

Scenario Macroeconomico

Servizio Studi e Ricerche
Dicembre 2009

Indice

Una ripresa con il veleno nella coda	2
I mercati delle materie prime	6
Stati Uniti - il 2010 inizia bene, ma lo scenario resta fragile	8
Quadro macro confortante, fino alla svolta delle politiche economiche	9
Politica fiscale ancora espansiva nel 2010, in ritirata negli anni successivi	13
Politica monetaria: svolta graduale nel 2010	15
Area euro – Basta una ripresa modesta a innescare la exit strategy?	20
Aspettando una ripresa della domanda domestica	20
Inflazione di nuovo positiva, ma è solo energia	27
BCE una mappa per l'uscita	32
Box: Principali misure straordinarie adottate dalla BCE per contrastare gli effetti della crisi	35
Germania: sopra la media, con l'aiuto della politica fiscale	36
Italia - Una ripresa modesta e ancora soggetta a rischi	39
Grecia: commedia o tragedia?	44
Box: Fasi di accertamento e applicazione della Procedura di Deficit Eccessivo	49
Regno Unito - Primi segnali positivi in arrivo, ma legati agli stimoli	52
Asia	53
Giappone: in arrivo un nuovo decennio perduto?	53
Cina	60
India	72
 Mercati valutari – Dollaro debole non significa euro forte.	79

Dicembre 2009

Nota trimestrale

Intesa Sanpaolo
Servizio Studi e RicercheMacroeconomic and
Fixed Income ResearchMacroeconomic Research
TeamLuca Mezzomo
ResponsabileGiovanna Mossetti
Economista - USA e GiapponeAnna Maria Grimaldi
Economista - Area EuroPaolo Mameli
Economista - Area EuroAsmara Jamaleh
Economista – Mercati ValutariAlessio Tiberi
Economista

International Economics

Silvia Guizzo
Economista Macro - Asia
Emergenti

Una ripresa con il veleno nella coda

Luca Mezzomo

Lo scenario di ripresa economica si sta consolidando un po' più velocemente delle previsioni e ha buone probabilità di estendersi al 2010. Tuttavia l'entità della ripresa rimane modesta nei paesi occidentali e i fattori di fragilità connessi al dissesto dei conti pubblici, all'eccesso di capacità produttiva e di liquidità rischiano di produrre una crescita al di sotto delle attese negli anni seguenti.

La graduale revisione al rialzo delle stime di crescita 2010 raccolte ogni mese da *Consensus Economics* testimonia il rafforzamento del quadro congiunturale mondiale. Il maggior ottimismo ha contagiato quasi tutte le regioni economiche, anche se i miglioramenti sono stati più netti in Asia e America Latina. La quota di indici di produzione manifatturiera in crescita ogni mese oscilla fra il 70 e il 90% e anche all'interno dei singoli paesi le misure di diffusione come i PMI mostrano una maggioranza relativa di imprese con produzione in aumento. Per ora il rafforzamento della ripresa è dovuto in parte agli stessi fattori che hanno avviato la ripresa dal 3° trimestre del 2009: minore decumulo di scorte da parte delle imprese, ripresa della domanda asiatica, stabilizzazione dell'edilizia residenziale negli Stati Uniti e ricadute degli stimoli fiscali. Ciò detto, le caratteristiche locali di questa fase di espansione sono ovviamente molto diversificate: i consumi privati stanno contribuendo positivamente negli Stati Uniti, ma non nell'Eurozona; il contributo dell'export sta migliorando più rapidamente nell'Eurozona che negli Stati Uniti, dove le esportazioni nette cominciano a sostenere meno la crescita rispetto al 1° semestre; in Cina, tutte le componenti della domanda interna sono molto robuste.

Nonostante la natura transitoria di alcuni dei fattori di stimolo menzionati, siamo ancora più convinti che la ripresa si estenderà almeno al 1° semestre del 2010: non soltanto il ciclo delle scorte può contribuire ancora positivamente, ma anche il flusso di spesa legato alle manovre di stimolo è tutt'altro che esaurito. I segnali di stabilizzazione dell'occupazione negli Stati Uniti consentiranno più facilmente una crescita dei consumi e, di riflesso dell'export verso gli Stati Uniti. Perciò i numeri della previsione hanno subito poche modifiche rispetto a tre mesi fa, e per lo più si tratta di ritocchi al rialzo delle stime di crescita. Le linee di fondo rimangono invariate: discreta ripresa del PIL, più intensa fuori dall'Europa, moderato incremento dell'inflazione verso medie annue comprese fra l'1 e il 2%, con pressioni al rialzo limitate al residuo impatto dei rincari energetici e alle variazioni di prezzi amministrati e imposte indirette; disoccupazione elevata; bassi tassi di utilizzo della capacità produttiva. La stima media di crescita per il 2011 incorpora uno scenario mediamente favorevole di graduale restrizione monetaria e fiscale, senza ricadute della crisi finanziaria. Riteniamo perciò che i rischi non siano simmetrici, e che prevalga quello di esiti inferiori rispetto allo scenario base.

La crescita economica per area geografica						
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Stati Uniti	2,7	2,1	0,4	-2,5	2,5	2,3
Giappone	2,0	2,3	-1,2	-5,2	1,3	2,0
Area euro	3,1	2,7	0,5	-4,0	1,0	1,3
Europa Orientale	7,3	7,4	5,6	-6,5	2,7	4,5
America Latina	5,4	5,4	4,1	-2,4	3,5	5,3
OPEC	6,1	6,2	5,9	2,1	3,4	5,0
Asia Orientale	8,7	9,3	6,2	4,9	7,4	7,6
Africa	5,9	5,6	4,8	2,1	3,2	5,0
Crescita mondiale	5,0	4,9	3,0	-1,0	3,6	4,2

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il rischio tanto paventato di un ritiro anticipato delle misure di stimolo (che effettivamente avrebbe potuto potenzialmente condurre a ricadute recessive) non si porrà concretamente nel 2010. Per il momento, un'effettiva restrizione delle condizioni monetarie è stata avviata soltanto in paesi piccoli, dal ciclo molto correlato alla domanda cinese (Corea) o ai prezzi delle materie

prime (Australia, Norvegia). La scelta delle maggiori banche centrali è, invece, quella di avviare il ritiro dell'eccesso di liquidità molto gradualmente, e non prima del 2° trimestre del 2010; di rialzo dei tassi ufficiali non si parla proprio, e i mercati scontano i primi ritocchi soltanto a partire da agosto-settembre. Per quanto riguarda la politica fiscale, semmai il rischio è che si aggravi ulteriormente il dissesto dei conti pubblici, il rapporto deficit/PIL dovrebbe migliorare solo marginalmente negli Stati Uniti, ma probabilmente salirà in Giappone e nell'Eurozona, dove un netto peggioramento è atteso per la Germania. La pressione a riequilibrare i conti riguarda attualmente solo alcuni paesi periferici dell'Eurozona come Irlanda e Grecia, caratterizzati da dinamiche che hanno già messo in dubbio la sostenibilità del debito agli occhi degli investitori, nonché alcune economie emergenti più dipendenti dagli afflussi di capitali esteri. L'anno di avvio della correzione fiscale per i maggiori paesi dovrebbe invece essere il 2011 e gli appuntamenti autunnali di presentazione delle leggi finanziarie saranno perciò di grande importanza per capire se i piani di stabilizzazione annunciati per il quinquennio 2010-14 valgono la carta su cui sono scritti. Nell'Eurozona la deriva dei conti pubblici ha clamorosamente aggirato le procedure di controllo contro i disavanzi eccessivi e l'assenza di regole per gestire uno stato di emergenza (che in teoria non doveva verificarsi perché prevenuto dal patto di stabilità e crescita) infittisce l'incertezza sugli sviluppi futuri. Nel caso degli Stati Uniti uno scenario alternativo di evoluzione delle variabili fiscali che implichi un aumento del disavanzo federale di 20-30 miliardi di dollari nel corrente anno fiscale alzerebbe la crescita dello 0,2-0,3% dal 2° trimestre del 2010 al 1° trimestre del 2011, assumendo un aumento della propensione al risparmio, ma nessuna reazione di politica monetaria. Nel caso opposto¹ di restrizione fiscale più intensa per 14 miliardi di dollari nell'anno fiscale corrente e di calo della propensione al risparmio, la crescita si ridurrebbe fino a un massimo dello 0,5% rispetto allo scenario base, ma si rimarrebbe lontani da ricadute recessive. Queste invece si profilerebbero con una (molto improbabile) correzione fiscale aggiuntiva rispetto alla base di 100 miliardi, ripartita fra spese e entrate, che ridurrebbe la crescita media 2010 all'1,3% e risulterebbe associata a due trimestri di moderata contrazione del PIL. Un rischio correlato è che una restrizione fiscale più blanda, non motivata da serie sorprese negative sul fronte congiunturale, possa condurre a un passo più rapido di restrizione monetaria rispetto alle previsioni correnti a partire dalla fine del 2010.

Un'altra criticità è costituita da possibili code della crisi finanziaria del 2007-09. In dicembre è stata nazionalizzata la sesta banca austriaca, mentre i mercati rimangono dubbiosi sulle prospettive delle banche greche a causa delle ripercussioni dell'erosione del merito di credito dello Stato e delle implicazioni di una possibile manovra fiscale restrittiva. Nel resto dell'Eurozona si attendono nuove svalutazioni degli attivi a causa degli effetti della recessione sulla capacità dei debitori di far fronte ai pagamenti. Infine, nella fase di drenaggio dell'eccesso di liquidità, i paesi che presentano ancora forti squilibri nei conti con l'estero potrebbero tornare nuovamente sotto pressione, soprattutto in fasi di transitorio calo dell'appetito per il rischio.

Proiezioni sui prezzi delle materie prime sottostanti la previsione					
	2006	2007	2008	2009	2011
Petrolio (Brent, \$/barile)	65,4	72,7	97,7	61,5	75,1
	+20,1	+11,2	+34,3	-37,0	+2,9
Materie prime escl. combustibili (1990=100)	123,2	140,6	151,1	123,7	134,4
	+23,2	+14,1	+7,5	-18,1	+1,8
Metalli (1990=100)	156,2	183,3	168,7	120,4	146,3
	+56,2	+17,4	-8,0	-28,6	+6,3
Agricole (1990=100)	108,8	114,2	113,3	93,3	94,7
	+8,8	+5,0	-0,8	-17,6	-3,4

Nota: livelli e variazioni medie annue
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

¹ Come distanza di probabilità dallo scenario base, valutata sulla base delle distribuzioni storiche per le variabili di finanza pubblica.

Il quadro per area in sintesi

Lo scenario macroeconomico degli Stati Uniti per il 2010 è confortante. La crescita prevista è del 2,5%, con rischi verso l'alto legati a un possibile nuovo intervento di stimolo fiscale per circa 150 miliardi di dollari. L'inflazione dovrebbe restare in un range compreso fra l'1,5% e il 2%, con un trend verso il basso moderato per l'indice sottostante: i rischi di deflazione sono marginali rispetto allo scenario centrale. Nonostante questi elementi rassicuranti, lo scenario generale resta fragile. Una parte consistente della crescita rimane temporanea: politica fiscale e ciclo delle scorte restano i punti centrali della ripresa. Il mercato del lavoro resterà debole a lungo, con un aumento dei disoccupati a lungo termine e un ampio freno alla dinamica dei consumi. La politica fiscale rappresenta il nodo centrale su un orizzonte a medio termine. Il 2010 potrebbe vedere ancora un'espansione della spesa, se i fondi TARP restituiti dalle banche verranno utilizzati ancora a sostegno della domanda in fase pre-elettorale. Gli interventi per riportare ordine ai conti pubblici saranno rinviati al 2011 e freneranno la crescita di medio termine. I gradi di libertà per le misure restrittive saranno limitati, rendendo l'introduzione di un'imposta sul valore aggiunto una possibilità concreta, anche se politicamente esplosiva, per il rientro del deficit. La politica monetaria viaggia con il timone automatico fino a marzo 2010. Da gennaio però inizierà una svolta sulla comunicazione della Fed per preparare a una graduale svolta della politica monetaria: operazioni di drenaggio dal 2° trimestre e rialzo dei tassi a breve dal 3° trimestre rappresentano lo scenario centrale per il 2010. Interventi che eliminino gli effetti espansivi dell'acquisto di titoli restano altamente improbabili, anche se saranno richiesti da una parte del FOMC.

Stati Uniti

L'Eurozona è uscita dalla recessione da metà 2009. Per il 2010 stimiamo una ripresa di entità modesta, nell'ordine dell'1%, e ancora soggetta a molti rischi. La crescita nel 2010 sarà tuttavia ancora sostenuta, come nella seconda metà del 2009, da export, spesa pubblica e scorte, mentre la domanda privata finale dovrebbe rimanere stagnante. I rischi gravanti sullo scenario sono l'eventualità di una ricaduta recessiva in relazione a un'inversione troppo ravvicinata delle politiche economiche, sempre meno probabile, nonché movimenti avversi sui mercati finanziari quali un ulteriore aumento dei prezzi delle materie prime o apprezzamento del tasso di cambio. Tali rischi non sembrano in grado di far deragliare la crescita nel 2010, ma potrebbero offuscare l'orizzonte nella parte finale del 2010 e soprattutto negli anni successivi.

Area euro

Nel 2010 l'inflazione area euro risalerà sopra l'1,0%, ma il rimbalzo sarà in larga misura dovuto alla dinamica dei prezzi delle *commodities*. La dinamica sottostante rimarrà strisciante, con ancora ampie differenze all'interno dell'area. L'Irlanda sarà in deflazione per tutto il 2010 dato il tracollo di domanda interna. In Spagna, la dinamica tornerà positiva, in parte per effetto del rialzo dell'IVA. Ci sembra che aumenti della tassazione indiretta e dei prezzi amministrati continuino a rappresentare l'unico rischio per la dinamica sottostante dei prezzi al consumo nell'area euro anche oltre il 2010.

La BCE ha già preparato i mercati a un graduale ritiro delle misure straordinarie a sostegno della liquidità. Si inizierà con uno sfolgimento delle aste straordinarie e una prima restrizione dei criteri di ammissione delle cartolarizzazioni alle operazioni di credito, per continuare probabilmente nel secondo trimestre con la rimozione della piena allocazione alle operazioni di mercato aperto. Il rialzo dei tassi ufficiali avverrà probabilmente più avanti, forse soltanto nel 4° trimestre del 2010.

Il Giappone è tornato a crescere, ma la domanda privata rimane fragile e l'economia continuerà ad avere bisogno del sostegno di politiche economiche espansive. La crescita tornerà positiva per il 2010 (previsione: +1,3%), dopo un anno orribile (-5,3%) nel 2009. I prezzi resteranno in calo su un orizzonte di almeno due anni. Crescita anemica, basso tasso di risparmio delle famiglie, invecchiamento della popolazione, inflazione negativa, conti pubblici alla deriva renderanno sempre più difficile la soluzione dei problemi strutturali accumulati dalla crisi precedente. Nel

L'Asia: Giappone

futuro più prossimo, il "bias" domestico degli investitori giapponesi conterrà il premio al rischio, permettendo ancora di rimandare la correzione degli squilibri di finanza pubblica e di navigare senza gravi traumi nel 2010. La politica monetaria resterà congelata fino alla fine della deflazione.

La crescita della Cina nel 2009 è prevista a 8,5%, che potrebbe salire a 8,8% nel 2010. La crescita degli investimenti e delle esportazioni rallenterà sensibilmente rispetto al biennio 2005-07, mentre i consumi continueranno a crescere a ritmi sostenuti. I rischi al ribasso sulla crescita nel 2010-11 sono legati soprattutto a segnali di eccesso di capacità produttiva. Si sta manifestando un inizio di inversione della politica monetaria, che però sarà molto lento e non includerà, almeno nel breve termine, interventi sui tassi.

Cina

In India la crescita nel 2009 dovrebbe attestarsi al 6,7% e aumentare al 7,4% nel 2010 grazie a un maggior contributo sia dai consumi privati sia dagli investimenti. Il miglioramento del saldo delle partite correnti nel 2009 non si estenderà al 2010, mentre quello del deficit pubblico sarà minimo. La ripresa dei flussi di capitale netto in entrata contribuirà a migliorare ulteriormente il conto finanziario riducendo la vulnerabilità esterna. Rialzi dei tassi ufficiali sono più probabili nella primavera, ma presumibilmente saranno cauti e moderati.

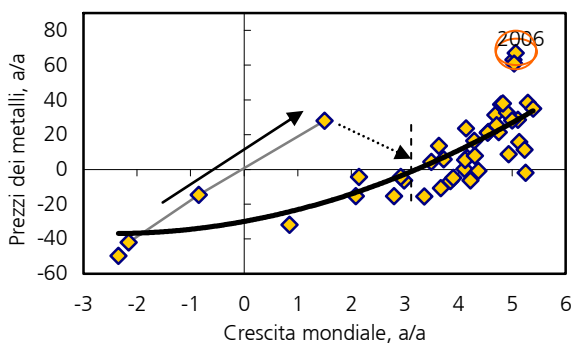
India

I mercati delle materie prime

La prospettiva che l'espansione economica si estenda al 2010, rappresenta teoricamente un elemento di fondo favorevole per i mercati delle materie prime. Le implicazioni positive per la domanda sono rinforzate dal ruolo trainante dei grandi paesi emergenti (Cina, India e Brasile) in questa fase della ripresa economica mondiale. Tuttavia, i prezzi delle materie prime più cicliche (metalli industriali e petrolio) sono già saliti vigorosamente nel corso del 2009, molto più di quanto la relazione storica con il ciclo economico avrebbe suggerito. Inoltre, l'andamento atteso della crescita economica mondiale nel 2010 (+3,1% a/a, con riferimento all'aggregato mondiale FMI) si collocherebbe allo spartiacque fra scenari di crescita e di riduzione dei prezzi.

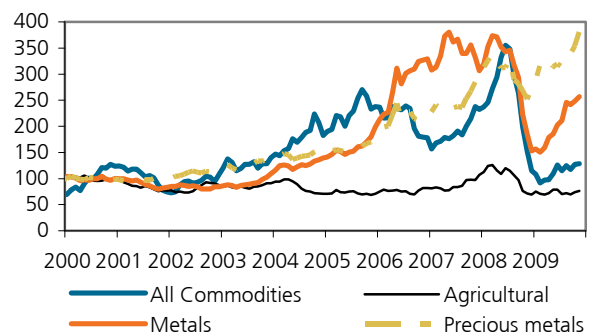
Luca Mezzomo

Prezzi dei metalli e crescita del PIL mondiale



Crescita calcolata sul PIL mondiale a PPP (coerente con stime FMI).
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

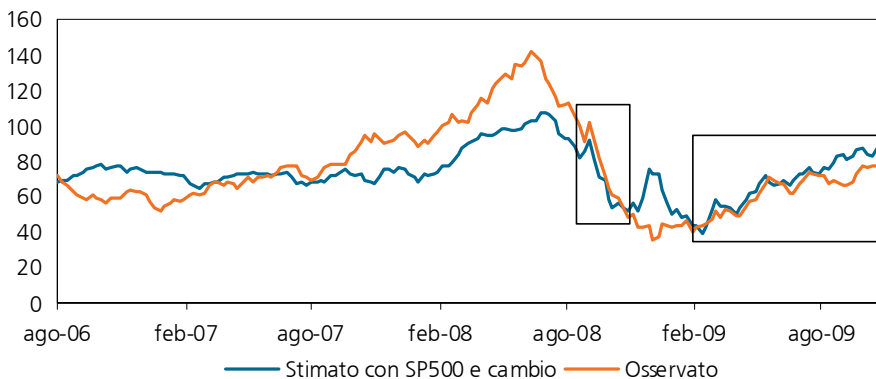
Indici GSCI delle materie prime



Fonte: Thomson Datastream

È probabile che il forte rialzo del 2009 sia stato accentuato sia dalle politiche di gestione delle scorte della Cina, sia dalla riallocazione di portafoglio verso le classi di investimento più rischiose avvenuta a partire dalla primavera. Nel caso del petrolio, la pressione dell'operatività di origine finanziaria è emersa con chiarezza nell'andamento esplosivo delle posizioni nette non commerciali in derivati e nella forte correlazione dei prezzi con indici di borsa e valore esterno del dollaro. Anche le correlazioni fra le principali materie prime (petrolio, oro, metalli industriali) sono state significativamente superiori alla media storica. Il sospetto di *overshooting* ci fa ritenere che nel 2010 sarà difficile per il mercato segnare significativi apprezzamenti.

Prezzo del petrolio, indice S&P500 e dollaro



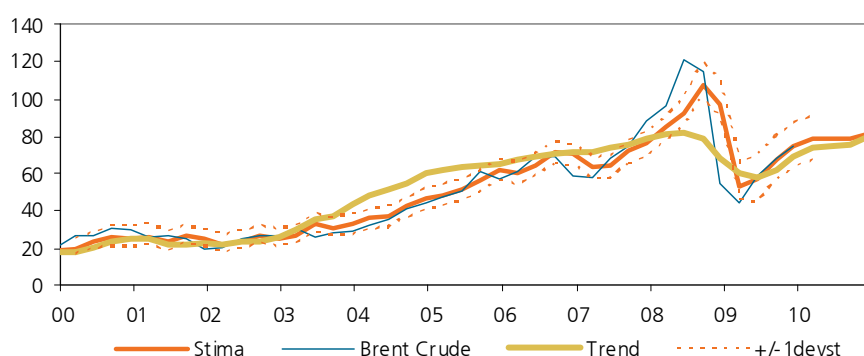
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Riguardo al ruolo delle materie prime come *asset class*, il flusso di investimento sarà sostenuto anche nel 2010 da alcuni fattori legati alle politiche di stimolo. Il drenaggio della liquidità in

ecceso difficilmente sarà completato prima del 3° trimestre 2010 e il rialzo dei tassi ufficiali sarà ancora più tardivo; ciò dovrebbe limitare il potenziale di rialzo anche dei tassi a medio-lungo termine, favorendo ancora la ricerca del rendimento mediante maggiore assunzione di rischi. Più incerto è il ruolo che giocherà il valore esterno del dollaro, che nel 2009 ha fortemente contribuito al rincaro delle materie prime. Il nostro scenario centrale ipotizza un ruolo neutro/negativo, in quanto ipotizza che il dollaro si apprezzi contro euro e yen, ma si deprezzi nei confronti del renmimbi.

Concentrandoci sul petrolio, che gioca un ruolo centrale nello scenario previsionale dell'inflazione, il modello fondamentale proietta quotazioni medie di 77 dollari al barile nel 2010, con un range di 71-83 dollari (media 2009: 61,5 dollari), ma riteniamo più probabili valori nella parte bassa del range. Si ipotizza un incremento della produzione non-OPEC di 0,25 milioni di b/g e un aumento della produzione OPEC di 0,5 milioni di b/g. Il margine di capacità libero è stimato oltre i 6mln di b/g, ma in calo nel 2010 e nel 2011. La stima di incremento della domanda è di 1,3 milioni di b/g. Il contesto di lungo termine rimane dominato da spinte rialziste connesse all'aumento dei consumi energetici procapite nei paesi emergenti, ma il notevole margine di capacità disponibile e il livello delle scorte, almeno nel 2010, dovrebbero controllare le pressioni sui prezzi.

Brent Crude, USD/barile: proiezioni



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Stati Uniti - il 2010 inizia bene, ma lo scenario resta fragile

Giovanna Mossetti

- Lo scenario macroeconomico per il 2010 è confortante. La crescita prevista è del 2,5%, con rischi verso l'alto legati a un possibile nuovo intervento di stimolo fiscale per circa 150 miliardi di dollari. L'inflazione dovrebbe restare in un range compreso fra l'1,5% e il 2%, con un trend verso il basso moderato per l'indice core: i rischi di deflazione sono marginali rispetto allo scenario centrale.
- Nonostante questi elementi rassicuranti, lo scenario generale resta fragile. Una parte consistente della crescita rimane temporanea: politica fiscale e ciclo delle scorte restano i punti centrali della ripresa. Il mercato del lavoro resterà debole a lungo, con un aumento dei disoccupati a lungo termine e un ampio freno alla dinamica dei consumi.
- La politica fiscale rappresenta il nodo centrale su un orizzonte a medio termine. Il 2010 potrebbe vedere ancora un'espansione della spesa, se i fondi TARP restituiti dalle banche verranno utilizzati ancora a sostegno della domanda in fase pre-elettorale. Gli interventi per riportare ordine ai conti pubblici verranno spostati al 2011 e saranno un inevitabile freno alla crescita di medio termine. I gradi di libertà per le misure restrittive saranno limitati, rendendo l'introduzione di un'imposta sul valore aggiunto una possibilità concreta, anche se politicamente esplosiva, per il rientro del deficit.
- La politica monetaria viaggia con il timone automatico fino a marzo 2010. Da gennaio però inizierà una svolta sulla comunicazione della Fed per preparare a una graduale svolta della politica monetaria: operazioni di drenaggio dal 2° trimestre e rialzo dei tassi a breve dal 3° trimestre rappresentano lo scenario centrale per il 2010. Interventi che eliminino gli effetti espansivi dell'acquisto di titoli restano altamente improbabili, anche se saranno richiesti da una parte del FOMC.

Previsioni macro	2008	2009	2010	2009				2010			
				1	2	3	4	1	2	3	4
				PIL (US\$ 1996,a/a)	0,4	-2,5	2,5	-3,3	-3,8	-2,5	-0,3
- trim./trim. annualizzato				-6,4	-0,7	2,8	3,7	3,1	2,2	1,8	1,9
Consumi privati	-0,2	-0,6	1,6	0,6	-0,9	2,9	1,6	1,7	1,4	1,5	1,6
IFL - privati non residenziali	1,6	-17,9	2,1	-39,2	-9,6	-4,1	-0,9	4,3	5,9	6,8	7,4
IFL - privati residenziali	-22,9	-19,8	9,5	-38,2	-23,2	19,5	17,3	8,0	7,5	11,5	14,3
Consumi e inv. pubblici	3,1	2,0	1,0	-2,6	6,7	3,1	0,9	0,7	-0,1	-0,3	-0,1
Esportazioni	5,4	-10,0	8,3	-29,9	-4,1	17,0	16,3	6,5	4,9	4,7	7,1
Importazioni	-3,2	-14,0	10,4	-36,4	-14,7	20,8	15,6	11,5	8,9	8,1	8,7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0,3	-0,7	1,2	-0,6	-0,4	0,2	0,6	0,5	0,3	0,1	0,1
Partite correnti (%PIL)	-4,9	-3,1	-3,8	-2,9	-2,8	-3,0	-3,8	-3,8	-3,9	-3,9	-3,9
Deficit Federale (%PIL)	-5,1	-9,6	-9,2								
Debito pubblico (%PIL)	70,3	82,9	89,2								
CPI nsa (a/a)	3,8	-0,4	2,3	-0,2	-0,9	-1,6	1,3	2,3	2,6	2,3	1,9
Produzione Industriale	-2,2	-10,0	3,6	-19,2	-10,2	5,6	4,0	3,6	5,4	4,9	5,4
Disoccupazione (%)	5,8	9,2	10,1	8,1	9,3	9,6	10,0	10,1	10,1	10	9,9
Federal Funds (%)	2,06	0,25	0,35	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,33	0,58
Cambio effettivo	74,4	77,7	77,5	82,6	79,4	75,4	73,3	75,4	77,5	78,3	78,7

Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato.

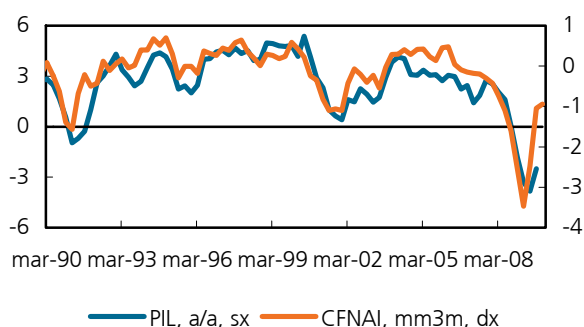
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Quadro macro confortante, fino alla svolta delle politiche economiche

Lo scenario 2010 per gli Stati Uniti appare oggi migliore di quanto non si prevedesse anche solo un paio di mesi fa. In parte il miglioramento viene dall'aspettativa di una chiusura del 2009 più sostenuta, con revisioni verso l'alto di tutte le componenti della domanda nel 4° trimestre. Rivediamo la nostra previsione per il 2010 a 2,5% da 2,2%. La revisione verso l'alto della crescita di fine 2009 si trasmette ai primi trimestri del 2010, e potrebbe essere rinforzata da un'ulteriore iniezione di fondi pubblici a sostegno della domanda finale. L'amministrazione Obama ha indicato la possibilità di utilizzare una parte consistente (circa 150 miliardi) dei fondi TARP che verranno restituiti dalle banche (200 miliardi di dollari) entro fine 2010 per misure di sostegno alle piccole imprese e per finanziare un'ulteriore espansione della spesa infrastrutturale (circa 50 miliardi di dollari).

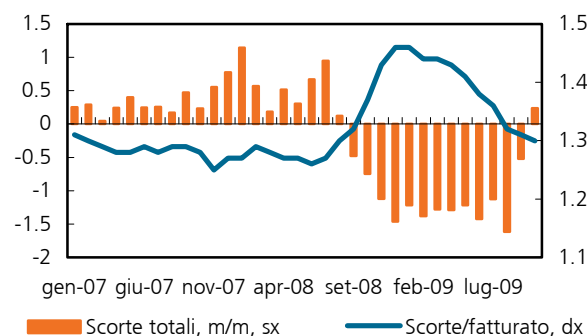
Nonostante questi fattori positivi, rimaniamo cauti sullo scenario della seconda metà del 2010 e soprattutto del 2011. Il 2010 (così come gli anni successivi) resterà caratterizzato dalla presenza di freni strutturali alla crescita dei consumi, derivanti da un **tasso di disoccupazione** persistentemente elevato, e dalla **restrizione del credito**, oltre che dal più strutturale trend di **aumento del risparmio**. La previsione di aumento del risparmio nel medio termine è giustificata non solo dalla volontà delle famiglie di ridurre l'indebitamento (già in atto da più di un anno), dai livelli straordinari raggiunti nei primi anni 2000, ma anche da altri fattori. Fra questi, sarà centrale l'inversione della politica fiscale: in particolare, l'aspettativa di aumento delle imposte, che diventerà più reale a partire da fine 2010, e poi l'effettiva attuazione di politiche economiche restrittive, con un aumento dell'imposizione fiscale consistente e un rialzo dei tassi di interesse reali. Ai freni alla crescita derivanti dalla dinamica dei consumi su un orizzonte pluriennale, si aggiungono l'invecchiamento della popolazione e una crescita potenziale più contenuta, per il rallentamento della crescita della forza lavoro e per via degli effetti duraturi del calo della capacità produttiva registrato in questa recessione.

La svolta è chiara, ma il trend rallenterà



Fonte: EcoWin

Le scorte aiuteranno, ma solo per qualche trimestre



Fonte: EcoWin

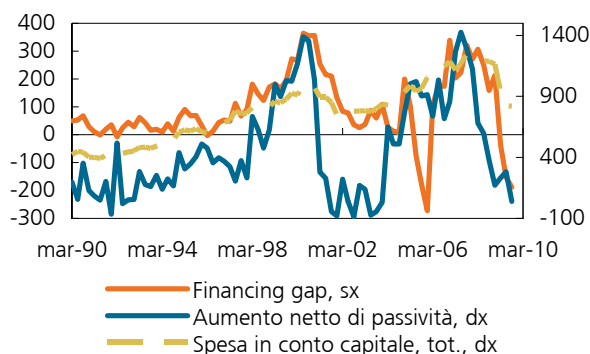
Lo scenario per fine 2009 è decisamente positivo, con indicazioni omogenee sia dal lato dell'offerta sia dal lato della domanda e con effetti di trascinamento favorevoli per il 2010. Rivediamo la crescita prevista per il 4° trimestre a 3,7% t/t ann. Dal lato dell'offerta, la **produzione industriale** segnala una dinamica sostenuta per il PIL del 4° trimestre: la crescita trimestrale dell'output, in base ai dati disponibili e ipotizzando un dicembre stabile, vede un aumento dell'1,5% t/t, spinto dal settore autoveicoli e parti, che è rimbalzato dopo il crollo della prima metà del 2010. Le indagini di settore sono coerenti con un'ulteriore espansione dell'attività nel manifatturiero, anche se su ritmi in ripiegamento. La previsione di aumento sostenuto della crescita nel 4° trimestre resta però, nella nostra valutazione, il risultato di fattori

temporanei, legati al ciclo delle scorte e agli effetti dello stimolo fiscale (aumenti del reddito disponibile delle famiglie e della spesa federale). Le indicazioni di accelerazione della crescita fra fine 2009 e inizio 2010 non modificano il nostro scenario complessivo, che rimane caratterizzato da rischi per la domanda aggregata finale.

Il calo delle **scorte**, ininterrotto da agosto 2008, ha svoltato a ottobre, con un aumento complessivo dei magazzini di 0,2% m/m e un ulteriore calo del rapporto **scorte/fatturato**. Anche ipotizzando ancora un calo complessivo in termini reali delle scorte nel 4° trimestre, il contributo alla crescita dovrebbe essere pari a circa 2,4 punti percentuali. Nel corso del 2010, però, la spinta alla crescita da parte delle scorte calerà portandosi vicino allo zero alla fine dell'anno, ma contribuendo mediamente per circa un punto percentuale. La ripresa della domanda di auto, in particolare, ha contribuito in misura significativa alla normalizzazione del rapporto scorte/fatturato complessivo e di settore, determinando gran parte della dinamica brillante della produzione industriale degli ultimi mesi. Il trend recente delle vendite di auto inoltre dà un'indicazione favorevole per i prossimi trimestri. La fine degli incentivi dell'estate ha lasciato la domanda di auto su un trend positivo, dopo la stagnazione, al di sotto dei 10 milioni di unità, delle vendite nella prima metà del 2010.

