiti dubbi. Le Banche spagnole non hanno utilizzato le cartolarizzazioni come strumento per portare fuori bilancio il rischio di credito. Pertanto la posizione finanziaria degli istituti di credito dovrebbe consentire di continuare a finanziare sui mercati una volta che il peggio della crisi sarà rientrato. La necessità di ricorso al mercato risultava comunque minore già prima dell'estate dal momento che il rialzo dei tassi aveva ridotto la domanda di debito e quindi il gap tra raccolta e prestiti.

Investimenti residenziali verso una correzione graduale

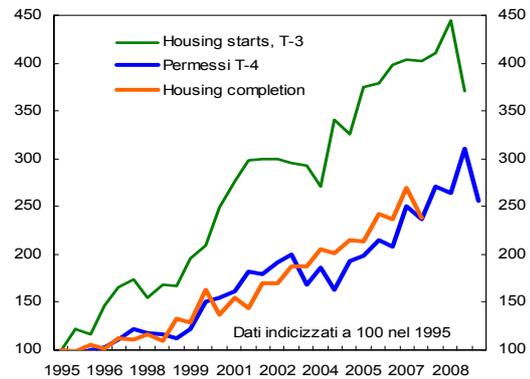
In conclusione la nostra analisi suggerisce un ulteriore rallentamento dei prezzi degli immobili residenziali ma ancora di tipo graduale ed impatti limitati sulla spesa per consumi dal momento che il massimo della restrizione finanziaria via rialzo dei tassi dovrebbe vedersi a inizio 2008.

Fig.9 - La fiducia nelle costruzioni residenziali è in calo da fine 2005



Fonte: Commissione UE

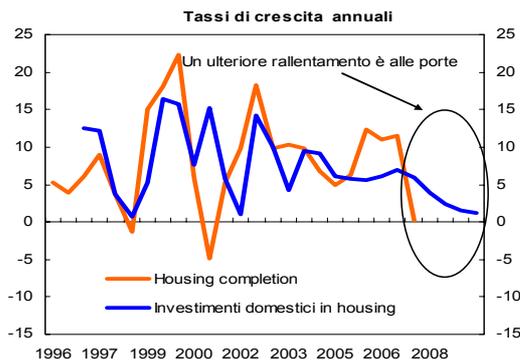
Fig.10 - Permessi ed housing starts segnalano un'inversione



Fonte: Banca di Spagna e INE

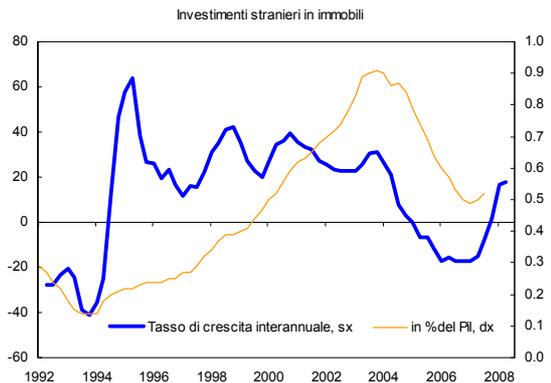
Le implicazioni per gli investimenti residenziali sono per una “frenata dolce” piuttosto che per un crollo degli. Gli indicatori di fiducia hanno suggerito un peggioramento di clima da fine 2005 ma per il momento non vi sono stati segnali di allarme sul fronte dei dati reali. I dati di contabilità nazionale mostrano per ora un rallentamento graduale delle costruzioni di immobili al 2,9%a/a nel 2007.T3, dal 7,8%a/a di inizio 2006. Gli investimenti stranieri in immobili negli ultimi quattro trimestri sono tornati a crescere contribuendo a mantenere la dinamica annua ancora su livelli discreti. Il trend potrebbe accentuarsi nei prossimi dal momento che i permessi e l’inizio di nuovi cantieri risultavano in netto calo in estate. Il nostro scenario centrale sconta una crescita degli investimenti residenziali allo 0,3% in media annua nel 2008 dal 3,0% stimato per il 2007.

Fig.11 - L’immobiliare ha già rallentato nel 2007. Nel prossimo biennio prevediamo una “frenata dolce”



Fonte: Banca di Spagna e INE

Fig.12 - Gli investimenti stranieri sono tornati, ma resteranno?



Fonte: Banca di Spagna

La politica fiscale può offrire un buffer importante

Anche assumendo un rallentamento più marcato rispetto a quanto previsto dalle nostro scenario centrale nel caso in cui le banche dovessero applicare condizioni più restrittive più a lungo continuiamo a reputare improbabile una brusca frenata dell’economia spagnola. Il buffer per l’economia potrebbe infatti venire dalla

politica fiscale. Nel 2007, il bilancio chiuderà con un surplus probabilmente appena al di sotto del 2%. Il debito in percentuale del PII scenderà al 36% dal 39,7% del 2006. Per il prossimo anno, la Finanziaria prevede un surplus dell'1,3%, quasi il doppio rispetto all'ultimo aggiornamento del Programma di stabilità e crescita. Per contrastare un crollo degli investimenti residenziali il governo potrebbe anticipare alcuni dei lavori pubblici previsti per i prossimi 10 anni ed eventualmente tagliare le tasse sul reddito per liberare potere d'acquisto di famiglie e imprese.

Tassi nominali intorno al 5% non sono restrittivi per l'economia spagnola

Per quanto la Spagna come il resto della zona euro si trova a fronteggiare condizioni più restrittive rispetto a sei mesi fa, va considerato che con una crescita potenziale intorno al 3,5% ed un'inflazione che si aggirerà intorno al 3,0% - 3,5% per buona parte del 2008, tassi a breve intorno al 5% non sono certo restrittivi.

Ci sembra, pertanto, che l'economia spagnola possa reggere discretamente la combinazione di alti tassi d'interesse, crescita meno sostenuta ed incertezza sul quadro internazionale. **Manteniamo una previsione di rallentamento della crescita al di sotto del potenziale nel 2008 (2,5% dal 3,8% stimato per il 2007); i rischi sono forse ancora verso il basso, ma alla luce dell'analisi condotta ci sembra improbabile che si possa vedere una vera e propria recessione.**

Regno Unito: parte l'allentamento monetario

Asmara Jamaleh

asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com

Il deterioramento delle condizioni dei mercati finanziari (ulteriore ascesa dei tassi di mercato monetario) **e la restrizione del credito hanno indotto la Banca d'Inghilterra a tagliare i tassi prima del previsto**, a dicembre, dal 5,75% al 5,50%. Ci aspettiamo altri due tagli tra il primo e il secondo trimestre dell'anno prossimo, con punto di arrivo del *base rate* a 5,00%. La crisi dei mercati, infatti, sta in parte avendo ripercussioni anche sull'economia reale, sia per l'impatto diretto sul settore dei servizi finanziari, sia tramite il canale del mercato immobiliare. **I prezzi delle case hanno già iniziato a scendere** ed un'ulteriore correzione è da mettere in conto nei prossimi mesi. Abbiamo stimato che **un'ulteriore discesa del 2,5% potrebbe arrivare a togliere lo 0,5% alla crescita** per via dell'effetto restrittivo sui consumi indotto dalla minor ricchezza immobiliare. Una decelerazione della domanda interna era attesa già prima che scoppiasse la crisi d'agosto, ma quest'ultima ha amplificato il *downside*.

L'avvio anticipato della fase di allentamento monetario dovrebbe comunque prevenire una frenata dell'economia. La stima di crescita per il 2007 è ancora elevata – al 3,1% - grazie all'ottima performance del terzo trimestre più forte delle attese, mentre nel 2008 si dovrebbe scendere al 2,2% - appena sotto il potenziale: a guidare l'arretramento sono sia gli investimenti sia i consumi. I primi risentono sia della dinamica passata del cambio, sia della distorsione sui tassi, in ascesa da agosto. I consumi sono stimati in calo da 1,0%/t a 0,6% soltanto nel quarto trimestre per la tenuta ancora buona del mercato del lavoro, ma saranno in frenata poi nel primo del 2008 dove dovrebbero raggiungere il punto di minimo prima di iniziare a risalire grazie ai tagli attesi dei tassi.

Il rallentamento della crescita unitamente alla discesa dei tassi dovrebbero indebolire la sterlina sia contro dollaro sia contro euro e questo a propria volta dovrebbe consentire al canale estero di tornare finalmente ad offrire un contributo moderatamente positivo alla crescita. Per effetto dell'inflazione importata **la dinamica dei prezzi faticherà a rientrare**, restando sostenuta anche a causa delle condizioni abbastanza "tirate" del mercato del lavoro, dove la disoccupazione è in calo ininterrotto da un anno, e nel terzo trimestre hanno ripreso a salire anche le retribuzioni. **Il ritorno al target è previsto, infatti, solo verso la fine del 2008**, il che limita lo spazio di ulteriore calo dei tassi sotto il 5,0% preventivato.

Previsioni – Regno Unito

	2006	2007	2008	2007				2008			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi cost., a/a)	2,8	3,1	2,1	3,1	3,1	3,2	2,9	2,4	2,1	1,9	2,1
t/t				0,8	0,8	0,7	0,5	0,3	0,5	0,5	0,8
Consumi privati	2,0	3,2	2,3	0,7	0,8	1,0	0,6	0,3	0,4	0,6	0,7
Investimenti fissi	8,2	5,5	1,2	1,1	-0,9	1,6	0,2	0,1	0,2	0,2	0,7
Consumi pubblici	2,1	1,7	2,4	0,5	0,3	0,3	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6
Esportazioni	10,3	-4,1	4,7	0,2	0,2	2,7	1,8	0,8	0,6	0,6	1,1
Importazioni	9,8	-2,1	3,7	1,1	-0,4	3,9	1,1	0,3	0,3	0,4	0,9
Var. scorte (contrib., % Pil)	-0,2	0,2	-0,2	0,3	0,2	0,3	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	0,0
Partite correnti (% Pil)	-3,2	-3,1	-3,2	-3,2	-2,7	-3,4	-3,4	-3,3	-3,2	-3,2	-3,1
Deficit (% Pil)	-2,7	-2,5	-3,1								
Debito (% Pil)	43,9	43,8	44,8								
RPIX (a/a)	2,9	3,2	2,7	3,7	3,4	2,7	3,1	2,9	2,7	2,8	2,5
Produzione Industriale	0,0	0,4	0,7	-0,1	0,7	0,0	0,1	0,2	0,1	0,2	0,4
Disoccupazione (%)	2,9	2,7	2,6	2,8	2,7	2,6	2,5	2,5	2,6	2,7	2,7
Eurosterlina a 3 mesi	4,80	5,97	5,45	5,49	5,72	6,30	6,38	6,00	5,50	5,20	5,10
Long Gilt	4,50	5,02	4,75	4,86	5,21	5,18	4,83	4,70	4,60	4,80	4,90
Sterlina/dollaro	1,84	2,00	1,96	1,95	1,99	2,02	2,05	2,03	1,98	1,93	1,91
Cambio effett. (1990=100)	101,2	103,5	98,7	104,6	104,1	104,1	101,3	99,1	98,8	98,3	98,4

Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato.

L'Asia

Giappone: avanti piano

Giovanna Mossetti

giovanna.mossetti@intesasnapaolo.com

L'economia giapponese nel 2008 seguirà le altre economie industrializzate sul sentiero che porta alla versione "anni 2000" della stagflazione, riveduta e corretta per gli effetti della globalizzazione: un po' meno crescita, un po' più inflazione. Per il Giappone, la crescita sarà comunque ancora in un intorno del potenziale, mentre sul fronte dei prezzi si vedrà un'accelerazione determinata dalla normalizzazione della domanda domestica associata alle tensioni sui prezzi delle materie prime agricole e energetiche.

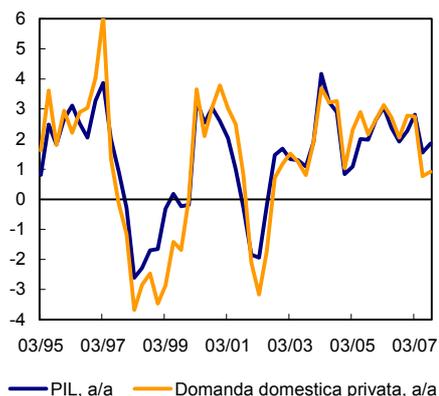
L'economia giapponese nel 2008 subirà gli effetti dei due fattori principali dello scenario mondiale 2008: **crescita in rallentamento, anche se non drammatico, e inflazione in rialzo**. Come per l'economia mondiale, anche per il Giappone il rallentamento della crescita dovrebbe essere contenuto nella durata e nell'entità, grazie al sostegno della crescita delle grandi economie emergenti e delle condizioni monetarie espansive. Le condizioni finanziarie in Giappone restano accomodanti, e lo saranno in misura crescente nel 2008 per via del calo atteso dei tassi reali, determinato dal rialzo dei prezzi e dalla lentezza con cui la BoJ normalizzerà la politica monetaria. Inoltre, finora la turbolenza dei mercati finanziari ha avuto un effetto restrittivo per il Giappone in generale confinato all'apprezzamento del tasso di cambio. Per quanto riguarda l'inflazione, anche se in Giappone sembra un traguardo desiderabile l'uscita dalla deflazione, il rialzo dei prezzi sarà più il risultato dell'aumento dei prezzi delle materie prime che di un aumento del pricing power delle imprese.

Lo scenario giapponese è soggetto a rischi verso il basso di natura "globale", derivanti da 1) un proseguimento della crisi del credito e contagio anche al sistema finanziario giapponese, per ora relativamente immune dalle turbolenze dei mercati; stabilità finanziaria; e 2) un peggioramento dello scenario economico americano. Dal lato domestico, l'economia giapponese è soggetta a due rischi idiosincratici. Un elemento di rischio per lo scenario della domanda domestica nel 2008 è l'andamento del **reddito da lavoro**: se il rialzo dell'inflazione non sarà accompagnato da un adeguamento della dinamica salariale, i consumi potrebbero essere un freno nella seconda metà del 2008. L'altro fattore di rischio idiosincratico per lo scenario giapponese è la correzione del **settore immobiliare residenziale**, che contribuisce in misura non irrilevante al rallentamento della crescita nella seconda metà del 2007, con strascichi almeno al primo trimestre del 2008. La previsione attuale vede un ritorno degli investimenti nel settore a ritmi di crescita positivi a partire da 2008.T2.

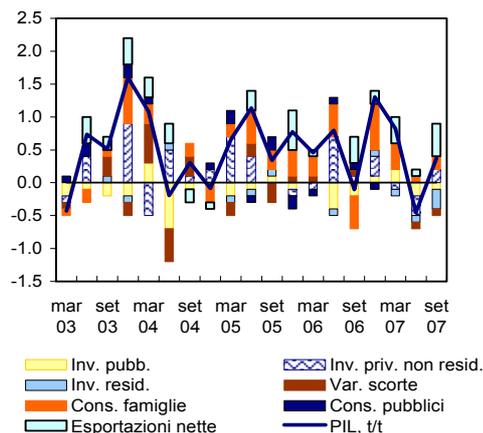
La revisione verso il basso del **PIL del terzo trimestre** ha portato la crescita a 1,5% t/t ann., dalla precedente stima di 2,6%. La revisione verso il basso ha colpito essenzialmente la crescita della domanda domestica, che da +0,8% t/t ann. della precedente stima è passata a -0,4% t/t ann., soprattutto per via della revisione non indifferente della **spesa per investimenti non residenziali** privati, in crescita del 4,7% t/t ann. da 6,1% della prima stima. Gli **investimenti residenziali** sono rimasti un forte freno alla crescita complessiva, con un calo di 27,9% t/t ann. e un contributo negativo alla crescita di 1,2%. I consumi hanno mantenuto una dinamica modesta ma positiva, crescendo di 1,2% t/t ann., in rallentamento rispetto alla crescita media del primo semestre (1,6%). Dal lato delle esportazioni nette la revisione ha mostrato una crescita dell'export più contenuta (+11% da +17%), più che compensata dalla forte revisione verso il basso delle importazioni (-0,8% t/t ann. da +8,2% della stima precedente). Il contributo delle esportazioni nette è così salito a +2,0%. La revisione delle stime ha anche abbassato la crescita di T2 da -1,6% t/t ann. a -1,8%, e alzato la stima di T1 a 3,3%.

La revisione dei dati di T3 sottolinea un punto importante per lo scenario 2008: **la domanda domestica è stata recentemente frenata da fattori diversi**, alcuni temporanei, altri potenzialmente più duraturi, **e la crescita nella seconda parte del 2007 è tornata a essere sostenuta dalla domanda estera, che rimane solida** nonostante l'apprezzamento del cambio. Lo scenario centrale è che i fattori di freno alla domanda domestica a fine 2007 siano favorevoli invece per il 2008 (ripresa degli investimenti residenziali), rendendo la crescita attesa per il prossimo anno meno dipendente dall'andamento delle esportazioni nette.

Grazie export!



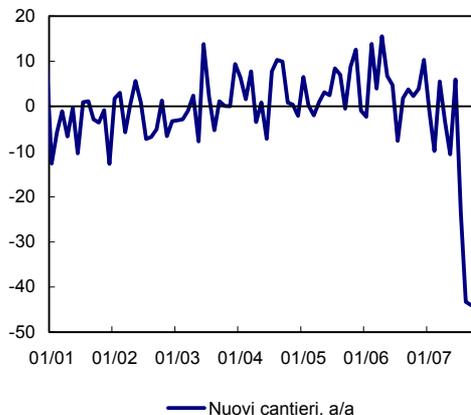
Investimenti residenziali e scorte franano il PIL



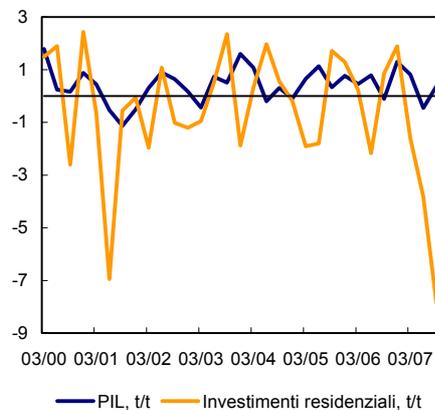
Fonte: Ecowin

Dal lato degli **investimenti non residenziali**, le indicazioni degli ordini e delle consegne sono tornate a essere relativamente positive e coerenti con una dinamica degli investimenti nel quarto trimestre in linea con quella del terzo trimestre. Gli ordini di ottobre hanno sorpreso verso l'alto, con un aumento del 12,7% m/m e anche se fossero seguiti da un nuovo rallentamento lasciano prevedere un quarto trimestre positivo. La **produzione industriale** a ottobre è cresciuta dell'1,7% m/m dopo il calo di -1,4% di settembre, in linea con le aspettative. I piani di produzione per novembre sono negativi (-1,7% m/m) e in ripresa a dicembre (+3,2% m/m). La produzione è trainata dalle esportazioni verso l'Asia e dal settore hi-tech. È probabile che l'andamento effettivo della produzione nel resto del trimestre sia meno brillante di quanto incluso nei piani delle imprese, per via dell'indebolimento della domanda estera, degli effetti della contrazione del settore costruzioni della necessità di ridurre le scorte.

I cantieri crollano...



...e la spesa per investimenti residenziali crolla

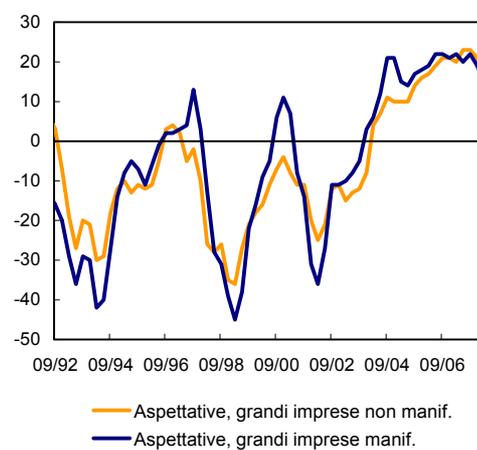
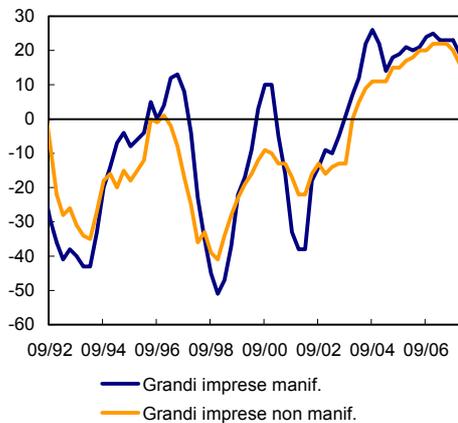


Fonte: Ecowin

Gli **investimenti residenziali** chiuderanno l'anno con un calo vicino al -30% t/t ann., dopo il -24% di T3. Tuttavia, i dati dei nuovi cantieri indicano che potrebbe esserci luce alla fine del tunnel: anche se su base tendenziale i nuovi cantieri erano in calo del 35% a/a (dal -44% di settembre), su base mensile si è finalmente registrata la svolta, con un aumento di 18,1% m/m. A ottobre, il governo ha allentato le restrizioni sugli standard per costruzioni e materiali da costruzione ponendo fine al crollo iniziato in primavera. Il contributo del settore immobiliare residenziale è stato pari a -1% in T3 e dovrebbe restare ampiamente negativo in T4.