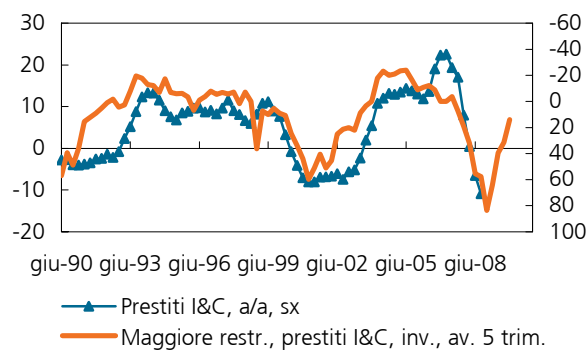
Gli **investimenti fissi** nel 4° trimestre dovrebbero essere complessivamente negativi (-0,9% t/ann.) per via del calo ancora marcato delle strutture, prevalente sulla crescita degli investimenti in macchinari e software. Guardando al di là di fine 2009, le caratteristiche principali dello scenario per gli investimenti sono miste. Complessivamente la **spesa in capitale fisso** vede un'espansione, con +2,1% atteso nell'anno, dopo il -17,9% del 2009. Questo risultato è una combinazione di due trend opposti. Da un lato, nel corso del 2010 dovrebbe proseguire la ripresa nel comparto di **macchinari e software**, già iniziata nella seconda metà del 2009, con una variazione positiva stimata di 5,9% (dopo -17,2% del 2009). La situazione finanziaria delle imprese e la disponibilità di credito sono compatibili con la dinamica positiva attesa, anche se l'ampia capacità produttiva inutilizzata rimarrà un freno al ritmo della crescita. Le indicazioni dell'indagine dei Senior Loan Officers puntano a una ripresa dei prestiti a partire da metà 2010. Le informazioni emerse dai Flussi dei Fondi del 3° trimestre segnalano disponibilità finanziaria abbondante per le imprese, che nel 3° trimestre hanno visto il secondo calo consecutivo del loro indebitamento e un ulteriore ampliamento del *financing gap*. Dall'altro lato, l'elemento fragile degli investimenti fissi delle imprese riguarda **l'edilizia commerciale e industriale**, che resterà su un trend negativo per gran parte dell'anno (prev.: -5,2% nel 2010, dopo il -19,1% nel 2009) e sarà collegata a un **andamento problematico del credito** nel settore.

Financing gap: quasi record



Fonte: Flow of Funds, Federal Reserve Board.
Financing gap = spesa in conto capitale - fondi interni aggiustati per la rivalutazione delle scorte

Prestiti e restrizione del credito

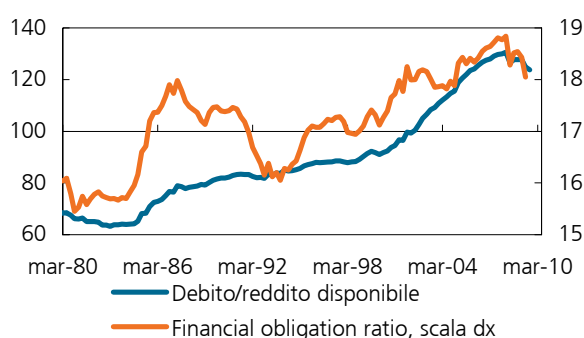


Fonte: Federal Reserve Board, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'**edilizia residenziale** sarà un elemento positivo per la crescita nel 2010, per la prima volta dopo 4 anni consecutivi di contrazione a due cifre. Nel 2010, gli investimenti in costruzioni residenziali dovrebbero vedere un incremento del 9,5%, dopo il -19,8% del 2009, spinti da un graduale trend verso l'alto dei nuovi cantieri e sostenuti dagli incentivi fiscali estesi fino ad aprile 2010.

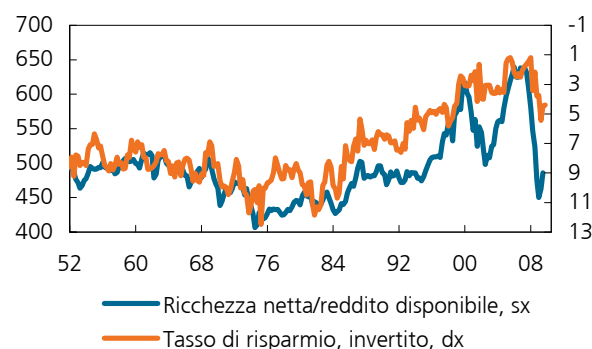
Oltre alle scorte, anche i **consumi** hanno riservato sorprese positive nel primo scorcio di fine 2009. Per la spesa delle famiglie, i dati positivi delle vendite di ottobre e novembre danno supporto a una previsione di aumento della spesa reale di 1,6% t/t ann. nel 4° trimestre, e di stabilizzazione del tasso di risparmio sui livelli medi del 3° trimestre. Le indicazioni da consumi e vendite segnalano un trend positivo anche tenendo conto della correzione post-incentivi auto. Le prospettive per i consumi sono però frenate, su un orizzonte di medio termine, dall'elevato tasso di disoccupazione e dalla necessità di riportare lo stock di ricchezza netta verso livelli più vicini alla media storica. I dati sui Flussi dei Fondi del 3° trimestre mostrano un **calo dell'indebitamento** delle famiglie del 2,6% t/t ann., il quinto trimestre consecutivo di riduzione del debito. Da quando esiste la serie (1952), il debito delle famiglie non aveva mai registrato un calo prima del 3° trimestre del 2008. La riduzione delle passività delle famiglie, insieme alla ripresa dei mercati e alla svolta dei valori immobiliari avvenuta a metà 2009, ha determinato il 2° aumento consecutivo della ricchezza netta nel 3° trimestre (vedi grafico qui sotto). Nonostante il processo in corso di rientro dell'indebitamento, il rapporto **debito/reddito disponibile**, a circa 120%, è coerente con il proseguimento del trend negativo del debito e rappresenta il principale ostacolo a una ripresa solida della crescita dei consumi nei prossimi anni, soprattutto quando sarà esaurito, e si invertirà, il contributo fiscale al reddito disponibile. Un aumento del tasso di risparmio al 6%, a parità di reddito disponibile, richiede una riduzione dei consumi dell'1,5%, per un ammontare pari a circa 150 miliardi di dollari (1,1% del PIL). Il trend verso un più elevato tasso di risparmio è in atto da aprile 2008, e proseguirà in modo molto graduale su un arco di diversi anni, frenando i consumi. Questo resta il principale motivo per cui prevediamo una ripresa modesta della crescita complessiva nei prossimi anni, con i **consumi in aumento fra l'1,5 e il 2%**, ben al di sotto della media storica precedente (1997-07, 3,7%).

Debito/reddito disponibile e financial obligation ratio



Fonte: Federal Reserve Board

Ricchezza netta e tasso di risparmio



Fonte: Federal Reserve Board

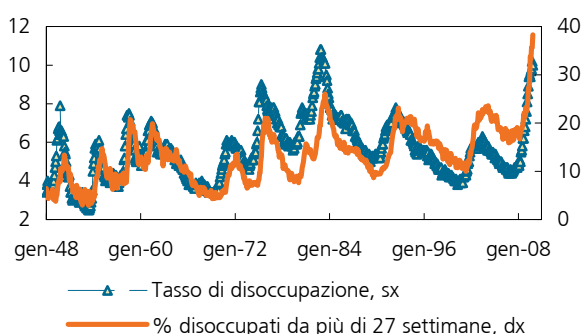
La situazione patrimoniale delle famiglie si somma alla debolezza del **mercato del lavoro, che sarà il secondo elemento di freno sui consumi**. I dati incoraggianti visti con l'*employment report* di novembre (calo di occupati di solo 11 mila unità e calo del tasso di disoccupazione), modificano solo marginalmente le prospettive occupazionali. Il ritorno del tasso di disoccupazione al 10% dovrebbe essere seguito da ulteriori modesti aumenti, con un probabile picco trimestrale a 10,1% nei primi due trimestri del 2010, sotto l'ipotesi di ritorno a **una creazione netta positiva di posti di lavoro nel 1° trimestre del 2010**, in graduale accelerazione nei trimestri successivi. Il tasso di disoccupazione medio nel 2010 è comunque previsto al 10%, circa

il doppio del NAIRU stimato dalla Fed (5%). Nel 2011 il tasso di disoccupazione dovrebbe rimanere ancora elevato, al 9%.

Nelle ultime due recessioni il tasso di disoccupazione ha continuato a salire in misura significativa anche dopo la ripresa della crescita del PIL. Il tasso di disoccupazione è aumentato nei 16 mesi dopo la fine della recessione del 1990-91 e nei 20 mesi dopo la fine della recessione del 2001. Una delle giustificazioni per le ultime due "jobless recoveries" è che recessioni moderate (come le ultime) sono seguite da riprese moderate dell'occupazione. Altre spiegazioni tuttavia si basano su cambiamenti strutturali del mercato del lavoro che puntano a una **possibilità di jobless recovery** anche questa volta. In particolare, negli ultimi cicli c'è stato uno spostamento dei licenziamenti da "temporanei" a "definitivi". La percentuale di licenziamenti temporanei (in cui i lavoratori si aspettano di venire richiamati a svolgere la precedente mansione, alle stesse condizioni) sul totale dei disoccupati è rimasta stabile nel tempo, ed è vicina al 12%. I licenziamenti "permanenti" nei cicli fra gli anni '60 e gli anni '80 erano mediamente intorno al 40% dei disoccupati. Nel 2009 questa percentuale è al 65% e in media dal 2000 è stata poco sotto il 60%. Dai dati emerge anche che la percentuale di disoccupati a lungo termine è su un trend in aumento dagli anni '70 (dal 5% nel 1970 al 18% nel 2006, vedi grafico qui sotto), a fronte di un trend verso il basso del tasso di disoccupazione complessivo, almeno fino alla recessione del 2001, successivamente invertitosi. A novembre, la percentuale di disoccupati per più di 27 settimane era pari al 38% dei disoccupati totali e la durata media della disoccupazione era 28,5 settimane (la mediana era 20,1 settimane), in aumento ininterrotto da giugno 2008. I disoccupati a lungo termine hanno meno probabilità di trovare lavoro, e di mantenere il livello di reddito associato con la posizione occupazionale precedente. Circa la metà dei periodi di disoccupazione si conclude con l'uscita dell'individuo dalla forza lavoro, sulla base dell'indagine della Current Population Survey. Il tasso di partecipazione è precipitato dal 65,9% a maggio al 65% a novembre, mentre il tasso di disoccupazione allargato a lavoro part-time per motivi economici e lavoratori scoraggiati ha toccato un picco a 17,5% a ottobre, per scendere a 17,2% a novembre (massimo precedente 10,4% nel 1994, inizio della serie).

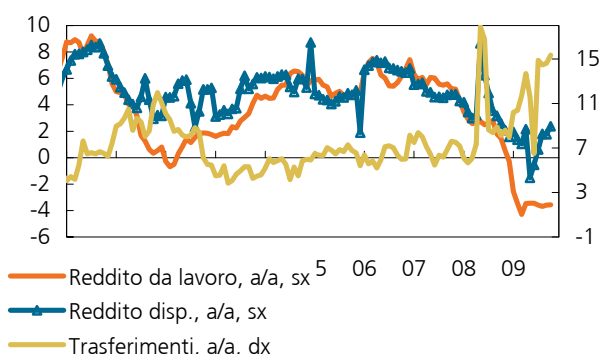
Queste caratteristiche del mercato del lavoro freneranno **la crescita del reddito da lavoro** su un orizzonte pluriennale, anche quando la creazione di posti di lavoro sarà diventata positiva, e si sommeranno al rallentamento della dinamica della forza lavoro legato ai fattori demografici. Il Congressional Budget Office (CBO) stima che la forza lavoro cresca dello 0,8% nel periodo 2009-13, da 1,1% nel periodo 1991-08, per scendere allo 0,5% nel quinquennio 2014-19. La crescita potenziale stimata dal CBO per il periodo 2009-13 è del 2%, dal 2,8% stimato per il periodo 2002-08.

Disoccupazione a lungo termine: un problema crescente ...



Fonte: EcoWin

... con effetti negativi sul reddito, soprattutto quando finirà lo stimolo fiscale

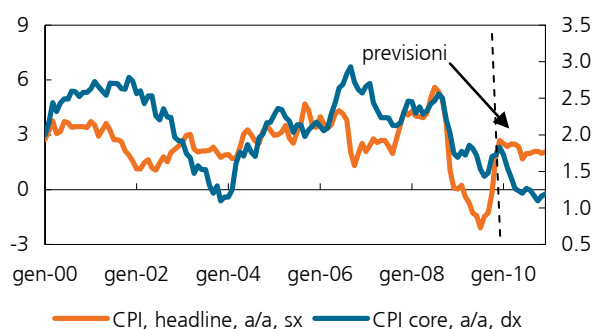


Fonte: EcoWin

I flussi di **commercio internazionale** saranno ampiamente positivi nel 2010. Le importazioni dovrebbero registrare un calo del 14% nel 2009, e registrare un aumento del 10,4% nel 2010. Un comportamento analogo si dovrebbe vedere per le esportazioni, in calo del 10% nel 2009 e in aumento dell'8,3% nel 2010. Il contributo alla crescita delle esportazioni nette dovrebbe tornare a essere negativo nel 2010 (-0,6pp). Soprattutto nella prima parte del 2010, il differenziale di crescita positivo a favore degli Stati Uniti sosterrà più le importazioni che le esportazioni, nonostante il deprezzamento del dollaro visto nel 2009.

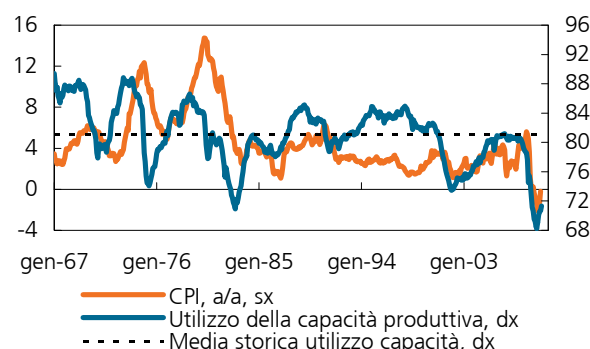
L'**inflazione** si mantiene su un sentiero di graduale rialzo per l'indice *headline*, e di riduzione per l'indice *core*. I rischi di deflazione sono rientrati e, nonostante un *output gap* ancora ampio (previsioni Intesa Sanpaolo: -4,9% fine 2010, previsioni IMF: -3,9%) e aperto secondo l'IMF fino al 2013). La svolta nell'utilizzo della capacità produttiva (vedi grafico), l'inversione attesa del mercato del lavoro nel 2010 e il deprezzamento del dollaro (prezzi all'import in aumento a novembre 2009, +3,7% a/a) sono univoci nell'indicare rischi decrescenti e contenuti di un quadro deflazionistico. La relazione fra CPI e utilizzo della capacità produttiva indica che con un grado di utilizzo degli impianti al 75% l'inflazione sarebbe vicina all'1,5%, circa in linea con le nostre previsioni per la seconda metà del 2010. Come indicato nello scenario di settembre, l'inflazione *core* risentirà delle ampie risorse inutilizzate, seguendo un trend verso il basso nel corso del 2010, restando però probabilmente al di sopra dell'1%. D'altra parte, i rischi di massiccia ripresa dell'inflazione restano marginali, nonostante l'esplosione delle riserve in eccesso delle banche, in vista di un'inversione della politica monetaria nella seconda parte del 2010 (vedi sotto).

Inflazione: lo scenario centrale è tranquillo



Fonte: Thomson Reuters - Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

CPI e utilizzo della capacità produttiva

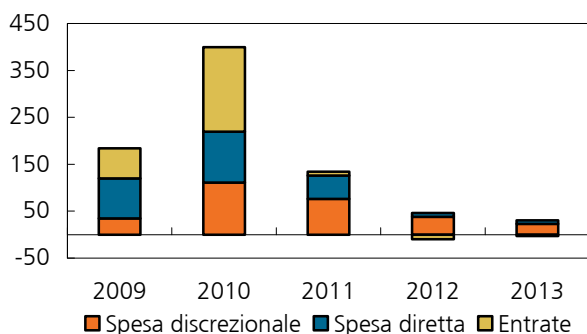


Fonte: EcoWin

Politica fiscale ancora espansiva nel 2010, in ritirata negli anni successivi

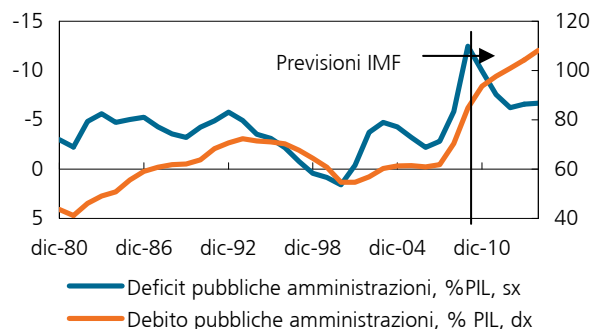
Sul fronte della politica fiscale, la fine del 2009 e il 1° trimestre del 2010 dovrebbero vedere ancora gli effetti positivi dell'attuazione del pacchetto di stimolo fiscale, con un contributo positivo alla crescita che dovrebbe però invertirsi nella parte centrale del prossimo anno. Finora, l'attuazione è circa in linea con le stime. In base alle informazioni rilasciate dal Tesoro, fino a novembre era stato utilizzato il 30% del totale dei fondi allocati (787 miliardi di dollari) dal pacchetto fiscale American Recovery and Reinvestment Act (ARRA). Le riduzioni di imposta ammontavano a 92 miliardi (su 286 miliardi, 32,4%), la spesa federale era stata pari a 9,5 miliardi (pari al 10% del totale allocato, 95 miliardi); i trasferimenti alle persone erano stati pari a 66,8 miliardi (52% del totale allocato, 127 miliardi) e i trasferimenti agli Stati pari a 68,3 miliardi (24,5% del totale allocato, 279 miliardi).

Il pacchetto di stimolo ridurrà i suoi effetti da metà 2010: l'Amministrazione prepara il bis



Fonte: CBO. Effetti stimati del pacchetto di stimolo ARRA, distribuzione per anni fiscali

Per stabilizzare il debito, occorreranno misure draconiane: in arrivo un'imposta sul valore aggiunto dopo il 2011?



Fonte: IMF

A partire da novembre, con gli annunci di progressiva restituzione di una frazione di fondi TARP da parte delle banche (200 miliardi attesi su 700 miliardi), ha preso forma un dibattito su un **nuovo pacchetto di stimolo fiscale**. I fondi che verranno restituiti nel corso del 2010 ammonterebbero, secondo il Tesoro, a circa 200 miliardi di dollari e il pacchetto di stimolo potrebbe essere vicino a 150 miliardi di dollari, in modo da lasciare una frazione dei fondi per la riduzione del deficit 2010. Teoricamente l'utilizzo dei fondi TARP dovrebbe essere mirato alla stabilizzazione del sistema finanziario, e un'approvazione del Congresso dovrebbe essere richiesta per trasferire i fondi restituiti su nuove misure di sostegno alla crescita invece che sull'obiettivo di riduzione del deficit; l'Amministrazione potrebbe però utilizzare almeno una parte dei fondi restituiti senza passare dal Congresso. Non includiamo nel nostro scenario un nuovo pacchetto ma segnaliamo che **la possibilità di implementazione di un nuovo stimolo fiscale mette rischi verso l'alto sulla nostra previsione di crescita per il 2010 di 2,5%**. Il presidente Obama ha delineato gli interventi che potrebbero essere inclusi in un nuovo pacchetto. In particolare, le nuove misure sarebbero mirate ad aumentare la **spesa per infrastrutture**, a sostenere **l'occupazione nel settore pubblico statale** e a sostenere le **piccole imprese** che restano in una situazione fragile, come evidenziato dall'indagine NFIB che rimane su livelli depressi. Fra le misure indicate ci sono: eliminazione dell'imposta sui capital gains per le piccole imprese per un anno, sgravi fiscali per spese in conto capitale (fino a 250 mila dollari) e l'estensione dell'ammortamento accelerato, qualche forma di sussidio fiscale per nuove assunzioni (con dettagli da definirsi). A queste misure si affiancherebbero nuove spese per infrastrutture per un totale vicino a 50 miliardi di dollari, estensione del trasferimento di 250 dollari una tantum attuato nel 2009 agli individui in pensione anche nel 2010, estensione del numero di settimane massimo per i sussidi di disoccupazione, sostegno a favore dell'occupazione nel settore pubblico a livello statale. Il pacchetto potrebbe essere attuato nel 2° e 3° trimestre del 2010, in modo da sostenere il ciclo nei mesi precedenti le elezioni *midterm* di novembre 2010.

Le proiezioni del CBO a legislazione invariata vedono un **deficit per l'a.f 2010 a 1.381 miliardi di dollari, pari a 9,6% del PIL**. Le nostre previsioni vedono un deficit federale nel 2010 a 1,3 trilioni di dollari (anno solare), in calo a 1,2 trilioni di dollari nel 2011 e a 1 trilione nel 2012. Il rapporto deficit/PIL passerebbe dal 9% atteso nel 2010, al 7,5% nel 2011 e al 6% nel 2012. Il rapporto debito/PIL salirebbe dal 75% del 2010 al 94% del 2012. Nel caso in cui si aggiungessero 100 miliardi di nuovo stimolo nel 2010 e 50 miliardi nel 2011, il deficit previsto dal CBO salirebbe a 1.480 miliardi di dollari, pari al 10,3% del PIL nel 2010, e a 970 miliardi di dollari nel 2011 (6,5% del PIL, da una previsione di 6,1% del CBO). In questo scenario la correzione fiscale verrebbe rimandata ulteriormente, al 2012 (di nuovo un anno elettorale) mettendo a rischio lo scenario di medio termine della finanza pubblica americana. Nelle previsioni del CBO il deficit/PIL

in assenza di un nuovo pacchetto, si stabilizza vicino al 3% dopo il 2012: questo risultato deriva essenzialmente dall'ipotesi di crescita del 3,5% nel 2011 e del 4,7% nel 2013-14; fra l'altro si noti che la crescita potenziale stimata dal CBO è pari al 2% su quell'orizzonte di tempo.

Lo scenario inquietante dei conti pubblici rimane un nodo centrale delle previsioni su un arco temporale oltre l'anno, anche perché all'insostenibilità del sentiero del debito si aggiungeranno gli effetti della riforma sanitaria in via di approvazione in Congresso. La riforma, nelle varie versioni discusse, non dovrebbe avere un impatto negativo sui conti pubblici; anzi, la riforma dovrebbe portare a un effetto netto di riduzione del deficit su un arco di dieci anni fra 80 e 100 miliardi di dollari. Tuttavia, questo effetto si ottiene con rialzi di imposte dirette e/o dei contributi previdenziali pagati dalle imprese. Questo elemento limita gli strumenti disponibili per attuare il rientro del deficit dopo il 2011. Alla luce dell'entità della correzione necessaria, della scarsità di strumenti disponibili e del sentiero della spesa pubblica per programmi multi-periodali, l'introduzione di un'imposta sul valore aggiunto a livello federale diventa una possibilità concreta, che però non verrà discussa apertamente almeno fino al 2011, dopo le elezioni *midterm*.

Politica monetaria: svolta graduale nel 2010

La politica monetaria americana sarà guidata dal pilota automatico almeno fino a marzo 2010.

A tale data, tutti i programmi straordinari di erogazione della liquidità saranno esauriti e scaduti, e il programma di acquisti di MBS sarà stato completato. L'affermazione contenuta nel comunicato stampa secondo cui i tassi resteranno sugli attuali livelli "straordinariamente bassi per un periodo esteso" è il complemento che "garantisce" che l'inversione della politica monetaria, sia sui tassi sia sul bilancio, non avverrà prima del 2° trimestre del 2010. Come è stato indicato da diversi esponenti della Fed, il riferimento al "periodo esteso" equivale, nelle intenzioni del Comitato, a segnalare stabilità di *policy* per circa due riunioni successive: ripeterla a dicembre vuole mantenere blindata la politica monetaria circa fino a marzo. A partire dalla riunione di gennaio, inizierà una fase di preparazione per l'uscita, anche se l'uscita effettiva non avverrà prima del 2°-3° trimestre del 2010.

A fine marzo 2010, la Fed si troverà con un bilancio pari a circa 2,5 trilioni di dollari e tassi a zero. La Fed ha cominciato recentemente a dare indicazioni più precise sulla strategia di uscita dalle politiche monetarie attuate nell'ultimo anno². Una parte di stimolo, quello legato all'erogazione di liquidità di emergenza, è già in larga misura rientrato e sarà completamente riassorbito entro marzo 2010. La questione rilevante per la politica monetaria nel 2010 riguarda la gestione delle riserve in eccesso collegate ai grandi programmi di acquisto titoli ("Large Scale Asset Purchases", SCAP) e il sentiero dei tassi di *policy*. In teoria non esiste una sequenza precisa per il ritiro delle due componenti dello stimolo (tassi e dimensione del bilancio) anche se è possibile ipotizzare la tempistica degli interventi in modo da lasciare la svolta sui tassi ufficiali nel corso del 3° trimestre.

L'espansione del bilancio della Fed è stata guidata da due componenti, i programmi di **liquidità** di emergenza e quelli di **acquisto definitivo di titoli**. A inizio settembre 2008, il bilancio della Fed era pari a 906 miliardi di dollari e l'erogazione di liquidità pari a 260 miliardi di dollari (già aumentata rispetto ai 4 miliardi di fine 2007, quando comunque il livello dell'attivo, a 897 miliardi, era circa in linea con il livello di settembre 2008). A fine dicembre 2008, l'attivo era pari a 2,24 trilioni di dollari, con 514 miliardi di titoli e 1,6 trilioni di fondi erogati con i programmi di liquidità. Il 2 dicembre 2009, il livello dell'attivo, a 2,21 trilioni di dollari, era circa uguale a quello di un anno prima, ma la composizione è molto diversa. I prestiti con i programmi di liquidità

Il bilancio della Fed: com'era, com'è e come sarà

2 B. Bernanke, Frequently asked questions, dicembre 2009; B. Sack, The Fed's expanded balance sheet, NY Fed, dicembre 2009.

complessivi sono pari a 289 miliardi (di cui 160 miliardi per i programmi straordinari), mentre i titoli in attivo sono pari a 1,78 trilioni di dollari (si veda grafico). L'**obiettivo** della prima fase di espansione del bilancio era quello di **fornire liquidità** su mercati divenuti inesistenti, riportare gli spread sui livelli vigenti prima dello scoppio della crisi e ridurre il rischio sistemico. Il disegno dei programmi era tale da renderli costosi in fase di operatività normale: questo ha portato a una naturale riduzione dell'utilizzo di queste fonti di liquidità straordinaria, iniziata già con la fine del 2008 e proseguita ininterrottamente da allora.

La seconda fase di interventi, iniziata a febbraio 2009, ha permesso al bilancio di rimanere intorno ai 2,2 trilioni di dollari per gran parte dell'anno grazie agli acquisti di titoli. Finora la Fed ha acquistato: 1) 300 miliardi di dollari di Treasuries, completando a settembre il programma per questa classe di asset; 2) 155 miliardi di titoli delle agenzie (su un totale di 175 miliardi); 3) 1 trilioni di dollari di MBS (su un totale di 1,25 trilioni). Entro fine marzo, il completamento dei programmi di acquisto in essere porterà ad aumenti dei titoli in attivo per 275 miliardi di dollari. L'attivo complessivamente dovrebbe essere vicino a 2,5 trilioni di dollari a marzo 2010, con titoli pari a 2,1 trilioni di dollari.

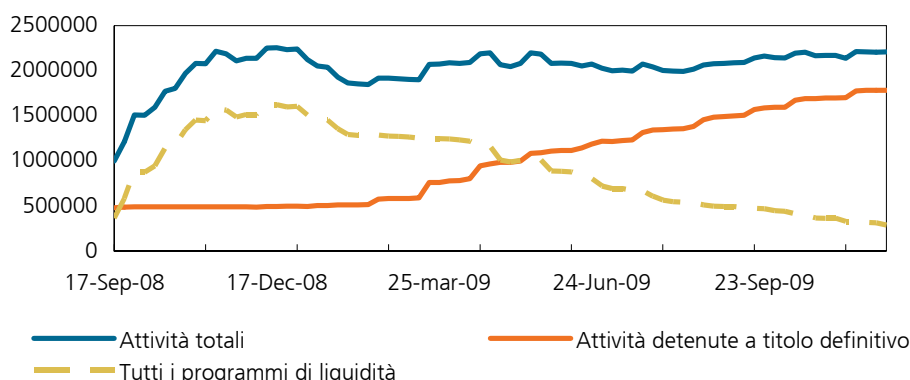
L'**obiettivo** di questa seconda fase di espansione monetaria era quello di **ridurre i tassi di interesse a più lungo termine "al di sotto di dove sarebbero stati altrimenti"** (Sack, 2009). Riducendo l'offerta sul mercato delle singole classi di *asset*, si ottiene un ribilanciamento dei portafogli con una riduzione dei rendimenti di quegli specifici tipi di titoli e dei loro sostituti e un aumento della liquidità del mercato (questo è il caso delle Mortgage Backed Securities, MBS). La Fed stima, pur con molti margini di incertezza, che **gli acquisti di Treasuries** abbiano determinato **una riduzione dei rendimenti di circa 50pb sul tratto a 10 anni**. Per quanto riguarda la classe delle **MBS**, secondo la Fed il calo dei rendimenti è stato pari a circa **100pb**, con circa metà di questo effetto ottenuto nei giorni di annunci relativi al programma. Gli spread per questa classe sono scesi al di sotto della loro media storica, per via della combinazione di effetti di portafogli e di liquidità. Come indica Sack, la Fed ha acquistato circa il doppio delle emissioni nette di questi titoli e detiene ora circa i due terzi del totale in essere.

La **fine dei programmi di acquisto** di per sé potrebbe avere già effetti restrittivi. La questione rilevante è se la politica monetaria quantitativa agisce attraverso i flussi di acquisto o attraverso gli stock nell'attivo del bilancio della Banca centrale. La **Fed ha generalmente sostenuto che gli effetti principali del programma di espansione del bilancio derivino dall'effetto di portafoglio e quindi siano determinanti principalmente dagli stock più che dai flussi**. Se i programmi di acquisto hanno portato a livelli dei rendimenti al di sotto di quelli senza interventi, l'estinzione dei titoli che vengono a scadenza riporterebbe gradualmente i rendimenti sui livelli "naturali". Nel frattempo, anche in assenza di nuovi acquisti, i rendimenti rimarrebbero artificialmente al di sotto della norma. L'esperienza della BoJ nella fase di uscita dalla politica quantitativa di inizio anni 2000, mostra che la riduzione molto rapida del bilancio della Banca centrale avvenne vendendo i titoli dall'attivo della BoJ all'attivo delle banche e trasformando simultaneamente le riserve in eccesso delle banche in JGB, senza effetti collaterali sulla curva dei rendimenti. La situazione delle banche giapponesi all'epoca era molto diversa da quella delle banche americane, che dovrebbero vedere già a metà 2010 una ripresa della dinamica positiva dei prestiti al settore privato (al contrario di quanto era accaduto invece in Giappone, dove i prestiti avevano continuato a contrarsi ancora per anni dopo la fine della politica quantitativa).

Anche ipotizzando che la Fed accetti di mantenere in essere lo stimolo monetario impresso attraverso la riduzione dei rendimenti, fino all'estinzione dei titoli acquistati, **concentrarsi sull'attivo del bilancio della Fed non è sufficiente**. Una parte rilevante della gestione della strategia di uscita riguarda il **passivo del bilancio della Fed**, e cioè **l'esplosione delle riserve in eccesso**. A marzo 2010, le riserve in eccesso dovrebbero toccare **1,3 trilioni di dollari**, da circa **1,1 trilioni a dicembre 2009**.

Pertanto, la strategia di uscita dalla politica ultra-accomodante sicuramente in vigore fino a marzo 2010 riguarderà, oltre ai tassi di policy, più il passivo che l'attivo del bilancio della Fed, ipotizzando che un ridimensionamento dell'attivo attraverso vendita dei titoli acquistati sia da considerare solo in caso di estrema necessità e non come primo passo della strategia di uscita.

Bilancio della Fed: in aumento fino a marzo 2010



Fonte: Federal Reserve Board, milioni di dollari

Le incognite sulla strategia di uscita della Fed sono diverse. La prima riguarda la sequenza di interventi fra tassi e dimensione del bilancio. La seconda riguarda le modalità specifiche di uscita. Mentre per i tassi il meccanismo operativo è ovvio, per la dimensione del bilancio l'attuazione dell'uscita lo è meno, anche perché le scelte sono più complesse e meno utilizzate in passato nelle modalità seguite in questa crisi. Un recente lavoro della Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI)³ cataloga i tipi di intervento di policy nelle due grandi classi, "politiche di bilancio" e "politiche di tasso di interesse". Le politiche di bilancio sono denominate spesso "non convenzionali", ma in realtà la BRI nota che sono state adottate diffusamente in passato sotto forma di interventi sui cambi, mirati a influenzare un mercato diverso, quello valutario, rispetto a quelli che hanno determinato gli interventi di questo ciclo. Borio-Disyatat (B-D) sottolineano che le **politiche di bilancio possono essere completamente separate dal livello dei tassi di interesse**, a patto che la Banca centrale abbia gli strumenti per controllare gli effetti del bilancio sui tassi attraverso le riserve. Un dato livello di riserve può essere compatibile con diversi livelli di tasso, così come diversi livelli di riserve possono coesistere con un dato livello di tasso, a patto che la Banca centrale possa separare la remunerazione delle riserve dal tasso ufficiale di policy.

Politiche di tasso e politica di bilancio: legate e indipendenti al tempo stesso

La separazione fra livello delle riserve e livello dei tassi dipende dallo **schema di remunerazione delle riserve**. Tipicamente le riserve, sia quelle obbligatorie sia quelle in eccesso, sono remunerate a tassi inferiori al tasso di policy. La Fed, fino a novembre 2008, remunerava le riserve obbligatorie al tasso sui fed funds meno 10pb, le riserve in eccesso al tasso sui fed funds meno 35pb. Da novembre 2008, il tasso sulle riserve obbligatorie è pari alla media del tasso obiettivo sui fed funds nel periodo di mantenimento e quello sulle riserve in eccesso è pari al tasso obiettivo minimo durante il periodo di mantenimento⁴. **In pratica, da dicembre 2008, tutte le riserve sono state remunerate a un tasso pari allo 0,25% e lo spread con il tasso sui fed funds è rimasto circa costante** (media dell'ultimo anno: 8pb, media degli ultimi 6 mesi, 11pb). In una situazione in cui **le riserve sono remunerate a un tasso inferiore a quello di policy**, la domanda di riserve da parte delle banche è completamente inelastica ed è pari al livello di riserve

3 C. Borio, P. Disyatat, Unconventional monetary policies: an appraisal, BIS Working Papers No 292, novembre 2009.

4 V. <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/20081105a.htm>.

obbligatorie. A tale livello la domanda è una linea verticale, compatibile con qualsiasi livello di tasso; al di là della quantità di riserve obbligatorie, la domanda è una linea orizzontale, determinata dal tasso di remunerazione della riserva obbligatoria e compatibile con qualsiasi ammontare di riserve (purché superiore a quello richiesto); un'offerta di riserve in eccesso rispetto a quelle obbligatorie spingerà i tassi di mercato fino al tasso di remunerazione delle riserve in eccesso. Diversamente, se **il tasso di remunerazione delle riserve è pari al tasso di policy**, come è il caso ora negli Stati Uniti, la domanda di riserve rimane verticale al livello della riserva obbligatoria; per un'offerta maggiore, la domanda è una linea orizzontale determinata dal tasso di policy. Variazioni **relative** dei tassi di policy e di remunerazione delle riserve permettono equilibri diversi in termini di coppie tasso ufficiale-ammontare di riserve.

Gli strumenti a disposizione della Fed per l'uscita secondo Bernanke sono sufficienti per ridurre in modo "tempestivo ed efficace" lo stimolo quantitativo impresso con l'espansione del bilancio.

Gli strumenti ci sono, ma sarà difficile usarli

- **Pagamento di interessi sulle riserve in eccesso.** Alzando l'interesse pagato dalla Fed sulle riserve in eccesso, le banche avrebbero un forte incentivo a mantenere le riserve depositate presso la Banca centrale invece di immetterle sul mercato, determinando un pavimento per i tassi di mercato. Secondo alcuni critici, un ampio utilizzo di questo strumento però sarebbe politicamente difficile da attuare, potendo apparire come un nuovo sussidio alle banche per alzare i tassi di interesse.
- **Operazioni di drenaggio.** La Fed può attuare ampie operazioni di drenaggio temporaneo di fondi. La Banca centrale sta testando l'operatività di tali interventi con operazioni di prova condotte dalla Fed di New York. In questo modo la Fed "può ridurre direttamente la quantità di riserve detenute dal sistema bancario". Recentemente la Fed ha indicato che i p/t di drenaggio potrebbero essere condotti non solo con i *primary dealers*, ma anche con altre istituzioni, per esempio fondi monetari. Tuttavia, difficilmente interventi ampi potrebbero essere attuati senza determinare una pressione verso l'alto sui tassi degli altri strumenti a breve termine, e/o ridurre la domanda di Treasuries da parte delle istituzioni finanziarie.
- **Depositi a termine.** La Fed sta lavorando per rendere operativa la possibilità per le banche di aprire depositi a termine, riducendo i fondi disponibili sul mercato e spingendo verso l'alto i tassi a breve. "Pagando un tasso di interesse un po' più alto, potremmo indurre le banche a bloccare i loro fondi in conti a più lungo termine presso di noi, rendendo tali fondi non disponibili per i prestiti overnight sul mercato".
- **Vendita di titoli.** Questo è uno strumento che la Fed lascerebbe come ultima *ratio*, da usare in caso di necessità, secondo Bernanke. "Se necessario, abbiamo sempre l'opzione di ridurre la dimensione del nostro bilancio vendendo alcuni degli *asset* che deteniamo sul mercato aperto". Queste operazioni metterebbero pressioni verso l'alto sui rendimenti dei Treasuries e con potenziali difficoltà per il Tesoro nelle aste, in una fase in cui la gestione del debito è mirata a un **allungamento della vita media dal minimo attuale intorno a 4 anni, verso i 6-7 anni**. Per quanto riguarda il comparto delle MBS, la loro vendita potrebbe avere controindicazioni legate alla scarsa liquidità del mercato (ormai dominato dalla Fed) e a rialzi potenzialmente "eccessivi" dei tassi sui mutui in una situazione di credito alle famiglie ancora fragile.

La riduzione del bilancio della Fed, sia a titolo temporaneo sia a titolo definitivo, avrebbe come effetto collaterale una probabile pressione verso l'alto sui tassi di mercato, soprattutto a breve termine. Gli effetti sul resto della curva sono più incerti, ma sarebbero probabili (e ampi) nel caso di vendita definitiva di *asset*, e più incerti in caso di operazioni temporanee di drenaggio, anche e relativamente consistenti. Per questo motivo vi è un ampio spettro di opinioni (e di dissenso) all'interno del FOMC. Una parte dei membri del Comitato considera le vendite di titoli come uno strumento centrale per eliminare una parte dello stimolo monetario attuato finora, quello attuato direttamente sul tratto lungo della curva dei rendimenti. Altri, fra cui Bernanke, invece ritengono la vendita di titoli uno strumento da utilizzare con molta cautela e solo in caso di

necessità, affidando alla scadenza dei titoli l'eliminazione dell'effetto di portafoglio sui rendimenti. Si noti che l'eliminazione dell'effetto diretto sui rendimenti a lungo termine sarebbe molto graduale se lasciato esclusivamente alle scadenze naturali del portafoglio. Come mostra la tabella qui sotto, solo il 6% dei titoli scade entro l'anno, il 24% fra 1 e 5 anni, il 13,8% fra 5 e 10 anni, e il 56% scade oltre i 10 anni (quasi tutti MBS). Prima della crisi la Fed aveva in bilancio mediamente titoli per circa 800 miliardi di dollari. I titoli in scadenza entro 1 anno ammontano a poco più di 100 miliardi di dollari. Aspettare la scadenza naturale dei titoli in portafoglio manterrebbe in essere gli effetti sui rendimenti soprattutto sul segmento MBS per un periodo molto prolungato.

Portafoglio titoli nell'attivo della Fed: composizione per emittente e per scadenza		0-1 anno	1-5 anni	5-10 anni	>10 anni	Totale	Memo: da acquistare
US Treasury	miliardi	89,2	330,0	212,6	144,7	776,5	
	% Treas.	11,5	42,5	27,4	18,6	100,0	
Debito Ag. Federali	miliardi	24,0	95,7	33,4	2,0	155,1	19,9
	% Agenzie	15,4	61,7	21,5	1,3	100,0	
MBS	miliardi	0,0	0,0	0,0	852,2	852,2	397,8
	% MBS	0,0	0,0	0,0	100,0	100,0	
Totale		113,2	425,7	246,0	998,9	1783,8	417,8
	% Tot. titoli	6,3	23,9	13,8	56,0	100,0	

Fonte: Federal Reserve Board

Ipotizzando che nei prossimi mesi gli sviluppi congiunturali siano in linea con le previsioni, la fase di uscita dovrà iniziare nel 2010, secondo **una sequenza che dovrebbe essere inizialmente concentrata sulla comunicazione e sul controllo dei tassi a breve e delle riserve** potrebbe svolgersi come segue:

Conclusioni: una tabella di marcia provvisoria

- Con la riunione di gennaio, **eliminazione del riferimento al periodo esteso**, ma senza indicazioni che un'inversione dei tassi è imminente.
- A marzo, **conclusione del programma di acquisto titoli** e stabilizzazione del bilancio vicino a 2,5 trilioni di dollari.
- Nel 2° trimestre **annuncio di operazioni di drenaggio**, utilizzando MBS; con queste operazioni, la riduzione delle riserve riporterebbe il tasso sui fed funds al livello del tasso di remunerazione delle riserve in eccesso (0,25%).
- **Indicazione nel comunicato (forse ad aprile, o più probabilmente a giugno) che i tassi svolteranno entro breve.** I tre criteri indicati nel comunicato di novembre per giustificare l'attuale livello straordinariamente basso dei tassi dovrebbero avere chiaramente svoltato. Tasso di utilizzo delle risorse, inflazione e aspettative di inflazione stanno già segnalando una svolta, che richiede conferme, ma dovrebbe essere stabilizzata entro metà 2010. In particolare, il tasso di utilizzo della capacità produttiva dovrebbe proseguire sul trend verso l'alto in atto dall'estate 2009 ed entro metà 2010 potrebbe aver colmato circa la metà del gap aperti da metà 2008, segnalando pressioni verso l'alto sull'inflazione per il 2011, il tasso di disoccupazione dovrebbe essere su un trend verso il basso, anche se lento. Inflazione e aspettative di inflazione dovrebbero dare segnali di ripresa.
- **Inizio della svolta sui tassi di policy nel 3° trimestre**, affiancata da rialzi del tasso di remunerazione delle riserve. I rialzi, al contrario di quanto fatto nel ciclo precedente, non saranno accompagnati da segnali sul sentiero dei tassi.
- Osservazione della risposta dei rendimenti alla svolta dei tassi a breve anche alla luce degli sviluppi ciclici. Solo verso fine anno si potrebbe **eventualmente considerare la vendita di titoli**, che avrebbe maggiore probabilità nel caso in cui l'Amministrazione mantenesse una posizione totalmente passiva di fronte alla deriva dei conti pubblici. Difficilmente le vendite di titoli sarebbero attuate prima delle elezioni *midterm* di novembre.

Area euro – Basta una ripresa modesta a innescare la exit strategy?

- L'Eurozona è uscita dalla recessione da metà 2009. Per il 2010 stimiamo una ripresa di entità modesta (dell'ordine dell'1%) e ancora soggetta a molti rischi. La crescita nel 2010 sarà tuttavia ancora sostenuta, come nella seconda metà del 2009, da export, spesa pubblica e scorte, mentre la domanda privata finale dovrebbe rimanere stagnante.
- I rischi gravanti sullo scenario sono l'eventualità di una ricaduta recessiva in relazione a un'inversione troppo ravvicinata delle politiche economiche, nonché movimenti avversi sui mercati finanziari quali un ulteriore aumento dei prezzi delle materie prime o apprezzamento del tasso di cambio. Tali rischi non sembrano in grado di far deragliare la crescita nel 2010, ma potrebbero offuscare l'orizzonte a partire dalla parte finale del 2010 e per gli anni successivi.
- Nel 2010 l'inflazione area euro risalerà sopra l'1,0%, ma il rimbalzo sarà in larga misura dovuto alla dinamica dei prezzi delle *commodities*. La dinamica sottostante rimarrà strisciante, con ancora ampie differenze all'interno dell'area. L'Irlanda sarà in deflazione per tutto il 2010 dato il tracollo di domanda interna. In Spagna, la dinamica tornerà positiva, in parte per effetto del rialzo dell'IVA. Ci sembra che aumenti della tassazione indiretta e dei prezzi amministrati continuino a rappresentare l'unico rischio per la dinamica sottostante dei prezzi al consumo nell'area euro anche oltre il 2010.
- Alla riunione di dicembre la BCE ha confermato che il 2010 vedrà un'uscita graduale dalle misure di supporto al credito adottate nell'ultimo anno e mezzo.

Anna Maria Grimaldi e
Paolo Mameli

Previsioni macro	2008	2009	2010	2009				2010			
				1	2	3	4	1	2	3	4
Pil (prezzi costanti, a/a)	0,5	-4,0	1,0	-5,0	-4,8	-4,1	-1,9	0,7	1,1	1,0	1,0
- t/t				-2,4	-0,2	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3
Consumi privati	3,4	-1,0	0,2	-0,5	0,0	-0,2	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,3
Investimenti fissi	5,8	-9,9	-0,2	-4,9	-1,7	-0,4	-0,1	-0,4	0,0	1,0	1,4
Consumi pubblici	1,8	2,4	1,9	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Esportazioni	5,6	-13,8	4,6	-8,7	-1,3	2,9	1,0	1,0	1,2	0,9	1,2
Importazioni	7,6	-11,2	3,2	-7,4	-2,9	2,6	3,0	-1,0	0,6	1,1	1,7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0,1	-0,4	-0,1	-0,7	-0,6	0,3	1,0	-0,7	-0,2	0,0	-0,1
Partite correnti (% PIL)	-1,1	-0,5	0,2	-1,7	-0,5	0,0	0,2	0,0	0,2	0,7	0,1
Deficit pubblico (% PIL)	-2,0	-6,3	-7,3								
Debito pubblico (% PIL)	69,3	78,3	83,6								
Prezzi al consumo (IPCA,a/a)	3,3	0,3	1,4	1,0	0,2	-0,4	0,4	1,0	1,2	1,6	1,8
Produzione industriale (a/a)	-8,9	-15,1	1,8	-19,4	-16,7	-14,0	-4,0	3,0	2,2	0,0	1,9
Disoccupazione (ILO, %)	7,6	9,4	10,1	8,8	9,3	9,6	9,9	9,9	10,0	10,2	10,4
Euribor 3 mesi	4,64	1,23	1,13	2,02	1,31	0,87	0,72	0,72	0,97	1,28	1,55
EUR/USD	1,47	1,39	1,46	1,31	1,36	1,43	1,48	1,44	1,47	1,47	1,45

Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Aspettando una ripresa della domanda domestica

L'Eurozona è uscita dalla recessione, ma il ritorno alla crescita nel 3° trimestre (PIL +0,4% da -0,2% t/t) è stato dovuto a fattori in parte transitori: **1) aumento delle scorte** (contributo di +0,3% t/t), che nei due trimestri precedenti avevano fatto segnare il calo più forte della storia; **2) contributo positivo del commercio con l'estero** (+0,2% t/t), dovuto al fatto che, in un contesto di ritorno alla crescita per entrambi i flussi commerciali per la prima volta dopo 5 trimestri di calo, l'export è aumentato più dell'import (+2,9% vs +2,6% t/t); **3) aumento della spesa pubblica** (+0,5% t/t, in linea con la crescita media degli ultimi due anni), per un contributo di +0,1% t/t. Viceversa, **la domanda interna si è confermata in calo** per quanto riguarda sia i consumi (-0,2% t/t da zero) che gli investimenti (-0,4% da -1,7% t/t). Il livello degli indicatori

L'Eurozona è uscita dalla recessione da metà 2009

anticipatori è coerente per l'ultima parte del 2009 e per la prima parte del 2010 con una crescita circa in linea con quella registrata nel trimestre estivo. Tuttavia, poiché il principale driver di crescita per i prossimi trimestri continuerà a essere rappresentato da export netto e scorte, la volatilità tipica di queste componenti potrebbe riversarsi sulla crescita. In sostanza, la recessione è finita, ma la ripresa è di entità modesta e ancora soggetta a rischi.

Stimiamo per il 2010 una crescita del PIL nell'area euro pari all'1%, dopo una probabile contrazione di -4% nel 2009. L'entità della ripresa sarebbe più modesta che negli Stati Uniti, secondo la regolarità empirica secondo cui il ciclo dell'area euro tende a seguire con un certo ritardo quello degli USA. Se la crisi ha spazzato via una tesi è stata quella del cosiddetto "decoupling" rispetto all'attività economica dall'altra parte dell'Atlantico, anzi vi sono indizi che la correlazione fra i cicli USA ed Eurozona sia aumentata: l'indice di correlazione tra la fiducia dei consumatori sulle due sponde dell'Atlantico è aumentata da 0,68 nel periodo dal 1985 al 1999 a 0,90 dal 2000 in poi, e l'area euro registra di norma fasi di recupero più lente⁵.

Tuttavia, **pur in uno scenario di ripresa, la domanda domestica sia per consumi che per investimenti sarà poco più che stagnante e a sostenere il PIL saranno verosimilmente anche nel 2010** (così come nella seconda metà del 2009): **la spesa pubblica** (stimiamo un contributo di 0,4%), **il ciclo delle scorte** (stimiamo un contributo di 0,3%) e **l'export netto** (contributo stimato: 0,1%, con rischi verso l'alto). La ripresa sarà in grado di autosostenersi solo quando da tali componenti l'impulso si trasmetterà alla domanda finale da parte di famiglie e imprese, ovvero verosimilmente non prima del 2011. Ma, già per la seconda parte del 2010, vi sono dei rischi che potrebbero far deragliare la ripresa stessa.

Per quanto riguarda i **consumi** delle famiglie, innanzitutto c'è da dire che **nella recente crisi si è riscontrata una relativa tenuta in confronto ad altre recessioni del passato**. La flessione del 2009 è stata pari, stimiamo, all'1%, non molto distante da quella registrata nel 1993 (-0,8%), quando la flessione del PIL fu all'incirca equivalente (-0,7%) e molto più contenuta di quella attuale (-4% stimato per il 2009). **Le ragioni della relativa tenuta sono le seguenti: 1) l'entità della flessione dei livelli occupazionali**, pur non trascurabile, è stata inferiore a quanto riscontrato nelle passate recessioni, in quanto la riduzione del numero di ore per addetto (anche favorita da incentivi governativi alla riduzione di orario in particolare in Germania) ha consentito alle imprese di limitare l'entità di riduzione degli organici; complessivamente, nel biennio 2009-10 l'occupazione potrebbe contrarsi di -2,7%, all'incirca come nel triennio 1992-94 (-2,8%), in presenza di una flessione molto più marcata del PIL; **2) il recupero di potere d'acquisto derivante dal calo dell'inflazione**, che ha fatto sì che i salari reali abbiano evidenziato sinora un indebolimento decisamente inferiore che nelle recessioni passate: le retribuzioni pro-capite reali (al netto del deflatore dei consumi privati) dovrebbero essere cresciute dell'1,7% a/a nel 2009, ai massimi dalla nascita dell'euro; inoltre, da rimarcare il fatto che il miglioramento del potere d'acquisto è stato chiaramente percepito dai consumatori, come visibile dal deciso calo (proseguito anche negli ultimi mesi nonostante l'inversione dai minimi del CPI) delle aspettative inflazionistiche delle famiglie secondo l'indagine della Commissione UE; **3) il sostegno della politica fiscale**, in particolare l'impatto più evidente è stato quello dei programmi di rottamazione dei veicoli, che hanno avuto un effetto sui consumi nella prima metà del 2009 nei Paesi che hanno adottato tali programmi in una fase relativamente precoce (Germania, Francia,

Per il 2010 ci attendiamo una modesta ripresa ...

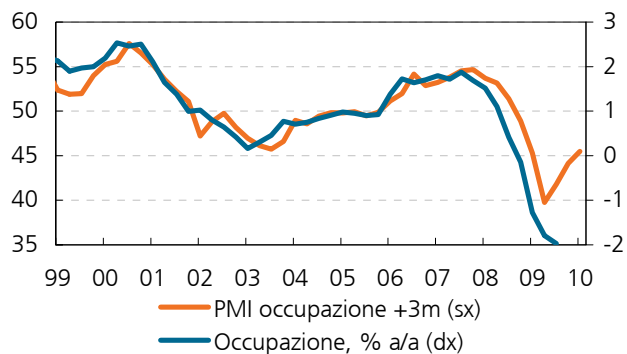
... ma la domanda domestica dovrebbe rimanere stagnante

I consumi sono stati sinora sostenuti da fattori di varia natura ...

5 Si veda a esempio: Giannone, D. e Reichlin, L., Trends and cycles in the euro area: how much heterogeneity and should we worry about it?, Working Paper della BCE, n. 595, 2006; Dees, S. e Vansteenkiste, I., The transmission of US cyclical developments to the rest of the world, Working Paper della BCE, n. 798, 2007; Giannone, D. e Reichlin, L., "Euro area and US recessions, 1970-2003", in Reichlin, L. (a cura di), Euro area business cycle: stylized facts and measurement issues, CEPR, 2005 e Giannone, D., Lenza, M. e Reichlin, L., Business cycles in the euro area, Working Paper della BCE, n.1010, 2009.

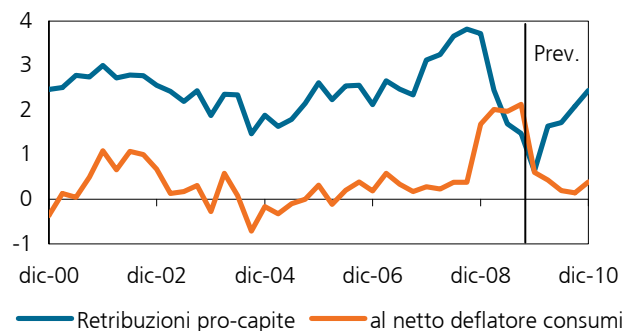
Italia e Austria) e nella seconda metà per quanto riguarda i Paesi che hanno attuato o aggiornato tali programmi più di recente (Grecia, Spagna e Olanda).

Gli indici anticipatori segnalano una possibile stabilizzazione per l'occupazione



Fonte: Eurostat, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'aumento delle retribuzioni reali ha sinora sostenuto i consumi, ma quest'effetto verrà meno nel corso del 2010



Fonte: Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

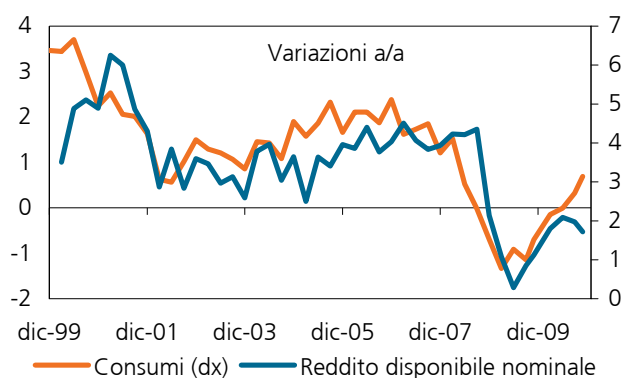
Per valutare i rischi ancora gravanti sui consumi e l'entità di una possibile ripresa, occorre allora esaminare il possibile evolversi di questi fattori nel corso del 2010. **1) Il mercato del lavoro è ancora soggetto a rischi**, ma vi sono già segnali di un'inversione in corso nel numero di occupati (l'indice occupazione del PMI è coerente con un'occupazione stabile su base annua, dal -2,1% a/a del 3° trimestre del 2009). Ciò non impedirà comunque un'ulteriore salita del tasso di disoccupazione; ora, una semplice regressione condotta con i minimi quadrati ordinari a partire dal 1999 suggerisce che a una variazione di un punto percentuale del PIL corrisponda una variazione di segno opposto del tasso di disoccupazione pari a tre decimi (quattro decimi se si escludono i trimestri dal 4° trimestre del 2008 in poi dove la recessione è stata più marcata); in base a tale stima, la contrazione registrata dal PIL nel punto di minimo della crisi (-5% a/a nel 1° trimestre del 2009) dovrebbe causare un aumento del tasso di disoccupazione compreso tra i due punti e i due punti e mezzo, ovvero pari circa a quello effettivamente registrato sinora (due punti e mezzo, la metà di quanto registrato negli USA). Si tratta di null'altro che di una regolarità empirica, ma che potrebbe segnalare un punto di massimo per il tasso di disoccupazione non distante dai valori attuali o comunque non molto oltre il 10%. In tal senso, positiva è stata la decisione del Governo tedesco di estendere il programma "Kurzarbeit" (che consente alle imprese di ridurre o azzerare l'orario di lavoro dei dipendenti, che ricevono fino ai due terzi della retribuzione dallo stato) fino a fine 2010; peraltro, poiché il sussidio statale dura due anni e l'impennata nell'adesione al programma (che vede sinora 1,4 milioni di aderenti, circa il 3,5% degli occupati) si verificò a partire dall'estate del 2008, c'è il rischio di un aumento dei disoccupati a partire dall'estate del 2010; **2) l'effetto di recupero di potere d'acquisto andrà scemando nel corso del 2010**, quando si verificherà simultaneamente un rallentamento dei salari nominali e una risalita (sia pur lieve) dell'inflazione, che riporterà le retribuzioni pro-capite reali in un intorno dello zero, stimiamo a 0,3% (dall'1,7% del 2009), ovvero di un decimo al di sotto della media storica dal 2000; **3) per quanto riguarda la politica fiscale**, l'impatto degli incentivi-auto verrà meno nella maggior parte dei paesi, anzi la BCE⁶ non esclude un impatto negativo nel 2010 (stimiamo pari a uno-due decimi di crescita, specularmente a quanto verificatosi nel 2009), sulla scia non solo della flessione della domanda di nuove autovetture per effetto dell'anticipo degli acquisti, ma anche dell'eventuale necessità di aggiustamento se le famiglie hanno ridotto il risparmio o aumentato l'indebitamento per finanziare gli acquisti di auto; nel complesso tuttavia la politica fiscale, se non offrirà stimoli addizionali rispetto a quelli (molto consistenti, tenendo conto di tutte le misure espansive sia dal lato delle minori entrate che delle

... che tuttavia offriranno minore supporto nel 2010

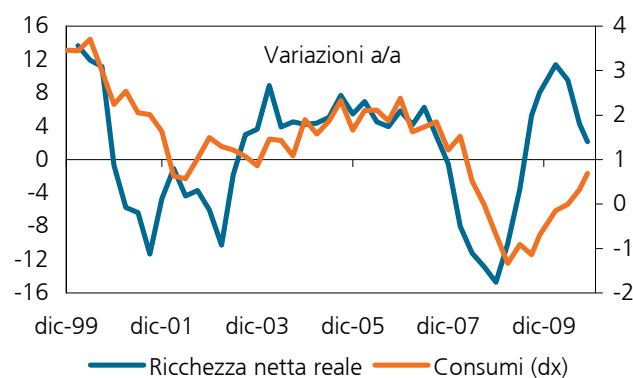
6 "Gli effetti dei programmi di rottamazione dei veicoli", in Bollettino mensile di ottobre, BCE.

maggiori uscite) del 2009, tuttavia nemmeno costituirà un freno alla crescita visto che, dopo l'approvazione dell'ultimo pacchetto espansivo in Germania, per l'intera area euro l'entità delle misure di stimolo è stata pari all'1,1% del PIL nel 2009 e sarà pari a quasi altrettanto (lo 0,9% del PIL) nel 2010; tenendo conto dell'usuale ritardo (che può essere anche di 3-4 trimestri) con cui la politica fiscale esplica i suoi effetti, ne deriverebbe un sostegno alla crescita almeno per tutto il 2010 (se non per l'anno successivo a meno di una brusca inversione di rotta), peraltro, il quadro è molto variegato perché a esempio, mentre la Germania ha scelto di concentrare lo stimolo sul 2010, la Spagna sembra aver esaurito le sue cartucce in precedenza (sul biennio 2008-09); inoltre, la necessità di un successivo aggiustamento dei bilanci costituirà un importante freno alla crescita dal 2011 in poi.

E' lecito attendersi una (modesta) ripresa dei consumi, sulla scia di un possibile recupero del reddito disponibile nominale ...



... e soprattutto della ripresa (già avviata) della ricchezza delle famiglie



Fonte: Eurostat, BCE, previsioni Intesa Sanpaolo dal 3° trimestre del 2009

Fonte: Eurostat, BCE, previsioni Intesa Sanpaolo dal 3° trimestre del 2009

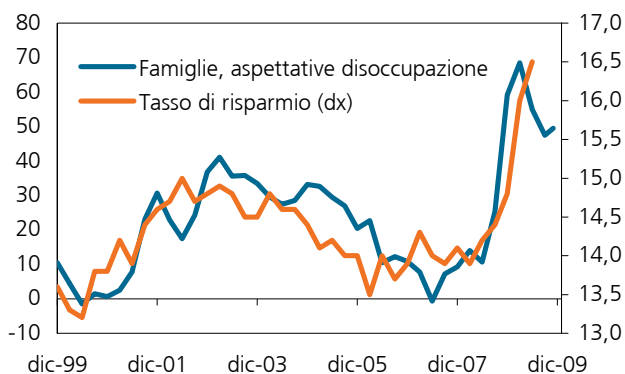
Un altro punto importante circa la possibile evoluzione dei consumi è l'evoluzione del tasso di risparmio. Il tasso di risparmio delle famiglie ha cominciato a salire nella seconda metà del 2008, riflettendo in gran parte il deterioramento della fiducia e in particolare delle prospettive occupazionali, nonché l'effetto congiunto di livelli di incertezza elevati e calo dei prezzi degli assets. Il periodo più recente mostra una stabilizzazione per entrambi questi fattori causali e dunque la fase di aumento del tasso di risparmio potrebbe essere conclusa. Il modello della Commissione Europea⁷ stima come principale determinante del tasso di risparmio nel medio periodo la ricchezza finanziaria in rapporto al reddito disponibile (con un'elasticità pari a -0,6%), mentre il canale della ricchezza immobiliare (sempre in rapporto al reddito) è per l'area euro meno rilevante (elasticità stimata: -0,2%) che per altre aree geografiche; una terza determinante è costituita dal rapporto tra mutui e ricchezza immobiliare come proxy della disponibilità di credito alle famiglie; tale variabile risulta più significativa della semplice ricchezza immobiliare, con un'elasticità stimata pari a -0,4%. Ora, il modello suggerisce che nel breve termine sia terminata la fase di aumento della propensione al risparmio, e che i livelli di equilibrio di medio termine siano più alti che nel recente passato. La necessità di (ulteriore) deleverage nel settore finanziario come conseguenza non transitoria della crisi suggerisce che la ripresa sarà caratterizzata da un livello relativamente elevato del tasso di risparmio ovvero da un recupero di entità non brillante dei consumi. Ciò nell'ipotesi in cui le famiglie internalizzino la maggiore incertezza circa le prospettive future di reddito, una valutazione più prudente circa la propria ricchezza o gli oneri futuri imposti dalla necessità di risanare i bilanci pubblici. Peraltro, la prospettiva di un miglioramento più marcato della ricchezza (grazie soprattutto alla componente

Un'eredità della crisi potrebbe essere un aumento strutturale del tasso di risparmio

7 "The household saving rate in the current recovery", in European Economic Forecast Autumn 2009, European Commission.

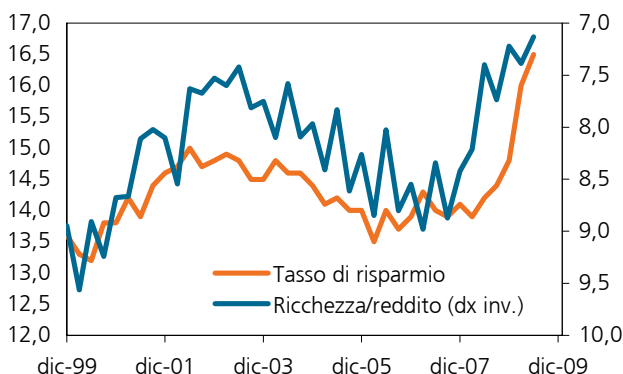
finanziaria) rispetto al reddito proietta un ulteriore aumento del tasso di risparmio nonostante un probabile (ma solo parziale) rientro delle preoccupazioni occupazionali.

Nonostante un incipiente (parziale) rientro delle preoccupazioni occupazionali ...