Il **Tankan** di dicembre segnala uno scenario meno brillante nei prossimi trimestri, ma ancora coerente con una crescita vicina al potenziale. L'indagine **Tankan** ha mostrato un calo degli indici coincidenti e a tre mesi maggiore di quanto atteso dal consenso. L'indice per le **grandi imprese manifatturiere è sceso a 19** da 23 di settembre, in linea con l'indice aspettative di settembre. Il calo degli indici è diffuso a un numero ampio di settori. Le aspettative per il prossimo trimestre sono scese a 15 da 19. Le indicazioni del Tankan non confermano la ripresa del Reuters Tankan manifatturiero e del PMI che erano migliorati a novembre, dopo cali marcati a settembre e ottobre; per quanto riguarda le aspettative, il Reuters Tankan segnalava ancora moderazione nei prossimi mesi. Per le **grandi imprese non manifatturiere, il Tankan ha registrato una correzione a 16 da 20 di settembre**. L'indice aspettative è in calo a 15 da 21 di settembre. Il Reuters Tankan aveva subito un vero tracollo nel mese di novembre per le grandi imprese non manifatturiere, crollando da 19 a 9: il calo tuttavia è ridimensionato dall'indicazione di ripresa che si osserva nelle indicazioni sulle aspettative a tre mesi. Un elemento positivo emerge dalle indagini sulle piccole e medie imprese manifatturiere, per cui l'indice coincidente sale a +2 da +1. Tuttavia anche per le piccole medie imprese si registra un calo degli indici a tre mesi.

Tankan: indici in calo, ma ancora su livelli elevati... Le aspettative segnalano rallentamento contenuto

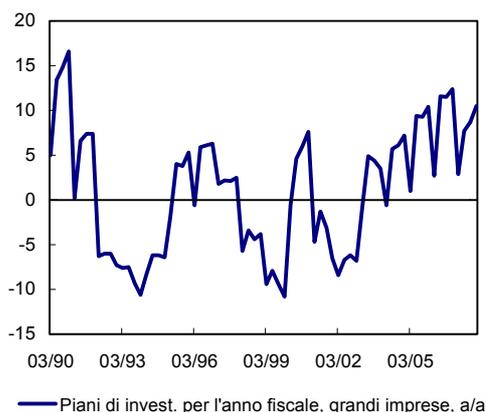


Fonte: Ecowin

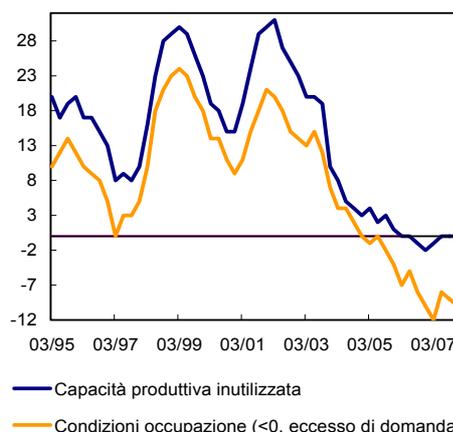
I **piani di investimento** per l'anno fiscale in corso mostrano una revisione verso l'alto a +10,5% (10,8% per le imprese manifatturiere, e 10,2% per quelle non manifatturiere), dall'8,7% di T3. Il tasso di cambio ipotizzato nello scenario delle imprese per la seconda metà dell'a.f. 2007 è 116,7 Y/\$, contro previsioni di un cambio un po' più forte formulate in precedenza (113,8 per a.f. 2007.S2).. L'indagine conferma l'elevato grado di utilizzo della capacità produttiva, anche se indica un allentamento nel prossimo trimestre. Dal lato degli utili, la profittabilità aumenta per le grandi imprese, ma cala per le imprese di dimensioni medie e piccole.

Sul fronte dell'**occupazione**, gli indici di diffusione mostrano un marginale allentamento, in linea con il rialzo visto negli ultimi mesi del tasso di disoccupazione dal minimo recente di 3,6% a 4%. Infine, gli **indici di prezzo** segnalano un ulteriore aumento delle pressioni dal lato dei prezzi degli input, e un aumento anche dell'indice dei prezzi dell'output, confermando le aspettative della banca centrale di un graduale ritorno a politiche di prezzo non deflazionistiche. L'indagine conferma che l'economia giapponese dovrebbe vedere un rallentamento del ritmo di crescita nel quarto trimestre, e nella parte iniziale del 2008. Tuttavia le indicazioni sono coerenti con il mantenimento di un ritmo di crescita non lontano dalla crescita potenziale, stimata fra l'1,5 e il 2%.

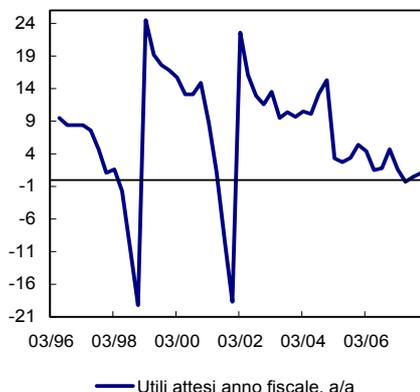
Piani di investimento ancora in aumento...



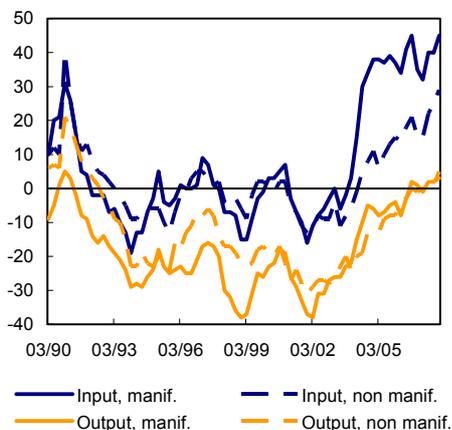
...per far fronte al pieno utilizzo delle risorse



Utili marginalmente positivi



Pressioni sui prezzi: la deflazione è davvero finita



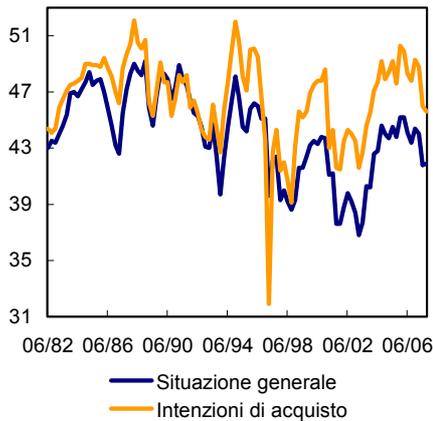
Fonte: Ecwin

Il **tasso di disoccupazione** a ottobre è rimasto stabile al 4%, mentre il rapporto jobs/applicant è sceso a 1,02 da 1,05. Gli occupati sono in aumento di 0,3% m/m, ma in marginale calo a/a. Si osserva qualche segnale di debolezza in alcuni settori. L'andamento del mercato del lavoro è cruciale per lo scenario dei consumi: la costante crescita dell'occupazione negli ultimi due-tre anni, con il continuo calo del tasso di disoccupazione, ha riportato i consumi su un sentiero positivo, intorno all'1,5-2%. Lo scenario per il prossimo anno è di una convergenza del tasso di disoccupazione verso il 3,6%, coerente con il mantenimento di una crescita degli occupati positiva, anche se meno forte di quanto osservato negli anni recenti per via del calo della forza lavoro determinato dall'invecchiamento della popolazione. La **spesa delle famiglie** è aumentata a ottobre dello 0,6% a/a in linea con le aspettative, dopo il dato molto forte di

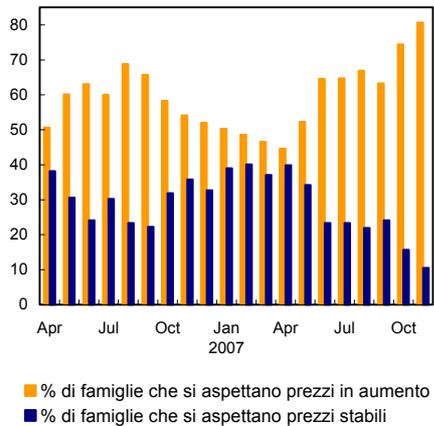
settembre. La variazione su base mensile in termini reali è di 0,6%, e conferma la previsione di crescita discreta dei consumi nella parte finale dell'anno. Per il 2008, la previsione è che i consumi privati aumentino a un ritmo in linea con quello del 2007, intorno all'1,6%.

Nell'ultimo semestre la **fiducia delle famiglie** è scesa costantemente, in parte per effetto di questioni di politica interna, in parte però anche per via della percezione di una riduzione del potere d'acquisto dei salari di fronte all'aspettativa di aumenti dei prezzi. Nelle indagini di fiducia delle famiglie, che rivelano un calo marcato a partire dalla primavera si osserva il costante aumento della percentuale di famiglie che si aspettano inflazione positiva nei prossimi 12 mesi., fino all'80,7% di novembre 2007, il massimo da quando esiste la serie (2004). I rischi per i consumi possono provenire da un'accelerazione della crescita dei prezzi nella prima metà dell'anno.

Fiducia delle famiglie in calo...



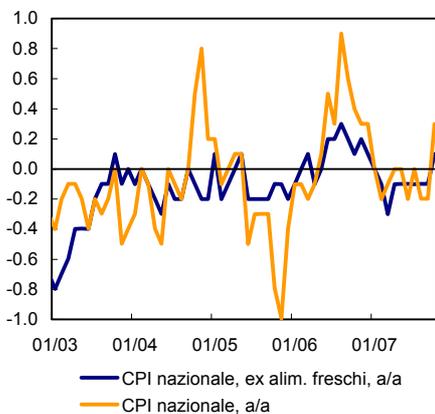
...anche per via dell'aspettativa di prezzi più alti



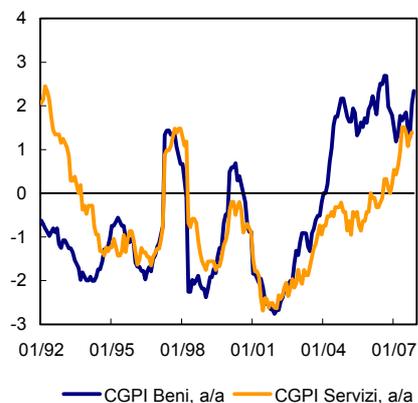
Fonte: Ecwin, Cabinet Office

L'inflazione a ottobre è aumentata a +0,3% a/a per l'indice nazionale, dopo il -0,2% a/a di settembre, anche più di quanto indicato dall'indice di Tokio (+0,1% a/a) pubblicato il mese scorso e degli aumenti dei prezzi della benzina. L'indice dei prezzi al netto degli alimentari freschi è aumentato di 0,1% a/a a ottobre, mentre l'indice al netto di alimentari e energia ha mantenuto la variazione tendenziale negativa invariata a -0,3% a/a. Nel 2008, l'aspettativa è che si sommino le pressioni verso l'alto sulle commodities ai rialzi dei prezzi dei servizi, "normalizzando" definitivamente lo scenario dei prezzi al consumo.

Inflazione positiva: per ora gran parte è energia...



...ma aumentano le pressioni sui prezzi dei servizi



Fonte: Ecwin

Conclusioni

Tutte le informazioni disponibili segnalano che la crescita giapponese è in rallentamento, ma non in misura marcata. La domanda domestica dovrebbe rimanere l'elemento principale per la crescita nel 2008, con una dinamica dei consumi circa in linea con quanto visto nel 2007 (intorno all'1,5%) e ancora investimenti privati non residenziali positivi, in aumento intorno al 2-2,5%, accompagnati da un recupero degli investimenti residenziali a partire dal secondo trimestre 2008. Lo scenario dei prezzi indica un ritorno definitivo dell'inflazione in territorio positivo, per via degli effetti congiunti dei rialzi dei prezzi delle *commodities* e del marginale miglioramento del *pricing power* delle imprese. Di conseguenza per la BoJ la normalizzazione dei tassi rimane lo scenario più probabile, anche se difficilmente ci sarà lo spazio per un nuovo rialzo dei tassi di intervento prima della fine del secondo trimestre 2008.

Previsioni – Giappone

	2006	2007	2008	2007				2008			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.4	1.8	1.4	2.8	1.6	2.0	0.9	0.5	1.6	1.6	1.8
- trim/trim annualizzato				3.3	-1.8	1.5	0.8	1.4	2.7	1.6	1.6
Consumi privati	2.0	1.6	1.6	2.6	0.8	1.2	1.2	1.8	1.9	2.0	2.1
IFL - priv. non residenziali	4.3	1.9	2.6	-1.6	-6.7	4.6	4.3	1.9	2.5	3.8	4.7
IFL - priv. residenziali	0.9	-8.4	-11.1	-6.2	-14.5	-27.9	-23.5	-7.7	1.5	1.8	2.3
Investim. pubblici	-8.5	-1.8	0.0	21.0	-17.1	-9.0	12.6	0.3	0.3	0.4	0.4
Consumi pubblici	-0.4	0.6	1.2	0.7	1.1	0.7	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3
Esportazioni	9.6	7.8	4.4	13.3	3.9	11.0	5.5	3.2	2.7	2.6	3.0
Importazioni	4.2	1.6	4.7	3.9	2.8	-0.8	4.0	5.2	6.1	7.3	8.3
Var. scorte (contrib., % Pil)	0.2	-0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.2	0.0	0.3	0.0	0.0
Partite correnti (% Pil)	3.9	4.7	4.6	4.4	5.0	4.8	4.4	4.6	4.8	4.7	4.6
Deficit (% Pil)	-6.5	-6.2	-5.9								
Debito/PIL (% Pil)	163.5	163.3	167.3								
CPI (a/a)	0.2	0.0	0.3	-0.1	-0.1	-0.1	0.2	0.5	0.2	0.1	0.1
Produzione Industriale	4.5	2.6	1.8	-4.8	0.5	9.4	0.6	0.4	0.7	1.4	1.8
Disoccupazione (%)	4.1	3.8	3.6	4.0	3.8	3.8	3.7	3.6	3.6	3.6	3.6
Tasso a 3 mesi - CD (%)	0.33	0.71	1.09	0.64	0.64	0.79	0.78	0.90	1.00	1.15	1.30
Tasso a 10 anni (%)	1.76	1.76	1.99	1.65	1.87	1.68	1.85	1.91	1.95	2.00	2.11
Dollaro/Yen (Yen)	116.4	117.8	108.5	119.4	120.8	117.7	113.2	110.8	109.0	107.5	106.5
Cambio effettivo (1990=100)	124.6	118.4	127.5	119.2	116.2	118.1	120.3	122.7	126.2	129.4	131.6

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

Cina: raffreddamento modesto nel 2008

Silvia Guizzo

Silvia.Guizzo@intesasanpaolo.com

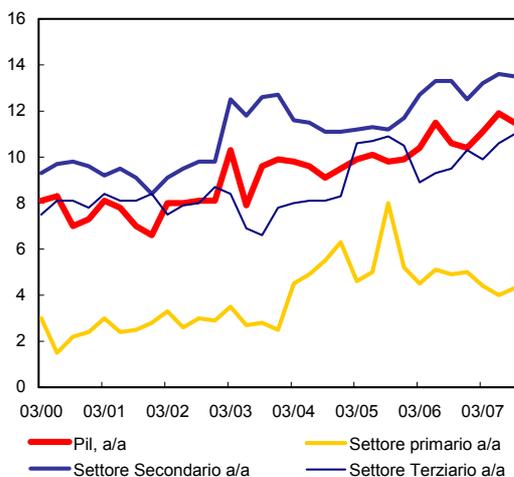
La crescita cinese continua a mantenersi su ritmi molto sostenuti nonostante i sei rialzi dei tassi e i dieci ritocchi al coefficiente di riserva obbligatoria attuati nel corso del 2007.

Il PIL è cresciuto del 11,5% a/a nel 2007.III, solo lievemente al di sotto del 2007.II, con **gli investimenti che continuano ed essere il motore principale della crescita**. Nonostante le misure adottate per rallentarne l'espansione, gli investimenti fissi sono infatti aumentati del 26,4% a/a nel terzo trimestre del 2007 e del 26,9% a/a nei primi 10 mesi del 2007. A fine 2006 costituivano il 42,5% del Pil, rispetto al 36,2% dei consumi privati e, secondo l'ufficio statistico, nei primi nove mesi del 2007 la composizione è rimasta pressoché la stessa.

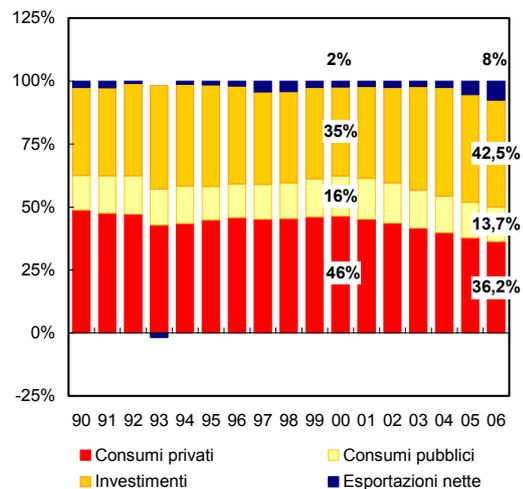
La quota di consumi privati sul PIL è progressivamente scesa negli ultimi anni passando dal 46% nel 2000 al 36% nel 2006. Quella degli investimenti è invece salita dal 35% al 42,5%. Nel 2006 la quota dei consumi privati sul Pil dei paesi industrializzati è variata da un massimo del 70% negli USA a un minimo di circa il 55% in Francia. In Giappone è stata del 57% e poco sopra il 50% nella Corea del Sud. Anche se è plausibile pensare che in una fase iniziale di costruzione delle infrastrutture del paese gli investimenti costituiscano una quota rilevante di Pil, altre economie asiatiche, come Vietnam (consumi privati pari al 64% del Pil a fine 2006) e India (consumi privati pari a 57% del Pil a fine 2006), presentano una distribuzione di crescita più bilanciata.

Un ribilanciamento della crescita e dell'occupazione verso produzioni a più alto valore aggiunto e contenuto tecnologico nonché verso i servizi potrà fornire sostegno ai salari e dunque ai consumi finali, che hanno ampio spazio per aumentare. Questo, insieme a una riduzione degli investimenti nel settore industriale, sarà l'obiettivo del governo e della banca centrale nei prossimi anni, come espresso chiaramente nel 17° congresso quinquennale del partito comunista tenutosi a metà ottobre 2007. Il congresso ha ribadito infatti che la crescita economica rimane una priorità per il governo, con l'obiettivo di quadruplicare il PIL pro capite rispetto ai livelli del 2000 entro il 2020 cercando però, contemporaneamente, di alleviare la povertà rurale e rafforzare le misure a protezione dell'ambiente.

PIL a/a: per ora, nessuna indicazione di rallentamento



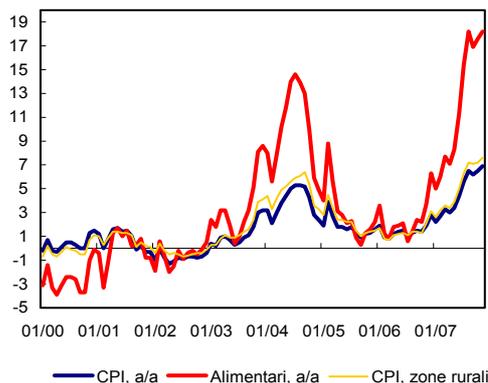
Composizione del Pil: ampio spazio di ribilanciamento



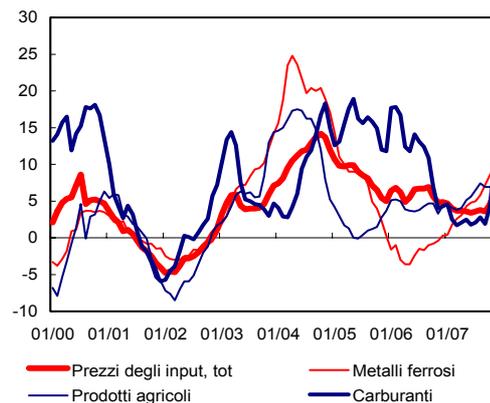
Fonte: Ecowin

Gli sforzi delle autorità si concentreranno quindi nell'evitare il surriscaldamento dell'economia, che traspare nell'andamento strabiliante della borsa e del mercato immobiliare, rallentando la dinamica dell'inflazione che comincia a preoccupare seriamente la banca centrale. Secondo i media locali, in un recente meeting a porte chiuse la PBOC, ha dichiarato di voler passare a una **stance di politica monetaria più restrittiva**, coordinando gli interventi sui tassi e la politica sul cambio con le misure di carattere amministrativo per raggiungere l'obiettivo di "prevenzione del surriscaldamento e dell'eccessiva inflazione". Il 20 dicembre la PBOC ha deciso di alzare per la sesta volta i tassi, con un rialzo di 27pb sui tassi sui depositi a un anno e di 18pb sui tassi sui prestiti a un anno. Nella comunicato la PBOC ha sottolineato come l'inflazione sia al livello più alto dal 1999 e che un rialzo più ampio sui tassi sui depositi dovrebbe incentivare gli investitori ad impiegare più denaro in banca dopo che negli ultimi due anni i prezzi delle case e del mercato azionario sono saliti a ritmi vertiginosi. Tuttavia, finché il cambio continuerà a non fluttuare liberamente, per la banca centrale sarà difficile utilizzare pienamente lo strumento dei tassi d'interesse, senza incentivare forti afflussi di capitale. A maggior ragione ora che si stanno attuando progressive misure di liberalizzazione del settore finanziario. Crediamo quindi che, a meno di un mancato rientro dell'inflazione nei prossimi mesi, i rialzi dei tassi saranno **graduali** e rimarranno marginali rispetto alle **misure amministrative** di restrizione del credito.