Fonte: Eurostat, Consumer Confidence Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

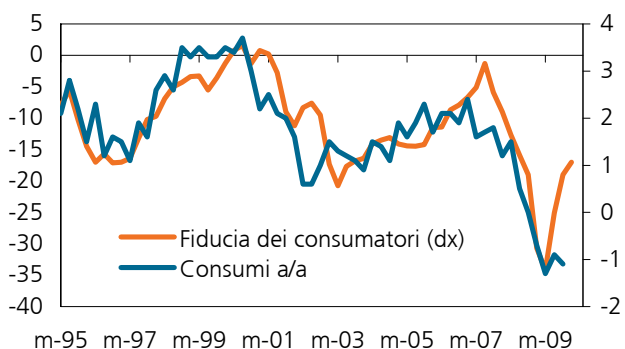
... la probabile salita del rapporto ricchezza/reddito potrebbe spingere ulteriormente verso l'alto il tasso di risparmio



Fonte: Eurostat, BCE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

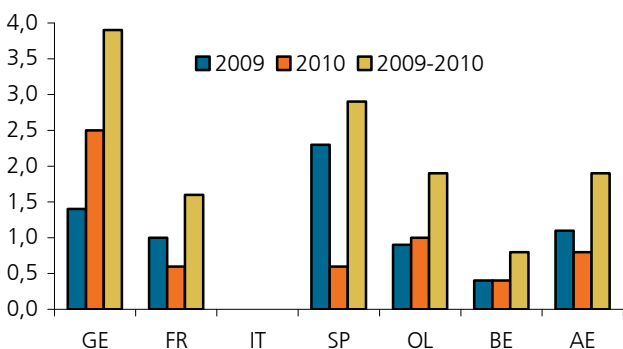
In ogni caso, soprattutto sulla scia della ripresa della **fiducia** delle famiglie, che appare un anticipatore dei consumi assai più affidabile rispetto alla disoccupazione, nonché della ripresa del reddito disponibile nominale (da notare, infatti, che i consumatori dell'area euro sembrano soffrire di qualche forma di illusione monetaria poiché i consumi appaiono più correlati all'andamento del reddito nominale che reale), stimiamo una ripresa della spesa per consumi dell'ordine di +0,2% (con qualche rischio verso l'alto) dal -1% del 2009. La spesa delle famiglie potrebbe migliorare ulteriormente nel 2011, ma, visti i caveat di cui sopra, lo scenario per i prossimi anni non vedrà certo un boom per i consumi privati nell'area euro.

Nel breve termine sembra esserci spazio per una ripresa della domanda per consumi guidata dalla fiducia



Fonte: Eurostat, Commissione UE

Politiche fiscali discrezionali in % del PIL nel biennio 2009-10 nei principali Paesi dell'area euro



Fonti nazionali, elaborazioni Intesa Sanpaolo

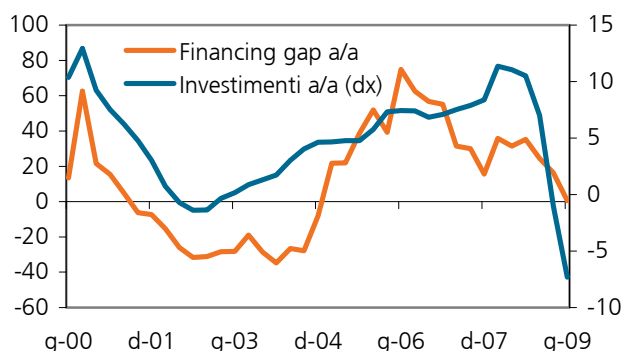
Per quanto riguarda gli **investimenti**, la flessione durante la recente crisi è stata, diversamente che per i consumi, più marcata che nelle passate recessioni, risultando circa in linea con quella registrata nei casi dei paesi OCSE colpiti da "crisi finanziarie sistemiche" (Spagna 1978-79, Finlandia nel 1989-93, Svezia 1990-93, Norvegia 1988 e Giappone 1993)⁸. Il calo degli investimenti è stato probabilmente accentuato dalla flessione, molto più marcata rispetto agli altri cicli storici, delle esportazioni, tradizionale volano per la crescita degli investimenti

Il calo degli investimenti durante la crisi è stato assai marcato, aggravato dalla flessione dell'export

8 BCE, "La recente recessione nell'area dell'euro in una prospettiva storica", Bollettino mensile, novembre 2009.

nell'Eurozona. La ragione per cui la recente crisi si è accompagnata, assai più che in passato, a una contrazione marcata del commercio internazionale sta probabilmente nella maggior sincronia dei cicli mondiali dovuta all'aumentata presenza di filiere produttive internazionali e alla crescente correlazione tra i mercati finanziari e gli indicatori di fiducia⁹.

Il "gap di finanziamento" sembra aver ancora margini di calo, e potrebbe pesare sugli investimenti anche nel 2010



Fonte: Eurostat, BCE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

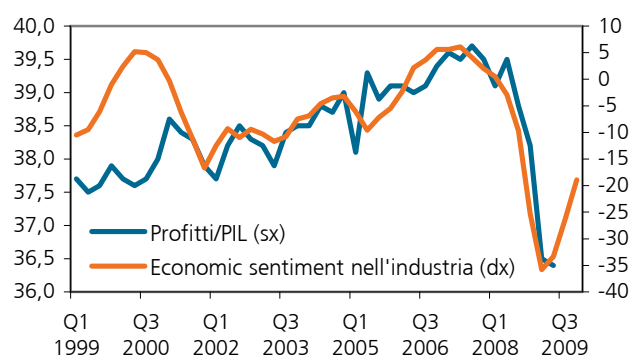
Aspettative di consenso sulla crescita annua degli utili delle imprese nei principali paesi dell'area euro

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Germania	11,4	4,8	0,2	-15,2	7,1	5,5	4,8	4	3
Francia	4,8	6,7	2,7	-3,5	2,6	3,1	4,2	4,8	4,6
Italia	9,6	9,7	-10,7	-17,7	5,7	7,1	ND	ND	ND
Spagna	8,3	7,8	5,7	-0,3	0,5	2,5	4,1	4,4	5,7

Fonte: Consensus Economics

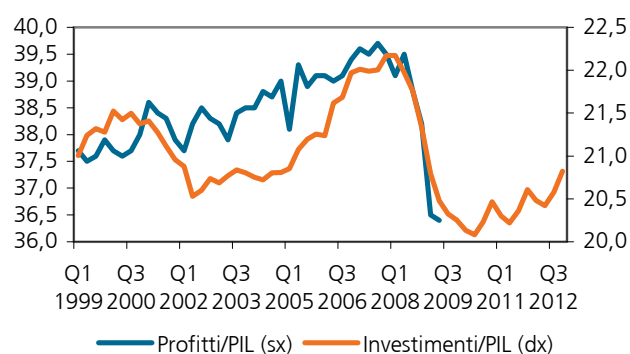
Secondo il modello proposto dalla BCE¹⁰, l'andamento degli investimenti (attorno a un trend rappresentato da una quota costante del PIL) è determinato da: 1) la domanda complessiva (ovviamente al netto degli investimenti stessi); 2) il costo reale del finanziamento misurato come media del costo di diverse fonti di finanziamento (titoli azionari, titoli di debito e prestiti dalle IFM deflazionate con le aspettative di inflazione); 3) il "gap di finanziamento" definito come differenza tra spesa in conto capitale e quanto finanziato da fondi generati internamente. Se si adotta tale modello, si ottiene che una quota consistente della flessione degli investimenti nel 2009 (che stimiamo vicina al 10%) è ascrivibile al **calo della domanda** complessiva (ciò sarebbe coerente con le indicazioni contenute nell'indagine della Commissione secondo cui il fattore principale limitante la produzione è proprio la carenza di domanda).

Il miglioramento della fiducia segnala un possibile recupero in corso per i profitti delle imprese ...



Fonte: Eurostat, Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

... da cui dipendono in misura cruciale gli investimenti, per i quali stimiamo una risalita assai graduale nei prossimi anni



Fonte: Eurostat, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

9 Anderton, R. e Di Mauro, F., The external dimension of the euro area: stylised facts and initial findings, in Di Mauro, F. e Anderton, R. (a cura di), The External Dimension of the Euro Area: Assessing the Linkages, Cambridge University Press, 2007; Anderton, R., Di Mauro, F. e Moneta, F., Understanding the impact of the external dimension on the euro area: trade, capital, flows and other international economic linkages, Occasional Paper della BCE, n. 12, 2004.

10 BCE, "Gli investimenti dell'area dell'euro durante l'attuale recessione", Bollettino mensile, luglio 2009.

Pertanto, il rimbalzo in corso della domanda (sia dall'interno che soprattutto, in questa fase, dall'estero) potrebbe innescare una ripresa per gli investimenti delle imprese. Per quanto riguarda le altre due componenti, il **costo reale del finanziamento** sembra aver dato un contributo negativo a partire dalla fine del 2007 (cioè dallo scoppio della prima crisi finanziaria), ma appare rientrato nel periodo più recente; viceversa, il **gap di finanziamento** ha cominciato a pesare sugli investimenti solo di recente, in relazione alla flessione degli utili, e in base all'esperienza storica sembra di poter affermare che questo fattore rappresenterà un freno agli investimenti ancora per qualche trimestre e almeno nel corso del 2010.

La stessa analisi delle crisi finanziarie del passato (in particolare delle crisi "sistemiche") insegna che **gli investimenti delle imprese sono la componente di domanda sulla quale più accentuati saranno gli effetti non transitori della recente crisi**. Infatti, le crisi finanziarie del passato nei paesi OCSE sono sempre state caratterizzate da un processo di aggiustamento molto lento per quanto riguarda sia gli acquisti di beni capitali da parte delle imprese (a causa soprattutto del freno rappresentato dalla perdita strutturale di output) che, soprattutto, il settore dell'edilizia residenziale. Anche sulla scia di tali indicazioni, **stimiamo che gli investimenti possano rimanere all'incirca stagnanti nel 2010** (-0,2%) dopo la forte contrazione del 2009 (-9,9%), in un quadro di ulteriore contrazione per gli investimenti in costruzioni (in alcuni paesi non si è ancora completata la correzione in atto del mercato residenziale) e di lieve ripresa degli investimenti delle imprese in macchinari e attrezzature e mezzi di trasporto (grazie alla possibile ripresa in corso degli utili segnalata dal miglioramento della fiducia delle imprese).

In conclusione, per l'area euro **non si può ancora parlare di ripresa consolidata** e il trend di recupero per l'attività economica permane soggetto a rischi di varia natura, specie con riferimento alla seconda parte del 2010 e agli anni successivi. **Tra i rischi, segnaliamo: 1) l'eventualità di uno scenario di ricaduta recessiva in relazione a un'inversione troppo ravvicinata della politica monetaria o fiscale**: se la BCE portasse i tassi a fine 2010 al 2,5% (sui massimi delle stime di consenso per i tassi ufficiali) e i Governi portassero, attraverso misure restrittive, il rapporto deficit/PIL al 3% già a fine 2010 (ipotesi per la verità assai poco realistica visto che i budget per l'anno prossimo sono in gran parte già stati formalizzati), la crescita 2010 ne sarebbe compromessa solo relativamente in quanto il PIL crescerebbe di 0,7% ovvero solo tre decimi in meno che nello scenario-base; le maggiori conseguenze di un'inversione troppo ravvicinata delle politiche economiche sarebbero per il 2011 e gli anni seguenti; **2) movimenti avversi sui mercati finanziari quali: a) un aumento dei prezzi delle materie prime**, eventualmente come effetto dell'elevata liquidità presente sui mercati: un aumento del prezzo del Brent Crude a 100 dollari in media per il 2010 (anziché i 73 dello scenario base) avrebbe un impatto significativo sulla crescita, che risulterebbe di 0,5% ovvero più bassa di circa mezzo punto che nello scenario base; **b) un eventuale ulteriore apprezzamento del tasso di cambio dell'euro**: un tasso di cambio euro/dollaro a 1,60 per la media del 2010 (anziché a 1,46 come nello scenario-base) porterebbe la crescita a 0,7% anziché l'1% dello scenario-base. Ma, come si vede, tali rischi non appaiono in grado di impedire un ritorno a una crescita positiva nel 2010. Tuttavia, maggiori rischi in relazione soprattutto all'inversione delle politiche economiche o a un'eventuale recrudescenza della crisi bancaria su scala mondiale potrebbero affacciarsi all'orizzonte nella parte finale del 2010 (una volta esaurita la spinta positiva derivante dal rimbalzo delle scorte e dell'export) e riguardare dunque maggiormente il 2011 e gli anni seguenti piuttosto che non il 2010. In sostanza, **i rischi di un nuovo rallentamento dell'attività economica appaiono solo rimandati**.

Investimenti stagnanti nel 2010, con un altro calo per le costruzioni e una modesta ripresa per i macchinari

I rischi gravanti sullo scenario non sembrano in grado di far deragliare la crescita nel 2010, ma potrebbero offuscare l'orizzonte per gli anni successivi

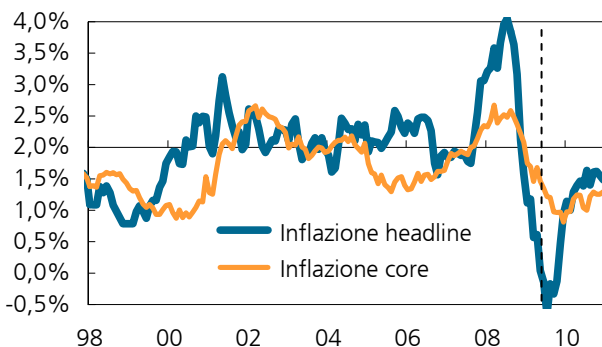
Inflazione di nuovo positiva, ma è solo energia

L'inflazione area euro è tornata positiva a novembre, toccando lo 0,6% a/a. Il ritorno a tassi di crescita positivi è quasi interamente imputabile al venir meno, dal confronto annuale, dell'effetto base favorevole nei capitoli energia ed alimentari. Stanno, inoltre, rientrando quasi del tutto le pressioni deflazionistiche a monte della catena produttiva. Il rincaro dei prezzi delle materie prime e del petrolio ha riportato la dinamica dei prezzi a monte alla neutralità dopo i pesanti cali del secondo semestre 2008. Il PMI prezzi pagati è risalito sopra 50 a novembre; anche l'indice sulle aspettative di prezzo delle imprese manifatturiere della Commissione Europea ha recuperato quasi una deviazione standard dal minimo di marzo. La dinamica dei prezzi alla produzione al netto dell'energia è ormai tornata positiva.

Il ritorno dell'inflazione è per lo più dovuto al rialzo dei prezzi delle commodities

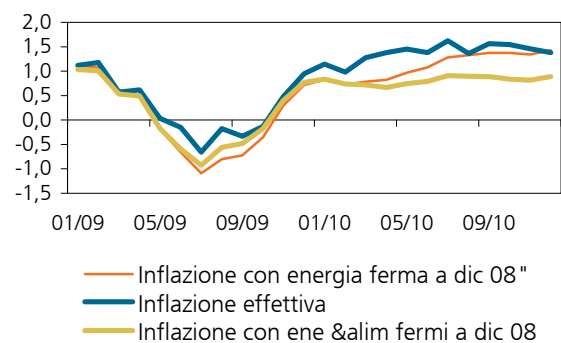
Nel corso del prossimo anno prevediamo un graduale ritorno dell'inflazione area euro al di sopra dell'1,0%, ma ancora al di sotto del target BCE (media 2010: 1,5%). Sull'orizzonte di previsione il principale apporto alla dinamica complessiva dei prezzi al consumo verrà dall'energia. Il nostro scenario assume un profilo di rialzo del Brent di circa 12 dollari (a 73 dollari a barile in media 2010) a fronte di un cambio Euro in media a 1,44 dall'1,39 di quest'anno. Se dovessimo incorporare il profilo implicito nei futures (82 dollari in media mentre scriviamo) l'inflazione si aggirerebbe secondo le nostre stime intorno all'1,8%.

Area euro - Inflazione di nuovo positiva nel 2010 ma è...



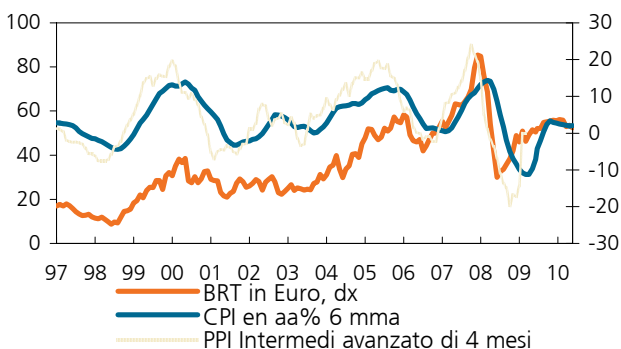
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... ancora riconducibile all'effetto base dall'energia e ...



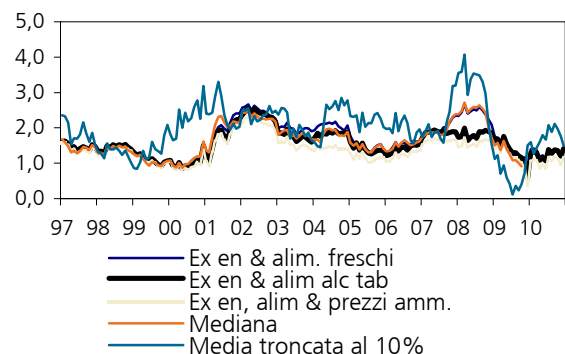
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... e al rialzo del prezzo del greggio



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Inflazione sottostante ancora frenata



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

A fronte di un graduale rialzo dell'inflazione calcolata sull'indice generale, le diverse misure di dinamica sottostante hanno continuato a frenare. Sulla misura preferita dalla BCE, l'inflazione *core* rimane intorno all'1,2% a/a, sopra il minimo dell'1,0% toccato nel 1998-99. La misura al netto di energia e prezzi amministrati, come calcolati dalla BCE, è a 0,8% a/a contro il 3,4% di

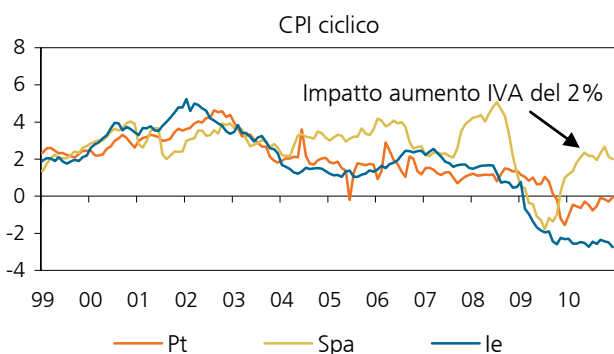
L'inflazione core ha frenato meno in media

un anno fa. La mediana calcolata su diverse misure di inflazione sottostante è passata a 0,9% a/a a novembre, dal 2,0% di un anno fa. Nel valutare le tendenze dell'inflazione sottostante abbiamo calcolato la media troncata al 15%. Si tratta di una misura di esclusione statistica delle code estreme della distribuzione. Tale indicatore è anche utilizzato dalla BCE. Generalmente, come mostra il grafico, la media troncata tende ad anticipare le svolte degli altri indicatori d'inflazione sottostante. Fino ad ottobre la media troncata si è mossa su di un trend discendente, in linea con gli altri indicatori.

Se a livello aggregato la dinamica sottostante dei prezzi al consumo si è mantenuta ampiamente positiva, si riscontrano ampie differenze all'interno dell'euro zona. Come per l'area euro, abbiamo considerato per i principali Paesi Membri diverse misure di inflazione sottostante. I diversi indicatori segnalano che l'inflazione *core* è rimasta al di sopra dell'1,5% a/a in Italia e Grecia ed è calata all'1,0% a/a in Germania, Francia e Olanda. Irlanda, Spagna e Portogallo sono entrati in deflazione a inizio estate. Le differenze geografiche si spiegano, in parte, con la crisi particolarmente profonda e con i seri problemi di competitività che affliggono Spagna e Irlanda. Inoltre, l'Irlanda ha tagliato i salari nella pubblica amministrazione per far fronte ai problemi di finanza pubblica.

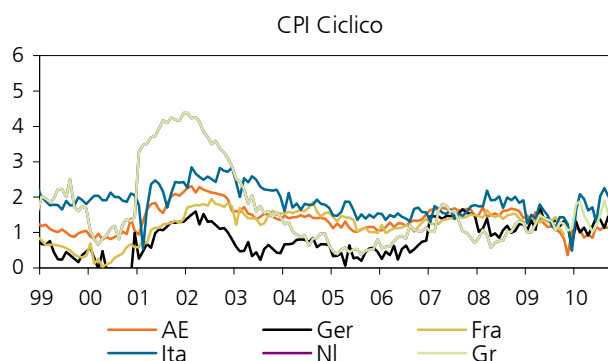
Ma in Irlanda Spagna e Portogallo è deflazione

In Irlanda, Portogallo e Spagna è deflazione



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Germania, Francia e Olanda in linea con la media



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

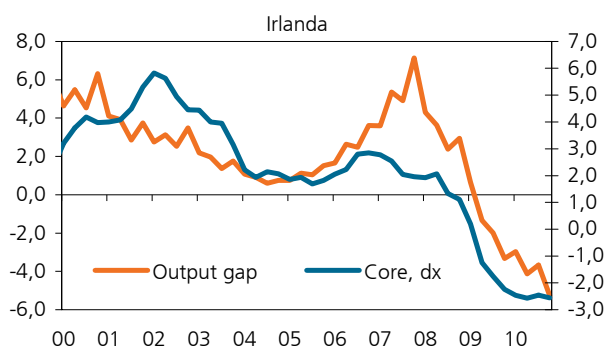
Il nostro profilo di previsione vede l'inflazione area euro al netto di energia, alimentari e tabacchi toccare un minimo a cavallo del nuovo anno, risalire poco al di sopra dell'1,0% a/a in primavera e quindi stabilizzarsi nella restante parte dell'anno. In un'ottica di tre/cinque mesi un'ulteriore calmierazione dell'inflazione sottostante è riconducibile in parte alla traslazione sui prezzi finali del calo passato subito dai prezzi delle commodities.

Come spiegato nei mesi scorsi, rimane aperto il dibattito sull'esistenza di una curva di Phillips per la zona euro. Nel *Bollettino* di agosto, la BCE notava che in questa fase, la valutazione di potenziale potrebbe risultare particolarmente ardua dal momento che non è chiaro quanto del rallentamento di attività rifletta l'impatto di uno shock dal lato dell'offerta. Secondo l'ultimo World Economic Outlook del FMI, le crisi finanziarie hanno un impatto permanente sull'output, e in tal senso si era espresso anche l'OCSE a giugno. Un potenziale più basso erode l'*output gap* e quindi, argomenta la BCE, le forze disinflazionistiche sono meno pressanti. È pur vero che, anche tenendo conto di una più che probabile riduzione del potenziale, l'*output gap* accumulato a metà 2010 sarà piuttosto ampio e contribuirà, quindi, a tenere sotto controllo la dinamica sottostante dei prezzi al consumo. Utilizziamo le stime di *output gap* del FMI per valutare la possibile evoluzione della dinamica sottostante dei prezzi al consumo in media nella zona euro e nei singoli Paesi. Stando alle ultime stime del FMI, l'*output gap* si stringerà in Germania, Francia, Olanda e Portogallo, ma non tanto da compensare l'ulteriore allargamento stimato per Irlanda e Spagna. Nella media area euro aumenterà quindi la capacità inutilizzata ed in linea di principio le

L'ampio slack metterà sotto pressione la dinamica del core

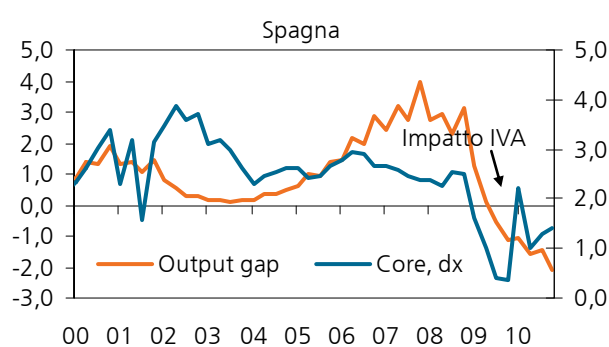
pressioni sulla dinamica sottostante in particolare in Spagna e Irlanda. In Spagna, le pressioni al ciclo saranno mitigate dal rialzo dell'IVA dal 16 al 18% previsto per luglio 2010. Stimiamo che circa due terzi del rialzo sarà trasferito ai consumatori finali e sarà distribuito nei mesi estivi.

Potrebbe accentuarsi la deflazione in Irlanda



Fonte: Eurostat; IMF ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

e Spagna



Fonte: Eurostat; IMF ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Se vi è il rischio che la deflazione si accentui nei Paesi maggiormente colpiti dalla crisi, dati gli squilibri domestici, ci sembra poco probabile che possa vedersi una deflazione in senso stretto nella zona euro, sostanzialmente per due motivi. Perché si veda un calo prolungato della dinamica sottostante dei prezzi al consumo sarebbe necessaria una contrazione prolungata dei salari nominali. La necessità di risanare le finanze pubbliche nel corso dei prossimi anni imporrà interventi sulla tassazione indiretta e prezzi amministrati.

Cominciamo con il valutare i rischi di una deflazione salariale. A settembre, i salari e stipendi pro capite, come misurabili dai dati di contabilità nazionale, avevano frenato all'1,5% a/a dal 3,9% a/a di un anno prima. In Germania si è visto un calo di salari e stipendi su base annua imputabile alla riduzione del monte ore tramite i programmi statali di sostegno del lavoro part-time. Per il momento, solo in Irlanda si è visto un genuino calo dei salari e stipendi a partire da inizio anno, anche per effetto del taglio dei salari nella Pubblica Amministrazione. In Spagna, salari e stipendi si sono contratti nei mesi estivi. Negli altri Paesi dell'area, la dinamica salariale è rimasta in territorio positivo.

In generale, nell'area euro esiste una relazione negativa tra disoccupazione e salari. Stimiamo che la **dinamica del mercato del lavoro possa continuare a frenare la dinamica dei salari** anche oltre il 2010. Il picco per il tasso di disoccupazione potrebbe vedersi a inizio 2011 al 10,7%. Il tasso di disoccupazione in uscita dalla crisi del 1992-93 aveva raggiunto un picco al 10,7 nel 1995. Le politiche straordinarie di sostegno alla crisi limiteranno l'effetto avverso sulla dinamica di occupazione e salari. Ma non è escluso che si possa vedere un contraccolpo e quindi un andamento più sfavorevole nel momento in cui si esaurirà lo stimolo. Di riflesso, la dinamica salariale potrebbe rimanere sotto pressione fino a fine 2011.

Per quel che concerne Spagna e Irlanda, non è escluso che la dinamica salariale rallenti ancora nel corso del 2010. Tuttavia, il grosso dell'aggiustamento dovrebbe vedersi il prossimo anno. Questi due paesi hanno sperimentato un aumento drammatico del tasso di disoccupazione, decisamente superiore rispetto alla media UE. L'andamento della disoccupazione è spiegabile non soltanto con la peggiore performance economica, ma anche data la struttura del mercato del lavoro. In Spagna, l'aumento di disoccupazione è venuto per una buona parte tramite espulsione di forza lavoro a termine: l'incidenza dei contratti a tempo determinato in Spagna aveva raggiunto il 35% dell'occupazione totale a fine 2006 a fronte di un 15,2% nella media europea. In Irlanda, il mercato del lavoro è più flessibile che nel resto dell'Eurozona. Se da un lato preoccupante, l'espulsione di occupazione in Irlanda e Spagna consentirà un più rapido

L'aumento della disoccupazione ha contribuito a frenare la dinamica salariale

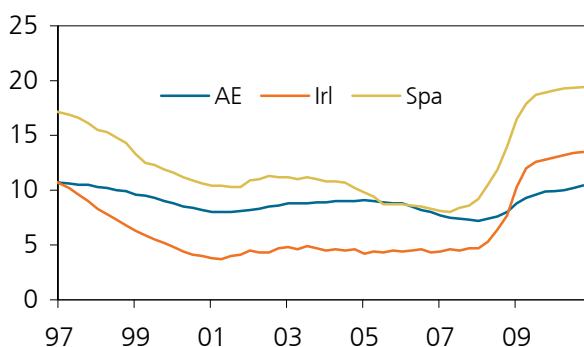
Difficilmente si vedrà una contrazione di salari e stipendi

Spagna e Irlanda potrebbero vedere un recupero più rapido di competitività

recupero di produttività che nella media area euro ed in particolare rispetto a Germania e Italia, dove i programmi di sostegno al mercato del lavoro hanno artificialmente tenuto sotto controllo la dinamica occupazionale.

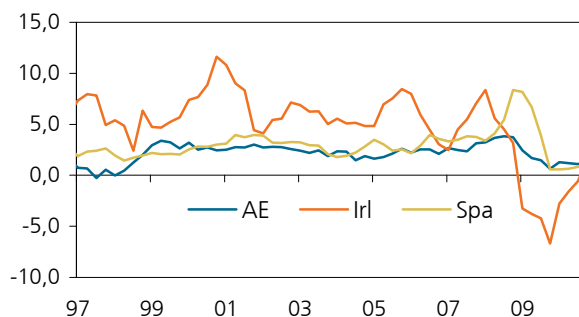
Vi potrebbero essere quindi dei rischi per la dinamica salariale anche oltre il 2011, ma è difficile, date le rigidità che caratterizzano le retribuzioni, che queste possano arrivare a calare in termini nominali. In ogni caso, anche a fronte di una chiara moderazione salariale, difficilmente le imprese taglieranno significativamente i prezzi, dato il livello probabilmente ormai scarso dei margini. Il quadro più probabile è quello di una strisciante disinflazione anche oltre il 2010. Di riflesso, le retribuzioni reali sono attese ristagnare con ripercussioni negative sulla dinamica dei consumi.

Aumento più marcato della disoccupazione in Spagna e Irlanda spiega ...



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... la maggiore frenata dei salari. Ma il grosso dell'aggiustamento dovrebbe essere alle spalle



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Vi è un ulteriore motivo per ritenere che la dinamica dell'inflazione sottostante non diverrà negativa: le pressioni deflazionistiche dall'elevato grado di capacità inutilizzata saranno probabilmente contrastate da variazioni dei prezzi amministrati e della tassazione indiretta. La BCE calcola che i prezzi amministrati contano per circa il 10% del paniere dei prezzi al consumo in media nell'Eurozona. Eurostat, ad ottobre 2009, ha iniziato a pubblicare una serie dei prezzi al consumo a tassazione costante. La serie assume che tutte le variazioni di aliquote vengano traslate interamente ai prezzi finali e che il trasferimento avviene nel momento in cui scatta la nuova aliquota. In realtà il trasferimento al consumatore è probabilmente inferiore e non avviene in un solo mese. Tuttavia, la serie di Eurostat ci consente di calcolare (sia pure per eccesso) l'apporto della tassazione indiretta nella zona euro negli ultimi anni. Il massimo dell'impatto si è avuto con il rialzo dell'IVA in Germania nel 2007. Come discusso, è probabile che l'effetto sia stato più contenuto in Germania (0,7% secondo le nostre stime) e quindi nell'area euro. Per il prossimo anno è previsto un aumento dell'IVA in Spagna a luglio. L'aliquota passerà al 18% dall'attuale 16%. Per i beni a tassazione ridotta (alimentari, salute, trasporti ed elettricità) si avrà un aumento dell'1,0%. Stimiamo una traslazione dell'aumento di aliquota ai prezzi finali del 60% con un 20% a giugno, il 50% a luglio e la restante parte tra agosto e settembre.

Possibili rincari dei prezzi amministrati e della tassazione indiretta contrasteranno le pressioni verso il basso sulla dinamica del core

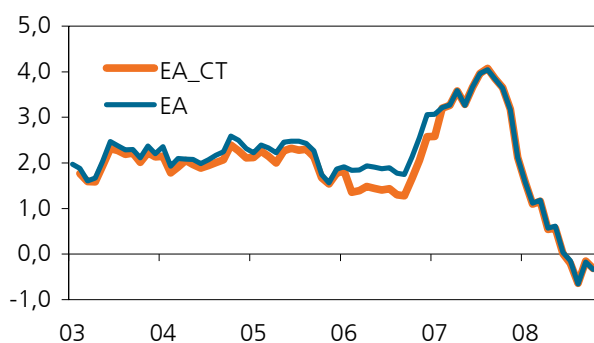
Contributo della tassazione indiretta nell'Eurozona 2004-10

	EA	Bg	Ger	Gr	Spa	Fra	Ita	Nl	Por
2004	0,11	0,09	0,20	0,01	-0,01	0,10	0,05	0,32	0,17
2005	0,15	0,17	0,22	0,61	0,02	0,02	0,05	0,28	0,50
2006	0,13	-0,01	0,15	0,22	0,50	0,03	0,06	0,05	0,71
2007	0,47	0,14	1,58	0,09	0,06	0,04	-0,07	0,12	0,11
2008	0,00	0,11	0,01	0,07	-0,09	0,00	-0,02	0,15	-0,42
2009	0,06	0,12	0,00	0,26	0,23	-0,12	0,11	0,31	-0,16
2010					0,60				

Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

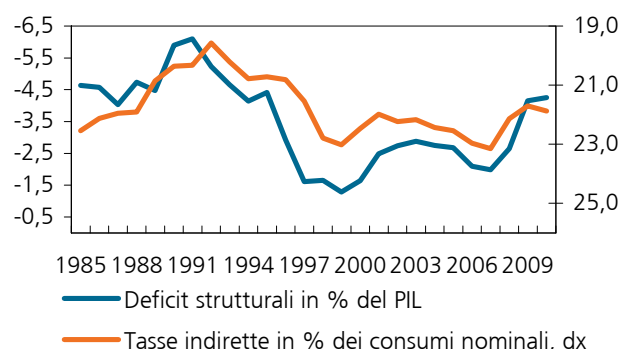
Un rialzo dei prezzi amministrati e della tassazione indiretta non è da escludersi nel corso dei prossimi anni, data l'impellente necessità di risanare le finanze pubbliche per quasi tutti i Paesi Membri. L'esperienza storica suggerisce che una riduzione del deficit strutturale negli ultimi vent'anni è passata per lo più tramite una maggiore incidenza della tassazione indiretta.

La tassazione indiretta potrebbe aggiungere la dinamica dell'inflazione nei prossimi anni



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La correzione dei deficit strutturali è storicamente passata tramite una maggiore incidenza delle imposte indirette



Fonte: Eurostat, IMF (per i deficit strutturali) ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

In conclusione, vediamo un graduale ritorno dell'inflazione nell'area euro all'1,5% nel corso del 2010. Il nostro profilo dipende in larga misura dall'ipotesi di rialzo dei prezzi delle commodities. La dinamica sottostante continuerà a essere frenata dall'ampio eccesso di offerta. Escludiamo che si possa vedere deflazione in senso stretto, ma riconosciamo che domineranno le pressioni verso il basso, dal momento che la dinamica salariale potrebbe risentire di una risposta ritardata della disoccupazione una volta che verranno a scadenza i programmi di sostegno all'occupazione. Aumenti dei prezzi amministrati e tassazione indiretta sono assai probabili dal 2011 in poi, data l'esigenza dei Governi di risanare i conti pubblici, e tali rialzi tenderanno a contrastare le pressioni fondamentali verso il basso.

Attese d'inflazione stabili

La nostra view sull'inflazione area euro all'1,5% in media nel 2010 è al di sopra del consenso che a dicembre la dava ancora all'1,2%, una tale view è antecedente alla sorpresa verso l'alto sul dato di novembre (+0,2% m/m a fronte di previsioni per un -0,1%). Le previsioni BCE di dicembre davano l'inflazione area euro all'1,3% a metà tra le nostre stime e quelle di consenso.

Quel che più conta per le decisioni della BCE è la stabilità delle attese d'inflazione nell'intorno del 2%. Le stime di consenso dalla primavera sono rimaste sostanzialmente invariate nell'intorno dell'1,2%. Le indagini congiunturali hanno cominciato a segnalare un progressivo rientro delle pressioni verso il basso sui prezzi e delle attese delle famiglie. Tuttavia, gli indicatori rimangono su livelli storicamente depressi.

Per quel che concerne il medio termine, l'indagine dei Professional Forecasters, condotta dalla stessa BCE, continua a proiettare l'inflazione a cinque anni ancora in linea con l'obiettivo BCE. Tuttavia, guardando la distribuzione di frequenze questa si sta progressivamente spostando verso la coda bassa (inflazione al di sotto dell'1,5%).

La view di mercato è stabile. La break even a 5 anni spot si aggira intorno all'1,8% a/a (15 dicembre), sostanzialmente invariata rispetto a fine agosto. Anche l'inflazione di break even dai forward a 5 anni (intorno al 2,6% / -2,7%) è rimasta stabile negli ultimi tre mesi. La BCE, nell'ultimo Bollettino indaga sulla volatilità e il livello dell'inflazione di break even come estraibile dai forward. La BCE conclude che il livello della Beir forward è coerente con l'obiettivo di stabilità dei prezzi. Lo studio scompone la Beir in un premio per le attese d'inflazione e per il

Attese di consenso stabile

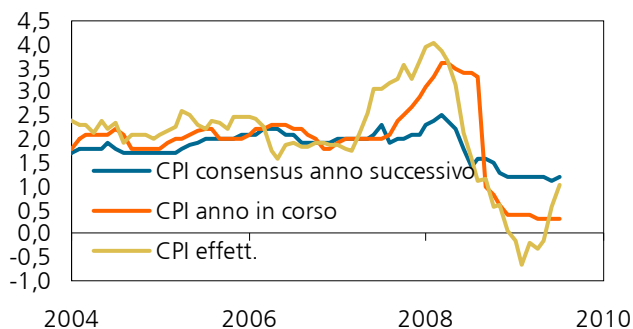
Si sposta verso la coda bassa la distribuzione di frequenze nell'indagine dei Professional Forecasters

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2009

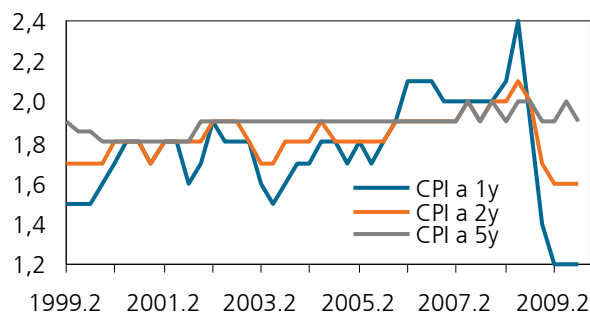
rischio. Le stime mostrano che il tasso teorico sarebbe stato meno volatile di quello osservato. Le attese d'inflazione sono rimaste stabili e nell'intorno del 2%. Il residuo del modello è diventato positivo nell'ultimo periodo. Secondo la BCE una possibile interpretazione è che il calo dei rendimenti indicizzati all'inflazione nel corso del 2009 ha esercitato pressioni verso l'alto sulla dinamica della Bei.

Attese di consenso un anno avanti stabili, ma ancora storicamente basse



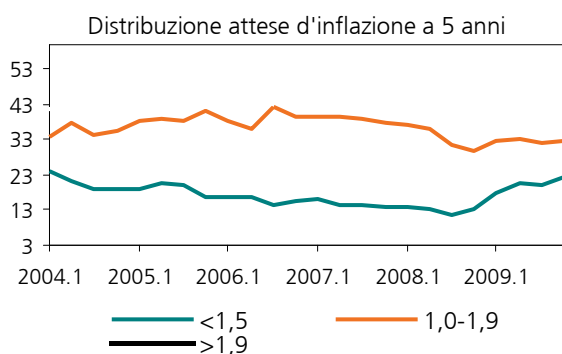
Fonte: Consensus Economics ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La Survey of Professional Forecasters vede le attese a 5 anni ancora stabili, ma...



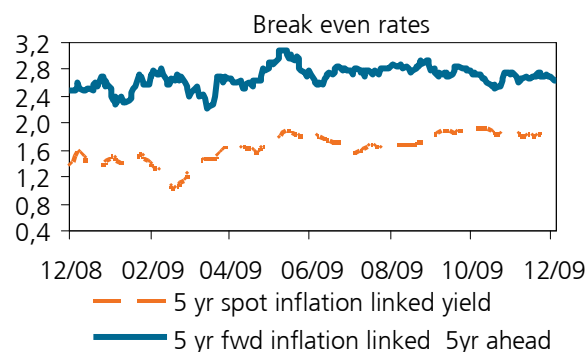
Fonte: Commissione Europea, Markit, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... aumenta la coda bassa



Fonte: BCE; Survey of Professional Forecasters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Break even forwards sporcati da fattori di mercato



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo. Dati da French OAT

BCE una mappa per l'uscita

Alla riunione di dicembre la BCE ha confermato che il 2010 vedrà un'uscita graduale dalle misure di supporto al credito adottate nell'ultimo anno e mezzo (si veda a riguardo il box).

Il primo passo in uscita dalle misure straordinarie si è avuto con la decisione dello scorso 20 novembre di stringere i requisiti di credito per gli ABS ammissibili come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento. L'Eurosistema ha disposto che tutti gli ABS emessi dopo il 1° marzo 2010 dovranno essere certificati da almeno due agenzie di rating riconosciute dalla BCE (DBRS, Fitch Ratings, Moody's, Standard & Poor's, ICAS, RT). Nel determinare l'ammissibilità di tali asset, la BCE applicherà la regola del *second best* cioè farà fede non solo il miglior rating, ma anche la seconda migliore certificazione. A partire dal 1° marzo 2011 la regola del *second best* sarà estesa a tutti gli ABS, indipendentemente dalla data di emissione. Si tratta di una misura che avrà l'impatto massimo da marzo 2011, quando tutti gli ABS (anche quelli in circolazione a oggi), dovranno rispondere al requisito. Nel breve termine, si avranno comunque oneri aggiuntivi dal momento che le banche emittenti dovranno richiedere un rating addizionale per alcune delle

proprie emissioni. L'implicazione è che entro marzo 2011 ci sarà una riduzione della massa di titoli stanziabili in quanto su molte emissioni non sarà conveniente richiedere il secondo rating e/o alcuni non si qualificheranno più in base ai nuovi parametri. Questa misura sulle garanzie è molto meno marginale di quanto non appaia a prima vista. Stando al bilancio annuale della BCE, a fine 2008 la percentuale di ABS era salita al 28% dal 16% del 2007, diventando la classe principale di asset nel monte delle garanzie e la tendenza si è accentuata nel 2009.

Ulteriori passi si sono avuti con la riunione di dicembre, quando la BCE ha annunciato che:

- **Con l'asta di dicembre (16) si estinguono le operazioni di rifinanziamento a 12 mesi** L'asta ha visto un'assegnazione illimitata di fondi per 96,9 miliardi di euro a un tasso indicizzato al refi che prevarrà durante la vita media dell'operazione. Ha preso parte all'asta una percentuale esigua di banche: 224. L'esito dell'asta può essere letto come un segnale di normalizzazione del mercato interbancario e di un minor fabbisogno di liquidità. E' pur vero che l'asta è stata condotta a condizioni meno vantaggiose rispetto a quelle di giugno e settembre scorso. L'ammontare allocato è più elevato di 20 miliardi, rispetto alle ultime stime degli analisti (75 miliardi secondo un'indagine di Bloomberg successiva alla riunione di dicembre);
- **L'ultima asta a sei mesi si terrà il 31 marzo 2010** e sarà ancora condotta a tasso fisso con assegnazione piena. Anche le aste a tre mesi torneranno al ritmo normale, confermando le aspettative di uno sfooltimento del calendario operativo. Per quel che concerne l'ultima asta a sei mesi si presume che la BCE fornirà in occasione della riunione del Consiglio Direttivo di marzo indicazioni sul tasso (che, plausibilmente, sarà indicizzato al tasso minimo prevalente nelle operazioni di rifinanziamento che si terranno nel periodo di vita dell'asta semestrale);
- **Il meccanismo d'asta con assegnazione piena a tasso fisso rimarrà in essere almeno fino al terzo periodo di mantenimento di riserva (cioè fino al 3 aprile 2010).** Tale meccanismo si applicherà sia alle aste settimanali sia a quelle a più lunga scadenza. L'annuncio prospetta effettivamente un ritorno a un regime normale di gestione della liquidità nel 2° trimestre del 2010, anche se non vi è alcun impegno in tal senso;
- **La BCE ha anche specificato che intende smussare il salto di liquidità che si avrà con il venire a scadenza dei 442 miliardi di euro immessi con l'operazione annuale di giugno 2009.** Da un lato, la BCE potrebbe voler drenare in modo graduale parte della liquidità con le aste settimanali o le aste mensili, il che richiederà di tornare a fissare le quantità allocate. Nel contempo, la BCE potrebbe voler garantire una copertura di liquidità alle banche oltre fine giugno con un'asta (a tre mesi?) che inietti liquidità in coincidenza con la distruzione del 1° luglio. Per conseguire l'obiettivo l'asta andrebbe condotta con assegnazione fissa e non illimitata.

Per quel che concerne le misure di sostegno al credito l'estensione del collateral rimarrà in essere almeno fino a fine 2010. Il programma di acquisto verrà a scadenza per la fine di giugno 2010.

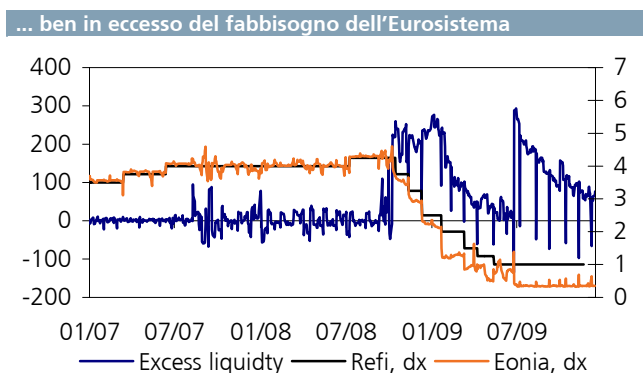
Riguardo alle prossime mosse in uscita, è possibile che per marzo la BCE vorrà annunciare il ritorno all'**assegnazione fissa di fondi sulle aste a uno e tre mesi**. Tuttavia, ci sembra improbabile che la BCE voglia ripristinare in una sola mossa il vecchio meccanismo d'asta con non solo assegnazione prefissata di fondi, ma anche con l'applicazione di un tasso variabile. Un tale passo risulterebbe particolarmente rischioso dal momento che potrebbe introdurre una notevole turbolenza nei mercati, ormai assuefatti al sostegno BCE. La transizione più probabile è un meccanismo d'asta a quantità fissa **con tasso fisso, che sostanzialmente comporta un razionamento della domanda di liquidità**. Tale meccanismo era quello vigente fino a metà 2000. Tipicamente, tale meccanismo comporta un overbidding delle banche, in particolare in una fase in cui i tassi salgono. Tuttavia, la BCE sarà più preoccupata della volatilità che un ritorno al meccanismo d'asta a tasso variabile potrebbe generare sulle scadenze di mercato a breve, che non di un probabile overbidding.

La BCE ha anche l'opzione di rimuovere il *full allotment* prima sulle aste a scadenza più lunga e soltanto in seguito su quelle a scadenza settimanale, in modo da accorciare la vita media della liquidità e aumentare il proprio grado di controllo. In effetti, Weber ha segnalato che il **meccanismo d'asta ad assegnazione piena sarà eliminato in ultima istanza dalle aste settimanali**, questo almeno quanto segnalato di recente da Weber.

La decisione di ritirare parte delle operazioni straordinarie si giustifica alla luce del miglioramento delle condizioni di mercato monetario, come riflesso nel calo dei tassi interbancari e di mercato monetario negli ultimi mesi. Indicazioni in tal senso si hanno anche dall'ultima Survey BCE (condotta su 105 banche) relativa alle condizioni di mercato monetario nel 2° trimestre del 2009. L'indagine BCE segnala che in tutti i segmenti di mercato con l'eccezione del segmento *unsecured* si è vista una stabilizzazione se non un miglioramento nelle condizioni di liquidità rispetto al 2° trimestre del 2008. Per quel che concerne i volumi scambiati, il segmento *unsecured* ha visto un calo del 44% e gli scambi su scadenze oltre il mese si sono del tutto azzerati. Nel segmento *secured* si è visto un incremento del 5% dei volumi scambiati (con l'apporto esclusivo delle transazioni oltre i sei mesi). **Non è quindi facile valutare se il mercato sarebbe in grado di funzionare normalmente ed è per questo che se la BCE ha segnalato la volontà di una svolta nella gestione della liquidità ha rassicurato gli operatori su di una politica ancora accomodante per buona parte del 2010, impegnandosi a mantenere il full allotment sulle aste settimanali per un periodo ancora da definirsi.**

Le operazioni BCE garantiscono per il 2010 liquidità ...		Duration			
Sett. date	Maturity date	1m	3m	6m	12m
09.07.2009	14.01.2010			9,1	
08.10.2009	14.01.2010		1,1		
08.12.2009	20.01.2010	2,7			
29.10.2009	28.01.2010		3,3		
13.08.2009	11.02.2010			11,9	
12.11.2009	11.02.2010		10,8		
26.11.2009	25.02.2010		2,1		
10.09.2009	11.03.2010			3,7	
10.12.2009	11.03.2010		2,9		
17.12.2009	01.04.2010		2,6		
08.10.2009	08.04.2010			2,4	
12.11.2009	13.05.2010			0,8	
10.12.2009	10.06.2010			1,7	
25.06.2009	01.07.2010				442,2
01.10.2009	30.09.2010				75,2
17.12.2009	23.12.2009				96,9
		2,7	22,8	29,5	614,4

Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo



Fonte: BCE. L'eccesso di liquidità è definito come liquidità immessa del sistema - necessità di finanziamento delle banche (somma di fattori autonomi e riserve)

Peraltro la BCE ha a più riprese dichiarato che i tassi sui livelli attuali sono appropriati. Ciò rinforza la nostra view secondo cui l'uscita dalle misure straordinarie sarà molto graduale. La BCE ha necessità di riassorbire parte dell'eccesso di liquidità¹¹, per far sì che l'EONIA torni a scambiare sopra il refi. A dicembre 2009, l'ammontare di fondi in circolazione nell'Eurosistema è salito a 669 miliardi di euro significativamente in eccesso rispetto al fabbisogno di liquidità dell'Eurosistema all'incirca 500 miliardi di euro. Il riassorbimento di liquidità sarà comunque graduale onde evitare riflessi sul mercato monetario prima che il sistema sia in grado di digerirli.

11 L'eccesso di liquidità è definito come differenza tra offerta di liquidità da parte della BCE e fabbisogno dell'Eurosistema. L'offerta di liquidità è data dalla somma delle operazioni di rifinanziamento al netto delle operazioni di deposito presso la Banca centrale. Il fabbisogno di liquidità è definito come la somma dei fattori autonomi e delle riserve. I fattori autonomi sono dati dalla somma di banconote in circolazione, dei depositi delle amministrazioni pubbliche meno attività nette sull'estero e al netto di altri fattori.

Il mercato sembra aver digerito il messaggio. I tassi swap a 12 mesi sono ancora sotto l'1,0%. I FRA sull'EONIA (9*12) scontano un rialzo di 25pb per settembre prossimo.

Ci sembra molto improbabile che la BCE possa intervenire sul refi prima della fine del prossimo anno. Lo scenario macroeconomico della BCE rimane improntato a grande cautela. Le nuove stime BCE continuano a proiettare una ripresa anemica nel 2010 (0,8%) e nel 2011 (1,2%) e comunque più debole delle nostre stime e del consenso. L'inflazione è attesa rimanere al di sotto del target anche nel 2011 (0,8/2,0%). Inoltre, il quadro macroeconomico rimane soggetto a un ampio margine d'incertezza. Le nuove stime BCE giustificerebbero solo un moderato ciclo di rialzi da fine 2010.

Lo scenario 2010-11 giustifica solo un moderato ciclo di rialzi da fine 2010								
Proiezioni macroeconomiche								
Data previsione	Anno	BCE		Consensus		Intesa Sanpaolo		
		IPCA	PIL	IPCA	PIL	IPCA	PIL	
giu-09	2009	0,1 / 0,5	-5,1 / -4,9	0,4	-4,2	0,4	-4,6	
set-09	2009	0,2 / 0,6	-4,4 / -3,8	0,3	-3,9	0,3	-3,9	
dic-09	2009	0,2 / 0,4	-4,1 / -3,9	0,3	-3,9	0,2	-4,0	
giu-09	2010	0,6 / 1,4	-1,0 / 0,4	1,2	0,3	1,4	0,4	
set-09	2010	0,8 / 0,6	-0,5 / 0,9	1,2	1,0	1,6	0,8	
dic-09	2010	0,9 / 1,7	0 / 1,5	1,2	1,3	1,5	1,0	
dic-09	2011	0,8 / 2,0	0,2 / 2,2	1,5*	1,5*	1,5	1,3	

Fonte: BCE, Consensus Forecast, Intesa Sanpaolo
* 2011 previsioni Commissione UE di novembre 2009

Box: Principali misure straordinarie adottate dalla BCE per contrastare gli effetti della crisi

Tra le misure adottate dalla BCE a sostegno della liquidità si annoverano:

- Passaggio al meccanismo d'asta ad assegnazione piena a tasso fisso e non più al benchmark con tasso variabile sulle operazioni a lungo termine. In questo modo la BCE ha de facto passato al sistema il controllo della liquidità (agosto 2007);
- Introduzione di operazioni di rifinanziamento a lungo termine a 6 mesi. Meccanismo d'asta ad assegnazione piena con tasso fisso (aprile 2008);
- Passaggio al meccanismo d'asta ad assegnazione piena a tasso fisso su tutte le operazioni di rifinanziamento anche alle aste settimanali (ottobre 2008). In precedenza le aste erano ad ammontare fisso;
- Introduzione di operazioni di rifinanziamento a lungo termine 12 mesi. Meccanismo d'asta ad assegnazione piena con tasso fisso (maggio 2009);

Tra le altre misure adottate dalla BCE a sostegno del sistema bancario si annoverano:

- Ottobre 2008: estensione della gamma di titoli stanziabili nelle operazioni di mercato aperto ai CDs e ad asset, con rating da A- a BBB-;
- Maggio 2009: acquisto di covered bond per 60 miliardi di euro. Il completamento è previsto per giugno 2010, il 15 dicembre la BCE aveva acquistato 26,9 miliardi di euro.

Germania: sopra la media, con l'aiuto della politica fiscale

Anna Maria Grimaldi

La ripresa in Germania è accelerata sensibilmente nei mesi estivi (+0,7% a/a, da un precedente +0,3% t/t). Data la debole uscita dal 2008, la crescita su base annua è rimasta ancora negativa (-4,8% a/a). Difficilmente, nei prossimi trimestri si vedranno tassi di crescita così elevati, anche se l'indagine IFO segnala un proseguimento dell'attuale recupero fino alla primavera inoltrata. Nel 2010, la crescita media annua tedesca dovrebbe toccare l'1,5%, oltre i livelli prevalenti nel resto dell'area euro.

La migliore performance dell'economia tedesca è spiegata in parte dall'ampio stimolo di politica fiscale adottato per il 2010 (2% di PIL) e delle misure addizionali (0,4% di PIL) annunciate dalla nuova Coalizione di Governo. La profonda dipendenza dall'export del modello tedesco ha causato nel 2009 una contrazione più pesante che nel resto dell'area, ma in questa fase di rimbalzo del commercio mondiale consente alla Germania un vantaggio rispetto agli altri paesi membri. Le attese sull'export segnalano un proseguimento del rimbalzo nei prossimi mesi.

Il consolidamento della ripresa nel corso del 2010 dipende ancora in modo cruciale dalla tenuta degli ordinativi di beni capitali. Nel 3° trimestre gli ordini sono balzati dell'8,9%, anche se la dinamica è stata in parte alterata da un ordine della difesa, vi è stato comunque un recupero significativo. Gli ordini di beni intermedi sono cresciuti di oltre il 10% nei mesi estivi. A ottobre, si è vista una correzione della domanda nei principali settori, ma si tratta di una pausa e il trend rimane positivo. La valutazione sugli ordini dall'indagine IFO suggerisce una discreta tenuta della domanda dall'estero di beni capitali e di intermedi. Ci aspettiamo quindi un apporto ancora positivo da produzione ed export a cavallo del nuovo anno. La forte crescita di ordini e produzione di beni intermedi suggerisce che le scorte dovrebbero ancora fornire un apporto positivo alla crescita del PIL nella parte finale di quest'anno – inizio del prossimo.

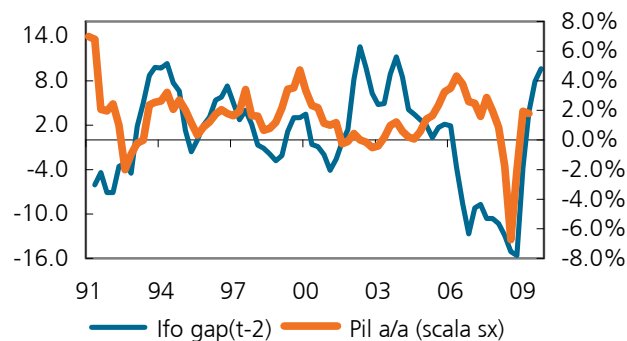
Nel corso del 2010, si attende un discreto andamento della domanda interna. I consumi pubblici cresceranno di 2,5% a/a per effetto delle politiche espansive. Dovrebbero recuperare gli investimenti industriali: già nei mesi estivi si è visto un aumento della spesa in macchinari e progetti. Il recupero sarà però molto probabilmente meno marcato che nei cicli precedenti, dato l'elevato grado di sottoutilizzo della capacità produttiva.

Gli investimenti in costruzioni continueranno a beneficiare dello stimolo fiscale (0,6% del PIL per il 2009-10) nella seconda metà di quest'anno, dal momento che una buona parte dei progetti è partita nel 2° trimestre del 2009. Le imprese sfrutteranno il clima favorevole dei mesi estivi per partire con la realizzazione di nuove case approvate tra fine 2008 e inizio 2009.

I consumi delle famiglie sono attesi rallentare rispetto al 2009 principalmente per il venir meno dell'effetto incentivi e per l'aumento dell'inflazione. Il solo sostegno alla dinamica del reddito verrà dalle misure di politica fiscale ed indirettamente dai programmi a sostegno dell'occupazione a termine, che resteranno in essere fino alla fine del 2010. La dinamica del reddito da lavoro lordo è, difatti, attesa frenare ancora nei prossimi trimestri. Secondo l'Agenzia Federale per il Lavoro 1,49 milioni di lavoratori hanno fatto ricorso allo schema. Le ore lavorate pro capite si sono ridotte di circa un terzo, l'equivalente di 474 mila occupati o l'1,1% della forza lavoro. Non ci aspettiamo un severo effetto di ritorno sull'occupazione allo scadere dei programmi se si sarà consolidata la ripresa. Si hanno, inoltre, indicazioni di un progressivo miglioramento delle condizioni occupazionali.

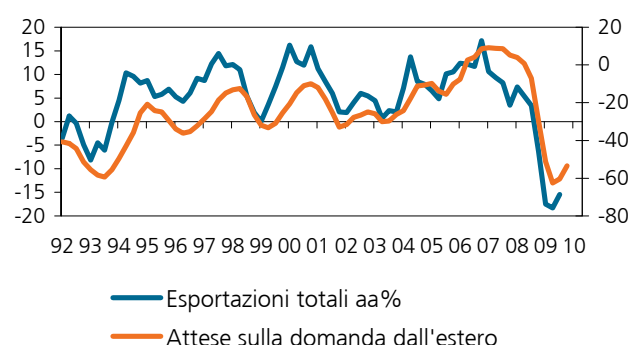
La dinamica salariale è rallentata nel corso del 2009, con i salari contrattuali al netto di bonus in rallentamento al 2,5% a/a a settembre, dal 3,0% della scorsa primavera. Si sono visti aumenti eccezionali (5%) nel comparto dell'auto ed in particolare per i lavoratori della Volkswagen, ma ci aspettiamo che il trend di moderazione salariale continui nel corso del prossimo anno.

IFO coerente con un proseguimento della ripresa fino a metà 2010



Fonte: FSO e IFO

Le imprese scontano un'ulteriore accelerazione dell'export



Fonte: IFO, FSO e previsioni Intesa Sanpaolo

Questa crisi lascia un'eredità pesante alla Germania. La dipendenza dall'estero rende il sistema tedesco estremamente vulnerabile agli aggiustamenti degli squilibri internazionali. Va aggiunto il rischio di una protratta debolezza del sistema finanziario. Le misure di politica fiscale adottate per contrastare la crisi imporranno, prima o poi, una correzione anche se meno dolorosa che negli altri paesi.

Meno drammatico il peggioramento dei conti pubblici

Il saldo di finanza pubblica è atteso in netto peggioramento nel 2009 ad oltre il 3%, ma il suo andamento è risultato molto migliore della stima di 3 mesi fa. La sorpresa è attribuibile all'andamento della spesa per sussidi di disoccupazione: lo schema a sostegno dell'occupazione a tempo parziale ha limitato l'aumento dei senza lavoro.

Il debito è atteso toccare il 74,3% del PIL dal 65,9%. L'aumento incorpora efficacemente le misure adottate a sostegno del sistema finanziario e non incluse nel computo del deficit. A fine 2010 salirà ulteriormente all'80% del PIL, in questo caso alimentato dall'impatto delle misure discrezionali.

Nel corso del 2010, infatti, il deficit sfiorerà il 6%, non solo per effetto delle misure di stimolo (2,0% varato dal precedente Governo ed uno 0,4-0,5% annunciato dalla nuova Coalizione), ma anche a causa di fattori strutturali, tra cui rallentamento delle entrate sui profitti.

La Commissione Europea ha raccomandato che la Germania riporti il deficit in relazione al PIL al 3% per fine 2013. Il target sembrava incompatibile fino a un mese fa con il programma di riforma fiscale del nuovo Governo. Tuttavia, la sorpresa sul 2009 lascia l'entrata nel 2010 all'incirca un punto di PIL più in basso e pertanto l'obiettivo del 3% non è così irraggiungibile anche se fossero effettivamente approvati ulteriori sgravi per il 2011. Resta comunque necessario un consolidamento nei prossimi anni se si vorrà rispettare la regola di un deficit strutturale non superiore allo 0,35% del PIL nel 2016.

Va inoltre considerato che il miglioramento ciclico andrebbe sfruttato per dare inizio al consolidamento dei conti pubblici. La Bundesbank nell'ultimo Bollettino si è espressa in modo forte a riguardo indicando che i tagli fiscali previsti dal 2010 in poi rischiano di compromettere il processo di risanamento dei conti pubblici. La BCE ha avuto parole altrettanto severe indicando che un mancato piano di rientro dagli eccessi dell'ultimo anno rischia di alterare il funzionamento del sistema monetario.

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2009

Previsioni macro											
	2008	2009	2010	2009				2010			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi 2000, a/a) t/t	1,0	-4,9	1,5	-3,5	0,4	0,7	0,4	0,4	0,3	0,2	0,3
Consumi privati	0,2	0,5	0,0	0,9	0,6	-0,9	-0,2	0,1	0,2	0,3	0,2
Investimenti fissi lordi	2,4	-9,2	1,6	-8,7	0,6	1,3	0,5	0,1	0,3	0,0	0,5
Consumi pubblici	2,0	2,6	2,6	1,2	0,6	0,1	0,6	0,7	0,8	0,8	0,7
Esportazioni	2,4	-14,6	5,5	-10,5	-0,8	3,4	2,0	1,7	1,0	-1,0	2,0
Importazioni	3,9	-8,7	5,0	-5,6	-5,4	5,0	1,5	1,0	2,0	-0,5	2,0
Var. scorte (contrib., % PIL)	0,5	-0,1	0,3	0,2	-2,1	1,5	0,0	-0,2	0,4	0,1	-0,1
Partite correnti (% PIL)	6,6	4,7	5,9								
Deficit (% PIL)	-0,1	-3,5	-5,3								
Debito (% PIL)	65,9	74,0	79,5								
CPI (a/a)	2,8	0,2	1,1	0,8	0,3	-0,4	0,4	0,9	1,1	1,3	1,0
Produzione Industriale	0,1	-15,8	2,6	-20,0	-19,2	-15,5	-8,4	2,9	4,2	0,6	3,2
Disoccupazione (%)	7,6	8,3	9,1	7,9	8,2	8,3	8,2	8,5	8,9	9,2	9,1
Euribor a 3 mesi (%)	4,6	1,2	1,1	2,0	1,3	0,9	0,7	0,7	1,0	1,3	1,6
Tasso a 10 anni (%)	4,0	3,2	3,5	3,1	3,4	3,3	3,2	3,3	3,4	3,5	3,7

Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Italia - Una ripresa modesta e ancora soggetta a rischi

Il 2010 vedrà una ripresa dell'attività economica di entità modesta: stimiamo una crescita del PIL di 0,7% dopo il -4,8% del 2009. I consumi delle famiglie torneranno a crescere, ma saranno frenati da un ulteriore aumento della disoccupazione e da un livello di equilibrio del tasso di risparmio più alto che nell'ultimo decennio. Gli investimenti potrebbero vedere il terzo anno consecutivo di contrazione, trainati al ribasso dalle costruzioni. Il principale traino alla crescita verrà dal commercio con l'estero (oltre che dal ciclo delle scorte). Lo scenario è soggetto a rischi, principalmente esogeni, di varia natura.

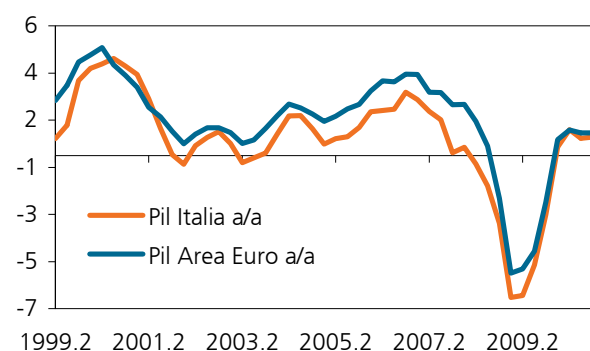
Paolo Mameli

La seconda lettura dei dati di contabilità nazionale del 3° trimestre ha confermato la crescita del PIL di 0,6% t/t, primo dato positivo dopo 5 trimestri in rosso, per una variazione annua ancora pesantemente negativa (-4,6% da -5,9% a/a precedente). Il dettaglio delle componenti è stato più confortante del previsto. Infatti, diversamente che per il resto dell'area euro, **la crescita non è dovuta a un aumento delle scorte** (che hanno dato un contributo positivo di appena un decimo dopo i pesanti cali dei due trimestri precedenti), **ma alla domanda domestica finale**, che ha contribuito per tre decimi. In più, mentre sulla spesa pubblica si nota una flessione (-0,2% t/t) dopo il balzo anomalo del trimestre primaverile, **è la domanda privata a crescere**: i consumi accelerano da 0,1% a 0,4% t/t (massimo dal 1° trimestre del 2007) e gli investimenti tornano in positivo (0,3% t/t) dopo quattro trimestri di calo.