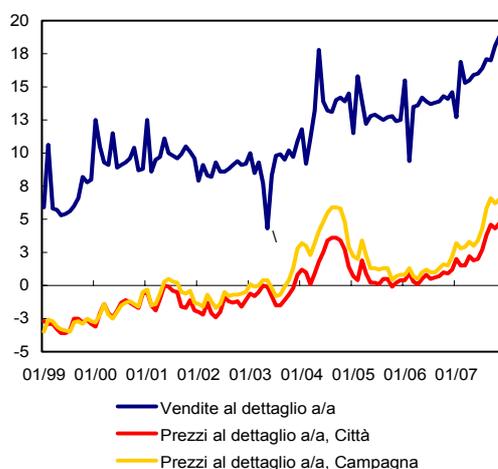
L'inflazione accelera, spinta dagli alimentari e ...



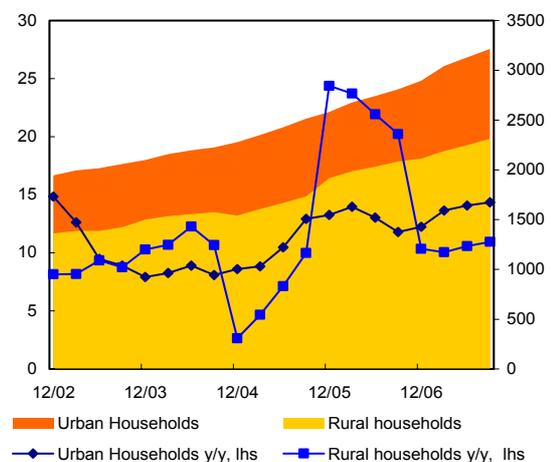
... dall'aumento delle materie prime



Le vendite al dettaglio continuano a salire



Ma l'inflazione sta frenando l'aumento dei redditi reali pro capite nelle zone rurali

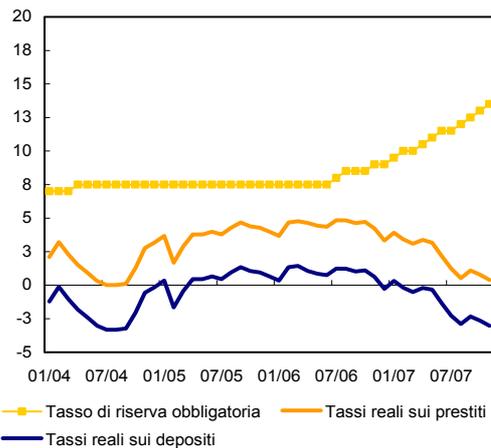


Fonte: Ecowin

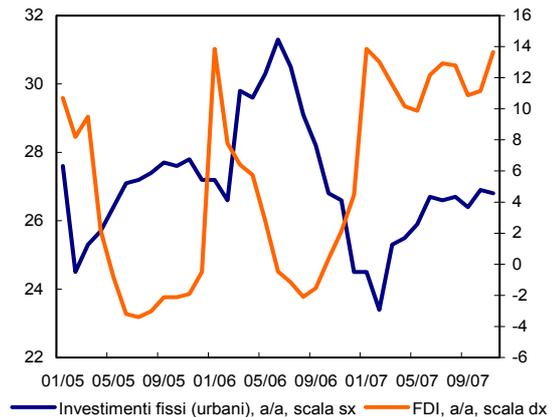
A novembre l'**inflazione** dei prezzi al consumo ha messo a segno un ulteriore balzo, salendo a 6,9% rispetto al 6,5% di ottobre e raggiungendo livelli che non si vedevano dal '96. L'aumento è principalmente guidato dalla componente alimentari che continua a salire da quattro mesi a ritmi superiori al 15%. L'aumento del 18,2% di novembre di questa componente è spiegato in gran parte da aumenti del 28,6% delle verdure, del 38,5% della carne e del 35% degli oli alimentari. A novembre anche l'inflazione al netto degli alimentari ha visto un balzo notevole, salendo del 1,4% a/a, dopo un anno di variazioni medie a 1%. Difficilmente, però, si può interpretare questo aumento come mera trasmissione dal comparto alimentari perché, come testimonia l'andamento dei prezzi degli input produttivi, hanno influito molto la componente materie prime e quella carburanti (il cui prezzo è stato aumentato del 10% a novembre per ordinanza governativa).

La **componente alimentari**, tuttavia, costituisce un terzo del paniere del CPI e, in un paese in cui il livello di reddito della maggior parte della popolazione rimane basso, il forte aumento dei prezzi degli alimentari può avere effetti negativi soprattutto sui consumi della popolazione delle zone rurali. L'aumento dell'inflazione in queste zone, che è stato infatti maggiore rispetto a quello nelle zone urbane negli ultimi mesi (7,6% a/a a novembre contro 6,6%), è causa di forte malcontento popolare e preoccupa non poco le autorità per la possibile insorgenza di proteste sociali.

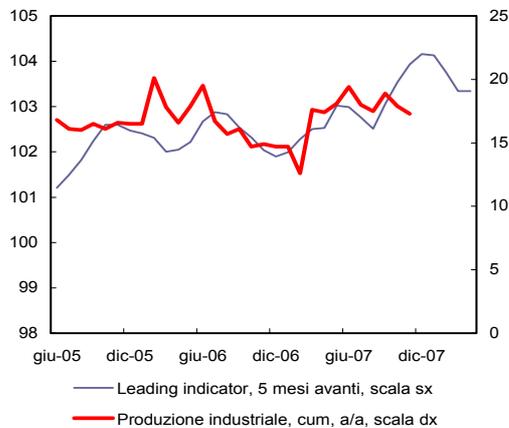
I tassi reali (CPI totale) scendono nonostante la restrizione monetaria ...



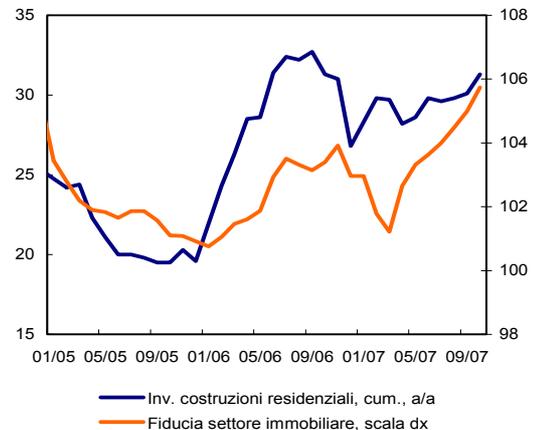
...alimentando gli investimenti fissi



La produzione industriale rimane ancora sostenuta ...



... così come il mercato immobiliare

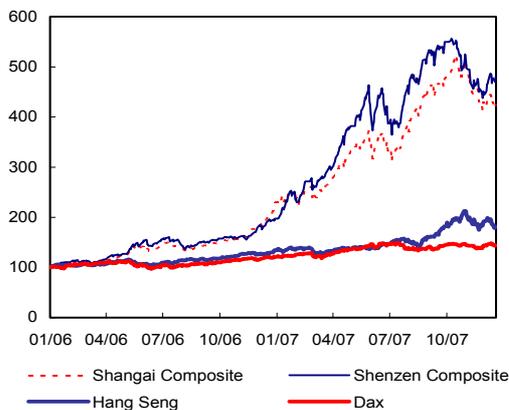


Fonte: Ecowin

L'aumento dell'inflazione ha contribuito a mantenere i **tassi reali** (deflazionati con il CPI totale) in calo, portando i tassi sui prestiti circa 200pb al di sotto del livello di agosto nonostante i rialzi dei tassi ufficiali. I tassi reali si sono quindi mossi in controtendenza rispetto alle altre misure restrittive quale l'aumento del coefficiente di riserva obbligatoria, portato a 14,5% a partire da fine dicembre 2007. Gli investimenti fissi hanno pertanto continuato a viaggiare su ritmi sostenuti, con una crescita del 26,8% nei primi 11 mesi del 2007 rispetto lo stesso periodo dell'anno scorso. Anche la produzione industriale ha continuato a salire se pur su ritmi leggermente minori (17,3% a novembre) rispetto al picco raggiunto a settembre (+18,9%) grazie all'abolizione di alcuni incentivi fiscali e sussidi alle esportazioni di alcuni settori industriali in vigore dall'estate. Tuttavia, l'andamento del PMI e del *leading indicator* non puntano ad un'ulteriore riduzione. Un discorso simile vale per il mercato immobiliare, che continua a sorprendere al rialzo, ulteriormente sostenuto nelle zone urbane dalla recente entrata in vigore della nuova legge sulla proprietà privata⁶.

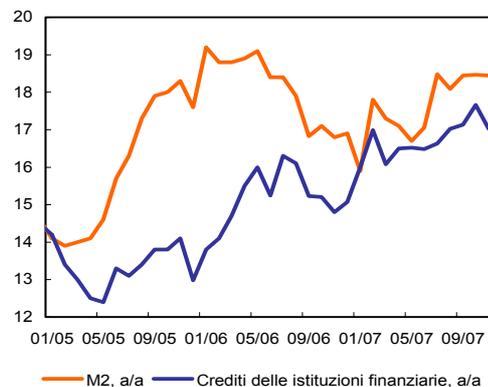
La riduzione dei tassi reali, insieme all'aumento degli aggregati monetari, è tra le cause del **massiccio flusso di liquidità che si è diretto verso il mercato di borsa**. L'andamento dell'indice Shanghai Composite, quadruplicato in poco più di due anni, evidenzia il rischio che sia in atto una bolla speculativa. Con il riemergere della crisi dei mutui sub-prime l'indice ha perso circa il 20% dal picco di metà ottobre 2007, ma dall'inizio dell'anno risulta tuttora in aumento dell'80%. Le azioni quotate costituiscono ancora una piccola parte della ricchezza finanziaria totale in Cina e i residenti non sono abilitati, se non in zone sperimentali, ad acquistare azioni quotate fuori dal paese. Tuttavia, l'esposizione delle imprese e degli investitori stranieri qualificati (Qualified Foreign Institutional Investors, QFII) sul mercato interno e degli investitori domestici istituzionali (Qualified Domestic Institutional Investors, QDII) sui mercati esteri, in un contesto di contagio internazionale può rendere l'effetto macroeconomico di un ulteriore forte calo della borsa non trascurabile. A maggior ragione se una quota dei profitti delle imprese è legata ad investimenti nel mercato azionario, come sembra dai commenti degli analisti.

La borsa cinese ha avuto ritmi di crescita fortissimi...



Fonte: Ecowin

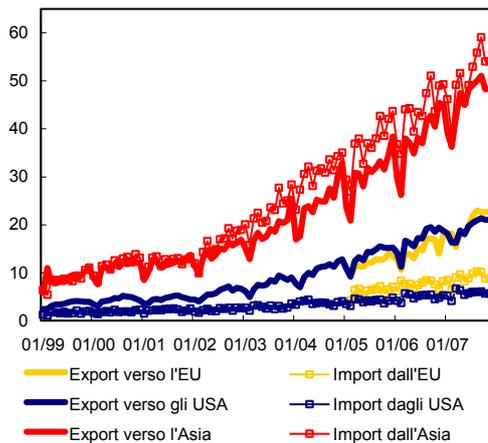
... grazie anche dall'ampia liquidità



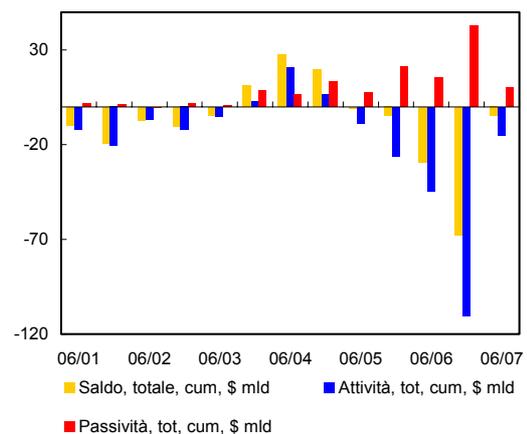
⁶ Dal 1 ottobre è entrata in vigore una legge, approvata a marzo 2007, che definisce i diritti di proprietà nella Repubblica Popolare, proprietà che può essere statale, collettiva o privata. La legge costituisce un notevole passo avanti rispetto alle definizioni piuttosto generiche contenute in un'aggiunta alla Costituzione nel 2003. Tuttavia della legge beneficeranno soprattutto le città e l'emergente classe media urbana, in quanto la proprietà dei terreni agricoli rimane statale. Nelle campagne, infatti, i contadini possono averli solo in usufrutto ma non possederli né usarli come garanzia per ottenere dei prestiti. La nuova legge, inoltre, non definisce i diritti in caso di esproprio, a dispetto degli espropri di larga scala degli ultimi anni e delle dispute sulla proprietà che sono diventate una delle maggiori cause di fermento sociale.

Il contributo del canale estero continuerà ad essere positivo. In particolare, gli scambi commerciali con la UE si sono intensificati tanto che le esportazioni hanno superato in valore quelle verso gli Stati Uniti a partire da luglio, pur con un saldo commerciale che rimane di poco più basso. La composizione per prodotti dell'export cinese è fatta per la maggior parte (20% dell'export negli ultimi anni) di prodotti di abbigliamento, accessori e filati a cui seguono (10% dell'export) macchinari elettrici ed elettrodomestici. Fino a che la composizione delle esportazioni non si sposterà di più su prodotti a più alto valore aggiunto o tecnologico, difficilmente un rallentamento della crescita americana o europea, sarà in grado di avere un impatto negativo sulle principali categorie di export⁷, in particolare sulla categoria di prodotti tessili. Peseranno di più invece eventuali misure protezionistiche dettate dalle dispute in sede WTO su contraffazione dei prodotti e diritti intellettuali anche se con gli Stati Uniti, nell'ultimo incontro per il Dialogo strategico economico (US-China Strategic Economic Dialogue, SED) tenutosi a metà dicembre, si sono fatti notevoli passi avanti. La Cina si è impegnata in particolare ad una **maggiore liberalizzazione del settore finanziario**, concedendo alle imprese e banche straniere in Cina di emettere titoli in yuan e ai fondi comuni cinesi di investire nelle borse americane. La quota che i QFII potranno investire nella borsa cinese è stata aumentata da \$10 mld a \$ 30 mld.

Il commercio intra-Asia rappresenta una parte preponderante e gli scambi con la UE aumentano (dati in mld di dollari)



Il graduale allentamento delle misure di restrizione dei movimenti di capitale ha aumentato i deflussi di portafoglio



Fonte: Ecowin

Inoltre sono stati firmati diversi protocolli d'intesa in materia di sicurezza dei prodotti, in particolare alimentari, nonché di efficienza e sicurezza energetica e di ambiente. Nonostante entrambi i paesi siano sotto feroci critiche per lo scetticismo nei confronti del cambiamento climatico e delle relative misure da adottare, come dimostrato anche negli ultimi giorni a Bali, sono stati invece firmati **importanti protocolli d'intesa in campo ambientale**. Cina e Stati Uniti si sono accordati per la riduzione del contenuto del zolfo dei carburanti (a 50 PPM o al di sotto) e per la creazione di una piattaforma nazionale per lo scambio di permessi di SO₂ (biossido di zolfo, maggior responsabile delle piogge acide), già attiva da anni negli USA. Inoltre i due paesi si impegnano nel 2008 a presentare un **piano al WTO per l'eliminazione delle barriere tariffarie e non tariffarie sui beni e**

⁷ Le restrizioni alle importazioni di 10 prodotti tessili e di abbigliamento dalla Cina introdotte a metà del 2005 dalla UE con un accordo che limitava il tasso di crescita annuo tra l'8% e il 12.5%, scadranno a fine dicembre 2007 favorendo ancora questo comparto.

servizi ambientali e a cooperare per il trasferimento di tecnologie per la gestione dell'acqua. Il summit con la Commissione Europea di metà novembre, dominato dal tema delle contraffazione dei prodotti alimentari, è sfociato nella creazione di un meccanismo simile al SED, il cui primo meeting si terrà a marzo 2008.

L'enorme afflusso di valuta estera legato al surplus commerciale ha acuito le pressioni all'apprezzamento dello yuan e complicato la gestione della liquidità. Al fine di bilanciare le tendenze del conto corrente, **le Autorità hanno allentato le restrizioni sui deflussi di capitale non solo per i QDII**. È stato avviato infatti un progetto pilota che prevede la possibilità per i cittadini cinesi dell'area di Tianjin Binhai di investire in attività finanziarie estere, inizialmente limitato a quelle quotate alla borsa di Hong Kong e che ora il governo sta pensando di estendere alle borse di Londra e New York. Le misure di allentamento delle restrizioni ai movimenti di capitale si sono tradotte nel 2006 in un cospicuo aumento dei deflussi nella forma di investimenti di portafoglio che, passati da 4.93 mld USD nel 2005 a 67.5 mld USD nel 2006, hanno più che controbilanciato il volume degli investimenti azionari in entrata (42.9mld USD), praticamente raddoppiati nel 2006 rispetto al 2005 per effetto dell'ottima performance del mercato di borsa. Nel 2006 si è osservato, inoltre, un calo degli FDI netti, per effetto di flussi in entrata sostanzialmente stabili rispetto al 2005 (78.1mld USD vs 79.12) e di un incremento dei flussi in uscita (17.8mld USD). Questi trend potrebbero continuare anche nel 2008, in linea con l'implementazione di misure per una maggiore liberalizzazione del settore finanziario.

Cina – Previsioni

		2004	2005	2006	2007	2008	2009
PIL (prezzi correnti)	mld CNY	15987,8	19306,1	21719,7	25057,6	28769,1	32096,7
	a/a	17,7	20,8	12,5	15,4	14,8	11,6
PIL (prezzi costanti)	a/a	10,1	10,4	11,1	11,5	11,0	8,9
Consumi	a/a	8,1	9,6	10,8	10,7	11,8	11,5
Investimenti fissi	a/a	20,1	20,0	19,9	21,4	19,1	12,0
Consumi pubblici	a/a	8,3	12,7	12,2	9,5	8,7	7,8
Esportazioni	a/a	22,8	20,3	21,2	18,5	17,2	13,5
Importazioni	a/a	21,7	7,0	11,1	13,0	14,1	16,3
Produzione industriale	a/a	11,1	11,7	13,0	13,5	12,6	8,9
Tasso di disoccupazione	%	4,2	4,2	4,2	4,1	4,0	4,0
Inflazione (CPI)	a/a	3,9	1,8	1,5	4,7	3,1	1,4
Tasso d'interesse (b/t)	%	5,4	5,6	5,9	6,7	7,3	6,4
USD/CNY (media)		8,28	8,19	7,97	7,61	7,23	6,84
	a/a		-1%	-3%	-5%	-5%	-5%
USD/CNY (fine periodo)		8,3	8,1	7,9	7,4	7,1	6,7
EUR/CNY (fine periodo)		10,6	9,7	10,0	10,6	10,4	8,9

Fonte: Intesa Sanpaolo.

Conclusioni.

Le autorità monetarie e governative continueranno ad attuare misure per ribilanciare la crescita verso un più ampio contributo della domanda interna. Lo scenario per il 2008 non cambia molto rispetto a quello del 2007 in termini di crescita, che si manterrà intorno all'11% o poco al di sotto. Ci aspettiamo però un lieve ribilanciamento a favore dei consumi. Gli investimenti fissi dovrebbero decelerare da 21,4% a 19,1%, dopo il boom del 2007. L'effetto delle olimpiadi dovrebbe già essere stato incorporato nel 2007 e le misure che continueranno ad essere implementate per la restrizione del credito dovrebbero limitarne il ritmo di espansione. L'inflazione dovrebbe cominciare a scendere già dai primi mesi dell'anno, a meno di inaspettati ulteriori aumenti dei prezzi di energia e carburanti, anche per un effetto base favorevole, che dovrebbe portarla in media a 3,1% nel 2008 rispetto a 4,7% nel 2007. Ci aspettiamo comunque che le olimpiadi possano contribuire in parte all'aumento dei consumi insieme al calo atteso dell'inflazione e ad eventuali politiche fiscali espansive a sostegno dei redditi delle zone rurali. I consumi dovrebbero quindi crescere ad un ritmo del 11,8% nel 2008 rispetto al 10,7% del 2007, sostenendo una maggior crescita delle importazioni.

Mercati valutari – 2007 anno “sfortunato” per il dollaro: il 2008 dovrebbe andare meglio.

Asmara Jamaleh

asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com

Il 2007 è stato un anno molto negativo per il dollaro a causa di una combinazione simultanea di eventi sfavorevoli. Il 2008 dovrebbe andare un po' meglio

DOLLARO – Il 2007 è stato un anno molto negativo per il dollaro, perché le principali variabili che ne influenzano la dinamica si sono evolute in modo sfavorevole: (1) i tassi domestici - dopo una lunga fase di stabilità - hanno cominciato a scendere; (2) i prezzi delle materie prime e del petrolio sono aumentati considerevolmente, amplificando ulteriormente i flussi verso le *commodity currencies* che spesso sono anche *high yielding currencies*; (3) la crisi dei *subprime*, esplosa ad agosto, ha esasperato i fattori negativi preesistenti, dando luogo in aggiunta ad un'ondata di volatilità e *risk aversion* che ha ridimensionato l'*appetite* per le divise ad alto rendimento favorendo quelle a basso rendimento (yen) però con un effetto netto finale sul dollaro negativo anche per via della contestuale correzione delle borse.