I consumi sono stati ancora trainati dagli incentivi-auto, come visibile dal fatto che i consumi di beni durevoli sono cresciuti di 2,7% t/t (da 4,3% precedente), mentre si è anzi accentuato il calo (il sesto consecutivo, -1,2% t/t) dei consumi di beni non durevoli. Per quanto riguarda gli investimenti, si nota una **ripresa della spesa in macchinari e attrezzature** (+4,2% da -5,2% t/t), mentre, dopo i pesanti cali dei trimestri precedenti, **restano stagnanti gli investimenti in mezzi di trasporto e si aggrava la recessione nelle costruzioni** (-2,1% da -1,6% t/t), settore che ci aspettiamo continui a contrarsi nei prossimi trimestri (e probabilmente ancora per la media del 2010). In linea con l'area euro, il **commercio con l'estero ha aggiunto due decimi alla crescita**, grazie a un ritorno in positivo di entrambi i flussi commerciali (export +2,5% t/t, import +1,5% t/t). In sintesi, **il dettaglio delle componenti è più confortante di quel che si potesse attendere. Tuttavia ciò non dovrebbe impedire alla crescita di tornare vicina a zero negli ultimi tre mesi dell'anno**, come prospettano i dati di produzione industriale.

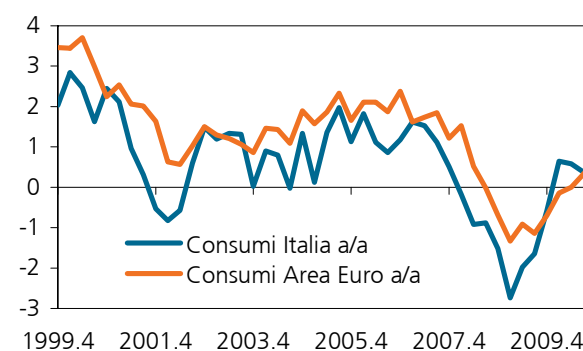
Più in generale, guardando alle prospettive per il prossimo anno, il 2010 vedrà un ritorno in positivo della crescita dopo due anni in rosso, ma si tratterà di una **ripresa di entità modesta e ancora soggetta a rischi di varia natura**.

PIL (Italia vs area euro)



Fonte: Istat, Eurostat e previsioni Intesa Sanpaolo per 4° trimestre del 2009 e 2010

Consumi privati (Italia vs area euro)



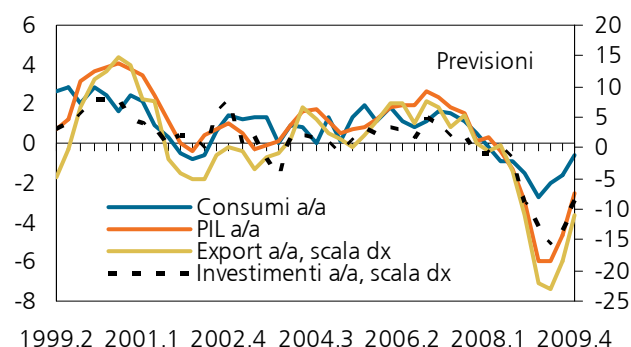
Fonte: Istat, Eurostat e previsioni Intesa Sanpaolo per 4° trimestre del 2009 e 2010

L'Italia dovrebbe continuare a crescere meno rispetto alla media dei paesi dell'area euro, visto il più modesto tasso di crescita del PIL potenziale della nostra economia. Tuttavia, **il ritardo di**

crescita nei confronti dei *partners* europei potrebbe ridursi ulteriormente da -1,5% nel 2008 a -0,8% nel 2009 e a -0,3% nel 2010. La ripresa per l'economia italiana **sarà di entità modesta (+0,7% nelle nostre stime) e ancora soggetta a rischi**. Il tasso di crescita trimestrale del PIL sarà inferiore a quello registrato nel 3° trimestre del 2009, stimiamo in un range (0,1-0,2% t/t) più vicino a una stabilizzazione dell'attività che non a una ripresa vera e propria.

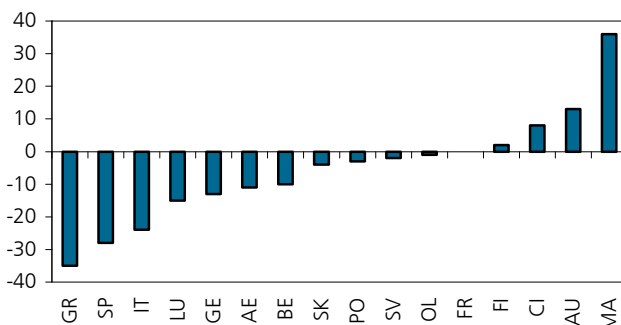
I **consumi** delle famiglie saliranno nelle nostre stime dello 0,5% in media d'anno nel 2010 dopo il -1,7% stimato per il 2009. Tale previsione sconta variazioni trimestrali dell'ordine di 0,1% t/t nella prima metà dell'anno e di 0,2% t/t nella seconda metà, dunque non certo brillanti. I consumi sono stati sostenuti nella parte centrale del 2009 dagli **incentivi-auto**, in tal senso la probabile proroga degli stessi (sia pur con ogni probabilità su importi inferiori) può scongiurare il rischio di un brusco calo a inizio 2010. Nella relativa tenuta recente dei consumi sembra aver giocato un ruolo importante anche il **calo dell'inflazione** non solo effettiva, ma anche attesa: quelle italiane, accanto alle greche e alle spagnole, sono le famiglie europee che si attendono il calo più pronunciato dell'inflazione nei prossimi 12 mesi, sebbene l'inflazione italiana sia risultata nel 2009 e risulterà con ogni probabilità anche nel 2010 superiore alla media area euro. Tale fattore tuttavia sembra poter assumere minor importanza **nel corso del 2010**, quando **si verificheranno simultaneamente un rallentamento dei salari nominali e una salita dell'inflazione**. I nodi fondamentali per la tenuta dei consumi restano: 1) l'evoluzione del mercato del lavoro; 2) l'andamento del tasso di risparmio.

Evoluzione attesa delle componenti del PIL



Fonte: Istat, Eurostat e previsioni Intesa Sanpaolo per 4° trimestre del 2009 e 2010

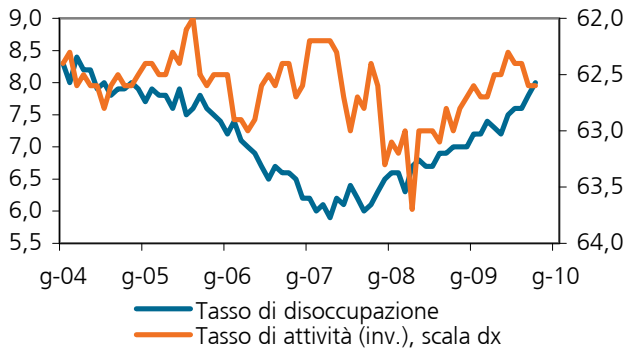
Fiducia e consumi delle famiglie sono stati sostenuti dal calo delle aspettative inflazionistiche (più marcato che nell'area euro)



Fonte: Indagini di fiducia dei consumatori Commissione Ue, attese sui prezzi nei prossimi 12 mesi.

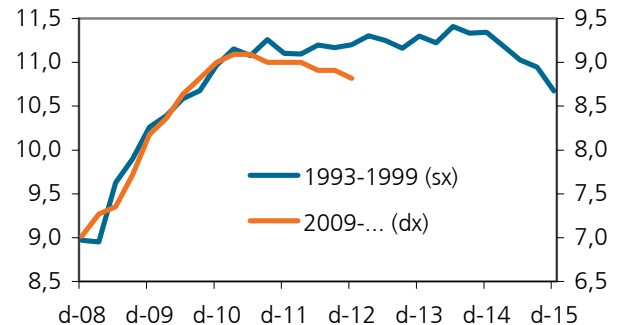
Per quanto riguarda il **mercato del lavoro**, sulla base della nuova serie mensile diffusa dall'ISTAT il trend al rialzo della disoccupazione ha subito un'accelerazione negli ultimi mesi, salendo all'8% a ottobre (la precedente stima era ferma al 7,4% del 2° trimestre). Tale trend, nonostante il miglioramento degli indici di attività economica, è destinato a proseguire e il picco per il tasso dei senza-lavoro dovrebbe essere raggiunto solo nel 1° semestre del 2011. **La disoccupazione italiana, se è aumentata meno che in altri paesi, può tuttavia tornare a scendere più tardi** per due motivi: 1) il sostegno offerto dalla cassa-integrazione guadagni è temporaneo; 2) l'esperienza storica insegna che il mercato del lavoro italiano, per le sue caratteristiche di maggior rigidità rispetto ad altri paesi, vede un deterioramento più contenuto nelle fasi di indebolimento del ciclo, ma anche un recupero più lento una volta che sia avviata la ripresa dell'attività. Da notare in particolare il fatto che, **in corrispondenza dell'ultima recessione profonda, quella del '93, il tasso di disoccupazione continuò ad aumentare fino alla fine dell'anno successivo, per poi rimanere su quei livelli fino alla fine degli anni '90**. Un aumento più sostenuto della disoccupazione costituisce il principale rischio di natura endogena sullo scenario per il 2010.

Il tasso di disoccupazione manterrà un trend al rialzo (e il tasso di attività al ribasso) probabilmente per tutto il 2010



Fonte: ISTAT

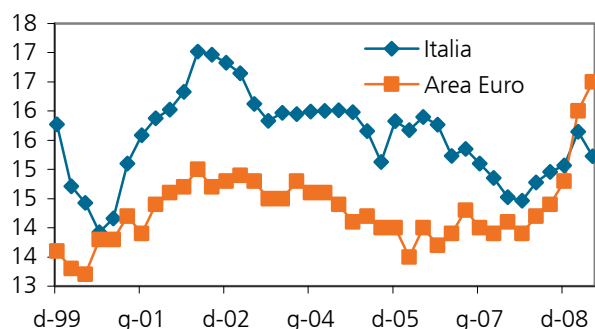
Il confronto con gli anni '90 segnala il rischio di persistenza su livelli elevati della disoccupazione nei prossimi anni



Fonte: ISTAT, elaborazioni Intesa Sanpaolo

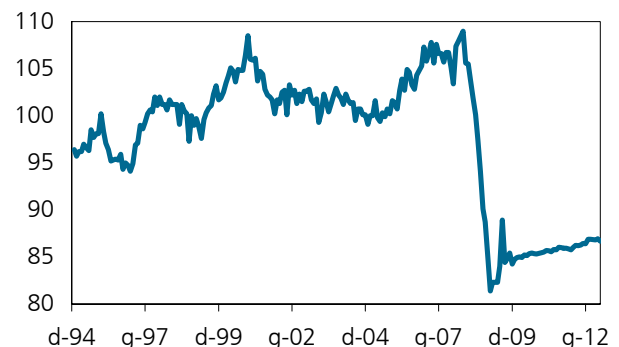
Per quanto riguarda il **tasso di risparmio**, in base alle nuove stime ISTAT (comparabili con quelle europee), si è verificato il sorpasso del tasso di risparmio delle famiglie dell'area euro rispetto a quelle italiane. Infatti, la crisi ha determinato nell'Eurozona un aumento molto più pronunciato che in Italia del tasso di risparmio, salito (a metà 2009) al 16,5% nell'Eurozona contro il 15,2% dell'Italia.

Per la prima volta il tasso di risparmio delle famiglie nell'Eurozona ha superato quello delle famiglie italiane



Fonte: ISTAT, Eurostat

La produzione industriale resterà su livelli ben inferiori a quelli pre-crisi



Fonte: ISTAT e previsioni Intesa Sanpaolo

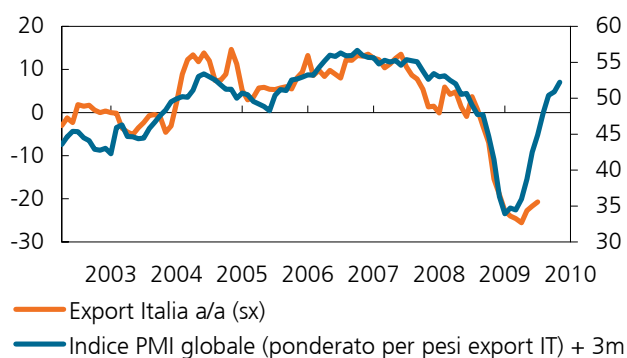
Pertanto, **la tradizionale maggiore virtuosità in relazione al risparmio delle famiglie italiane ne risulterebbe in qualche modo ridimensionata**. Permane comunque il **minor indebitamento delle famiglie italiane**, pari, sempre a metà 2009, al 58% del reddito disponibile contro il 91% per l'area euro. In generale, la crisi ha determinato un'inversione nel trend pluriennale iniziato nel 2002 di calo del tasso di risparmio: questo è salito di oltre un punto dal 1° trimestre del 2008 al 1° trimestre del 2009, anche se poi è sceso, in controtendenza con l'area euro, nel trimestre successivo. Anche in questo caso la crisi potrebbe avere conseguenze strutturali determinando anche per il nostro paese un **livello di equilibrio di medio termine del tasso di risparmio più alto di quello registrato negli ultimi anni** (per effetto del maggior grado di incertezza dello scenario economico e finanziario nonché dell'aspettativa di un consolidamento dei conti pubblici), con la conseguenza di una crescita dei consumi più in linea con quella del reddito disponibile (e dunque ancora minore di quella già non brillante registrata negli ultimi anni).

Gli **investimenti** potrebbero contrarsi per il terzo anno consecutivo nel 2010, trascinati al ribasso in particolare dagli investimenti in costruzioni, che rappresentano il 10% del PIL e il 51% degli investimenti totali: la spesa in costruzioni dovrebbe calare anche l'anno prossimo dopo il -7,6%

di quest'anno e il -1,8% del 2008, sebbene in misura minore. Viceversa, sia gli investimenti in macchinari e attrezzature che quelli in mezzi di trasporto mostreranno a nostro avviso un rimbalzo, rispettivamente di 1,8% e 1,2%, dopo i pensanti cali (rispettivamente di -16,1% e di -27,8%) del 2009. Nel complesso, gli investimenti totali dovrebbero contrarsi di -0,2% nel 2010 dopo il -12,9% del 2009. Da notare che nelle nostre ipotesi la produzione industriale, dopo il crollo del 2009 (-17,7%), crescerà di 0,8% nel 2010, ma resterà su livelli considerevolmente inferiori a quelli del passato per tutto l'orizzonte prevedibile. In altri termini, **la crisi avrebbe determinato una perdita di output di natura strutturale** e dunque un eccesso di capacità produttiva che dovrebbe essere corretto attraverso la chiusura di impianti. Il processo in corso (sia pure probabilmente meno pronunciato che in altre aree geografiche) di aggiustamento dei bilanci nel settore finanziario e non, ma soprattutto la prospettiva di una domanda mondiale meno brillante di quella, gonfiata dalla bolla sul credito, dell'ultimo decennio, costituirà un freno agli investimenti delle imprese per diverso tempo. Certamente, almeno nella prima parte della ripresa (e in particolare nel 2010), la perdurante incertezza, il basso grado di utilizzo degli impianti e i timori circa la liquidità e la possibilità di ottenere prestiti freneranno la spesa in conto capitale delle imprese.

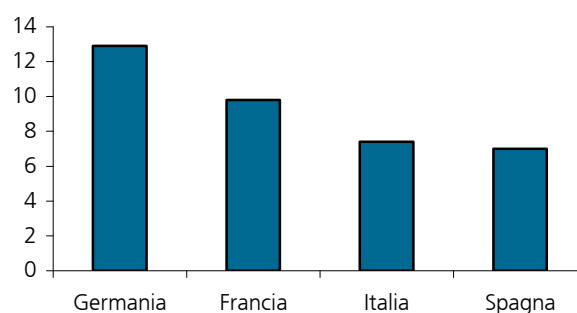
Il principale traino agli investimenti sarà rappresentato dalla ripresa della domanda estera. Nel 2010 il **commercio con l'estero** dovrebbe contribuire per almeno due decimi alla crescita (dopo aver sottratto oltre un punto di PIL nel 2009).

L'export ha finora sfruttato solo in minima parte il rimbalzo della domanda mondiale



Fonte: ISTAT, Markit Economics, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Quota di mercato dell'export verso l'Asia per i principali paesi europei



Fonte: Eurostat

Entrambi i flussi commerciali torneranno in positivo (export +3,7%, import +2,6%). Peraltro, in particolare le nostre stime sull'export ci appaiono caute in quanto **la ripresa in atto della domanda mondiale giustificerebbe un rimbalzo ben più pronunciato**. Tuttavia, la stima tiene conto delle fragilità strutturali dell'Italia, caratterizzata, rispetto agli stessi partners europei, da una bassa competitività (elevato CLUP) e da minori legami commerciali con i paesi dinamici dell'Asia.

I rischi sullo scenario derivano principalmente da shock di natura esogena: **1) il principale rischio consiste nell'eventualità di uno scenario di ricaduta recessiva su scala mondiale derivante da: a) una nuova recrudescenza della crisi bancaria e finanziaria**, che causerebbe uno shock sugli investimenti, una nuova impennata degli spread tra tassi di mercato monetario e tassi ufficiali e un calo dei prezzi sia di Borsa che immobiliari: imputando nello scenario-base per gli investimenti, gli spread tra tassi di mercato e tassi ufficiali e per i prezzi di Borsa e immobiliari le variazioni trimestrali registrate nel 2009, si otterrebbe una crescita ancora negativa nel 2010 e pari a -0,8% ovvero più bassa di circa un punto e mezzo rispetto allo scenario base (peraltro, l'eventualità di una recrudescenza della crisi finanziaria sui livelli visti un anno fa ci sembra uno scenario dalla probabilità non elevata); **b) un'inversione troppo ravvicinata della politica**

monetaria o fiscale: se la BCE portasse i tassi a fine 2010 al 2,5% (sui massimi delle stime di consenso per i tassi ufficiali) e il Governo portasse, attraverso misure restrittive, il rapporto deficit/PIL al 3% a fine 2010, ne deriverebbe una crescita pari a 0,3% ovvero di quattro decimi più bassa che nello scenario-base; **2) movimenti avversi sui mercati finanziari quali:** **a) un aumento dei prezzi delle materie prime,** eventualmente come effetto dell'elevata liquidità presente sui mercati: un aumento del prezzo del Brent Crude a 100 dollari in media per il 2010 (anziché i 73 dello scenario base) avrebbe un impatto significativo sulla crescita, che risulterebbe di appena lo 0,1% ovvero più bassa di oltre mezzo punto che nello scenario base; **b) un eventuale ulteriore apprezzamento del tasso di cambio dell'euro:** un tasso di cambio euro/dollaro a 1,60 per la media del 2010 (anziché a 1,46 come nello scenario-base) porterebbe la crescita a 0,4% anziché 0,7% dello scenario-base. **Ma il principale rischio di natura endogena consiste in un'eventuale accelerazione,** superiore a quanto implicito nello scenario-base, **del tasso di disoccupazione:** se la disoccupazione tornasse già nel 2010 ai livelli della seconda metà degli anni '90 (sopra l'11%), ne risulterebbe una crescita nulla nel 2010.

Previsioni macro	2008	2009	2010	2009				2010			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi 2000, a/a)	-1,0	-4,8	0,7	-6,0	-5,9	-4,6	-2,5	0,4	1,1	0,7	0,8
t/t				-2,7	-0,5	0,6	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Consumi delle famiglie	-0,9	-1,7	0,5	-1,2	0,1	0,4	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Consumi collettivi	0,6	1,3	0,9	0,2	1,2	-0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
Investimenti fissi	-2,9	-12,9	-0,2	-4,9	-3,1	0,3	-0,7	0,3	0,6	0,4	0,5
Importazioni	-4,5	-14,9	2,6	-8,8	-2,5	1,5	0,2	1,0	0,7	1,0	1,2
Esportazioni	-3,7	-18,8	3,7	-11,7	-2,5	2,5	1,0	1,0	0,8	0,9	0,9
Var. scorte (contrib., %PIL)	-0,3	-0,3	0,0	-0,4	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Partite correnti (% PIL)	-3,4	-3,0	-2,4	-4,4	-1,5	-1,5	-3,0	-3,9	-2,8	-1,5	-3,1
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	-2,7	-5,4	-5,1								
Debito (% PIL)	105,8	115,2	117,4								
Prezzi al consumo (a/a)	3,3	0,8	1,6	1,5	0,9	0,1	0,6	1,3	1,4	1,7	1,9
Produzione Industriale	-3,4	-17,7	0,8	-9,4	-3,3	4,2	-1,1	0,1	0,3	0,3	0,0
Disoccupazione (%)	6,8	7,6	8,7	7,3	7,4	7,7	8,2	8,4	8,6	8,8	9,0

Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Grecia: commedia o tragedia?

La manovra presentata dal nuovo Governo per affrontare l'emergenza fiscale non ha convinto agenzie di rating e investitori. Il nodo cruciale diventa ora la capacità di implementare velocemente ed efficacemente il piano di risanamento. La posta è molto alta: senza la prova di progressi concreti, entro un anno la crisi potrebbe mettere in discussione la stanzialità dei titoli di stato nelle operazioni di credito BCE e coinvolgere anche il sistema bancario.

Luca Mezzomo e
Paolo Mameli

Il "caso Grecia" è scoppiato quando, dopo l'insediamento del nuovo Governo, l'audit sui conti ha rivelato un deficit superiore a quanto stimato inizialmente di 2,7 punti di PIL per il 2008 e di 7 punti di PIL per il 2009. È la seconda volta in un decennio che la Grecia pubblica statistiche fuorvianti e l'evento ha infero un colpo mortale alla credibilità del Paese sui mercati internazionali. Secondo la Commissione, "gli squilibri fiscali sono stati alti e persistenti per molti anni, nonostante una vigorosa attività economica durata fino al 2008, il che suggerisce abbiano radici strutturali. In particolare riflettono un insufficiente controllo della spesa pubblica, e proiezioni sulle entrate sistematicamente troppo ottimistiche". In merito alla raccolta ed elaborazione dei dati statistici, secondo la Commissione "ci sono ancora problemi che mettono in dubbio l'adeguatezza dei meccanismi che assicurano una pronta e corretta produzione dell'informazione richiesta dal quadro normativo attuale e quindi non c'è stata nessuna efficace risposta alla raccomandazione del Consiglio". Circa le misure adottate per facilitare l'assestamento fiscale, secondo la Commissione "le finanze pubbliche sono peggiorate molto più di quello che si sarebbe potuto attendere come risultato di una contrazione economica più forte del previsto e in larga parte come risultato di politiche di bilancio implementate dal Governo". Inoltre, le misure correttive sono state per oltre metà di natura temporanea e non basate su tagli di spesa. "Le raccomandazioni del Consiglio al Governo greco [...] non sono state seguite". In sintesi, la Commissione ha raccomandato che il Consiglio decida in conformità con l'art. 104(8) che la Grecia non ha adottato azioni efficaci in risposta alla raccomandazione del Consiglio del 27 aprile 2009.

La revisione dei conti e il giudizio della Commissione

Stime della Commissione su PIL e disavanzo pubblico per i prossimi anni	Crescita PIL reale				Disavanzo/PIL			
	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
	Budget 2009	3,2	2,7	ND	ND	-2,5	-2,0	ND
Commissione (Gennaio 2009)	2,9	0,2	0,7	ND	-3,4	-3,7	-4,2	ND
Patto di Stabilità (Gennaio 2009)	3,0	1,1	1,6	2,3	-3,7	-3,7	-3,2	-2,6
Notifica Proc. Def. Ecc. (Aprile 2009)	ND	ND	ND	ND	-5,0	-3,7	ND	ND
Commissione (Primavera 2009)	2,9	-0,9	0,1	ND	-5,0	-5,1	-5,7	ND
Notifica Proc. Def. Ecc. (Ottobre 2009)	ND	ND	ND	ND	-7,7	-12,5	ND	ND
Commissione (Autunno 2009)	2,0	-1,1	-0,3	0,7	-7,7	-12,7	-12,2	12,8

Fonte: Commissione UE

Cause di revisione della stima 2009 di deficit secondo la Commissione Europea	Effetto sul deficit (°)	Deficit 2009
	Obiettivo iniziale (Finanziaria 2009)	
Programma di Stabilità (Gennaio 2009)		3,7
Effetto di trascinamento	1,4	
Stabilizzatori automatici	1,5	
Spese una-tantum	1,5	
Impatto delle misure di aumento delle entrate	-1,0	
Impatto delle misure di taglio delle spese	-0,3	
Minori entrate	3,5	
Maggiori spese	2,2	
Differenza negli swap	0,2	
Previsioni Commissione (autunno 2009)		12,7

(*) La tabella riassume, in % del PIL, le maggiori revisioni, correzioni e discrepanze nel budget 2009 dalla sua adozione (da parte del precedente governo) a fine 2008, e le previsioni della Commissione.

(°) Un '+' indica un aumento del deficit, un '-' indica una diminuzione del deficit.

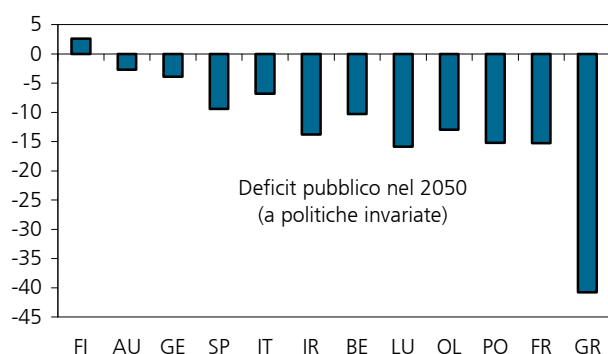
Fonte: Commissione UE

Va rilevato che la situazione dei conti pubblici greci non è solo preoccupante nel breve termine in relazione alla recente revisione dei dati, ma destava già preoccupazioni anche per il medio-lungo termine. Infatti, la Grecia appare nelle simulazioni a politiche invariate il paese a maggior rischio per le dinamiche demografiche: le stime della Commissione indicano come necessario un avanzo primario di circa il 10% del PIL dal 2015, assumendo che non vengano attuate riforme

La situazione dei conti è preoccupante anche per il lungo termine a causa del problema delle passività previdenziali

previdenziali. Secondo una simulazione pubblicata in un paper della BCE, a politiche invariate le modificazioni demografiche farebbero esplodere entro il 2050 deficit e debito rispettivamente a oltre il 40% e a oltre il 550% del PIL.

Tenendo conto delle modificazioni demografiche, a politiche invariate la Grecia sarebbe il paese dell'area euro ...



Fonte: "Fiscal sustainability and policy implications for the euro area", ECB Working Paper Series No 994 / January 2009.

... con la maggiore esplosione sia del deficit che del debito con un orizzonte al 2050



Fonte: "Fiscal sustainability and policy implications for the euro area", ECB Working Paper Series No 994 / January 2009.

In risposta alle raccomandazioni della Commissione, il Governo ha inizialmente deciso che l'agenzia di statistica sarà resa indipendente dall'esecutivo, e ha sottoposto al Parlamento la Legge Finanziaria per il 2010 (il voto è previsto il 23 dicembre, l'approvazione è molto probabile vista la situazione di emergenza e visto che la maggioranza dispone di 160 seggi su 300), che prevedeva:

- **Tagli di spesa soft:** calo del 25% dei consumi pubblici, congelamento parziale dei salari pubblici nel 2010, graduale riduzione del numero dei dipendenti pubblici dal 2011 (dimezzamento turnover), taglio spese militari, ma aumento spese per sanità, istruzione, infrastrutture. Lotta alla corruzione;
- **Riforma del prelievo fiscale** sottoposta al Parlamento nel marzo 2010 prevede allargamento della base imponibile e misure anti-evasione.

La risposta del nuovo Governo greco

Principali target della Legge Finanziaria 2010

		2009	2010	2010 a politiche invariate
Deficit	% del PIL	-12,7	-9,1	-12,2
Debito	% del PIL	113,4	120,8	124,9
Spesa ordinaria	Miliardi di euro	71,4	69,8	
	Var. % a/a	15,9	-2,3	
Investimenti pubblici	Miliardi di euro	-1,3	8,4	
Entrate ordinarie nette	Miliardi di euro	49,3	53,7	
	Var. % a/a	-4,7	9	
Memo:				
PIL	Var. a/a	-1,2	-0,3	-0,3
Saldo primario	% del PIL	-7,7	ND	-6,6
Saldo primario	% del PIL	-11,3	ND	-11,3

Fonte: Thomson Reuters, da Ministero delle Finanze greco, e Commissione Europea

Sotto pressione per il declassamento operato nel frattempo da Fitch, lo scorso 14 dicembre il primo ministro George Papandreu ha annunciato l'intenzione di tagliare il deficit pubblico dal 12,7% al 3% del PIL nei prossimi quattro anni. Per il 2010 l'obiettivo è di arrivare all'8,7% invece di 9,1%. Ciò tramite:

Il nuovo annuncio del Governo greco (14.12.2009)

- **Misure sulle spese:** taglio del 10% alla spesa previdenziale nel 2010, ma non si sa con quali modalità; confermato il congelamento degli stipendi pubblici sopra i 2.000 euro nel 2010 (stimati però in appena 40 mila su oltre 500 mila); riduzione del 10% degli straordinari; taglio

di un terzo dei contratti di lavoro a termine nel settore pubblico; blocco del turnover (totale nel 2010, parziale dal 2011); tagli colpiranno anche le rappresentanze diplomatiche all'estero e gli uffici del turismo, le spese militari e i compensi dei manager pubblici;

- **Misure sulle entrate:** nuova tassa del 90% sui bonus nel settore bancario; nuova imposta sui capital gains; reintroduzione di un prelievo progressivo sulla proprietà immobiliare e su eredità e donazioni; interventi sulle detrazioni fiscali e sui regimi agevolati previsti per talune categorie professionali, rimpiazzati da una tassazione progressiva universale sui redditi; confermate le misure contro l'evasione fiscale.

Il ministro delle finanze Papaconstantinou ha promesso che il Governo socialista promuoverà anche una **riforma del sistema previdenziale**, con un disegno di legge che arriverà in parlamento nell'aprile 2010 e ha annunciato un **piano di privatizzazioni** che dovrebbe raccogliere 2,5 miliardi di euro nel 2010 (peraltro non indicando che cosa sarebbe privatizzato).

I punti deboli della manovra, sono a nostro avviso, i seguenti:

- La correzione è basata per due terzi su una forte crescita delle entrate e solo per un terzo su tagli di spesa, esattamente il contrario di quanto raccomandato dalla Commissione, che ritiene già necessarie altre misure;
- L'aumento delle entrate è legato a (incerte) misure contro l'evasione fiscale, con forte rischio di implementazione;
- Circa la metà della manovra appare legata a misure one-off;
- Il paese non è abituato a misure di austerità; nel caso (molto probabile, a nostro avviso) di necessità di tagli ulteriori, non sarà facile mantenere il consenso delle parti sociali.

Dopo la probabile approvazione della Finanziaria, il **prossimo appuntamento sarà l'aggiornamento di gennaio del Patto di Stabilità**, che dovrebbe fornire maggiori dettagli circa il piano di rientro del deficit. In gennaio è prevista anche una visita del FMI, che dovrebbe portare probabilmente a un aggiornamento del rapporto pubblicato il 30 giugno 2009.

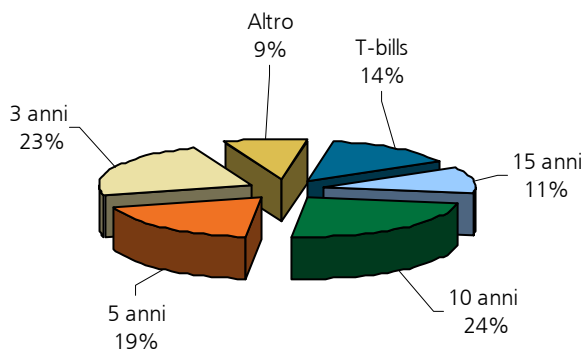
Nel 2009 il fabbisogno complessivo è stimato in 58 miliardi, contro fondi raccolti per 69 miliardi (di cui 8 miliardi emissioni nette di T-Bills). **Assumendo un disavanzo peggiore rispetto alle stime del Governo, 11%** contro 8,7% nel 2010, nel 2010, il fabbisogno sarebbe di 54 miliardi (49 miliardi se la manovra sarà realizzata al 100%). Si ipotizzano emissioni lorde di 57 miliardi (-12 rispetto al 2009), di cui 2 miliardi derivanti da aumento delle emissioni di T-Bills. Il Governo si attende di dover raccogliere sul mercato fra 52 e 53 miliardi di euro, contro i 66 miliardi del 2009, di cui 25 miliardi connessi a rinnovo di debito in scadenza.

Stime Intesa Sanpaolo su fabbisogno ed emissioni.

Il Tesoro gode del relativo vantaggio che la vita media del debito non è particolarmente bassa (è intorno agli otto anni) e che nel complesso il fabbisogno di finanziamento per il 2010 dovrebbe essere inferiore a quello del 2009. **Il debito pubblico greco è pari a circa 298 miliardi** (dati al 30 settembre), il 93% dei quali (quasi 280 miliardi) collocati sul mercato. Come detto, la vita media del debito greco è di 7,8 anni, un valore piuttosto elevato. Negli ultimi anni si è registrato un trend virtuoso di **aumento della vita media del debito** (che è quasi raddoppiata rispetto a dieci anni fa) interrottosi soltanto nel 2009. Il profilo per scadenza evidenzia comunque che **gli anni tra il 2011 e il 2014 sono i più critici** perché vedranno un ammontare di titoli in scadenza assai maggiore che nel 2010. Negli ultimi anni si è anche verificato un trend di **aumento della quota di titoli a tasso fisso** rispetto al tasso variabile. Nel 2009 (sempre al 30 settembre) il tasso variabile rappresentava appena l'11% del totale, il che riduce i rischi di aumento della spesa per interessi dovuto ad un eventuale aumento dei tassi di mercato.