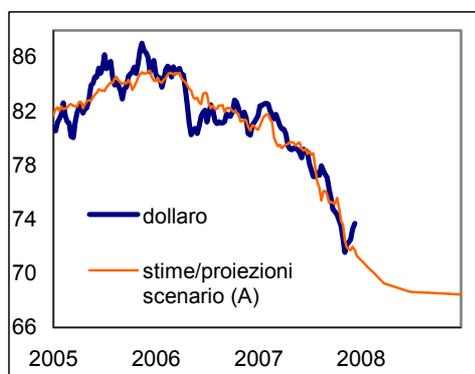
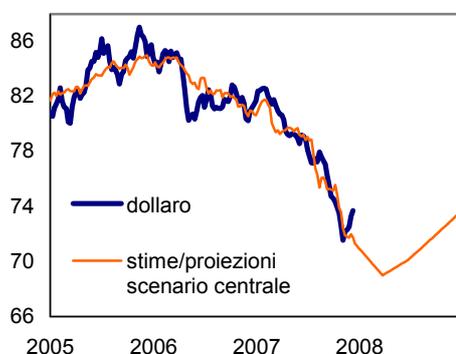
Nel 2008 la situazione dovrebbe cambiare: (1) il calo dei tassi USA non dovrebbe protrarsi oltre il primo trimestre; (2) contestualmente le *commodities* dovrebbero gradualmente iniziare a rientrare, pur mantenendosi su livelli abbastanza elevati; (3) parte degli effetti della crisi dei *subprime* dovrebbe aver modo di riassorbirsi, riuscendo a contenere più o meno nei primi mesi dell'anno la fase di mercato più critica, ovvero quella a maggiore volatilità.

Per valutare l'effetto congiunto di queste variabili sul biglietto verde nel 2008 abbiamo stimato un modello per il cambio nominale effettivo del dollaro (*major currencies*) in funzione di: (1) tassi domestici e tassi esteri (tassi EUR e tassi AUD, rappresentativi questi ultimi delle *high yielding currencies*); (2) materie prime (indice complessivo); (3) volatilità azionaria (indice VIX), come indicatore di *risk aversion*. Sotto le sopra menzionate ipotesi del nostro scenario centrale risulta che il dollaro potrebbe indebolirsi ancora nel primo trimestre, del 3% circa, ma dovrebbe poi da qui riprendersi gradualmente per chiudere il 2008 in modesto rialzo (+3% circa rispetto a inizio anno).

Proiezioni di variazione attesa del dollaro per fine 2008 sotto scenari alternativi			
scenario centrale	scenario (A) quasi recessione "isolata" USA	scenario (B) recessione "globale"	scenario (C) shock positivo per l'economia USA
+3.2%	-3.5%	-0.7%	+3.7%

Fonte: Intesa Sanpaolo

Simulazione di sentieri alternativi per il cambio effettivo del dollaro USA/1

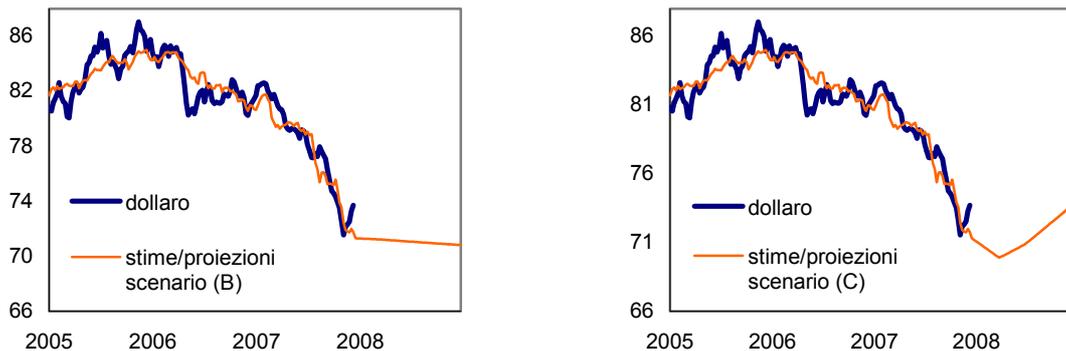


Fonte: Intesa Sanpaolo

Anche ipotizzando scenari sfavorevoli alternativi a quello centrale il downside per il dollaro dovrebbe comunque essere limitato

Poiché però i rischi potrebbero essere ancora tendenzialmente verso il basso, abbiamo provato a ipotizzare due scenari alternativi – sfavorevoli – per meglio quantificarne il *downside*: scenario (A) di quasi recessione per gli USA, con crisi però “isolata” ovvero senza propagazione all'estero degli effetti negativi (in questo caso la Fed taglierebbe i tassi quattro/cinque volte nel 2008); scenario (B) di recessione “globale”, con recessione negli USA e propagazione anche altrove degli effetti negativi. In entrambi i casi l'indebolimento del dollaro si protrarrebbe nel 2008 ma sarebbe di entità molto modesta.

Simulazione di sentieri alternativi per il cambio effettivo del dollaro USA/2



Fonte: Intesa Sanpaolo

Infatti nello scenario (A) che è il più sfavorevole in quanto ipotizza una quasi recessione ma limitata agli Stati Uniti con una sorta quindi di *decoupling* rispetto al resto del mondo il deprezzamento complessivo nel 2008 ammonterebbe al 3,5% (v. Tab.), che è modesto in termini assoluti e pari a circa un terzo di quello realizzatosi nel 2007. Mentre nello scenario (B) che sottende sì una recessione negli USA ma comporta un peggioramento del quadro macro generalizzato anche al resto del mondo non sarebbe più solo il dollaro a venirne penalizzato perchè anche le altre divise dovrebbero indebolirsi in risposta ad un forte rallentamento dell'economia. In questo caso infatti il deprezzamento finale del dollaro sarebbe quasi nullo (-0,7%). **In conclusione** dunque, anche tenendo conto dei rischi associati a scenari alternativi sfavorevoli rispetto a quello centrale, **lo spazio di deprezzamento del dollaro dovrebbe potersi ormai considerare quasi esaurito** e il 2008 dovrebbe comunque essere migliore del 2007.

Il dollaro tenderà a stabilizzarsi su livelli mediamente più bassi rispetto a quelli degli anni precedenti

Questo però non lascia ancora probabilmente spazio per troppo ottimismo. Abbiamo infatti provato a ipotizzare anche uno scenario (C) favorevole al biglietto verde, in cui un generico “shock” positivo colpisca l'economia USA, isolatamente, al punto da non rendere più necessario alcun taglio dei tassi Fed e richiedere anzi un ritocco verso l'alto. Non ipotizziamo propagazione degli effetti favorevoli al di fuori degli USA in modo da amplificare al massimo l'impatto positivo sulla valuta statunitense. **In tale scenario il dollaro si apprezzerbbe del 4% circa** (v. Tab.), **che non è molto in termini assoluti e soprattutto è ben poca cosa rispetto al 3% risultante dallo scenario centrale** (v. Tab.).

Questo riflette verosimilmente l'inevitabile erosione del primato del dollaro nel mercato valutario in ragione del processo di diversificazione delle riserve valutarie mondiali, con graduale riduzione della quota in dollari. Il processo riguarda soprattutto l'area asiatica, la Cina *in primis*: in attesa di una piena libera fluttuazione dello yuan la divisa cinese tenderà ad apprezzarsi ancora (contro dollaro) e così potranno fare anche le altre divise asiatiche (yen *in primis*). Quindi, anche quando il dollaro, passato il punto più critico dell'economia USA, inizierà a

recuperare terreno contro le principali divise (euro, dollaro canadese, sterlina, *high yielding currencies*) – già al termine del primo trimestre nel nostro scenario – continuerà invece a deprezzarsi contro quelle asiatiche. Questo dovrebbe stabilizzare il dollaro su livelli mediamente più bassi rispetto a quelli degli anni scorsi.

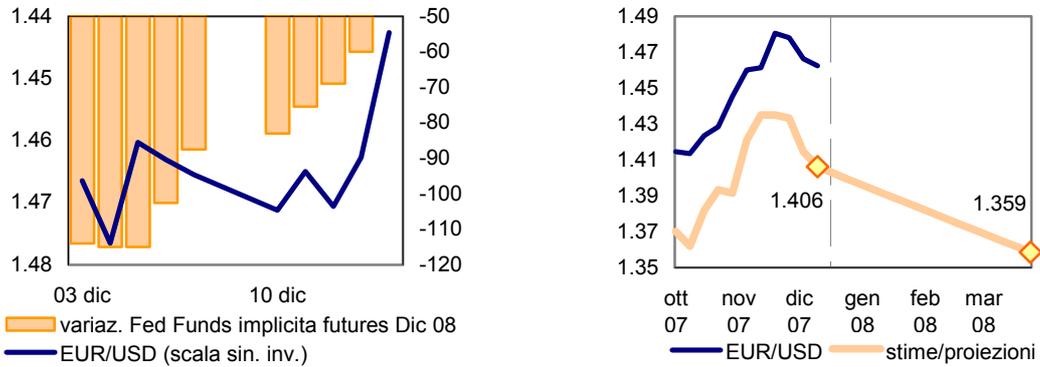
Se la Cina lasciasse apprezzare lo yuan più rapidamente il dollaro potrebbe riprendersi più facilmente contro le divise non asiatiche

Un fattore che potrebbe accelerare il processo di riaggiustamento tra le principali valute dopo gli eccessi del 2007 (eccessiva debolezza del dollaro, contro eccessiva forza delle principali valute non asiatiche: euro, dollaro canadese, sterlina) **sarebbe un eventuale allargamento della banda di fluttuazione dello yuan**, attualmente fissata a $\pm 0,5\%$ giornaliero. Recentemente infatti dalla stampa cinese era emersa la voce che la PBoC stesse esaminando l'opzione di allargare la banda da $\pm 0,5\%$ a $\pm 0,8\%$. L'adozione di una misura di questo tipo segnalerebbe implicitamente la disponibilità delle autorità cinesi a lasciar apprezzare lo yuan ad una velocità circa doppia di quella ammessa nel 2007, quindi un approssimativo 10% contro il 6% del 2007. Si tratterebbe di uno sviluppo importante perchè, se così fosse, lo yuan avrebbe accumulato a fine 2008 un apprezzamento del 20% rispetto a luglio 2005, quando venne rivalutato, e quando le stime che circolavano al tempo davano appunto lo yuan sottovalutato del 20%-25%. In tal caso la divisa cinese sarebbe molto vicina al proprio *fair value*, e questo consentirebbe alle altre divise non asiatiche di tornare più in linea rispetto ai propri fondamentali – non dovendosi più far carico della necessità di deprezzamento del dollaro perchè questo può finalmente deprezzarsi contro le valute “giuste”, ovvero quelle asiatiche.

**Dinamica dei tassi USA
variabile cruciale per l'euro**

EURO – Nel corso del 2007 l'euro si è apprezzato del 10% circa in rapporto al dollaro, portandosi da 1,32 EUR/USD di inizio anno fino a quasi 1,50 (massimo a 1,4966 del 23 novembre). Da qui poi ha in parte corretto fino a rientrare a metà dicembre tra 1,45 e 1,40. Negli ultimi mesi, soprattutto da che è scoppiata in agosto la crisi dei *subprime*, **driver principale del cambio è stata la dinamica differenziale dei tassi d'interesse** tra area euro e USA. Nella fattispecie buona parte della rincorsa intrapresa ad agosto da 1,35 a quasi 1,50 è infatti imputabile al cambio di rotta della politica monetaria della Fed, che dopo la crisi ha dovuto tagliare i tassi di 100 pb da 5,25% a 4,25% in meno di quattro mesi. Le nostre previsioni sono per altri due tagli di 25 pb ciascuno nel primo trimestre 2008. Più aggressive sono invece le aspettative di mercato, che incorpora con discreta probabilità un terzo taglio, e a inizio dicembre era arrivato a scontarne addirittura un quarto con probabilità piena. La tendenza dovrebbe essere all'ulteriore ridimensionamento delle aspettative di taglio dei tassi USA. L'economia dovrebbe infatti lasciarsi alle spalle il punto di minimo della crescita nel quarto trimestre di quest'anno e poi iniziare a riprendersi. L'inflazione invece ha sorpreso verso l'alto ed è destinata a rimanere piuttosto alta, comprimendo a propria volta lo spazio di manovra (verso il basso) sui tassi. Nella stessa direzione dovrebbero condurre anche le nuove misure annunciate dalla Fed per far fronte alla crisi di liquidità, perchè dimostrando che il canale per affrontare questo genere di problematiche non è – oltre determinati livelli – quello della riduzione dei tassi ufficiali, si riducono di conseguenza anche le aspettative di mercato di ulteriore discesa degli stessi.

Cambio EUR/USD



Fonte: Intesa Sanpaolo

L'euro dovrebbe gradualmente deprezzarsi verso 1,35 nel 2008

Secondo le nostre stime di elasticità del cambio ai tassi risulta che due soli tagli dei tassi Fed al posto dei quattro precedentemente scontati dal mercato giustificano una correzione “permanente” dell'euro di circa cinque figure. L'altra variabile che guida il cambio sono le aspettative di crescita. Nel 2007 la performance dell'economia europea è stata superiore a quella dell'economia statunitense, crescendo di circa mezzo punto percentuale in più. Le nostre previsioni per l'anno prossimo sono invece di sostanziale allineamento attorno al 2,0%, con gli Stati Uniti che si stabilizzano mentre l'area euro rallenta. Il *gap* di crescita attesa si ridurrebbe quindi da 0,5% a 0,0% e secondo le nostre stime questo da solo comporterebbe una correzione di altre cinque figure circa dell'EUR/USD. Partendo dal presupposto che ai livelli correnti l'euro sia comunque sopravvalutato rispetto al dollaro ne deriva che nel corso del 2008 il cambio dovrebbe invertire la tendenza rialzista che ha caratterizzato tutto il 2007 per tornare su livelli più coerenti con la dinamica dei fondamentali. **La nostra previsione per il 2008 è quindi di graduale deprezzamento dell'euro con ritorno sull'orizzonte a un anno verso quota 1,35 EUR/USD.**

Uno yuan più forte permetterebbe un euro più debole

Lo spazio di correzione potrebbe ampliarsi ulteriormente se la Cina accettasse un apprezzamento più veloce dello yuan. Se la PBoC annunciasse un ampliamento della banda di fluttuazione giornaliera dello yuan segnalando di essere disposta ad accettare nel corso del 2008 un apprezzamento dello yuan contro dollaro circa doppio rispetto a quanto concesso nel 2007 secondo le nostre stime il *downside* dell'euro potrebbe estendersi da 1,35 a 1,31-1,30 circa.

Rischi allo scenario centrale: una recessione USA non dovrebbe favorire “indefinitamente” l'euro, a meno di un perfetto decoupling

Al di là degli sviluppi sul fronte dello yuan, i rischi sul nostro scenario centrale sono verso il basso, ovvero di un rallentamento più grave dell'economia USA. **Ma se il quadro di crescita peggiorasse a tal punto negli Stati Uniti le ripercussioni (negative) si avrebbero in misura più marcata anche nel resto del mondo, nella fattispecie anche nell'area euro, quindi non è detto che come è accaduto nel 2007 questo implicherebbe un ulteriore marcato apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro, ed anzi, raggiunta una soglia critica come quella di quota 1,50 EUR/USD si renderebbe ancora più necessaria una correzione del cambio.** Quindi lo scenario di deprezzamento della divisa europea nel corso del 2008 – pur potendo variare il punto di arrivo finale della correzione o il momento di avvio del trend discendente – non dovrebbe complessivamente venirne compromesso.

Sterlina in deprezzamento con la BoE che continua a tagliare i tassi

STERLINA – Come l'euro anche la sterlina si è apprezzata significativamente contro dollaro nel 2007, portandosi da 1,95 GBP/USD di inizio anno ad un massimo di 2,11 a novembre. Diversamente dall'euro però dal picco è ridiscesa più velocemente, a causa del generarsi di aspettative di taglio dei tassi nel Regno Unito che effettivamente hanno poi portato la Banca d'Inghilterra a ridurre il *base rate* a dicembre da 5,75% a 5,50%. Con altri due tagli attesi tra il primo e il secondo trimestre le prospettive sono di ulteriore deprezzamento della sterlina, sia contro dollaro (ritorno atteso verso 1,89 GBP/USD per fine 2008) sia contro euro (*downside* verso 0,73-0,74 EUR/GBP). Rispetto all'euro pesa negativamente il fatto che mentre la BoE continua ad allentare la politica monetaria i tassi BCE dovrebbero invece restare fermi. Inoltre, l'accento posto dalla BCE sul rischio inflazione potrebbe rimanere tale da prevenire persino il formarsi di aspettative di tagli dei tassi nell'area euro. Nel cross con l'euro comunque la sterlina potrebbe raggiungere il punto di minimo verso metà anno, mentre la fase di espansione starà volgendo al termine. Successivamente, una volta che la BoE abbia smesso di tagliare i tassi, la riaccelerazione attesa della crescita e l'aumento delle aspettative di inflazione generate dai tagli dei tassi potrebbero favorire un parziale recupero contro euro.

Yen in apprezzamento limitato contro dollaro, a meno che la Cina non lasci rafforzare più rapidamente lo yuan

YEN – Tassi USA in calo e attese invece di rialzo in Giappone dovrebbero essere alla base di un ulteriore apprezzamento dello yen nel corso del 2008. Poiché però la restrizione attesa è limitata e i tassi resterebbero ancora molto bassi il rafforzamento previsto è di entità limitata (verso 106 USD/JPY per fine anno). Lo spazio verso l'alto aumenterebbe però se la Cina lasciasse apprezzare più rapidamente lo yuan. Se la velocità raddoppiasse rispetto al 2007 anche quella dello yen potrebbe subire un'accelerazione analoga con l'effetto di spostare l'obiettivo finale verso 102 USD/JPY. Sia in un caso che nell'altro lo spazio di apprezzamento dovrebbe essere amplificato nei confronti dell'euro, per effetto del deprezzamento atteso congiuntamente sull'EUR/USD: nello scenario centrale l'EUR/JPY potrebbe portarsi verso 145-140, in caso invece di più rapido apprezzamento dello yuan potrebbe riuscire a spingersi verso 135-130 (considerando che si abbasserebbe anche il punto finale di arrivo dell'euro dall'1,35 previsto nello scenario centrale ad uno stimato 1,30 circa).

Mercati obbligazionari

Direzione

Chiara Manenti

chiara.manenti@intesaspaolo.com

Sergio Capaldi

sergio.capaldi@intesaspaolo.com

USD - Oltre il soft landing

■ La direzionalità del mercato governativo americano è spiegata essenzialmente dall'andamento dell'inflazione, del ciclo economico, dalla politica monetaria e dall'appetito per il rischio.

■ Nella parte breve della curva l'alternarsi di queste forze potrebbe nascondere la tendenza di fondo che vediamo moderatamente *bullish* nei primi mesi del 2008 e *bearish* nella seconda metà.

■ Nel complesso il nostro scenario è conforme con una visione del ciclo a "V" nel 2008, con un punto di minimo da toccare nei primi sei mesi. Questo scenario presenta dei rischi verso il basso connessi alla possibilità di un prolungato periodo di stagnazione. Un ciclo a "L" potrebbe esercitare un forte *bull steepening* delle curve anche dagli attuali livelli.

Negli Stati Uniti la direzione del mercato sarà decisa dal prevalere di forze contrapposte che imporranno una elevata volatilità ed un trend non lineare e modulato nel corso dell'anno. Nella parte breve della curva l'alternarsi al comando della direzionalità del mercato di queste forze potrebbe nascondere la tendenza di fondo che vediamo moderatamente *bullish* nei primi mesi del 2008 e *bearish* nella seconda metà. Ciò appare in opposizione a quanto osservato nel corso delle due ultime recessioni ('90-91 e '01) caratterizzate invece da ampi cali dei rendimenti nelle fasi terminali di quegli episodi recessivi.

La direzionalità del mercato obbligazionario è spiegata essenzialmente dall'andamento dell'inflazione (corrente ed attesa), dal ciclo economico (differenziale della crescita dal suo potenziale), dalla politica monetaria (*fed funds*, *policy bias* ed aspettative di politica monetaria) e dall'appetito per il rischio degli investitori. Dai primi tre set di variabili ci aspettiamo un contributo *bullish* nella prima metà del 2008. Il rallentamento della crescita ha già trasformato il *soft landing* in una stagnazione economica puntualmente registrata dal calo delle aspettative di crescita per il 2008. Nel breve termine il contagio della "recessione edile" al resto dell'economia e gli effetti reali della restrizione del credito innescata dalla crisi *sub prime* continueranno ad appesantire il macro trend di rallentamento evidenziato dalle indagini ISM. Ciò dovrebbe tradursi in un mix di dati di segno negativo nei prossimi mesi ed una pressione *bullish* sulla direzionalità del mercato.

L'aspettativa di inflazione di lungo termine (5-10 anni) rilevata dall'Università del Michigan ha oscillato intorno al 2,9% in media negli ultimi dieci anni, periodo che possiamo definire di raggiungimento del target di inflazione per la Fed (nel '98 si parlò addirittura della possibilità che gli Stati Uniti potessero andare in deflazione come il Giappone). Nel corso del 2005 e nel 2006 tuttavia si è manifestata una leggera tendenza al rialzo che ne ha portato i valori sopra la media di periodo, allarmando la Fed della possibilità di perdere la tanto ricercata stabilità dei prezzi. Gli effetti impressi dal rallentamento economico e dal calo delle quotazioni del greggio dovrebbero favorire una diminuzione delle aspettative di inflazione e rallentare fortemente l'inflazione corrente nella seconda metà del 2008. Anche questo fattore dovrebbe giocare al ribasso sui rendimenti e rafforzare il movimento impresso dalle variabili di ciclo.