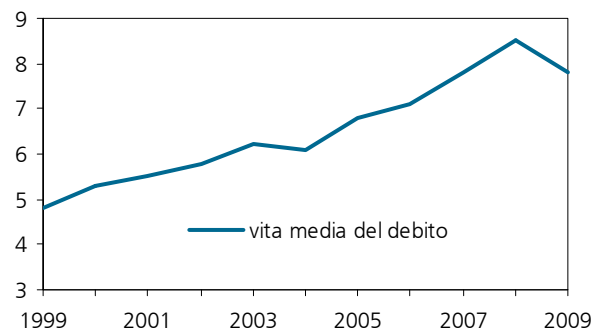
Tuttavia, le difficilissime condizioni di mercato imporranno al Tesoro grande cautela nel gestire le emissioni dei primi mesi del 2010.

Composizione del debito greco per scadenza



Fonte: Public Debt Management Agency Ministero delle Finanze greco. Dati a fine settembre

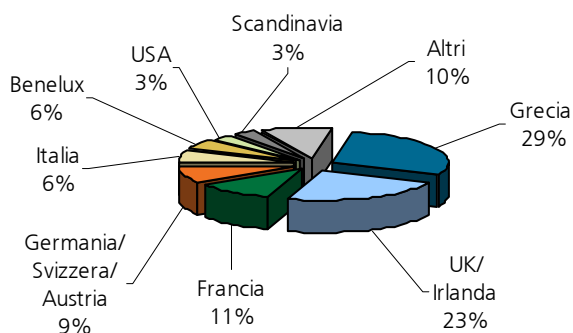
Vita media ponderata del debito



Fonte: Public Debt Management Agency Ministero delle Finanze greco. Dato 2009 a fine settembre.

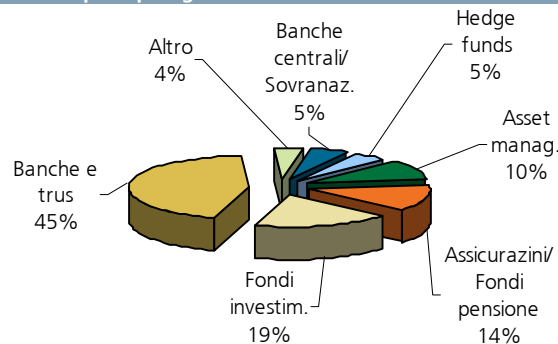
I problemi sono aggravati dal fatto che il debito pubblico greco è stato finora assorbito soprattutto da investitori esteri, tendenzialmente meno 'fedeli', e ha costituito il canale principe per finanziare il grave squilibrio nei conti con l'estero. Considerando i collocamenti dal 2005 al 2009, all'estero è stato collocato ben il 71% dei titoli. I maggiori collocatori esteri risultano Regno Unito e Irlanda (23%), Francia (11%) e Germania, Svizzera e Austria (9%), che generano perciò una distribuzione per paese piuttosto diversificata. L'allocatione per tipologia di investitore vede quasi la metà del debito in mano alle banche; anche fondi, fondi pensione e asset managers rappresentano una quota importante.

I detentori dei titoli del debito pubblico greco collocati sul mercato per paese



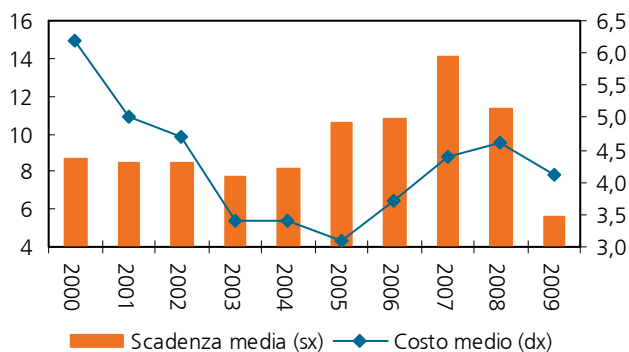
Fonte: Public Debt Management Agency Ministero delle Finanze greco. Dati 2005-09

I detentori dei titoli del debito pubblico greco collocati sul mercato per tipologia di investitore



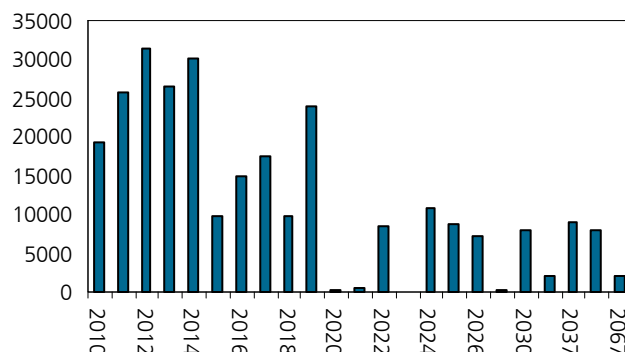
Fonte: Public Debt Management Agency Ministero delle Finanze greco. Dati 2005-09

Costo e vita media ponderata del finanziamento anno per anno



Fonte: Public Debt Management Agency Ministero delle Finanze greco. Dato 2009 a fine settembre

Debito pubblico in scadenza anno per anno

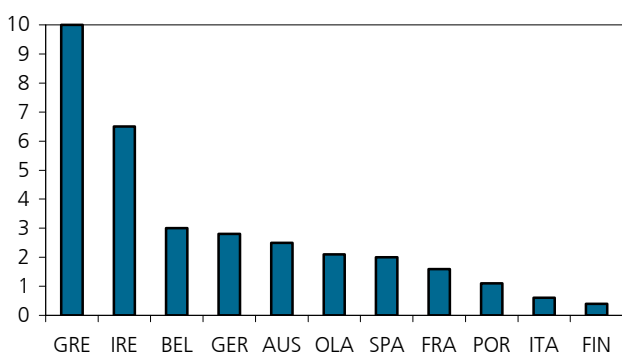


Fonte: Public Debt Management Agency Ministero delle Finanze greco. Dato 2009 a fine settembre

L'erosione del merito di credito del paese è preoccupante anche per aspetti diversi dalla probabilità di insolvenza a breve termine della Repubblica. **Il declassamento a BBB+ operato da Fitch ed S&P, infatti, potrebbe escludere i GGB dalle operazioni di credito dell'Eurosistema a partire dal 2011**, con probabili problemi di liquidità per le banche elleniche, e possibili effetto-contagio nei Balcani per le forti interconnessioni di queste ultime con i sistemi bancari della regione. Fino al 31.12.2010 la soglia minima di rating per i titoli accettati in garanzia dalla BCE per le operazioni di credito rimane fissata a BBB-, con margine di garanzia applicato ai titoli BBB- Dal 01.01.2011, salvo proroghe, la soglia tornerà ad A- (A3 secondo Moody's, AL secondo DBRS). La BCE non ha sinora fornito alcuna indicazione ufficiale riguardo a possibili proroghe. Tuttavia Bini-Smaghi, membro del comitato esecutivo, ha sostenuto in un'intervista diffusa il 14/12 che "la Grecia deve mettere in atto misure che entro la fine del 2010 consentano ai titoli del suo debito pubblico di recuperare un rating con la 'A', che tornerà ad essere la soglia minima per le nostre operazioni di mercato". Salvo azioni aggressive sul rating (improbabili), nel 2010 i titoli di stato greci rimarrebbero stanziabili, ma successivamente chi ha utilizzato titoli che non si qualificano più in base ai criteri di eligibilità dovrebbe rimpiazzare la garanzia entro 20 giorni, pena sanzioni commisurate al valore dei titoli non idonei. **L'opzione alternativa per la BCE sarebbe quella di prorogare il regime transitorio, che avrebbe senso se nel frattempo la Grecia avrà mostrato cooperazione nell'attuare la necessaria correzione di bilancio.**

Le **possibili implicazioni** dello scenario più negativo, plausibile se l'implementazione del piano di risanamento si rivelasse carente, sarebbero un *sell-off* dei titoli di stato greci con aumento degli spread contro Bund, pressione sulle banche locali (riduzione stock titoli stanziabili e possibili problemi di liquidità), nonché un probabile *credit crunch* per il prosciugarsi degli afflussi di capitale di capitale estero e, quindi, un rilevante shock di domanda aggregata. L'impossibilità di stanziare i titoli di Stato presso la BCE potrebbe comportare, infatti, un significativo **deterioramento della posizione di liquidità per le banche greche, che nel periodo recente hanno attinto a piene mani ai finanziamenti della Banca Centrale Europea.** Le banche greche hanno ricevuto prestiti dalla BCE pari al 10% dei propri assets (la percentuale più alta nell'eurozona). Nel caso di esclusione dei titoli di stato locali le banche greche dovrebbero limitarsi a stanziare crediti cartolarizzati con rating adeguato, ma presumibilmente lo stock di titoli in portafoglio utilizzabili nelle operazioni di credito BCE si ridurrebbe drammaticamente proprio in una fase in cui anche l'accesso al mercato interbancario europeo sarebbe preclusa. Vi sarebbe anche il **rischio di un effetto-contagio su altri Paesi** – i Balcani, dove le banche greche sono molto presenti, gli altri paesi periferici dell'Eurozona per 'simpatia' (Irlanda, Portogallo, e in subordine Spagna, Italia). Un buon motivo per non sottovalutare gli inquietanti sviluppi dell'economia greca.

Prestiti della BCE alle banche in % del totale attivo



Fonte: Banche centrali. Dati a fine settembre 2009

I detentori dei titoli del debito pubblico greco scambiabili sul mercato

	mld euro	% sul tot
Banca di Grecia	23	8%
Banche domestiche	32	11%
Altri investitori domestici	10	4%
Investitori stranieri	215	77%

Fonte: Banca di Grecia

Box: Fasi di accertamento e applicazione della Procedura di Deficit Eccessivo

Anna Grimaldi

Il Trattato di Maastricht all'articolo 126 (ex Art. 104) sancisce che i paesi membri dovrebbero evitare deficit eccessivi. La Commissione Europea è chiamata a monitorare la disciplina fiscale all'interno dell'area in base a due parametri:

- Il saldo di bilancio programmatico ed effettivo deve essere inferiore al 3% del PIL, a meno che il saldo in percentuale del prodotto interno non si sia ridotto sensibilmente e abbia raggiunto un livello prossimo al 3%. Un eccesso rispetto al 3% è temporaneamente tollerato dal Trattato in circostanze eccezionali;
- Il rapporto debito PIL non dovrebbe eccedere il 60% a meno che il debito non si sia ridotto sensibilmente e abbia raggiunto un livello non lontano dal parametro di riferimento.

Secondo quanto indicato nel documento di accompagnamento alla Procedura di deficit Eccessivo i Governi sono tenuti ad aggiornare la Commissione sulla situazione di finanza pubblica e manovra fiscale il 1° aprile di ogni anno nell'ottobre successivo sono tenuti ad aggiornare le stime di deficit per l'anno in corso. Cerchiamo di riassumere le diverse fasi di applicazione della procedura di deficit eccessivo.

Fase 1: la Commissione prepara un rapporto

L'articolo 126 al punto 3 indica che se uno dei paesi membri non dovesse rispettare i parametri per il deficit e/o per il debito, la Commissione è tenuta a preparare un rapporto che verrà presentato all'ECOFIN, il Consiglio dei Ministri dell'Economia e delle Finanze. Nella redazione del rapporto, la Commissione dovrà tenere conto di una serie di fattori quali la spesa pubblica per investimenti e le prospettive di crescita e dei saldi di finanza pubblica. La Commissione può anche preparare un rapporto nel caso in cui il deficit sia al di sotto del 3% ma vi è il rischio che sfiori il parametro del 3%.

Fase 2: l'ECOFIN emette una raccomandazione di risanamento dei conti pubblici

L'articolo 126 al punto 6 sancisce che, Il Consiglio dei Ministri delle Finanze valuterà il rapporto della Commissione e formerà un giudizio. L'articolo 126 al punto 7 sancisce che, se il Consiglio dei Ministri verifica l'esistenza di un deficit eccessivo emette la raccomandazione di riportare i saldi di Finanza Pubblica entro i parametri del Patto entro un termine predefinito, generalmente entro un anno. In caso di circostanze eccezionali il termine può essere esteso di un anno. Inizialmente la raccomandazione è comunicata alle Autorità responsabili, se tuttavia il Paese non rispetta i termini la raccomandazione viene resa pubblica.

Fase 3: In caso di mancato rispetto della raccomandazione, l'ECOFIN impone misure di rientro entro un termine prestabilito

L'articolo 126 al punto 9 sancisce che, se un paese membro dovesse persistere nel deviare dalle raccomandazioni di risanamento dei conti pubblici, il Consiglio dei Ministri indicherà misure da prendere entro un dato termine per ridurre il deficit. In un tale circostanza il Consiglio dei Ministri potrà richiedere al paese di sottomettere un rapporto entro un termine prestabilito in modo da poter valutare i progressi fatti.

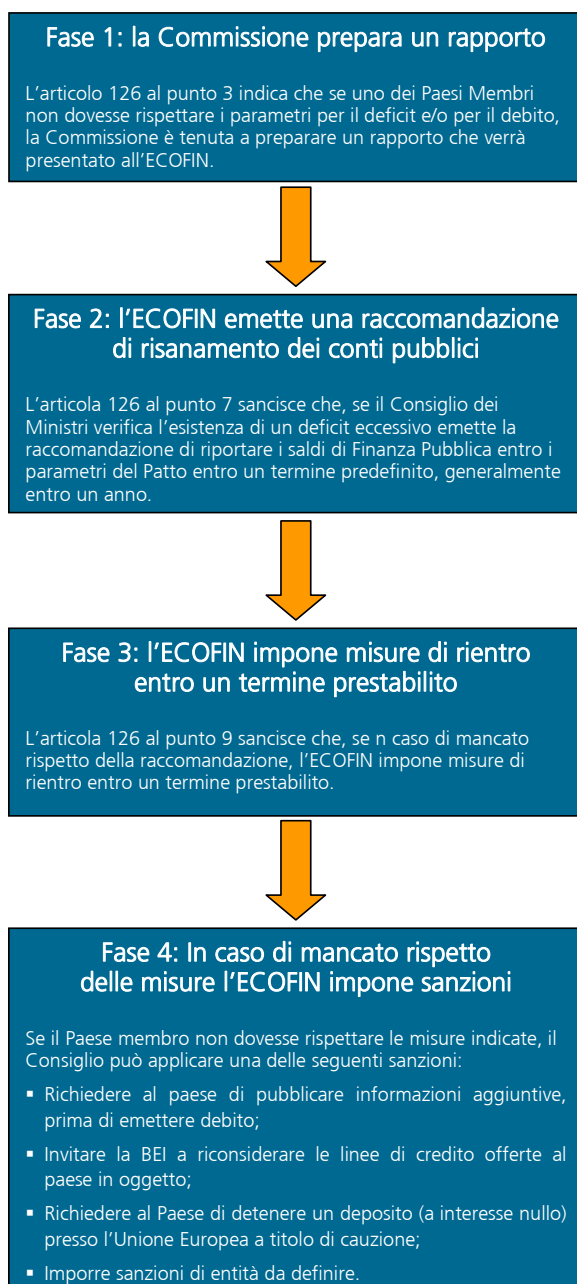
Fase 4: In caso di mancato rispetto delle misure l'ECOFIN impone sanzioni

L'articolo 126 al punto 11 sancisce che, se paese membro non dovesse rispettare le misure indicate, il Consiglio può applicare una o più delle seguenti sanzioni:

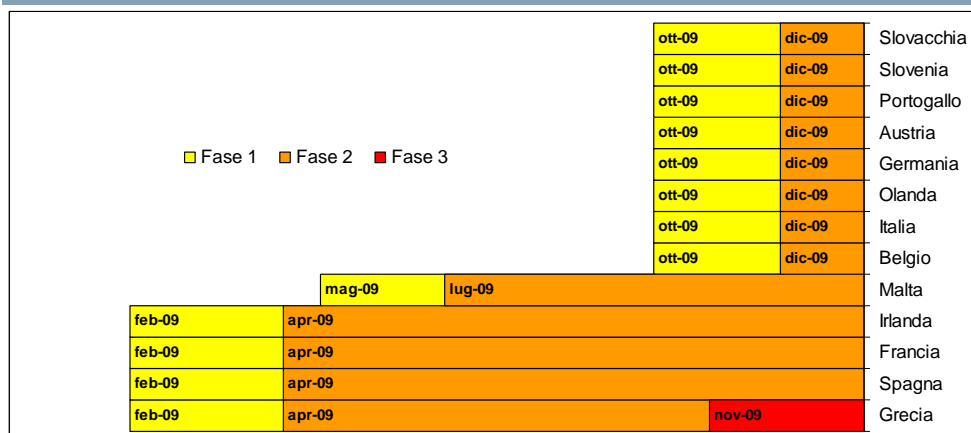
- Richiedere al Paese di pubblicare informazioni aggiuntive, prima di emettere debito;

- Invitare la BEI a riconsiderare le linee di credito offerte al paese in oggetto;
- Richiedere al paese di detenere un deposito (a interesse nullo) presso l'Unione Europea a titolo di cauzione;
- Imporre sanzioni di entità variabile.

A dicembre 2009 13 dei 16 paesi dell'area euro erano soggetti a procedura di deficit eccessivo, ma la sola Grecia era già entrata nella Fase 3. Nel caso in cui il Governo non fosse in grado di presentare un piano di consolidamento credibile, la fase successiva sarebbe l'erogazione di sanzioni.



Procedura di Deficit Eccessivo



Fonte: Commissione Europea ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Deficit e debito in % del PIL – Previsioni della Commissione Europea ottobre 2010

	Deficit in % of GDP				Debt in % of GDP			
	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
EA	-2,0	-6,4	-6,9	-6,5	69,3	78,2	84,0	88,2
Belgium	-1,2	-5,9	-5,9	-5,9	89,8	97,2	101,2	104,0
Germany	0,0	-3,4	-5,0	-4,6	65,9	73,1	76,7	79,7
Ireland	-7,2	-12,5	-14,7	-14,6	44,1	65,8	82,9	96,2
Greece	-7,8	-12,7	-12,3	-12,9	99,2	112,6	124,9	135,4
Spain	-4,1	-11,2	-10,1	-9,3	39,7	54,3	66,3	74,0
France	-3,4	-8,3	-8,3	-7,7	67,4	76,1	82,5	87,6
Italy	-2,7	-5,2	-5,3	-5,1	105,8	114,6	116,7	117,8
Cyprus	0,9	-3,5	-5,7	-5,9	48,4	53,2	58,6	63,4
Luxembourg	2,5	-2,2	-4,2	-4,2	13,5	15,0	16,4	17,7
Malta	-4,7	-4,5	-4,4	-4,3	63,8	68,5	70,9	72,5
Netherlands	0,7	-4,7	-6,2	-5,6	58,2	59,8	65,6	69,7
Austria	-0,5	-4,4	-5,5	-5,3	62,6	69,1	73,9	77,0
Portugal	-2,8	-8,0	-8,0	-8,7	66,3	77,4	84,6	91,1
Slovenia	-1,8	-6,3	-7,0	-6,9	22,5	35,1	42,8	48,2
Slovakia	-2,3	-6,3	-6,0	-5,5	27,7	34,6	39,2	42,7
Finland	4,4	-2,9	-4,6	-4,4	34,1	41,3	47,4	52,7

Fonte: Commissione Europea

Regno Unito - Primi segnali positivi in arrivo, ma legati agli stimoli

L'economia britannica si è contratta anche nel 3° trimestre: -0,3% t/t. È la sesta contrazione consecutiva, di una recessione già iniziata nel 2008. Per il 2009 ci si attende una variazione media annua di -4,7% contro il +0,6% a/a del 2008. Nel 3° trimestre l'unico contributo positivo (un magro +0,1%) è venuto dalla spesa pubblica, più che compensato da quello **negativo** di scorte e **soprattutto del canale estero** (-0,2%): 2/3 della contrazione del 3° trimestre sono imputabili alle sole esportazioni nette. Questo è un punto importante. Infatti, **la Banca d'Inghilterra ha espresso gradimento per un cambio debole**, che sosterebbe la ripresa. Ma nonostante la moderata ripresa dell'Eurozona, sembra poco probabile che il 4° trimestre veda un contributo positivo del canale estero e rischio analogo per il 1° trimestre del 2010. Questo è uno dei fattori che aggiunge pressioni ribassiste sulla sterlina, soprattutto nei primi mesi del 2010. Nel 4° trimestre dovrebbero invece riprendersi leggermente i consumi privati, fornendo il maggior contributo alla crescita, che tornerebbe moderatamente positiva. Sul fronte consumi un aiuto proviene dalla politica fiscale. **Nel pre-budget report Darling ha sottolineato la necessità di mantenere per ora lo stimolo fiscale a favore delle famiglie**. Restano in difficoltà gli investimenti, ma tale situazione dovrebbe essere solo temporanea. Infatti, dopo aver visto un po' di ripresa dei consumi nel 4° trimestre, gli investimenti potrebbero seguire a ruota con un *lag* di un solo trimestre rispetto ai consumi. Resta ancora di sostegno il ruolo della spesa pubblica.

Asmara Jamaleh

La Banca centrale, data anche la *stance* fiscale accomodante, potrebbe non aggiungere fondi per il programma APF (Asset Purchase Facility). Per evitare però che questo generi aspettative (di mercato) di avvio anticipato di rialzi dei tassi, la Banca centrale dovrebbe porre più enfasi sui rischi verso il basso per la crescita, lasciando invariate le proiezioni di inflazione sotto *target* per buona parte del 2010. Con una **ripresa attesa debole nel 2010 (1,0%)** e un **probabile avvio di rimozione dello stimolo fiscale dopo le elezioni di giugno**, un *timing* plausibile per iniziare ad alzare i tassi parrebbe il 4° trimestre del 2010. Dato un rapporto deficit/PIL 2009 al 12,8%, secondo le stime di Darling, la stretta fiscale per portare in ordine i conti pubblici toglierà sostegno, specie a partire da fine 2010-inizio 2011, alla ripresa della domanda interna (consumi e investimenti). Probabile dunque per i prossimi anni una crescita tendenzialmente sotto potenziale.

Previsioni macro	2008	2009	2010	2009				2010			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi cost., a/a) t/t	0,6	-4,7	1,0	-5,0	-5,5	-5,1	-3,3	-0,6	0,5	1,6	2,4
Consumi privati	0,9	-3,0	1,0	-1,5	-0,6	0,0	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5
Investimenti fissi	-3,3	-14,0	0,6	-7,3	-5,2	-0,3	0,1	0,8	0,5	1,2	0,9
Consumi pubblici	2,5	1,9	0,8	0,1	0,6	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	-0,1
Esportazioni	1,0	-10,8	3,0	-7,1	-1,4	0,5	0,6	0,7	1,0	1,5	1,8
Importazioni	-0,8	-12,3	3,6	-7,0	-2,2	1,3	1,1	1,1	1,0	1,0	1,2
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0,4	-1,3	0,9	-0,4	0,3	0,0	0,5	0,1	0,2	0,2	0,3
Partite correnti (% PIL)	-1,6	-2,2	-1,9	-1,2	-3,3	-2,4	-2,1	-2,0	-1,9	-1,9	-1,8
Deficit (% PIL)	-5,2	-12,7	-12,4								
CPI (a/a)	3,6	2,1	1,6	3,0	2,1	1,5	1,9	2,1	1,6	1,4	1,2
Produzione industriale	-3,1	-10,5	0,1	-5,0	-0,6	-0,9	0,0	-0,2	0,5	0,6	1,0
Disoccupazione (%)	2,8	4,8	5,3	4,2	4,7	4,9	5,2	5,2	5,3	5,3	5,3
Eurosterlina a 3 mesi	5,51	1,22	0,60	2,09	1,38	0,80	0,60	0,50	0,40	0,65	0,85
Sterlina/dollaro	1,85	1,57	1,60	1,44	1,55	1,64	1,64	1,57	1,58	1,61	1,62
Cambio effett. (1990=100)	90,8	80,1	79,2	77,3	80,8	82,5	79,8	78,6	77,9	79,5	81,0

Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Asia

Giappone: in arrivo un nuovo decennio perduto?

Giovanna Mossetti

- Il Giappone è tornato a crescere, ma la domanda privata rimane fragile e l'economia continuerà ad avere bisogno del sostegno di politiche economiche espansive. La crescita tornerà positiva per il 2010 (previsione: +1,3%), dopo un anno orribile (-5,3%) nel 2009. I prezzi resteranno in calo su un orizzonte di almeno due anni.
- Crescita anemica, basso tasso di risparmio delle famiglie, invecchiamento della popolazione, inflazione negativa, conti pubblici alla deriva renderanno sempre più difficile la soluzione dei problemi strutturali accumulati dalla crisi precedente.
- Nel futuro più prossimo, il "bias" domestico degli investitori giapponesi conterrà il premio al rischio, permettendo ancora di rimandare la correzione degli squilibri di finanza pubblica e di navigare senza gravi traumi nel 2010. La politica monetaria resterà congelata fino alla fine della deflazione.

Previsioni macro	2008	2009	2010	2009				2010			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti, a/a)	-1,2	-5,2	1,3	-8,6	-6,0	-4,7	-1,3	2,0	1,3	1,2	0,7
- trim/trim annualizzato				-11,9	2,7	1,3	3,4	0,4	0,3	0,8	1,2
Consumi privati	-0,7	-0,9	1,1	-4,9	4,8	3,8	1,4	0,1	-0,3	0,3	1,2
IFL - priv. non residenziali	0,0	-19,1	-0,4	-29,7	-17,0	-10,6	6,6	1,6	1,8	1,5	1,6
IFL - priv. residenziali	-8,5	-13,0	-5,2	-23,2	-32,8	-28,1	4,9	0,7	1,2	1,2	1,8
Investim. pubblici	-8,6	9,5	9,5	15,5	27,5	-6,3	46,5	2,4	2,0	2,0	2,0
Consumi pubblici	0,2	1,5	1,7	2,8	1,1	-0,5	3,2	1,8	1,8	-0,8	5,8
Esportazioni	1,9	-24,9	11,2	-61,7	28,8	28,6	14,7	4,0	4,9	8,7	9,1
Importazioni	0,8	-16,4	6,2	-47,7	-13,0	13,9	11,3	4,0	6,3	6,2	6,3
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0,4	0,1	-0,6	0,1	-0,5	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	0,0	-0,4
Partite correnti (% PIL)	3,3	2,5	2,2	1,5	3,3	3,1	2,0	2,0	2,0	2,3	2,6
Deficit (% PIL)	-4,8	-9,5	-10,3								
Debito/PIL (% PIL)	167,7	183,5	189,8								
CPI (a/a)	1,4	-1,2	-0,3	-0,1	-1,0	-2,2	-1,6	-0,4	-0,4	-0,1	-0,1
Produzione Industriale	-3,4	-22,8	10,7	-63,3	37,6	33,1	9,4	4,0	2,3	9,3	9,7
Disoccupazione (%)	4,0	5,2	5,8	4,4	5,2	5,5	5,7	5,8	5,8	5,8	5,7
Tasso a 3 mesi - CD (%)	0,92	0,47	0,26	0,78	0,38	0,26	0,45	0,40	0,25	0,24	0,16
Dollaro/Yen (Yen)	103,4	93,5	98,7	93,6	97,4	93,6	89,4	93,2	100,0	101,3	100,3
Cambio effettivo (1990=100)	133,0	151,6	140,9	156,8	146,9	148,9	153,7	149,5	138,5	136,8	138,7

Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

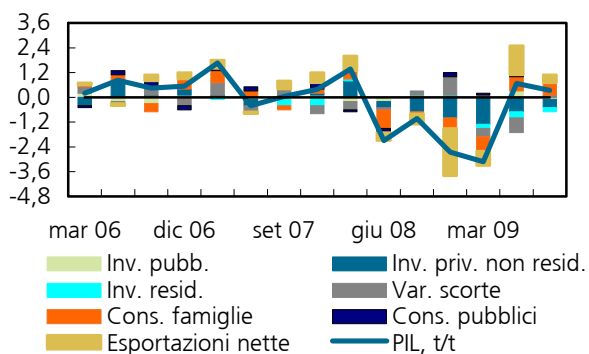
L'economia giapponese ha svoltato prima degli altri grandi paesi industrializzati, registrando una crescita positiva già nel 2° trimestre, con una dinamica sostenuta anche nel 3° trimestre. Nonostante questi segnali relativamente positivi, **lo scenario giapponese rimane a rischio sotto il peso di due freni: un sentiero di deflazione persistente**, reso più rischioso dall'apprezzamento dello yen, e una **situazione drammatica della finanza pubblica, sia nel breve sia nel medio termine**. Su un orizzonte di breve termine, il miglioramento ciclico dovrebbe prevalere, dando luogo a una ripresa della **crescita nel 2010, a +1,3%**, al di sopra del potenziale (se pure non sufficiente a chiudere l'ampio *output gap* per diversi anni). I rischi sul medio termine restano, anche perché il margine per il supporto delle politiche economiche diventa sempre più esiguo. Alla politica monetaria non rimane molto spazio per combattere la deflazione e per sostenere l'economia, oltre ad offrire ancora liquidità illimitata (come deciso il 1° dicembre) ed eventualmente aumentare gli acquisti di JGB. L'espansione del bilancio della banca centrale potrebbe permettere di posporre la necessaria correzione degli squilibri fiscali, ma solo temporaneamente. La possibilità di un nuovo decennio perduto nasce questa volta dal **livello del**

debito pubblico, non più da quello privato, e non ci sono fonti di risparmio a cui attingere per riportare i conti pubblici in ordine senza portare a nuovi rallentamenti della domanda domestica. L'economia giapponese resterà quindi ancora dipendente dalla dinamica della domanda estera.

Scenario 2010: ripresa per forza d'inerzia

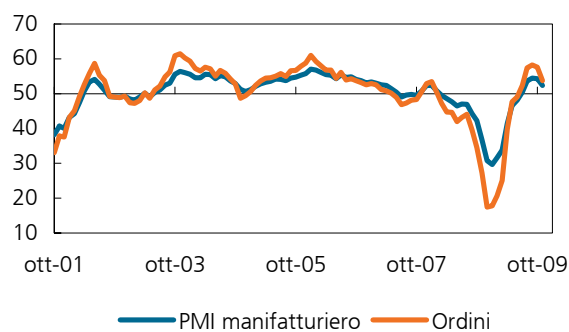
Il **PIL nel 3° trimestre** è cresciuto dello 0,32% t/t (1,3% t/t ann., -4,7% a/a), grazie a una dinamica sostenuta di investimenti e consumi privati. Il **livello del PIL** rimane però su livelli storicamente depressi, riportandosi solo sui livelli di **inizio 2005**. Nel 3° trimestre, la domanda privata è aumentata dello 0,1% t/t (contributo alla crescita nullo); la crescita è stata sostenuta da consumi privati, esportazioni nette e scorte, mentre investimenti e spesa pubblica hanno frenato la dinamica complessiva. I **consumi privati** sono cresciuti dello 0,9% t/t (contributo al PIL, +0,6%), grazie a un ampio aumento della spesa per beni durevoli sostenuta da incentivi fiscali, quindi almeno in parte destinata a rallentare. Gli **investimenti fissi delle imprese** sono scesi del 2,8% t/t, confermando i dubbi sulla sostenibilità della crescita degli investimenti, anche alla luce dell'ampia capacità produttiva inutilizzata evidente dai dati e dalle indagini. L'**edilizia residenziale** è stata ancora negativa (-7,9% t/t, contributo -0,2%). La **spesa pubblica** ha registrato una contrazione di 0,4% t/t, con un calo degli investimenti (-1,6% t/t) e dei consumi (-0,1% t/t). In aumento del 6,5% t/t le esportazioni e del 3,3% t/t le importazioni (contributo **esportazioni nette: +0,4%**). Il ciclo delle **scorte** ha contribuito positivamente alla crescita per 0,1pp.

PIL: normalizzazione



Fonte: EcoWin

Il ritmo di crescita rallenterà



Fonte: Markit

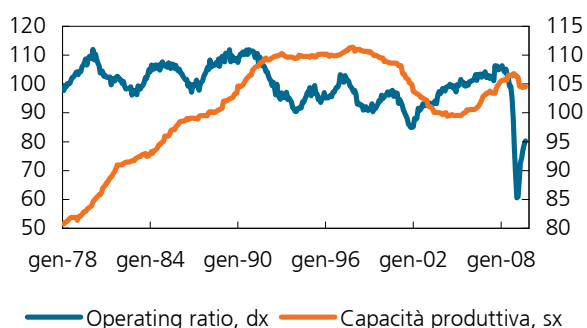
Lo **scenario 2010 vede una crescita dell'1,3%**, sostenuta da una **rotazione di contributi**: inizialmente dovrebbero prevalere le componenti della domanda privata (scorte, investimenti, consumi privati, esportazioni); nella seconda metà dell'anno la fragilità della ripresa dovrebbe invece vedere rinnovato supporto dal settore pubblico, che sosterrà il reddito disponibile delle famiglie e gli investimenti pubblici, rimandando ancora il momento della correzione fiscale.