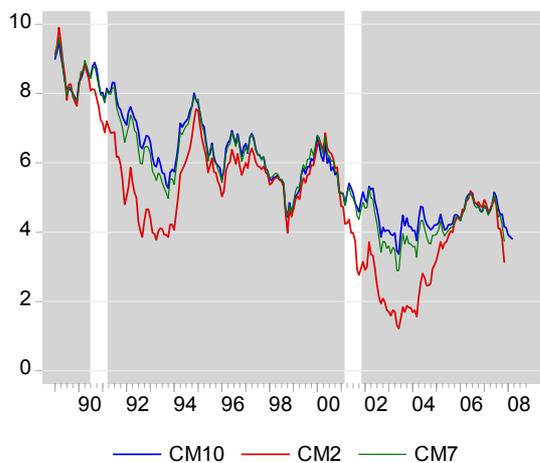
Il terzo set di variabili dovrebbe risultare *bullish* fino a quando la Fed continuerà a mantenere in vita aspettative significative di taglio. Considerando il tenore dei dati nei prossimi mesi è ragionevole ipotizzare che il cambiamento di *bias* della Fed non si verificherà prima della seconda metà del 2008. A quel tempo l'ammontare di tagli prezzati dal mercato dovrebbe ridursi con un conseguente *steepening* della *strip* in dollari e rialzo della parte a breve delle curve. Questo fattore dovrebbe favorire la spinta direzionale rialzista della seconda parte dell'anno

favorita dall'estinguersi del fenomeno del *flight to quality* innescato dalla crisi di liquidità e di fiducia del sistema interbancario.

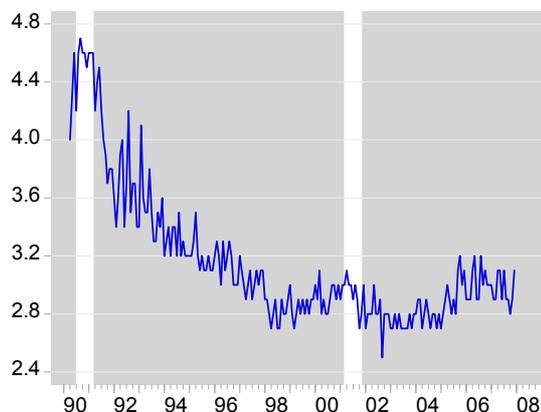
L'ultimo fattore in grado di neutralizzare il movimento significativamente rialzista per il mercato obbligazionario è malauguratamente il più difficile da prevedere sia nel suo andamento che nelle implicazioni, l'appetito per il rischio. L'aumentata avversione al rischio degli investitori non si è sin ora trasmessa nei *premia* prezzati dal mercato a causa del forte *flight to quality*: la progressiva normalizzazione di questi mercati dovrebbe favorire il riemergere di un premio al rischio e penalizzare il comparto obbligazionario governativo.

Nel complesso questo scenario è conforme con una visione del ciclo a "V" nel 2008, con un punto di minimo ciclico da toccare nei primi sei mesi, periodo nel quale ipotizziamo debba anche trovare soluzione la crisi di liquidità e di fiducia del sistema finanziario. Se su questo secondo aspetto siamo sostanzialmente in linea con il mercato (*2008 IDEAGlobal Annual Special Survey*), lo scenario macro di crescita presenta dei rischi verso il basso connessi alla possibilità di un prolungato periodo di stagnazione. Un ciclo a "L" potrebbe in questo caso esercitare un forte *bull steepening* delle curve anche dagli attuali livelli. Nell'identificazione del rischio direzionale prevalente abbiamo scartato la possibilità di una stagflazione (bassa crescita + alta inflazione). Ciò in quanto riteniamo che in uno scenario di rallentamento e/o recessione e di elevata credibilità degli obiettivi di politica monetaria la possibilità di vedere significativi effetti di seconda battuta dovuti dal rincaro energetico e delle altre materie prime è alquanto ridotto.

Treasury 10-7-2Y Constant Maturity



Aspettative di inflazione a lungo termine (U. Michigan)



Fonti: NBER, Federal Reserve ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fonti: NBER, Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

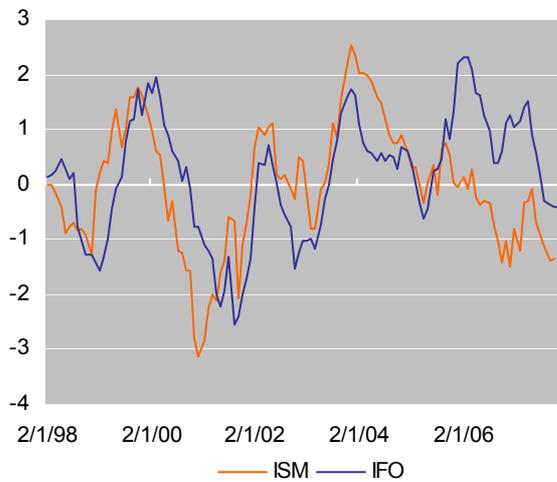
EURO Aspettando il nostro turno

- La direzionalità del mercato governativo europeo è spiegata come la curva UST da inflazione, ciclo, politica monetaria e appetito per il rischio. A ciò si aggiunge anche una elevata correlazione con la stessa curva UST.
- La tendenza di fondo che vediamo nel 2008 è *bullish*. Nella prima metà sarà soprattutto il legame con la curva UST a guidare i movimenti direzionali, nella seconda parte dell'anno una BCE più morbida nei toni insieme ad un rallentamento della crescita e dell'inflazione dovrebbero permettere un parziale *decoupling* con la curva UST.
- Come per la curva UST questo scenario presenta dei rischi verso il basso connessi alla possibilità di un prolungato periodo di stagnazione americana.

La direzionalità del mercato governativo europeo è spiegata, come per la curva UST, da inflazione, ciclo, politica monetaria e appetito per il rischio. A ciò si aggiunge anche una elevata correlazione con la stessa curva UST.

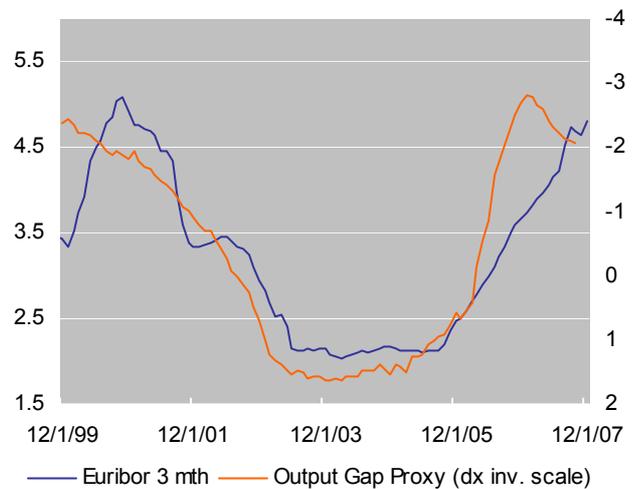
La tendenza di fondo che vediamo nel 2008 è *bullish*. Nei primi mesi del 2008 la direzione del mercato sarà influenzata dal calo dei rendimenti americani più che da fattori domestici. Una BCE ancora sugli scudi ed un rallentamento economico che si manifesterà in modo più concreto nel resto dell'anno, freneranno la discesa dei rendimenti. Nella seconda parte dell'anno una BCE più morbida nei toni insieme ad un rallentamento della crescita e dell'inflazione dovrebbero permettere un parziale *decoupling* con la curva UST. Il movimento *bearish* di quest'ultima dovrebbe essere per la maggior parte assorbito dall'agire dei fattori domestici.

ISM & IFO Expectation (Rebased and Standardized)



Fonti: Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La retorica della BCE verso toni più dovish



Fonti: Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La crescita molto vivace dell'area dell'euro negli ultimi due anni ha fatto nascere una accesa discussione sulla possibilità di un *decoupling* ciclico dagli Stati Uniti. La componente aspettative dell'IFO storicamente molto correlata con l'indice ISM manifatturiero ha visto negli ultimi anni allentare questo legame. La permanenza dell'IFO su livelli più elevati rispetto all'ISM testimonia il sopraggiungere di un nuovo attore sulla scena mondiale, l'Asia emergente. Detto ciò pur se da livelli diversi, l'IFO conserva un innegabile legame con l'ISM e ciò ha delle implicazioni molto negative in termini di crescita. Le aspettative per il 2008 hanno infatti registrato un significativo deterioramento delle stime di consenso. La crescita è vista all'1,9% (*Consensus Economics* di dicembre 2007) è cioè sotto il livello compatibile con la stabilità dell'output gap. L'inflazione per contro non sembra

destinata ad avere effetti di seconda battuta (il costo orario del lavoro dovrebbe crescere quasi allo stesso tasso del 2007), e ciò dovrebbe consentire alla BCE di abbandonare l'enfasi sull'inflazione e consentire al mercato di prezzare 25-50 p.b. di taglio del refi entro la fine dell'anno.

Come per la curva UST questo scenario presenta dei rischi verso il basso connessi alla possibilità di una recessione americana. Una simile eventualità rafforzerebbe sulla curva euro la nostra *view bullish* sul 2008.

Curva

La Fed sosterrà lo steepening 2/10 anni UST

- **Le posizioni di steepening sulla curva in dollari resteranno profittevoli fino a quando non sarà conclusa la fase di allentamento monetario da parte della Fed.**
- **Le previsioni ottenute da un modello strutturale sul 2/10 anni UST indicano un punto di massimo dello steepening da 94pb spot a 135pb in T2'08, target che più che compensa il carry negativo di 17pb a 6 mesi sui benchmark.**
- **Quando l'orientamento di politica monetaria tornerà ad essere neutrale, la curva 2/10 anni tornerà a muoversi in (bear) flattening con target 120pb a fine anno.**
- **Sulla curva swap lo spread 2/10 vede in previsione un movimento di steepening fino a 144pb vs 74pb spot su 6 mesi.**
- **Uno scenario di rischio di hard landing, con proseguimento della fase di allentamento monetario Fed fino a fine anno porta il target su 2/10 anni a 184pb su cash e a 207pb su swap.**
- **Nonostante i target interessanti che si ricavano sullo steepening 2/10 anni delle curve in euro, riteniamo che l'apertura di posizioni di steepening sia prematura e più rischiosa nel breve termine rispetto a posizioni outright lunghe di duration sulla parte a breve.**

Le curve in euro e in dollari si sono mosse in steepening dall'inizio della crisi di liquidità grazie principalmente all'inizio della fase di allentamento della Fed, cui si è sommato il forte movimento di flight-to-quality sulla carta governativa a breve legato all'aumento del premio al rischio sulle controparti finanziarie.

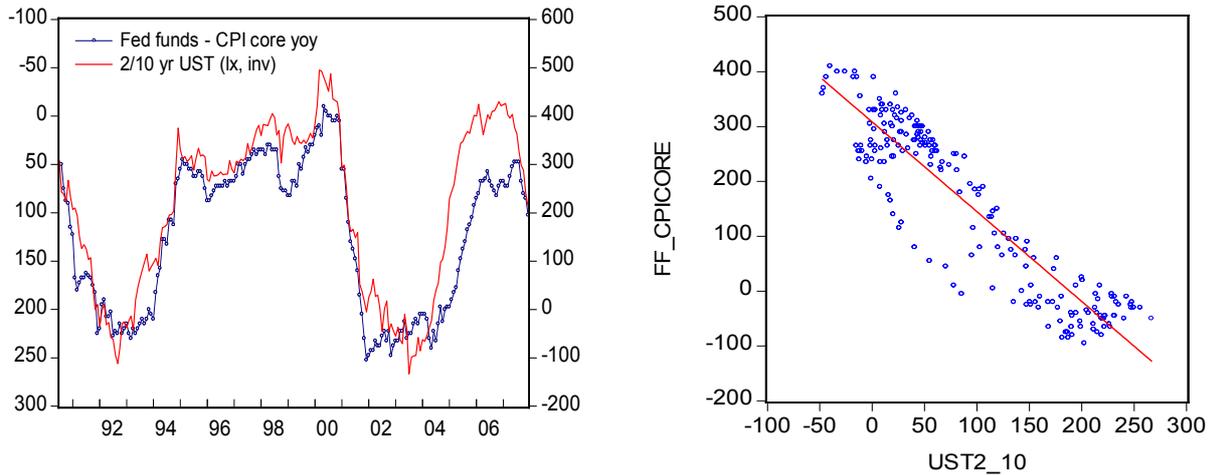
Il generalizzato steepening delle curve corporate per merito di credito registrato da metà agosto sia negli Stati Uniti sia in Europa ha interessato anche gli asset swap spread sui titoli governativi, che oltre ad avere allargato ben al di sopra dei livelli di fair value basati sui fondamentali, si sono mossi in flattening: la curva degli swap spread 2-10 anni US Treasury è oggi invertita a -24pb, mentre quella sui Bund quota -20pb.

In molti episodi da metà agosto ad oggi la dinamica degli swap spread è stata dominante rispetto alla direzionalità dei tassi swap e govies e ha generato fasi di decoupling puro tra l'inclinazione della curva swap vs governativa. Nelle fasi di riduzione delle tensioni sul mercato monetario ovvero di riduzione dei premi al rischio, lo steepening della curva degli swap spread è stato accompagnato da uno steepening della curva swap vs flattening della curva governativa.

Nel corso dell'ultima settimana, l'intervento aggressivo di iniezione di liquidità al sistema da parte delle principali banche centrali ha indotto un flattening della curva governativa soprattutto sul dollaro, che sul 2/10 anni è tornata a 93pb da un massimo a 103 pb toccato ad inizio dicembre. Questo steepening è stato concentrato sul tratto 2/5 anni mentre lo spread 5/10 anni è rimasto invariato.

Sulla curva euro i movimenti della curva sono più vischiosi. La forte tendenza allo steepening della curva in dollari si è estesa anche alla curva europea, dove tuttavia la completa resistenza della BCE a dare spazio ad aspettative di un possibile taglio dei tassi ha limitato molto fino ad oggi gli obiettivi di steepening della curva. Da notare inoltre che il bear flattening della curva di mercato monetario euro ha determinato un forte aumento del carry pagato su posizioni di steepening anche sulla curva euro.

Forte legame tra inclinazione 2/10 anni US Treasury e Fed funds reali



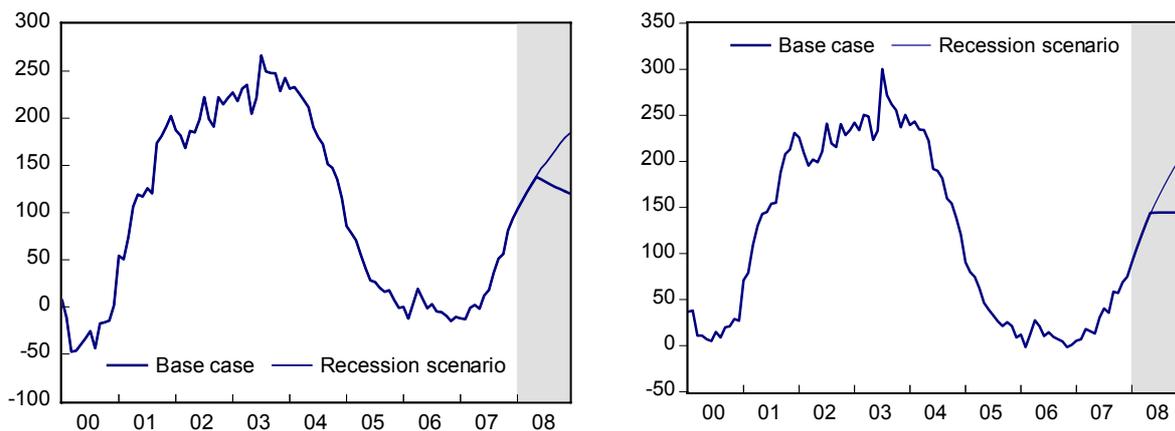
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nonostante il flattening recente, continuiamo a ritenere preferibili sulla curva in dollari posizioni di steepening rispetto a posizioni direzionali (si veda sezione precedente). Le posizioni di steepening dollari resteranno profittevoli fino a quando non sarà conclusa la fase di allentamento monetario da parte della Fed. Per calcolare i target sullo spread 2/10 anni UST abbiamo aggiornato un modello strutturale con dati mensili sul periodo gennaio 1990-ottobre 2007, che include quattro episodi/cicli di politica monetaria espansiva della Fed.

Previsioni 2/10 anni US Treasury (pb)

Previsioni 2/10 anni Swap USD (pb)



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Le variabili esogene che abbiamo utilizzato nella stima dello spread 2/10 anni UST sono i Fed funds reali (con CPI core ritardato di 1 periodo) e il bias della Fed. In alternativa abbiamo stimato lo spread con una variabile di ciclo (ISM o indice di attività della Fed di Chicago CFNAI), il differenziale tra aspettative a 5

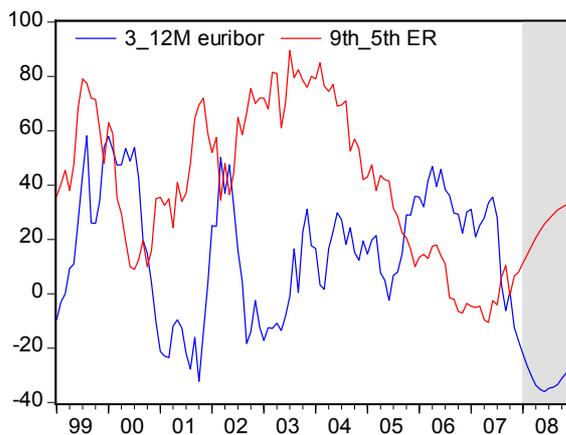
anni e aspettative ad 1 anno d'inflazione misurate dall'università del Michigan e il bias della Fed.

La previsione dello spread sul 2008 è fatta sulla base di un percorso dei Fed funds in linea con le attese del mercato e un bias Fed che diventa neutrale alla fine del ciclo espansivo. L'inclinazione corrente della curva risulta poco lontana dal livello di fair value stimato per dicembre (94 spot vs 91 fitted).

I risultati ottenuti indicano un proseguimento della fase di steepening fino ad un massimo di 137pb a maggio '08 seguita da una fase di moderato flattening che porta alla fine del 2008 lo spread a 120pb, comunque al di sopra del livello corrente. In uno scenario di rischio alternativo, con probabilità non trascurabile, di hard landing che porti la Fed a prolungare il ciclo dei tagli dei tassi fino ad arrivare a fine anno con tassi reali vicini a zero, lo spread 2/10 anni sale a 166pb in settembre '08 e a 184 pb a dicembre '08.

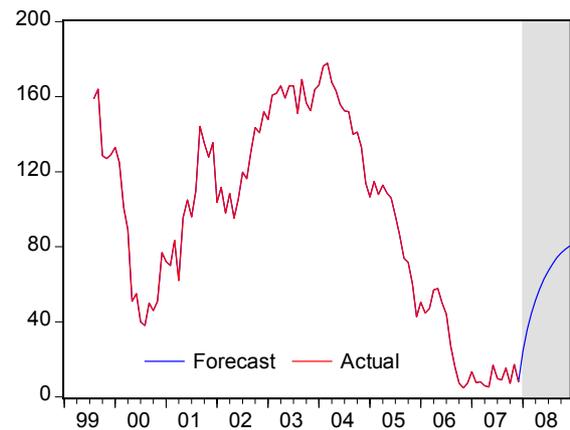
Sulla curva swap USD, le previsioni per il 2008 basate sui due scenari indicano uno steepening da 75pb spot a 144 in T2 e, nello scenario di recessione un target a fine anno a 207pb contro uno spread stabile in area 145pb nello scenario base. Il carry a 6 mesi sulla curva swap porta il breakeven della posizione a 93pb.

Spread di monetario euribor spot e future



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Previsioni 2/10 anni swap euro (pb)



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Solo steepening ultralungo sulla curva europea

■ Nonostante i target interessanti che si ricavano sullo steepening 2/10 anni delle curve in euro, riteniamo che l'apertura di posizioni di steepening sia prematura e più rischiosa nel breve termine rispetto a posizioni outright lunghe di duration sulla parte a breve.

■ Nel breve termine, la nostra preferenza per posizioni lunghe sulla parte breve della curva europea si accompagna ad una preferenza per posizioni di steepening 10/30 anni euro.

Sulla curva europea, come già illustrato con maggior dettaglio in precedenza, il deterioramento dello scenario di crescita che sarà accompagnato con l'anno nuovo da un calo dell'inflazione su base tendenziale, potranno alimentare un flattening della strip euribor sulle scadenze comprese tra la seconda metà del 2008 e l'inizio del 2009. Contemporaneamente è lecito attendersi un movimento di steepening sulle scadenze 1 anno forward (utilizziamo lo spread Euribor future 3 mesi nono-quinto contratto ED9_5). Questa prospettiva alimenterà nel medio termine un movimento di steepening anche delle curve in euro, anche se gli obiettivi dello steepening dipenderanno in modo cruciale dall'atteggiamento della banca centrale.

Un modello basato su una dinamica della curva di mercato monetario coerente con aspettative di tagli dei tassi nella seconda parte del 2008 e il PMI area euro composito indica come obiettivo di steepening 2/10 anni sulla curva swap euro 62pb e 67pb sulla curva governativa; gli obiettivi salgono a 80 e 87 pb rispettivamente su curva swap e govies sull'orizzonte di fine anno.

Nonostante i target interessanti che si ricavano sullo steepening 2/10 anni delle curve in euro, riteniamo che l'apertura di posizioni di steepening sia prematura e più rischiosa nel breve termine rispetto a posizioni outright lunghe di duration sulla parte a breve. Diverse sono le motivazioni che ci inducono questa conclusione:

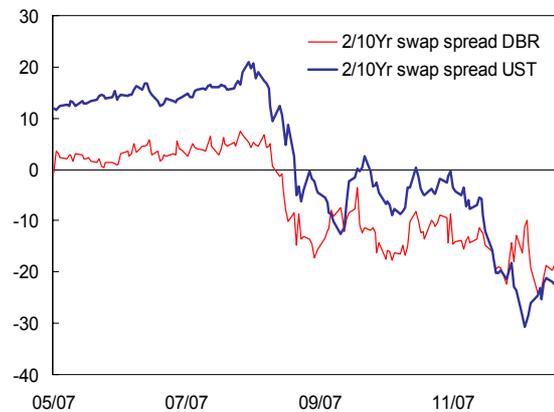
1. l'accelerazione dello steepening sul 2/10 anni deve passare per uno steepening del tratto 2/5 anni, che resterà condizionato dal wording della BCE. Nell'immediato l'inflazione al di sopra del target del 2% e la volontà della BCE di separare completamente gli interventi di creazione di liquidità dall'orientamento della politica monetaria manterranno vischiosa la dinamica dell'inclinazione della curva europea.

Steepening 1 anno forward delle curve swap



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Curva 2/10 anni swap spread pesantemente invertita



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

2. il carry pagato sullo steepening euro è aumentato molto dall'inizio della crisi di liquidità e rende determinante il timing di apertura di strategie di curva. Sull'orizzonte di 3 mesi, il carry sul 2/10 anni swap euro è pari a 9pb e sale a 18pb a sei mesi.

3. lo steepening sulla curva governativa potrebbe esser frenato dalla chiusura degli swap spread e soprattutto dalla disinversione della curva degli swap spread sul 2/10 anni.

Nel breve termine, la nostra preferenza per posizioni lunghe sulla parte breve della curva europea si accompagna ad una preferenza per posizioni di steepening 10/30 anni euro.

Lo spread 10/30 anni sulla curva europea sia swap sia govies è tornato a seguire una dinamica fortemente direzionale a partire dall'estate, con l'avvio del movimento bullish che ha investito la parte a breve della curva europea. Sulla curva governativa tedesca, lo spread 10/30 anni è salito da minimi a 15pb ad un massimo di 45pb a fine novembre, per poi tornare a muoversi in flattening (27.5pb spot) nell'ultimo mese coerentemente con il ritorno del rendimento dello Schatz sopra il 4%.

Sulla curva in dollari, l'andamento dello spread 10/30 anni è stato molto direzionale anche nel periodo precedente alla crisi di liquidità estiva. Come si osserva dal grafico sotto a destra nel corso del 2007 lo spread 10/30 anni US Treasury si è mosso in forte correlazione con i rendimenti a 2 anni. Il comportamento dello spread 10/30 anni della curva in dollari sembra avere condizionato molto la dinamica dello spread sulla curva europea nella prima parte dell'anno in cui la parte a breve delle curve euro e dollaro si è mossa in forte decoupling.

Steepening 10/30 anni Bund vs rendimento 2 anni

Steepening 10/30 anni US Treasury vs rendimento 2 anni



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Mentre sulla curva in dollari, la dinamica dello spread 10/30 anni è ben spiegata dalla relazione con i tassi a 2 anni, sulla curva in euro la stima migliore dello spread 10/30 anni richiede l'inclusione come variabile esogena anche dei tassi a 2 anni in dollari. La stima dello spread 10/30 govies sul campione degli ultimi 3 anni fornisce un valore di fair value dello spread pari a 37pb vs 27pb spot, e anche la stima sul campione relativo all'ultimo anno fornisce un fair value pari a di 36pb. In previsione la discesa della parte a breve della curva europea pone un target per lo steepening govies 10/30 a 48pb.

Mercati azionari e strategia di portafoglio

Mercato americano: attese EPS 2008 in deterioramento, ma valutazioni non ancora care

Giacomo Fedi

giacomo.fedi@intesasanpaolo.com

DINAMICHE DI MERCATO. E' proseguita nelle ultime settimane dell'anno la volatilità sui mercati azionari di tutto il mondo, in particolare su quello americano, a seguito di un susseguirsi di news flow, spesso contraddittori, relativi alla questione subprime e al quadro macroeconomico statunitense. Dopo essere salito del 5,3% dal 20 novembre al 10 dicembre, l'indice S&P500 ha poi corretto, perdendo il 2,6% nella seduta successiva in seguito alle dichiarazioni della Fed rilasciate in occasione del FOMC circa la nebulosità dell'attuale fase congiunturale nella quale è difficile interpretare i dati e calcolare i rischi di recessione e/o di inflazione. Il 12 dicembre l'azione concertata delle principali banche centrali, volta a garantire al sistema finanziario la necessaria liquidità e a liberare il mercato monetario dalla restrizione creditizia, ha infuso nuovo vigore ai prezzi; l'ottimismo è parso però di breve respiro, lasciando di nuovo spazio all'incertezza, poiché il sistema bancario resta circospetto mantenendo alto il livello del costo del denaro interbancario a breve e brevissima scadenza.

I temi principali del 2008 sono sostanzialmente tre:

- l'evoluzione della crisi subprime e l'impatto sui bilanci bancari e sull'economia;
- la dinamica dell'occupazione e la conseguente tenuta dei consumi;
- le pressioni inflazionistiche interne e quelle provenienti dalla Cina.

Al momento non è facilmente stimabile l'ammontare complessivo delle perdite per il sistema bancario indotte dalla crisi dei mutui subprime; è comunque presumibile stimare un impatto negativo ancora per il 2007.T4 e presumibilmente per il T1 del 2008, per poi attendersi una diminuzione dell'impatto nei trimestri successivi, e un miglioramento già a partire dal 2H del 2008. Le istituzioni finanziarie, inoltre, potrebbero scaricare sui bilanci del 2007 gli accantonamenti, così da non gravare sul 2008, in modo da poter beneficiare di un effetto base positivo sui conti del prossimo anno. In ogni caso, finché le banche non faranno una disclosure completa sull'esposizione ai subprime, i tassi di mercato monetario continueranno ad essere sotto pressione, indipendentemente dagli interventi delle banche centrali. L'occupazione appare ancora solida e i dati relativi alle vendite al dettaglio continuano a fornire supporto all'ipotesi di tenuta dei consumi: a fronte di qualche possibile tensione sulla forza lavoro, per il momento sembrerebbe da escludersi una crisi sistematica dell'occupazione. Infine, le pressioni inflazionistiche costruiscono un fattore di pericolosità per la tenuta dell'economia, poiché non lasciano troppo spazio alla Fed per interventi massicci sui Fed Funds.

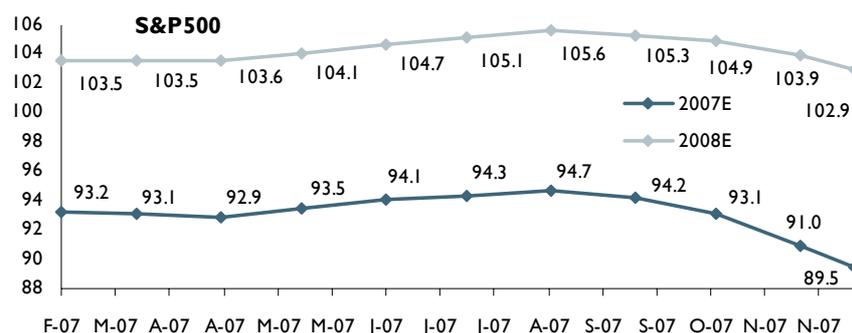
VALUTAZIONI. Non è certamente una novità il fatto che sotto il profilo delle valutazioni il mercato azionario americano appaia interessante, nonostante le minacce che gravano su di esso in termini di rischio recessione e impatto della crisi dei mutui subprime. A fronte di aspettative decrescenti per l'EPS 2008 (vedi grafico), scese a metà dicembre a \$102,9 dai \$103,9 di novembre, i principali indicatori che saggiano la salute del mercato in ottica storica, offrono segnali positivi: un P/E a 14,4x resta ben lontano dalla media di lungo periodo (20,4x), così come un PEG a 1,47 (media di lungo periodo 1,61), un implied risk premium a 5,3% (media di lungo periodo 4,0%), e un IMTG a 3,9% (media 9,5%).

S&P 500 valuation ratios

	10-Dic-07	Nov-07	1997-2006 average
2008E EPS (USD)	102,9	103,9	
2008E EPS growth (%)	15,3	14,4	
2007-09E EPS CAGR (%)	9,8	10,1	
2008E P/E (x)	14,4	14,0	20,4
PEG (con 07-09 CAGR)	1,47	1,39	1,61
EYR	0,60	0,58	0,95
Risk premium ⁸ (%)	ND	5,3	4,0
IMTG ⁹ (%)	ND	3,9	9,5

Fonte: Intesa Sanpaolo su dati IBES

Fig. X.1 – S&P500: dinamica delle aspettative di EPS 2007 e 2008.



Fonte: Intesa Sanpaolo

Pur non sposando l'ipotesi recessiva per l'economia americana, abbiamo elaborato un'analisi di sensitività per catturare gli effetti sulle valutazioni di un'improvvisa discesa delle aspettative di crescita degli utili aziendali a seguito dell'innescarsi di un'avvitamento delle problematiche finanziarie, immobiliari, occupazionali e inerenti il consumo delle famiglie. La prima ipotesi prevede una diminuzione del 10% dell'attuale livello degli EPS assoluti attesi per il 2008 (da \$102,9 a \$92,6), equivalenti ad una crescita annuale 2008 su 2007 pari al 3,5%, rispetto all'attuale 15,3%. Sotto questa ipotesi l'indice S&P500 appare in grado di assorbire la revisione al ribasso da parte del consenso di mercato, dal momento che le valutazioni attraenti offrono un buffer significativo per assorbire eventuali delusioni sul fronte della *corporate delivery*: gli indicatori di valore restano

⁸ Per calcolare il premio per il rischio azionario implicito nelle attuali valutazioni, abbiamo utilizzato un *dividend discount model* a 3 stadi, che confronta i prezzi dei titoli con il flusso atteso dei dividendi futuri, scontato per il tasso di rendimento richiesto sui titoli azionari. Il modello utilizza le stime di crescita degli EPS per i primi 9 anni, e dal decimo anno in poi ipotizza che gli utili crescano ad un tasso costante, pari al tasso atteso di crescita del PIL nominale a condizioni costanti. Nello specifico, per i primi 3 anni, il modello si basa sul fatto che gli utili cresceranno in linea con le previsioni di crescita degli utili IBES. Nel periodo intermedio, dal 4° al 9° anno, i tassi di crescita degli EPS sono fissati sulla base delle previsioni di medio periodo IBES e del tasso di crescita di lungo periodo del PIL nominale. Cfr. la pubblicazione "Banca IMI's Risk Premium Model: applications and methodology" del 10 aprile 2003.

⁹ Per calcolare l'*Implied Medium Term Growth (IMTG)*, abbiamo utilizzato un *dividend discount model* a tre stadi che mette a confronto i P/E dei settori con il flusso atteso degli utili futuri, scontato per il tasso di rendimento richiesto sui titoli azionari. Le principali assunzioni incorporate nella formula sono: un *payout ratio* di lungo periodo pari al 60%; un tasso di sconto per ogni periodo *t*, dato dalla somma del premio per il rischio azionario specifico del settore e il tasso di interesse atteso per il periodo *t*, implicito nella curva attuale dei rendimenti delle obbligazioni; un premio per il rischio specifico del settore, dato dal risultato tra il premio per il rischio di mercato e il Beta specifico di settore. Cfr. la pubblicazione "Banca IMI's IMTG model: New applications. review of methodology" del 4 novembre 2002.

nell'area di attrattività, ancora lontano dalle medie storiche di lungo periodo. La seconda simulazione ci mostra il livello al quale l'equity americano comincerebbe ad essere caro: sarebbe necessaria una diminuzione del 29% circa dell'attuale livello dell'EPS atteso (da \$102,9 a \$73,1), con conseguente diminuzione degli utili aggregati del 18,3%, perché i principali ratio indichino valutazioni comprese fra il fair value e la sopravvalutazione. La seguente tabella mostra i risultati dell'analisi di sensitività.

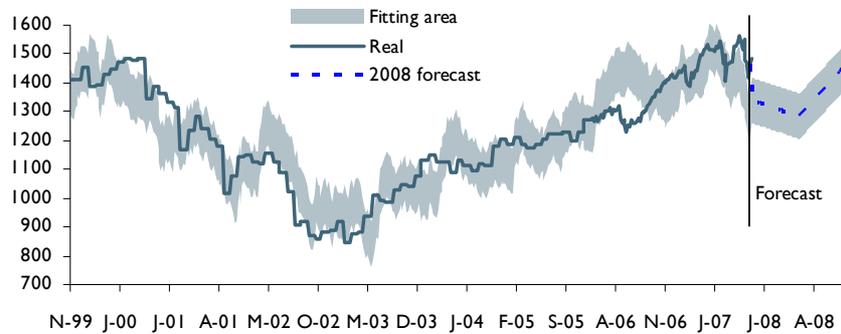
S&P 500 – Analisi di sensitività alle variazioni circa le attese sugli utili

	Attuale	-10% EPS 08	-29% EPS 08	1997-2006 Avg.
2008E EPS (USD)	102,9	92,6	73,1	
2008E EPS growth (%)	15,3	3,5	-18,3	
2007-09E EPS CAGR (%)	9,8	5,9	-2,1	
2008E P/E (x)	14,4	16,0	20,3	20,4
PEG (con 07-09 CAGR)	1,47	2,71	NM	1,61
EYR	0,60	0,69	0,87	0,95
Risk premium (%)	5,3	5,1	4,1	4,0
IMTG (%)	3,9	5,4	9,5	9,5

Fonte: Intesa Sanpaolo

Dal momento che il mercato americano mostra di avere un certo buffer per assorbire bad news sul fronte degli utili, abbiamo provato ad applicare il nostro modello econometrico sotto le ipotesi di una discesa degli utili attesi nella prima metà del 2008 pari al 10%, per poi risalire nella seconda metà di un tasso pari alla relazione che lega la crescita del PIL a quella degli utili aziendali, sulla base delle nostre forecast. Ipotizzando una crescita del 2,1% a/a nel 2008.T3 e del 2,0% a/a nel 2008.T4, la crescita degli utili, in questi sei mesi, dovrebbe essere pari al 4,3% circa. L'analisi è *ceteris paribus*, pertanto implica un livello sostanzialmente costante dei rendimenti a 2Y. Il modello fornisce il seguente risultato.

Fig. X.1 – S&P500: valutazione con ipotesi di EPS -10% 1H08 e +4,3% 2H08



Fonte: Intesa Sanpaolo

Come mostrato dalla linea tratteggiata e dalla banda di valutazione del grafico, anche sotto ipotesi conservative sul fronte delle dinamiche reddituali della Corporate America, il mercato azionario USA non apparirebbe caro in un orizzonte temporale di dodici mesi; superata l'attuale fase di turbolenza, l'equity USA potrebbe pertanto costituire un'ottima opportunità d'investimento già a partire dal T2-3 del prossimo anno, quando l'entità del valore complessivo dei subprime potrebbe essere stato ormai reso noto e quando i numeri a livello macro dovrebbero mostrare un superamento dei timori di recessione. L'attuale modesto underweight sull'equity americano potrebbe essere via via rimosso nel corso dei prossimi mesi, fino a trasformarsi in un overweight.

Mercato europeo: attese EPS 2008 stabili, potenziale *upside* dopo una fase di trading range

DINAMICHE DI MERCATO. In una prima fase, dal 20 novembre al 12 dicembre, l'indice Euro Stoxx ha registrato un incremento del 4,3%, beneficiando del taglio dei tassi da parte della BoE, delle aspettative di un taglio della Fed, e della decisione del Governo americano di sostenere le famiglie in difficoltà con il rimborso dei mutui. Successivamente, si è innescata una brusca inversione di tendenza, a seguito del vanificarsi degli effetti dell'intervento concertato delle banche centrali, e della recrudescenza dei timori di rallentamento economico indotto dai subprime, cui si aggiunge un quadro inflazionistico complesso. Per il mercato azionario europeo le prospettive per il 2008 appaiono comunque più interessanti rispetto a quelle del mercato statunitense, non solo in termini di valutazioni, ma anche sotto il profilo della tenuta degli utili e della maggiore difensività in caso di una sensibile diminuzione della crescita americana.

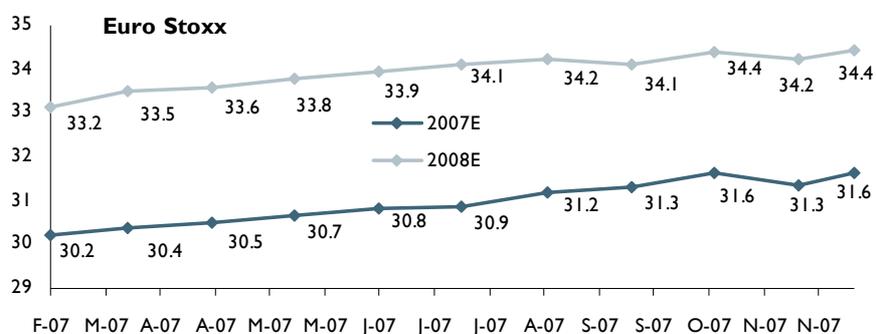
I temi per il 2008 sono sostanzialmente quattro:

- il ritardo del ciclo economico dell'area euro rispetto a quello americano (crescita più solida nel 2007.T4 e nel 2008.T1);
- il cambio EUR/USD sembra aver imboccato un trend discendente, con il dollaro che si apprezza sulla divisa europea;
- l'inflazione, sia quella interna che quella importata dall'Asia, potrebbe essere il rischio principale per il 2008;
- minore esposizione ai mutui subprime rispetto al mercato americano.

Il ciclo economico dell'area euro è ritardato rispetto a quello americano di qualche trimestre, e questo determina un periodo di crescita più sostenuta per l'area euro, con conseguente beneficio per il mercato azionario europeo, già favorito da una minore esposizione del sistema finanziario al mercato dei derivati sui mutui subprime. Inoltre, se l'euro dovesse continuare a deprezzarsi nei confronti del dollaro, le esportazioni europee ne trarrebbero beneficio a sostegno dei risultati aziendali. Resta l'incognita dell'inflazione, che costituisce un pericolo anche per l'Europa, dove la Banca centrale, strutturalmente attenta alla crescita dei prezzi, sarà probabilmente meno flessibile di quella americana nell'utilizzare la politica monetaria a sostegno della crescita.

VALUTAZIONI. Al 10 dicembre le valutazioni dell'indice Euro Stoxx mostrano un leggero miglioramento rispetto ai valori di novembre, grazie all'incremento delle stime sugli utili attesi, con l'EPS 2008 che sale a €34,4 dal precedente €34,2.

Fig. X.1 – Euro Stoxx: dinamica delle aspettative di EPS 2007 e 2008.



Fonte: IBES

Peggiora invece il confronto con i rendimenti obbligazionari (EYR a 0,51 vs. 0,49 a novembre), sebbene risulti ancora un'evidente maggiore attrattività dell'equity rispetto ai bond (media dell'EYR di lungo periodo 0,79). Il deterioramento dei dati relativi alla crescita attesa sia 2008 che 2007-09 CAGR, nonostante la salita dell'EPS atteso 2008, è indotto dal fatto che anche l'EPS atteso 2007 è risultato in rialzo, passando da €31,3 il 20 novembre a €31,6 il 10 novembre (rialzo proporzionalmente maggiore). Il miglioramento, seppur leggero, delle valutazioni è tanto più significativo in quanto è occorso in concomitanza con un leggero rialzo dei prezzi (performance Euro Stoxx +1,3% dal 22 novembre al 6 dicembre, date degli aggiornamenti del consenso IBES).

Euro Stoxx valuation ratios

	10-Dic-07	Nov-07	1997-2006 average
2008E EPS (EUR)	34,4	34,2	
2008E EPS growth (%)	8,8	9,2	
2007-09E EPS CAGR (%)	10,4	10,6	
2008E P/E (x)	11,9	12,0	18,9
PEG (con 07-09 CAGR)	1,15	1,13	1,47
EYR	0,51	0,49	0,79
Risk premium (%)	ND	5,6	4,1
IMTG (%)	ND	-0,5	4,1

Fonte: Intesa Sanpaolo su dati IBES

Anche per l'indice europeo, abbiamo condotto un'analisi di sensitività per stimare l'impatto sulle valutazioni di un'eventuale revisione al ribasso delle stime sugli utili attesi. Il consueto scenario di un taglio del 10% dell'attuale livello dell'EPS atteso per il 2008, indica che il mercato azionario europeo è ancora capace di esprimere valore, anche nel caso in cui la crescita attesa degli utili per il 2008 dovesse azzerarsi o diventare leggermente negativa.

Euro Stoxx – Analisi di sensitività alle variazioni circa le attese sugli utili.

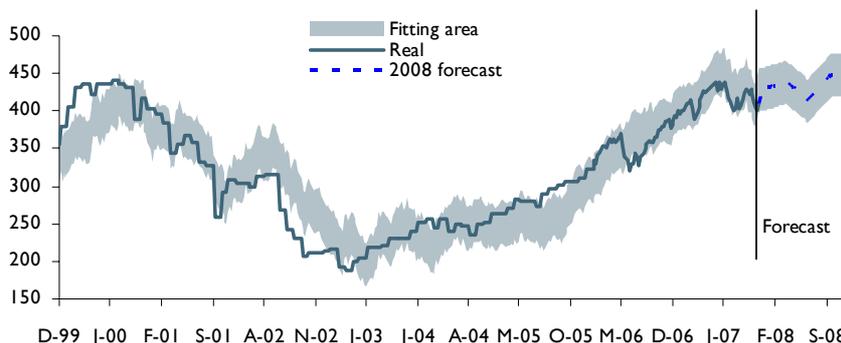
	Attuale	-10% EPS 08	-25% EPS 08	1997-2006 Avg.
2008E EPS (EUR)	34,4	31,0	25,8	
2008E EPS growth (%)	8,8	-2,1	-18,4	
2007-09E EPS CAGR (%)	10,4	6,6	0,3	
2008E P/E (x)	11,9	13,2	15,9	18,9
PEG (con 07-09 CAGR)	1,15	2,01	NM	1,47
EYR	0,51	0,57	0,68	0,79
Risk premium (%)	5,6	5,0	3,6	4,1
IMTG (%)	-0,5	1,1	4,3	4,1

Fonte: Intesa Sanpaolo su dati IBES

La modellistica suggerisce inoltre la presenza di un buffer per assorbire delusioni sugli EPS abbastanza significativo per l'Euro Stoxx: prima che le valutazioni diventino care in termini di medie di lungo periodo, sarebbe infatti necessario assistere ad un taglio marcato delle stime per l'EPS 2008, quantificabile in un 24-25%.

Anche il modello econometrico suggerisce risultati analoghi: ipotizzando che fra il primo ed il secondo trimestre del 2008 l'EPS possa rimanere stabile o crescere moderatamente di un 3,1% rispetto agli attuali livelli (in concomitanza con una crescita del PIL nel T1 dell'1,7% a fronte del ciclo europeo più ritardato rispetto a quello americano), e che poi subentri l'ipotesi di una discesa del 10% dell'EPS atteso fra il T1 ed il T2, il mercato risulterebbe ancora vicino al fair value sulla base dei valori di fine 2007. Nella seconda metà del 2008, infine, abbiamo ipotizzato una risalita del 9,3% dell'EPS atteso rispetto alla fine del 2007, in linea con la crescita del PIL stimata negli ultimi due trimestri pari al 2% a/a. L'analisi è *ceteris paribus*: si è dunque ipotizzato una sostanziale stabilità dei rendimenti a due anni. Il grafico seguente mostra i risultati del modello.

Euro Stoxx: valutazione con ipotesi di EPS +3,1% T1, -10% T2, +9,3% T3-4

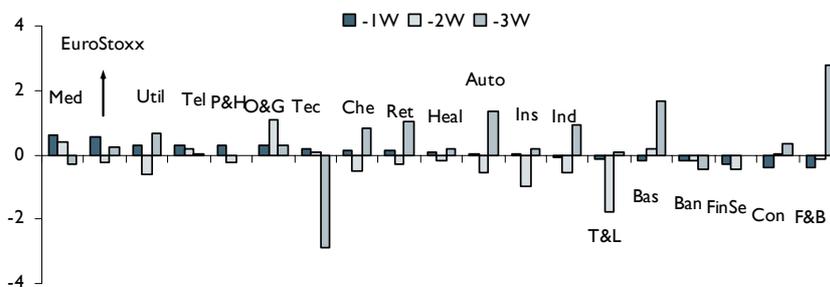


Fonte: Intesa Sanpaolo

Alla luce delle considerazioni svolte, il mercato azionario europeo risulterebbe più interessante di quello americano, soprattutto in un'ottica di tre mesi, mentre in un periodo più lungo (6-9 mesi) si potrebbe assistere a qualche correzione, sebbene non particolarmente violenta, seguita da un veloce recupero.

ANALISI DEI SETTORI EUROSTOXX E SECTOR ALLOCATION. Osservando le revisioni degli EPS attesi per il 2008 secondo i dati del consenso IBES, possiamo notare come i settori che hanno registrato incrementi per tre settimane consecutive sono stati Oil&Gas e Telecom, mentre i comparti che hanno subito una revisione al ribasso degli EPS consecutiva nelle ultime tre settimane, sono stati Banks e Financial services. L'indice Euro Stoxx aggregato ha mostrato un leggero aumento delle aspettative circa l'EPS atteso 2008 nell'ultima settimana.

Fig. Revisione EPS atteso consenso IBES nelle ultime tre settimane.



Fonte: Datastream, IBES

STRATEGIA SETTORIALE. Il portafoglio settoriale dal 20 novembre al 14 dicembre ha riportato una performance sostanzialmente in linea con quella del benchmark, con un rendimento marginalmente superiore (0,05%). Si sono dimostrate positive le scelte sui settori Chemical, Technology, Travel&Leisure e Utility, mentre sono stati penalizzanti i sottopesi sui comparti Healthcare, Financial services e Insurance.

Guardando al 2008, l'allocazione settoriale si presenta piuttosto complessa, data l'enorme volatilità e incertezza che caratterizza questo fine anno.

Continuiamo a ritenere valida la scelta di sovrappesare i settori **Technology** e **Telecom**, il primo perché esposto alla crescita asiatica e meno legato al ciclo domestico americano, il secondo perché dopo le ristrutturazioni e gli investimenti

strategici, potrebbe essere pronto per esprimere nuovo valore, oltre che essere caratterizzato da un elevato *dividend yield*. Anche il settore **Utility**, per la sua caratteristica di difensività, oltre che per il rendimento del dividendo, potrebbe beneficiare di buone performance nel corso del 2008. Questo mese upgradiamo i settori **Oil & Gas** ed **Healthcare**. Il comparto **Energia**, oltre che essere uno dei protagonisti principali nell'attuale fase storica di crescita asiatica, gode, in questa fase di tensioni sul fronte dell'inflazione, di un buon *pricing power*. Inoltre la domanda per il settore è sostenuta dall'esuberanza della crescita di Cina ed India che è destinata a proseguire nei prossimi anni. Anche il settore **Healthcare** gode di un buon *pricing power* e nonostante le difficoltà derivanti dalla competizione indotta dai farmaci generici, in questa fase potrebbe outperformare, in virtù delle sue caratteristiche difensive e del buon rendimento del dividendo.

Abbiamo portato a peso di mercato da underweight, i settori **Basic resources** e **Insurance**, il primo perché sostenuto dalla forte domanda proveniente dall'Asia e in forza di prospettive positive in un'ottica di più lungo periodo, il secondo perché è presumibile attendersi un impatto minore del previsto della crisi subprime sui bilanci delle assicurazioni europee. A seguito delle ottime performance realizzate, riportiamo a peso di mercato il settore **Chemical**, poiché le valutazioni appaiono adesso a *fair value*.

Infine, downgradiamo i settori **Travel & Leisure** e **Retail** ad underweight, poiché riteniamo che, a fronte della debolezza della domanda americana e soprattutto delle pressioni inflazionistiche che attanagliano anche l'Europa, il consumo al dettaglio possa subire delle battute d'arresto. Il prezzo del petrolio, inoltre, anche se non dovesse salire ulteriormente, potrebbe tuttavia restare su livelli elevati, erodendo i margini delle compagnie aeree.

L'ottimizzatore è riuscito a trovare una combinazione per il vettore dei pesi del portafoglio tale da generare un expected return più elevato di quello del benchmark in un orizzonte temporale di un mese (0,44% vs. 0,35%), in concomitanza con una volatilità più bassa (1,91% vs. 1,94%). In questa fase di incertezza, si è preferito controllare la volatilità del portafoglio complessivo, piuttosto che spuntare rendimenti attesi superiori.

OVERWEIGHT

Oil & Gas ↑	Tailwinds: settore difensivo e dotato di buon pricing power in questa fase di tensioni sul fronte dell'inflazione; domanda sostenuta di servizi offshore; margini di lavorazione del greggio prossimi ai massimi storici; quotazioni elevate del petrolio favoriscono gli estrattori. Headwinds: costi di esplorazione elevati; margini di raffinamento sotto pressione a causa degli elevati costi di produzione; forte esposizione degli utili e del fatturato a fattori volatili quali i cambi e le politiche dell'OPEC.
Technology	Tailwinds: migliora il momentum degli EPS attesi; margini operativi attesi in miglioramento per i produttori di chip; il lancio di nuovi prodotti dovrebbe impattare positivamente sulle vendite di società di elettronica di consumo. Headwinds: redditività operativa attesa in calo per alcuni produttori di software e per alcune società di attrezzature tecnologiche; pressioni sui margini; settore esposto ai rallentamenti dell'economia; ancora in calo i prezzi medi di vendita dei cellulari.
Telecom	Tailwinds: interesse legato all'attività di M&A in aumento, grazie alla forte generazione di cassa e alla riduzione dell'indebitamento; buoni risultati del 3° trimestre 2007, mediamente superiori alle attese; contenimento dei costi e razionalizzazione operativa; Vodafone, oltre a riportare un ottimo T3, ha alzato le guidance per il 2007 e il 2008, grazie ad Europa dell'est, India e Turchia; aumenti degli abbonati ai servizi a banda larga per Telefonica. Headwinds: ancora bassa redditività nei nuovi servizi ad alta velocità; concorrenza elevata nei servizi di linea fissa; difficile il rifinanziamento del debito.
Healthcare ↑	Tailwinds: beneficia dell'apprezzamento del dollaro; settore con caratteristiche difensive; scadenza dei brevetti e diffusione dei farmaci generici in parte bilanciate dalla produzione di nuovi farmaci e dall'acquisto da parte dei big player delle imprese più piccole produttrici dei generici. Headwinds: fatturati sotto pressione a causa della concorrenza dei generici; le attività di R&S comportano costi elevati; pochi nuovi prodotti in via di lancio.
Utility	Tailwinds: utili attesi in aumento quest'anno grazie al rialzo del costo dell'energia; in aumento gli utili da trading di materie prime; interesse legato al processo di consolidamento in atto; carattere difensivo legato ai flussi di utili; elevato dividend yield. Headwinds: l'attesa scarsità di precipitazioni potrebbe impattare negativamente sulla produzione delle fonti rinnovabili d'energia più a buon mercato; settore sensibile alla volatilità del prezzo del petrolio; utili sotto pressioni legate al contesto regolamentare.

MARKET NEUTRAL

Autos	Tailwinds: interesse legato all'attività di M&A; alcune storie di turnaround; margine di ulteriore razionalizzazione e contenimento dei costi; distribuzione di dividendi e riacquisto di azioni proprie. Headwinds: effetto valuta negativo; costi delle materie prime in rialzo; pricing power ancora debole a causa del persistente eccesso di capacità produttiva; i margini sono sotto pressione a causa dei costi legati all'avvio di nuove produzioni.
Banks	Tailwinds: forte dinamica del credito sui mercati domestici e nel Sud Est dell'Europa; ulteriore margine di riduzione dei costi e di razionalizzazione operativa. Headwinds: risultati del T3 colpiti dagli accantonamenti per le perdite indotte dalla crisi dei mutui subprime; probabile, significativo calo dei fatturati e degli utili generati da attività legate ai mercati dei capitali; elevato profilo di rischio.
Basic Resources ↑	Tailwinds: uno dei settori più interessanti in ottica di medio-lungo periodo; ancora positivi i principali motori della domanda, quali l'urbanizzazione, le infrastrutture e l'esplorazione nei settori delle materie prime e delle fonti energetiche; probabili nuove revisioni al rialzo degli EPS; prezzi di vendita elevati. Headwinds: costi elevati delle materie prime non lavorate e dell'energia; volatilità dei prezzi dei metalli; prospettive poco incoraggianti per il settore della carta, date le attese negative per le vendite e l'aumento dei costi della pasta di legno.
Chemicals ↓	Tailwinds: domanda sostenuta e prezzi elevati per i prodotti chimici fini; attrattiva legata all'attività di M&A; margini di miglioramento a livello di redditività, ristrutturazione e razionalizzazione operativa. Headwinds: valutazioni in linea con il fair value; prodotti di base sensibili alla volatilità del prezzo del petrolio, i cui livelli elevati pesano sui costi di produzione; sensibilità ad un rallentamento economico; margini sotto pressione a causa delle normative antinquinamento e della concorrenza dei paesi a basso costo.
Food & Beverages	Tailwinds: domanda sostenuta nei mercati emergenti (Asia-Pacifico, Africa, Europa Centrale/Orientale); settore interessante in termini di valutazioni; opportunità legate ad alcune storie di consolidamento. Headwinds: margini previsti in ribasso a causa del rialzo dei prezzi delle materie prime e della concorrenza dei prodotti non di marca; risultati del T3 di alcune società (soprattutto fabbricanti di birra) colpiti da condizioni meteo avverse; settore sensibile al mercato dei cambi.
Industrial G&S	Tailwinds: incremento dei nuovi ordinativi e visibilità circa l'attività futura; tiene la domanda di investimenti; la domanda proveniente dalla Cina resta particolarmente sostenuta. Headwinds: forti pressioni sui margini nel settore altamente competitivo dei servizi industriali; dinamica delle vendite prevista in rallentamento in alcuni mercati europei; settore sensibile al ciclo economico e penalizzato dall'andamento del mercato valutario.
Insurance ↑	Tailwinds: esposizione ai subprime mortgages meno problematica di quanto fosse atteso in precedenza; crescita sostenuta nei segmenti Vita e Salute; buone prospettive per l'attività assicurativa nei paesi emergenti ad alto tasso di crescita; revisioni al rialzo delle stime degli EPS. Headwinds: settore esposto alla volatilità dei mercati finanziari; in rallentamento il ramo Danni; combined ratio in aumento a causa dei recenti sinistri per cause meteorologiche (trombe d'aria, temporali, alluvioni).
Media	Tailwinds: nel 2007 la spesa pubblicitaria nell'Europa Occidentale dovrebbe crescere a tassi più elevati rispetto agli Stati Uniti per la prima volta da molti anni, alimentata dall'aumento della domanda in Germania e nel Regno Unito; crescita guidata dai prodotti on-line; nel 2008 importanti eventi sportivi (Olimpiadi, europei di calcio) e politici (elezioni presidenziali negli USA) dovrebbero sostenere la crescita della spesa pubblicitaria. Headwinds: alcune attività innovative comportano elevati costi di avviamento e scarsa visibilità; debole crescita della raccolta pubblicitaria negli USA; penalizzato dal cambio.

UNDERWEIGHT

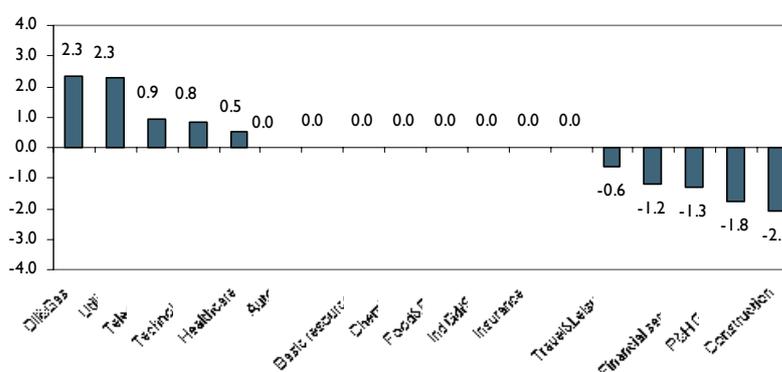
Construction and Material	Tailwinds: vendite sostenute di cemento e clinker nei paesi emergenti; alcuni leader di settore hanno annunciato risultati positivi relativi al 3° trimestre, sulla scorta del consistente fatturato realizzato in Asia (Cina e India). Headwinds: forte esposizione al mercato immobiliare; segnali di un rallentamento nei paesi europei a crescita sostenuta, quali la Spagna; materiali edili esposti alle dinamiche dei costi energetici e delle valute.
Financial Services	Tailwinds: settore non particolarmente caro in termini di valutazioni. Headwinds: profilo di rischio elevato: holding molto sensibili alla volatilità delle quotazioni azionarie; possibili ulteriori ripercussioni negative sulle società immobiliari nel caso di un deterioramento delle condizioni di mercato; la crisi subprime potrebbe avere ulteriori strascichi sul settore.
Personal & Household Goods	Tailwinds: forti prospettive di crescita nei mercati emergenti; ampio margine di incremento dell'attività di M&A, soprattutto nel settore del lusso; buone possibilità di riacquisto di azioni proprie e dividendi generosi, a vantaggio delle quotazioni. Headwinds: settore ciclico, molto esposto al rischio di un rallentamento economico; esposizione al mercato dei cambi, e in particolare alle valute asiatiche più volatili e al dollaro USA.
Retail ↓	Tailwinds: crescita sostenuta nell'Europa dell'Est e in Asia; settore con caratteristiche difensive; diverse opportunità legate al processo di consolidamento; forte capacità di generare cassa, interessante per potenziali LBO e per fondi di private equity. Headwinds: le pressioni inflazionistiche colpiscono negativamente il settore in termini di sales e margini; condizioni di mercato molto competitive nell'Europa Occidentale (presenza dei discount); scarsa crescita delle vendite e dell'offerta di sconti, necessaria per salvaguardare le quote di mercato; penalizzato dall'economia e dal cambio.
Travel & Leisure ↓	Tailwinds: interesse legato all'attività di M&A; alcune caratteristiche difensive (servizi per il tempo libero); riduzione del numero dei voli da parte di Ryanair, con conseguente risparmio sul costo dei servizi aeroportuali, a vantaggio della redditività. Headwinds: le pressioni inflazionistiche colpiscono negativamente il settore in termini di sales e margini; costo dei carburanti in rialzo; pressioni al ribasso sui prezzi dei biglietti aerei, dovute alla concorrenza delle compagnie low-cost; sentiment di settore legato a fattori volatili (prezzo del petrolio, attentati).

European Equity Sector Allocation (orizzonte temporale 1 mese)

%	Benchmark	Optimal	Delta
Auto	5.0	5.0	0.0
Bank	19.5	19.5	0.0
Basic resources	2.2	2.2	0.0
Chemical	4.8	4.8	0.0
Construction	4.1	2.1	-2.1
Food&Bev	3.5	3.5	0.0
Financial services	2.6	1.3	-1.3
Healthcare	3.1	3.6	0.5
Ind Gd/Srv	8.0	8.0	0.0
Insurance	7.8	7.8	0.0
Media	2.5	2.5	0.0
Oil&Gas	6.7	9.0	2.3
P&H Goods	3.5	1.8	-1.8
Retail	2.4	1.2	-1.2
Technology	5.3	6.2	0.8
Telecom	7.4	8.3	0.9
Travel&Leisure	1.2	0.6	-0.6
Utility	10.5	12.8	2.3
	100.00	100.00	
Expected Return:	0.35%	0.44%	
Volatility:	1.94%	1.91%	
Absolute Portf. VAR (95%):	-3.19%	-3.15%	
Sharpe Ratio:	0.18	0.23	
Tracking Error:		0.08%	
Information Ratio:		1.17	
Relative Portf. VAR (95%):		-0.13%	

Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo

Sectors Over/Underweighting (delta peso portfolio-benchmark)



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo.

MERCATO GIAPPONESE: PROSPETTIVE NON PARTICOLARMENTE DINAMICHE A FRONTE DI UN SOSTANZIALE FAIR VALUE.

DINAMICHE E VIEW DI MERCATO. L'indice Nikkei ha seguito le dinamiche dello S&P500, mettendo a segno dal 20 novembre all'11 dicembre un rialzo del 5,5%; successivamente, si è verificata una correzione di oltre il 3%, a seguito delle dichiarazioni della Fed e del raffreddarsi dell'ottimismo del mercato circa la bontà delle manovre concertate dalle banche centrali per offrire sostegno alla liquidità interbancaria. Le buone prospettive per i produttori di acciaio, e il rimbalzo del settore delle costruzioni hanno guidato i guadagni delle borse nipponiche all'inizio di dicembre, per poi subire le correzioni guidate dai titoli bancari e finanziari. L'indice Tankan relativo al T4 è risultato in calo, al di sotto delle attese del mercato, sebbene il capex delle grosse aziende industriali abbia messo a segno un rialzo del 10,5% rispetto al precedente dato dell'8,7%.

VALUTAZIONI. Guardando al 2008, le valutazioni del mercato giapponese non appaiono particolarmente care, con quasi tutti i principali indicatori che restano lontano dalle medie storiche di lungo periodo. Si evidenzia, tuttavia, una tendenza al deterioramento delle aspettative relative agli EPS attesi per il 2008, in calo dai JPY103,1 di fine novembre ai JPY102,1 del 10 dicembre. Tale tendenza, nonostante un quadro macroeconomico non negativo, potrebbe tuttavia accentuarsi nel corso dei prossimi mesi, in conseguenza del rallentamento della crescita americana, che impatta sulle esportazioni, di problematiche interne relative al mercato immobiliare, di una crescita dei salari contenuta, e a causa del cambio che in caso di apprezzamento nei confronti della divisa americana, potrebbe ulteriormente penalizzare l'export, oltre che indurre molti operatori a smontare le operazioni di *carry trade*. A sostegno delle prospettive per il mercato nipponico pesano invece le esportazioni verso la Cina, in aumento costante ormai da numerosi trimestri. Infine, è necessario considerare la forte relazione che lega le dinamiche del mercato azionario giapponese a quello americano.

Japan Topix valuation ratios

	10-Dic-07	Nov-07	1997-2006 average
2008E EPS (JPY)	102,1	103,1	
2008E EPS growth (%)	9,7	9,1	
2007-09E EPS CAGR (%)	12,1	12,2	
2008E P/E (x)	14,9	14,1	34,3
PEG	1,23	1,16	1,53
EYR	0,23	0,21	0,44
Risk premium (%)	ND	7,1	5,2
IMTG (%)	ND	0,5	4,3

Fonte: Intesa Sanpaolo su dati IBES

L'analisi di sensitività delle valutazioni alle dinamiche degli utili attesi per l'indice Topix mostra una certa capacità del mercato giapponese a reagire ad eventuali revisioni al ribasso, sebbene il cuscino a disposizione appaia meno ampio rispetto a quello americano. Già un ribasso del 10% sull'EPS atteso 2008, infatti, mette sotto pressione la crescita in termini percentuali (dal 9,7% a -1,2%), e il PEG ratio, che sale da 1,23 a 2,01, superando la media di lungo periodo (1,53) e indicando una certa incapacità delle valutazioni a sostenere un tasso di crescita degli utili così modesto. Una discesa degli EPS attesi del 20-23% porterebbe l'indice Topix al confine fra il fair value e l'area di sopravvalutazione, secondo un approccio valutativo basato sul lungo periodo.

Topix – Analisi di sensitività delle valutazioni alle attese sugli utili

	Attuale	-10% EPS 08	-23% EPS 08	1997-2006 Avg.
2008E EPS (JPY)	102,1	91,8	78,6	
2008E EPS growth (%)	9,7	-1,2	-15,5	
2007-09E EPS CAGR (%)	12,1	8,2	2,7	
2008E P/E (x)	14,9	16,5	19,3	34,3
PEG	1,23	2,01	7,04	1,53
EYR	0,23	0,26	0,30	0,44
Risk premium (%)	7,1	6,4	5,2	5,2
IMTG (%)	0,5	3,3	9,5	4,3

Fonte: Intesa Sanpaolo su dati IBES

Resta l'incognita, in un orizzonte di breve e medio periodo, circa la dinamica dei consumi interni ancora piuttosto deboli, penalizzati da un basso potere d'acquisto dei salari. A fronte delle difficoltà interne e della minore difensività del mercato azionario giapponese in caso di downgrade sul fronte degli utili attesi, il giudizio su questo mercato è di neutralità, nonostante le valutazioni non siano care.

MERCATO CINESE: IL 2008 POTREBBE ESSERE L'ANNO DELLA CONVERGENZA FRA PREZZI E VALUTAZIONI.

DINAMICHE, VALUTAZIONI E VIEW DI MERCATO. Nonostante la recente discesa del mercato azionario cinese (Shanghai A Index -21,2% dal massimo del 16 ottobre ai minimi del 28 novembre, IBES China Index -16,9% dal 16 ottobre al 3 dicembre), le valutazioni restano ancora care, sebbene si stiano avvicinando al fair value. In particolare, il risk premium e l'IMTG appaiono abbastanza in linea con i valori storici medi di lungo periodo, e, a dispetto del deterioramento del quadro internazionale, in particolare americano, le attese circa gli EPS continuano a salire. Come avevamo anticipato nei mesi scorsi, è plausibile attendersi anche per il 2008 una prosecuzione di questo trend di riallineamento fra prezzi e valutazioni, caratterizzata dalla discesa dei primi e dalla salita (o tenuta) delle aspettative di crescita degli utili aziendali. Il vero *downside risk* per il potente motore economico cinese nel 2008 potrebbe essere rappresentato dall'inflazione, che è in rapida salita, come dimostrato da numerosi indicatori (CPI +6,9% in novembre, vs. 6,5% in ottobre). Tuttavia, la crescita dei prezzi è per lo più indotta da una possente domanda interna e dalla forza delle esportazioni in presenza di un cambio vincolato nei confronti del dollaro: un'inflazione da domanda, in un'economia che cresce, non rappresenta, per il momento, un problema di particolare gravità.

IBES CHINA Index valuation ratios

	10-Dic-07	Nov-07	1997-2006 average
2008E EPS (Yuan)	0,594	0,585	
2008E EPS growth (%)	31,7	30,9	
2007-09E EPS CAGR (%)	33,4	33,0	
2008E P/E (x)	23,5	23,8	12,8
PEG	0,70	0,93	1,13
EYR	1,06	1,11	0,74
Risk premium (%)	ND	8,9	6,7
IMTG (%)	ND	19,3	19,8

Fonte: Intesa Sanpaolo su dati IBES

L'approccio dell'analisi di sensitività per il mercato azionario cinese (vedi tabella sottostante), indica l'assenza di qualsiasi *buffer* per assorbire eventuali deterioramenti circa le aspettative di sostenibilità degli attuali livelli di crescita degli utili: essendo il mercato già caro, qualsiasi peggioramento delle prospettive reddituali farebbe peggiorare ancora di più le valutazioni, innescando una discesa ancor più sostenuta delle quotazioni.

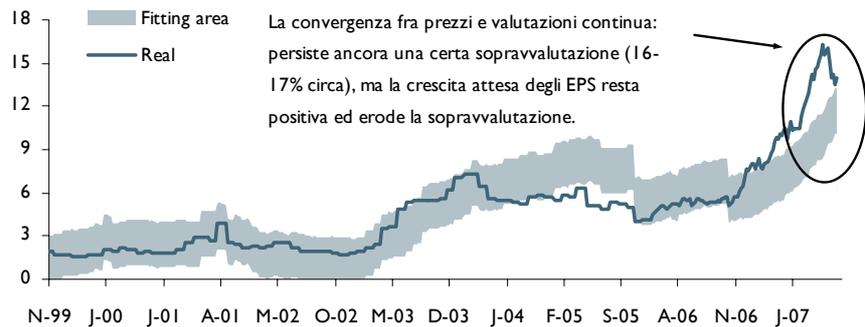
IBES China – Analisi di sensitività delle valutazioni alle attese sugli utili

	Attuale	-10% EPS 08	1997-2006 Avg.
2008E EPS (USD)	0,594	0,535	
2008E EPS growth (%)	31,7	18,5	
2007-09E EPS CAGR (%)	33,4	28,8	
2008E P/E (x)	23,5	26,1	12,8
PEG	0,70	0,91	1,13
EYR	1,06	1,18	0,74
Risk premium (%)	8,9	7,2	6,7
IMTG (%)	19,3	20,9	19,8

Fonte: Intesa Sanpaolo su dati IBES

Il grafico sottostante mostra la convergenza fra prezzi e valutazioni alla luce di un modello econometrico che stima il fair value per il mercato azionario cinese: il 2008 ha molte probabilità di essere l'anno in cui l'area di *fitting* e la retta che rappresenta l'indice potrebbero tornare ad incontrarsi di nuovo.

Cina – modello di valutazione



Fonte: Intesa Sanpaolo

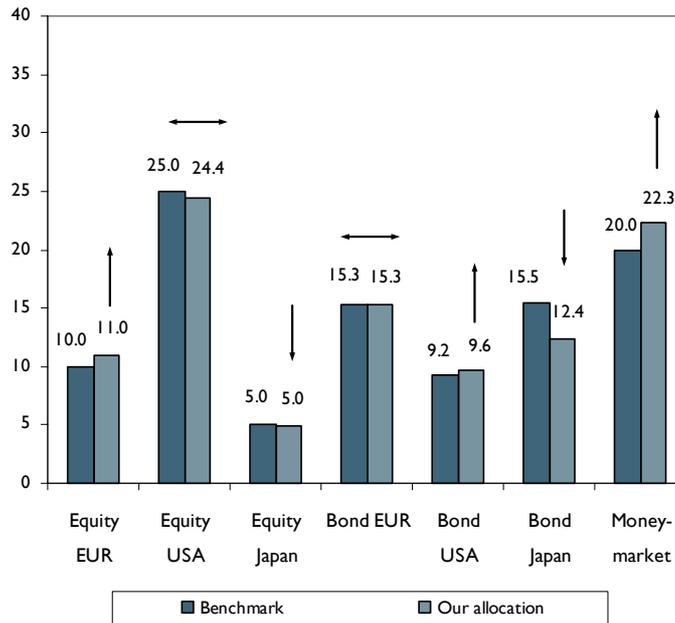
PORTAFOGLIO DI MERCATO: IN ATTESA DEL SUPERAMENTO DELL'ATTUALE FASE DI VOLATILITA', FAVORITI EQUITY EURO, BOND USA E MONEY MARKET.

ASSET ALLOCATION MODEL¹⁰. Fra il 20 novembre ed il 14 dicembre, l'asset allocation è risultata performante rispetto al benchmark, registrando risultati migliori su tutte le asset class con la sola eccezione dell'azionario americano, sul quale avevamo una posizione di sottopesatura rispetto al benchmark. Questo mese, confortati da una visione di lungo termine positiva, ma prudenti in un'ottica di breve, abbiamo deciso di incrementare leggermente l'esposizione all'equity europeo, più attraente di quello americano in termini di valutazioni e difensività della crescita degli utili, diminuendo l'esposizione all'azionario giapponese. Sulla componente obbligazionaria, abbiamo ulteriormente ridotto l'esposizione sul Giappone per andare invece lunghi di bond USA (9,6% vs. 9,2% del benchmark). Infine, la componente di mercato monetario è stata incrementata.

Il portafoglio risulta pertanto overweight di equity euro, bond USA e mercato monetario, underweight di equity USA e bond giapponese, e neutrale sull'equity Giappone e sul bond dell'area euro.

¹⁰ Il processo di Asset Allocation è ottenuto mediante un modello di ottimizzazione vincolata basato sulla matrice delle Var-Cov delle asset class considerate, e sui rendimenti attesi modificati dalla view di mercato (approccio Black-Litterman). Il giudizio complessivo si basa, per il mercato azionario, oltre che sulle indicazioni di scenario, anche su quattro indicatori quantitativi (Risk Premium, IMTG, EYR e 12m fwd EPS momentum) valutati con approccio media-varianza, in concomitanza con le valutazioni fondamentali. Per la parte obbligazionaria i rendimenti attesi sono ricavati dalle nostre stime secondo il criterio modified duration e convexity. I vincoli all'ottimizzazione sono espressi in termini di limite massimo al relative Value At Risk e di scostamento dai pesi del benchmark di +/-20% per ogni asset class. Il benchmark è composto dalle capitalizzazioni di mercato.

Asset allocation tattica: medium risk model portfolio

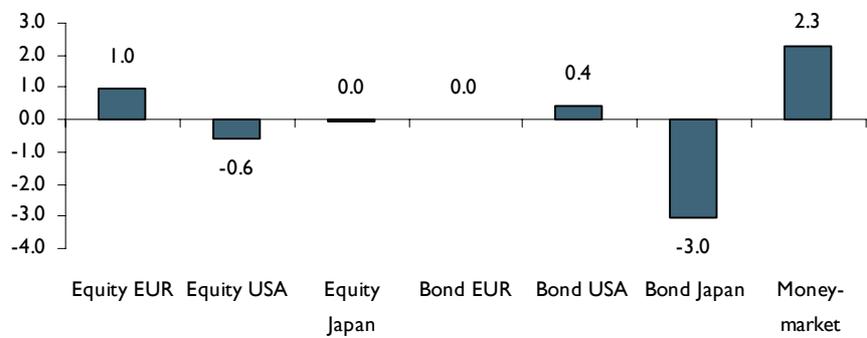


Nota: le frecce indicano l'aumento/riduzione rispetto alla precedente esposizione.

Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo.

Il grafico seguente mostra i delta delle varie asset class rispetto ai pesi del benchmark.

Fig. Asset allocation tattica: differenza portfolio e benchmark



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

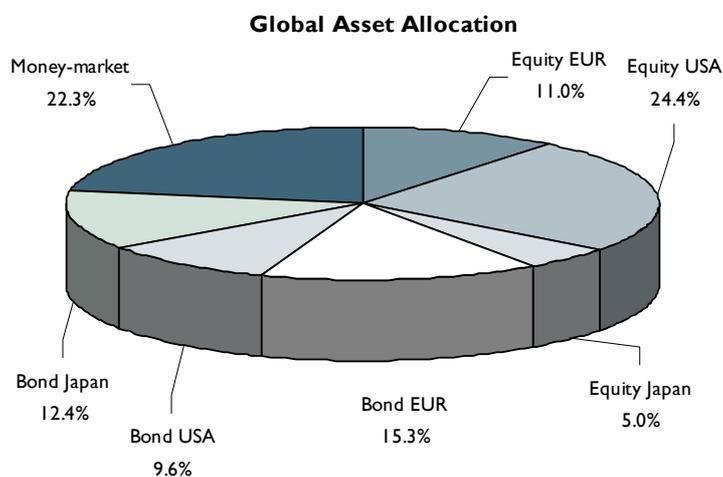
La tabella sottostante offre una rappresentazione sintetica delle principali variabili e degli indicatori di portafoglio ottenuti attraverso il processo di ottimizzazione.

Medium Risk Portfolio (orizzonte 3 mesi)

	BNCHMK	OPTIMAL	DELTA
Equity	40.00	40.34	0.34
Bond	40.00	37.39	-2.61
Money-market	20.00	22.27	2.27
	100,00	100,00	
Euro	45.32	48.57	3.26
US \$	34.20	34.03	-0.17
JPY	20.48	17.40	2.27
	100,00	100,00	
Expected Return:	1.57%	1.65%	
Volatility:	2.76%	2.79%	
Absolute VAR (95%):	-4.55%	-4.59%	
Sharpe Ratio:	0.57	0.59	
Tracking Error:		0.08%	
Information Ratio:		1.00	
Relative Portf. VAR (95%):		-0.13%	

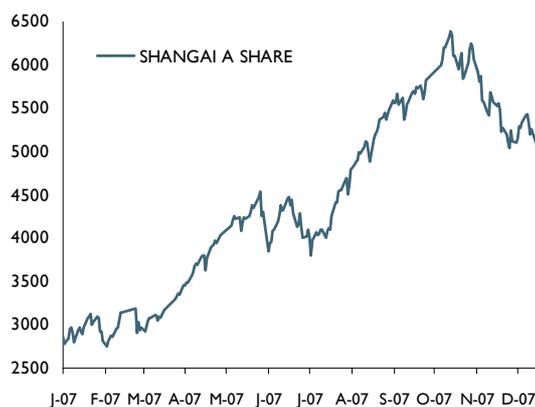
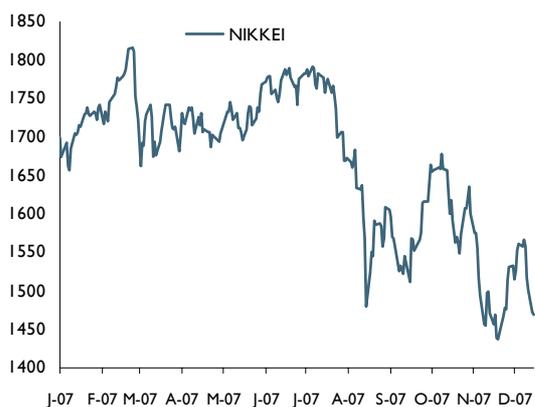
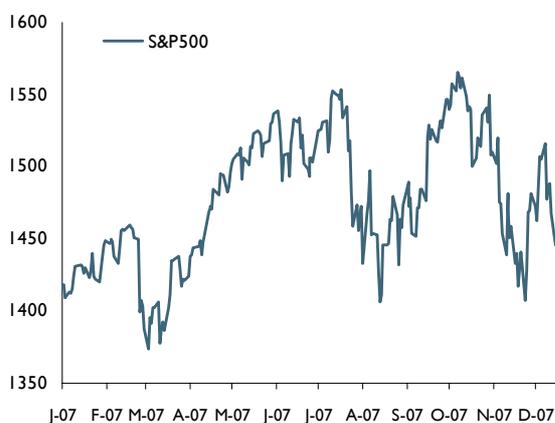
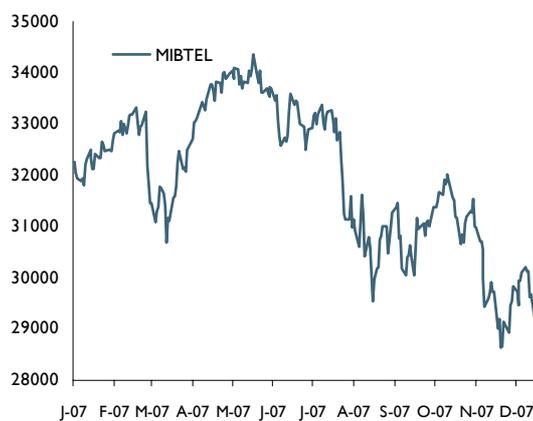
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Asset allocation tattica: medium risk model portfolio



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo

Andamento delle principali borse mondiali



Fonte: Bloomberg

SERVIZIO STUDI E RICERCHE

Responsabile

Gregorio De Felice

Gruppo di lavoro:

Luca Mezzomo

Macroeconomia

Anna Maria Grimaldi
Giovanna Mossetti
Paolo Mameli
Silvia Guizzo

Mercati valutari

Asmara Jamaleh

Mercati Obbligazionari

Chiara Manenti
Sergio Capaldi

Mercati Azionari

Giacomo Fedi

Database Management

Simonetta Melotto

Nucleo Editoriale

Sonia Papandrea
Raffaella Caravaggi
Monica Bosi
Cristina Baiardi

CERTIFICAZIONE DEGLI ANALISTI

Gli analisti finanziari che hanno predisposto la presente ricerca, i cui nomi e ruoli sono riportati nella prima pagina del documento dichiarano che:

- (1) Le opinioni espresse sulle società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;
- (2) Non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

COMUNICAZIONI SPECIFICHE:

Gli analisti citati non ricevono, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basata su specifiche operazioni di investment banking.

COMUNICAZIONI IMPORTANTI

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Banca IMI S.p.A. Milano, Banca IMI SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Banca IMI Securities Corp (membro del NYSE e del NASD). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Banca IMI S.p.A. e Intesa Sanpaolo S.p.A. sono entrambe società del Gruppo Intesa Sanpaolo. Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A. sono entrambe banche autorizzate dalla Banca d'Italia ed entrambe sono regolate dall'FSA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

Gli investimenti e le strategie discusse nel presente documento potrebbero non essere adatte a tutti gli investitori. In caso di dubbi, suggeriamo di consultare il proprio consulente d'investimento.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Né Intesa Sanpaolo S.p.A. né Banca IMI S.p.A. assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A.

Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A. hanno posto in essere una “Joint Conflicts Management Policy” per gestire con efficacia i conflitti di interesse che potrebbero influenzare l'imparzialità di tutta la ricerca e garantire ai fruitori della loro ricerca l'imparzialità della valutazione e delle previsioni contenute nella ricerca stessa. Una copia di tale Policy può essere richiesta per iscritto da chi riceve la ricerca all'Ufficio Compliance, Intesa Sanpaolo S.p.A., 90 Queen Street, London EC4N 1SA.

Intesa Sanpaolo S.p.A. ha posto in essere una serie di principi e procedure al fine di prevenire ed evitare conflitti di interesse (“Research Policy”). La Research Policy è chiaramente esposta nell'apposita sezione del sito web di Banca IMI (www.bancaimi.it).

Le società del Gruppo Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti e/o le rispettive famiglie possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o di altro tipo.

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ad Investitori Istituzionali Qualificati negli Stati Uniti solo attraverso Banca IMI Securities Corp., 245 Park Avenue, 35th floor, 10167 New York, NY, USA, Tel: (1) 212 326 1230.

Per i soggetti residenti in Italia: il presente documento è distribuito esclusivamente ad investitori istituzionali come definiti nell'art. 31 del Regolamento Consob no. 11522 del 01.07.1998 in formato elettronico e/o cartaceo.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di “private customers” così come definiti dalla disciplina dell'FSA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti “Qualified Institutional Investors” ai sensi dell'US Securities Act del 1933. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Banca IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi il dettaglio dei contatti sopra).

METODOLOGIA DI VALUTAZIONE

Le Trading Ideas si basano sulle aspettative del mercato, il posizionamento degli investitori e gli aspetti tecnico-quantitativi o qualitativi. Tengono conto degli eventi macro e di mercato chiave e di quanto tali eventi siano già scontati dai rendimenti e/o dagli spread di mercato. Si basano inoltre su eventi che potrebbero influenzare l'andamento del mercato in termini di rendimenti e/o spread nel breve-medio periodo. Le Trading Ideas vengono sviluppate su mercati cash o derivati di credito e indicano un target preciso, un range di rendimento o uno spread di rendimento tra diverse curve di mercato o diverse scadenze sulla stessa curva. Le valutazioni relative sono realizzate in termini di rendimento, asset swap spread o benchmark spread.

COPERTURE E FREQUENZA DEI DOCUMENTI DI RICERCA

Le trading ideas di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono sviluppate sia in un orizzonte temporale di breve periodo (il giorno corrente o i giorni successivi) sia in un orizzonte temporale compreso tra una settimana e tre mesi, in relazione con qualsiasi evento eccezionale che possa influenzare le operazioni dell'emittente.

Nel caso di una short note, consigliamo agli investitori di fare riferimento allo studio più recente pubblicato dal Research Department di Intesa Sanpaolo S.p.A per un'analisi completa della metodologia di valutazione, con particolare riferimento ai rischi e alle valutazioni degli utili. La ricerca è disponibile sul sito web di Banca IMI (www.bancaimi.it or www.caboto.it) o contattando il sales di riferimento.