Il punto centrale dello scenario è che la ripresa è a termine: gli effetti strutturali della crisi dell'ultimo biennio si sommano a una situazione di partenza fragile. La crescita potenziale è, nelle stime della BoJ, dimezzata (stima di ottobre 2009 a 0,5% dal precedente +1%), il rapporto debito/PIL toccherà il 200% nell'arco di due anni, l'inflazione resterà negativa, rischiando di innescare una spirale avversa di *debt-deflation*, con tassi reali che restano elevati per un periodo di tempo prolungato. **Queste caratteristiche dello scenario ricalcano quelle del decennio perduto della crisi precedente**, con qualche variante: la situazione delle banche è migliore (la dinamica dei prestiti in questo ciclo non è mai diventata negativa), ma deflazione, finanza pubblica, risparmio privato e ciclo internazionale sono nettamente peggiori e ipotecano la sostenibilità della ripresa.

Le prime informazioni sul 4° trimestre sottolineano i rischi che graveranno sul 2010: la domanda privata è sostenuta dagli effetti temporanei dello stimolo fiscale, e l' apprezzamento del cambio mette a rischio la svolta delle imprese. Il **PMI del settore manifatturiero** è sceso a novembre a 52,3 da 54,3 di ottobre, tornando al di sotto dei livelli di agosto. La componente output scende a 54,4 da 58,6 e rinforza il messaggio della **produzione industriale**, in aumento a ottobre di 0,5% m/m. Nell'indagine METI, le imprese indicano un sentiero positivo per i prossimi mesi (+3,3% m/m a novembre e +1% m/m a dicembre), ma già per ottobre avevano sovrastimato la dinamica produttiva. Il calo delle scorte (-1,5% m/m), insieme all'aumento del fatturato (+1,3% m/m), ha lasciato stabile il rapporto scorte/fatturato. La contrazione dell'output di beni capitali (-0,4% m/m, e -1,2% al netto dei trasporti) segnala potenziale **rallentamento della spesa per investimenti** a fine anno. D'altronde, la **capacità produttiva è sui livelli del 2001**, mentre l'utilizzo degli impianti, pur essendo risalito dal minimo ciclico al 61% di marzo 2009, si trova all'80%, ancora al di sotto dei livelli minimi registrati in tutti i cicli del passato (minimo precedente, a 85% nel 2002). L'output gap stimato dal Cabinet Office nel 3° trimestre era risalito a -6,7%, da -7,5% del 2° trimestre: l'output gap resterà negativo sull'orizzonte dei prossimi tre-quattro anni.

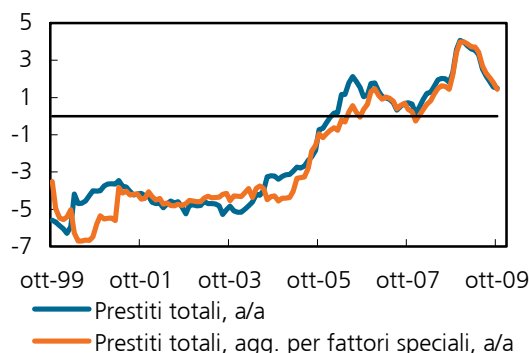
Le previsioni per gli **investimenti fissi sono solo modestamente positive per il 2010** in termini di crescita trimestrale (prev. Intesa Sanpaolo, var. trim. media +0,4%), ma su base annua resteranno negativi (-0,3% nel 2010, dopo -19,1% nel 2009). Il **livello** degli investimenti fissi privati non residenziali resterà ancora depresso, trovandosi a fine 2010 circa in linea con il livello di fine 2002. Lo scenario di deflazione, rafforzato dall' apprezzamento del cambio, rende fragile la ripresa della domanda delle imprese per capitale e lavoro, comprimendo i margini e frenando le esportazioni.

Capacità produttiva e utilizzo degli impianti



Fonte: EcoWin

Prestiti: non siamo negli anni '90



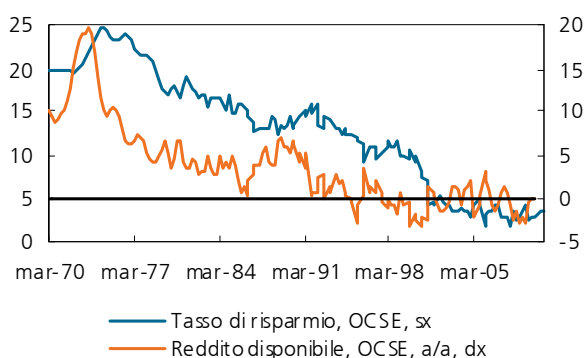
Fonte: EcoWin

Il **mercato del lavoro sembra avere svoltato**: il tasso di disoccupazione ha iniziato a scendere ad agosto, dal picco locale di 5,7%: a ottobre, il tasso di disoccupazione è sceso a 5,1%. Il **miglioramento del mercato del lavoro sembra però sovrastimato** dalla svolta del tasso di disoccupazione. La componente occupazione delle indagini (PMI, Tankan) non è chiaramente in territorio espansivo (occupazione PMI ancora sotto 50 sia per il settore manifatturiero sia per i servizi) e il trend verso l'alto iniziato ad aprile si è interrotto a ottobre. In termini di occupati, a ottobre si è registrato un aumento mensile per gli occupati a tempo pieno (il primo da aprile 2009, +0,2% m/m, -3,6% a/a), ma il calo del tasso di disoccupazione riflette anche il calo della forza lavoro legato all'invecchiamento della popolazione. Nei prossimi mesi difficilmente l'occupazione potrà crescere a un ritmo sostenuto, sulla base delle indicazioni delle imprese; la previsione 2010 vede un nuovo peggioramento del mercato del lavoro.

Un elemento di maggiore ottimismo per i consumi viene dalle indagini di **fiducia delle famiglie**, che hanno registrato una ripresa sia per la fiducia complessiva sia per la valutazione del mercato

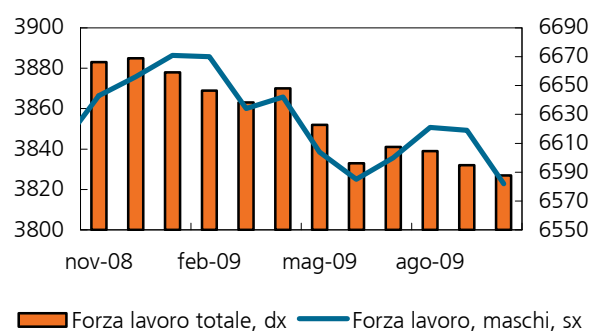
del lavoro. Le intenzioni di acquisto sono tornate sui livelli pre-crisi (estate 2007) e le aspettative di inflazione per ora non vedono come scenario centrale una persistente contrazione dei prezzi. Il maggiore ottimismo si riscontra nella crescita discreta dei consumi vista nella parte centrale del 2009. La spesa delle famiglie è sostenuta dagli effetti della deflazione sul reddito da lavoro, oltre che dagli incentivi fiscali agli acquisti di beni durevoli. Il monte salari, in calo del 2,7% a/a in termini nominali a ottobre, è praticamente stazionario in termini reali (-0,2% a/a).

Tasso di risparmio: un ammortizzatore sempre meno utilizzabile...



Fonte: OCSE

... anche perché i baby boomers hanno cominciato ad andare in pensione



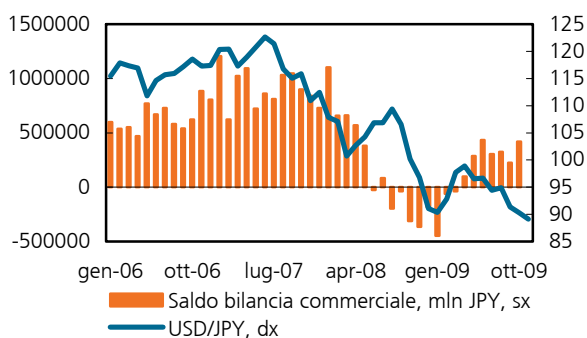
Fonte: EcoWin

Nel 2010, i consumi privati dovrebbero essere in aumento, ma a ritmi gradualmente più contenuti (+1,1% per l'anno prossimo, dopo -0,9% nel 2009). Le indicazioni dalla politica fiscale includono ancora sostegno alle famiglie, con imposte sulla benzina dimezzate, aumenti dei trasferimenti per le famiglie con figli ed estensione degli incentivi per gli acquisti di beni durevoli (auto ed elettrodomestici) dalla scadenza iniziale di marzo 2010 almeno fino alla parte centrale dell'anno.

Il calo della forza lavoro evidente dai dati solleva un problema per la sostenibilità della ripresa: il probabile ulteriore calo del **tasso di risparmio**. Come appare dal grafico, il Giappone è entrato nella crisi degli anni '90 con un tasso di risparmio delle famiglie vicino al 15% (stime OCSE). Questo cuscinetto, insieme agli interventi fiscali, ha permesso di mantenere un ritmo positivo, anche se basso, di crescita dei consumi nella crisi degli anni '90. Il Giappone esce dalla fase di emergenza della nuova crisi senza la possibilità di attingere ad ampi risparmi. Pertanto il mantenimento di un tasso di crescita del reddito disponibile positivo è essenziale per garantire una ripresa duratura dei consumi. Questo lascia poco spazio a manovre di correzione fiscale dal lato delle imposte sulle famiglie (sia dirette, sia indirette).

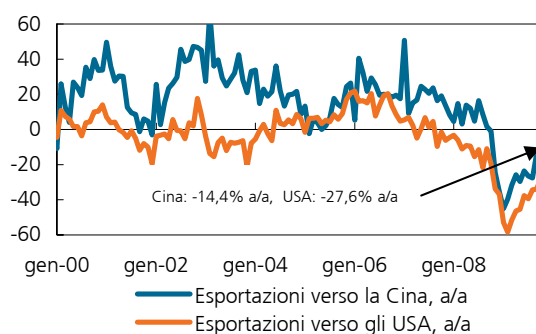
L'economia giapponese ha avuto sostegno alla crescita dal **commercio estero** nel periodo di crisi degli anni '90. L'apprezzamento dello yen e la debolezza della crescita attesa nei paesi industrializzati, rendono modesto (e concentrato sull'Asia) il contributo atteso dalle esportazioni nette nel prossimo anno. I flussi di commercio internazionale hanno ripreso a crescere su base mensile, ma i livelli restano depressi (a ottobre, su base tendenziale esportazioni e importazioni sono ancora in calo di -34,6% a/a e -24,3% a/a rispettivamente). La relazione fra flussi commerciali e cambio indica che il contributo delle esportazioni nette alla crescita sarebbe circa nullo con il cambio con il dollaro a 85 e solo marginalmente positivo con il cambio fra 90 e 95. **Le esportazioni dovrebbero crescere dell'11,2%, e le importazioni del 6,2% nel 2010.**

L'avanzo commerciale non basta a spingere la crescita, e verrà frenato dal cambio



Fonte: EcoWin

Le esportazioni migliorano, ma restano lontane dai livelli pre-crisi



Fonte: EcoWin

Politica fiscale: mani legate di fronte all'esplosione del debito

La politica economica rimane cruciale per la sostenibilità della crescita anche nel 2010. La fragilità della ripresa e la deflazione persistente pesano sulle decisioni delle autorità monetarie e fiscali. Nell'autunno, il Governo ha dato indicazioni ambigue sulla linea di **politica fiscale**. A inizio dicembre è stata presentata una **manovra aggiuntiva per 7,2 trilioni di yen**, con interventi di sostegno all'occupazione, incentivi all'acquisto di beni durevoli efficienti dal punto di vista energetico e supporto per le piccole medie imprese. Il governo ha avuto difficoltà nel riconciliare le richieste di spesa dei ministeri (95 trilioni di yen) con gli obiettivi annunciati in precedenza. A ottobre il primo ministro aveva detto che il budget avrebbe dovuto essere contenuto al di sotto dei 90 trilioni, ma negli ultimi giorni esponenti del Governo hanno segnalato una soglia massima di 92 trilioni di yen. Il Governo stima che nel corrente anno fiscale le entrate siano inferiori a 40 trilioni di yen, contro i 46 trilioni stimati in precedenza.

Il Governo aveva annunciato di voler contenere le emissioni di JGB al di sotto del livello di questo anno fiscale (44,1 trilioni yen), ma alla luce delle promesse elettorali di aumento delle politiche di sostegno alle famiglie è probabile che sia necessaria un'espansione delle emissioni. A metà dicembre il primo ministro e il ministro delle finanze hanno rilasciato dichiarazioni in conflitto fra di loro riguardo alla soglia massima di emissioni. Queste dichiarazioni hanno indotto Moody's a segnalare che il Giappone ha bisogno di un "piano di medio-termine ben articolato" per il consolidamento fiscale e la riduzione del debito pubblico. Secondo S&P la qualità del credito giapponese è su un trend di "deterioramento", anche se per ora la situazione non è tale da indurre una revisione dell'*outlook* o del rating del debito giapponese. Nel 2009, l'OCSE stima un saldo primario negativo di 6,8%, in allargamento a -7,3% nel 2010. Sulla base dello scenario attuale, l'eventuale correzione fiscale è rimandata almeno al 2012. Il livello di imposizione è contenuto, al 12% del PIL, se si escludono i contributi previdenziali e apparentemente esiste margine per intervenire. Tuttavia, il nuovo Governo ha annunciato che l'imposta sui consumi (attualmente al 5%) non verrà aumentata per almeno quattro anni, lasciando poco margine per aumenti significativi delle entrate tributarie. Pertanto una crescita compresa fra l'1 e l'1,5% e l'assenza di manovre correttive strutturali porteranno a un ulteriore aumento del rapporto debito/PIL dal 200% previsto per il 2010.

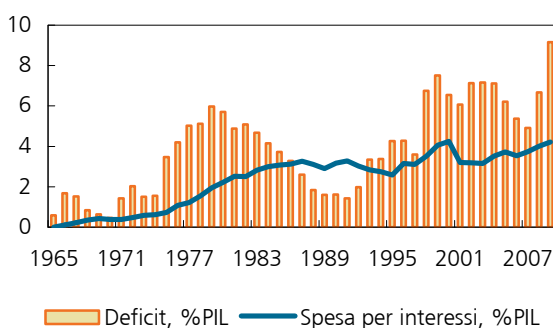
Il rapporto debito a lungo termine/PIL per l'a.f. 2009 è stimato dal Governo a 170%. Il **debito pubblico** giapponese nelle stime OCSE era pari a 172% del PIL nel 2008, in aumento stimato per il 2009 a 189% e per il 2010 a 200%. Nel 1970, il rapporto debito/PIL era pari a 11% e l'ingresso nella crisi degli anni '90 avvenne con un rapporto debito/PIL al 64%. Nel periodo 1970-91, l'aumento medio del debito è stato di 2,5 punti all'anno; dal 1992 al 2009, l'aumento

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2009

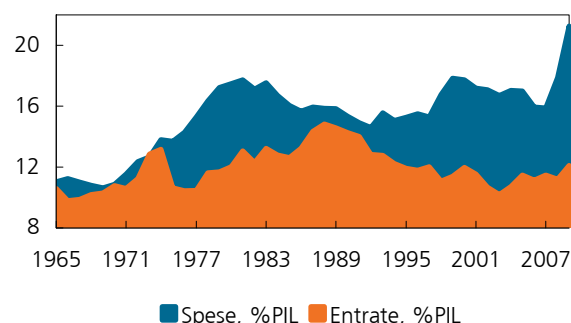
medio è più che triplicato, a 7,5 punti all'anno. Il contenimento dei costi degli interessi di fronte a questa dinamica esplosiva del debito è stato ottenuto grazie al calo dei rendimenti legato alla deflazione e alla quota prevalente di detentori domestici (sia privati sia pubblici) di JGB. A fine 2008, secondo il Ministero delle Finanze, la quota di JGB detenuti da non residenti era scesa a 6,8%, da 7,3% di fine 2007. Banche, assicurazioni e fondi pensione privati detenevano complessivamente il 64% dei titoli, mentre la BoJ ha mantenuto una quota di 8,3%. La distribuzione del debito concentrata a livello domestico rende il debito giapponese meno esposto ad aumenti del premio al rischio. Tuttavia, il basso tasso di risparmio, l'invecchiamento della popolazione e il livello dello stock del debito sono fattori di rischio maggiori in questa crisi rispetto alle condizioni vigenti negli anni '90.

La correzione sarà dura



Fonte: Ministero delle Finanze

Grandi squilibri crescono



Fonte: Ministero delle Finanze

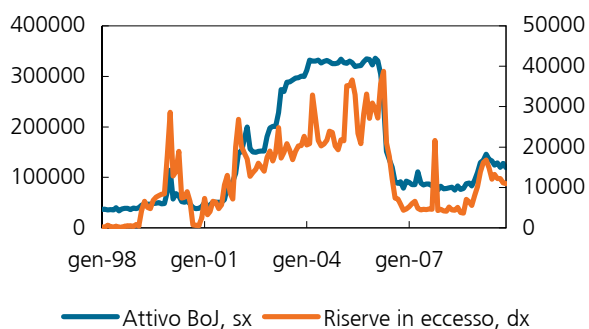
Politica monetaria

La **Banca del Giappone** nelle ultime riunioni ha rivisto verso l'alto la valutazione dell'economia, ma ha mantenuto una previsione di deflazione almeno fino al 2011. L'ultimo scenario macroeconomico (ottobre 2009) vede per l'a.f. 2010 una crescita a +1,2%, in accelerazione a 2,1% nel 2011. Per quanto riguarda l'inflazione, il calo previsto è di 1,5% nel 2009, di 0,8% nel 2010 e di 0,4% nel 2011. Le nostre previsioni vedono (per l'anno solare), inflazione a -1,2% nel 2009, -0,3 nel 2010 e -0,2% nel 2011. A fine ottobre, la BoJ aveva deciso di estendere fino a marzo 2010 il programma di prestiti illimitati alle imprese, ma di mantenere invariata la fine del programma di acquisti di corporate bond e carta commerciale a fine dicembre 2009.

La Banca centrale ha segnalato che manterrà la politica monetaria "estremamente accomodante per un certo tempo", con il tasso overnight agli attuali "livelli bassi" e ampia offerta di fondi per soddisfare la domanda dei mercati finanziari. Nelle ultime settimane si è aperto un conflitto con il Governo: la BoJ ha inizialmente affermato che lo spazio di azione per la politica monetaria è limitato, e che il sostegno alla domanda dovrebbe essere attuato dalla politica fiscale. Il 1° dicembre però la Banca centrale ha convocato una riunione di emergenza per discutere "questioni relative al controllo monetario in relazione a recenti sviluppi economici e finanziari". La Banca centrale ha deciso in tale occasione di **aumentare ulteriormente lo stimolo monetario** introducendo una nuova operazione di finanziamento per "incoraggiare un ulteriore calo dei tassi di interesse a lungo termine". Nel comunicato, la BoJ ha sottolineato che nonostante le indicazioni di ripresa dell'economia, i rischi del contesto finanziario internazionale e l'instabilità del mercato valutario potrebbero determinare "effetti avversi" sull'attività economica e questo giustifica l'annuncio di un'operazione di rifinanziamento a 3 mesi a tasso fisso a 0,1% per un ammontare programmato di circa 10 mila miliardi di yen. Rispetto alla parte finale della crisi degli anni '90, la BoJ ha utilizzato in misura più contenuta la dimensione del proprio bilancio,

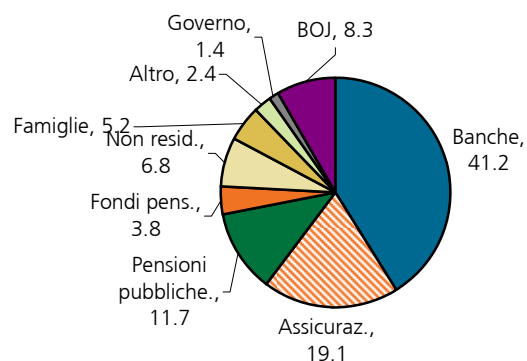
intervenendo selettivamente su segmenti specifici dei mercati del credito più che sul totale del proprio attivo. Alla luce delle tensioni fra Governo e Banca centrale è possibile che il prossimo passo della politica monetaria sia **un'espansione più marcata del bilancio attraverso un aumento degli acquisti a titolo definitivo di JGB**, visto che nel contesto giapponese non ci sono rischi di inflazione su un arco di diversi anni. Per quanto riguarda i tassi, la previsione è che restino fermi allo 0,1% almeno fino a 2011 inoltrato.

Nella crisi precedente, il bilancio della BoJ era esploso, questa volta l'espansione è contenuta (per ora)



Fonte: BoJ

JGB ancora in mano a banche assicurazioni e banca centrale



Fonte: Ministero delle Finanze

Cina

- L'economia cinese è cresciuta dell'8,9% nel 3° trimestre dal 7,9% nel 2° trimestre, seguendo una traiettoria di ripresa a V. Il settore estero è quello che ha contribuito meno alla crescita a causa della debolezza delle esportazioni, che tuttavia stanno lentamente migliorando. Il tasso di crescita degli investimenti urbani continua a rimanere elevato sostenuto da un'altrettanto elevata crescita del credito, soprattutto di quello a medio lungo termine.
- Gli investimenti si sono concentrati soprattutto su impianti e installazioni più che sul settore immobiliare. Questo mitiga solo in parte i timori di una bolla nel settore immobiliare perché non esclude la presenza di attività speculative dato l'aumento dei prezzi degli immobili, soprattutto di lusso, in alcune città. Lascia, inoltre, invariati i numerosi dubbi sulla costruzione di capacità produttiva in eccesso soprattutto in alcuni settori, espressi dalle stesse Autorità e che ci inducono a mantenere i rischi al ribasso sulla crescita nel 2010-11.
- Le pressioni inflative, ad eccezione del comparto alimentari, rimangono contenute e preoccupano solo in parte le Autorità, più concentrate a mantenere un tasso di crescita elevato perseguendo allo stesso tempo un obiettivo di ribilanciamento della stessa. Già dall'estate hanno cominciato a richiedere una maggiore oculatezza nella concessione del credito ad alcuni settori e ad attuare alcune prime misure di drenaggio di liquidità. Tutto questo rappresenta un inizio di inversione della politica monetaria, che sarà molto lento e non includerà, almeno nel breve termine, interventi sui tassi.
- La crescita per il 2009 è prevista a 8,5% e a 8,8% nel 2010. La crescita degli investimenti e delle esportazioni rallenterà sensibilmente rispetto al biennio 2005-07, mentre i consumi continueranno a crescere a ritmi sostenuti.

Silvia Guizzo

Previsioni macro	2005	2006	2007	2008	2009	2010
PIL (prezzi costanti)	10,4	11,6	13,0	9,0	8,5	8,8
Consumi privati	7,9	9,6	10,2	8,1	10,3	9
Consumi pubblici	12,7	11,2	11,2	9,6	15,1	11,3
Investimenti fissi	13,1	12,8	12,8	8,5	14,2	8
Esportazioni	19,4	20,8	18,7	8,2	-13,6	11,9
Importazioni	6,7	12,6	14,2	6,9	-6,9	10,5
Produzione industriale	11,7	13	14,7	9,3	8,2	8,4
Inflazione (CPI)	1,8	1,8	4,8	5,9	-1	1,1
Tasso di disoccupazione	4,2	4,1	4	4,1	4,2	4,2
Salari medi	12,4	12,8	17,1	14,8	12,3	10
Tasso sui prestiti a 1 anno	5,6	5,9	6,9	6,9	5,3	5,6
Cambio USD/CNY (media)	8,2	8,0	7,6	7,0	6,8	6,8
Saldo delle partite correnti	1315,5	2013,6	2822,1	2952,5	1919,6	2115,0
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	7,2	9,3	11,1	9,8	6,1	5,9
Saldo di bilancio in % del PIL	-1,2	-0,8	0,7	-0,4	-3,0	-3,5

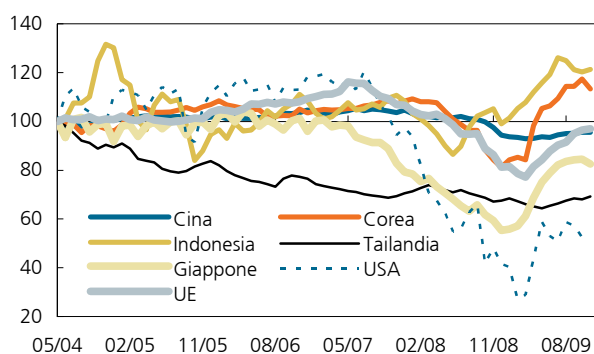
Nota: Variazioni tendenziali a/a

Fonte: Oxford Economics Forecasting, Intesa Sanpaolo

Nonostante i miglioramenti dei dati mensili le esportazioni hanno registrato un calo del 20,3% a/a nel 3° trimestre del 2009, dopo un calo del 23,4% del 2° trimestre. Le variazioni tendenziali sono migliorate sensibilmente a ottobre (-13,8%) e novembre (-1,2%) che sono i mesi in cui è cominciato il calo dell'export nel 2008. In particolare i dati corretti per i giorni lavorativi indicano variazioni tendenziali positive già da ottobre e una ricaduta a novembre, frutto verosimilmente dell'anticipo degli ordini pre-natalizi ai mesi precedenti. L'effetto base porterà di per sé a tassi di crescita positivi ed elevati in particolare nella prima metà dell'anno. Il trend sottostante rimarrà positivo, in linea con l'aumento degli indici di attività del manifatturiero negli USA e nell'area euro, ma più debole degli anni precedenti la crisi. Il ridimensionamento dei consumi privati nei paesi industrializzati, infatti, non sarà sostituibile in tempi brevi da una forte crescita dei consumi asiatici, che pur hanno retto meglio alla crisi. A ciò si aggiunge il rischio che la ripresa degli ordini esteri, fortemente legata al ciclo di ricostituzione delle scorte negli scorsi mesi, non sia sostenibile senza una vera ripresa della domanda estera. È, infatti, vero che la fiducia dei consumatori nei paesi industrializzati sta gradualmente migliorando, ma rimane lontana dai livelli pre-crisi. Nei paesi asiatici, dove è rimasta più elevata, dovrà inoltre reggere l'impatto del ritiro degli stimoli fiscali e monetari nei prossimi anni. Il livello dei consumi privati in Asia, inoltre, rimane ben al di sotto di quello di Stati Uniti ed Europa, che restano comunque i maggiori paesi di sbocco delle esportazioni cinesi di prodotti finiti, nonostante l'aumento del commercio intra-Asia, ancora principalmente costituito da prodotti semilavorati.

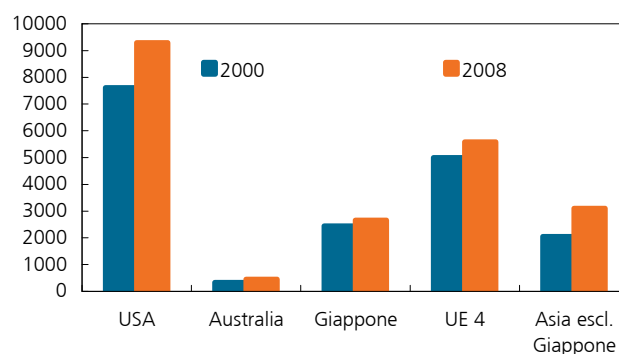
Le esportazioni migliorano non solo per l'effetto base, ma il trend di crescita rimarrà contenuto

Fiducia dei consumatori rimane lontana dai livelli pre-crisi nei paesi industrializzati



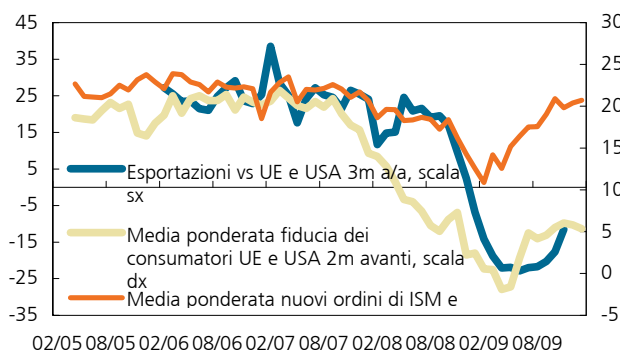
Fonte: Bloomberg, indici ribasati a maggio 2004

I consumi privati asiatici sono ancora lontani dai livelli dei paesi industrializzati, anche se hanno tassi di crescita più elevati



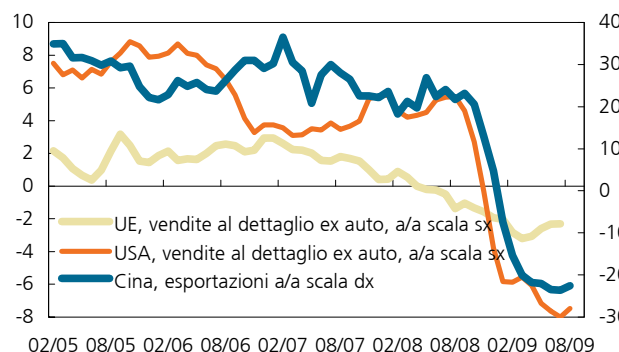
Fonte: EIU, consumi privati in dollari, a prezzi costanti del 2005. UE4: Italia, Germania, Francia, UK. Asia ex-Japan: Cina, India, Corea, ASEAN6, Taiwan, Hong Kong

Gli indici di attività e di fiducia continuano a segnalare un miglioramento della domanda internazionale...



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, medie mobili a 3 mesi

... ma i consumi internazionali continuano a essere deboli



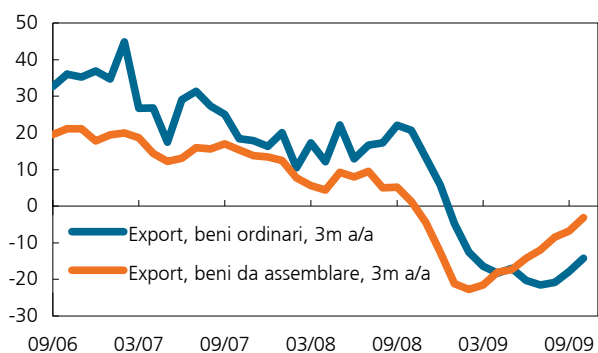
Fonte: Bloomberg, medie mobili a 3 mesi

La componente "ordini dall'estero" dell'indice PMI calcolato da CFL (*China Federation of Logistics*) e Ufficio Statistico è scesa a 53,6 a novembre da 54,5 in ottobre, ma rimane stabilmente sopra 50 da 6 mesi, mentre è salito a 57,5 nella rilevazione HSBC-Markit. Questo punta alla prosecuzione del recupero delle esportazioni nei prossimi mesi.

Le importazioni hanno subito una dinamica simile alle esportazioni, ma con miglioramenti più accentuati soprattutto in termini reali grazie al calo dei prezzi molto più marcato soprattutto delle materie prime almeno fino a qualche mese fa. Le importazioni di beni ordinari sono salite più di quelle dei beni da assemblare, sostenute dalla domanda interna, mentre sia le importazioni sia le esportazioni di beni da assemblare hanno beneficiato della ripresa del settore dell'elettronica, nonché del settore automobilistico, nel 3° trimestre.

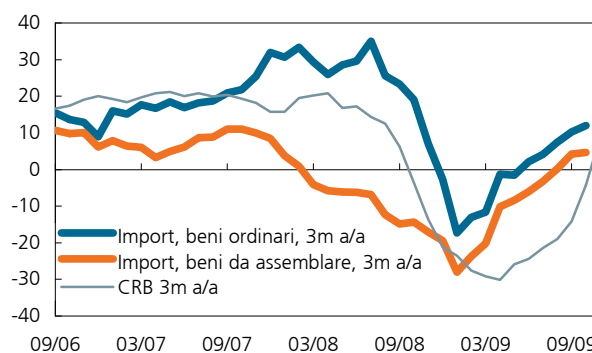
Le importazioni sono sostenute dalla domanda interna ...

Migliorano soprattutto le esportazioni di beni da assemblare ...



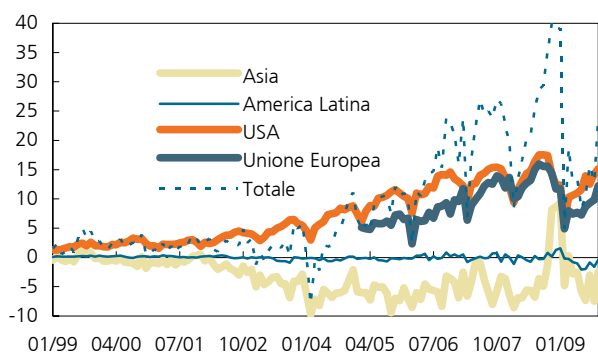
Fonte: EcoWin, variazioni reali 3m a/a

... e le importazioni di beni ordinari



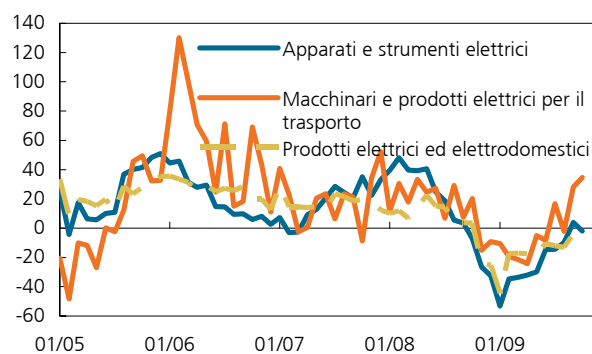
Fonte: EcoWin, variazioni reali 3m a/a

Il calo delle importazioni riduce il surplus commerciale rispetto ai massimi di fine 2008



Fonte: Bloomberg, flussi mensili in miliardi di dollari

Continuano a migliorare le importazioni di manufatti e macchinari legati all'elettronica o al settore dei trasporti



Fonte: EcoWin, variazioni a/a

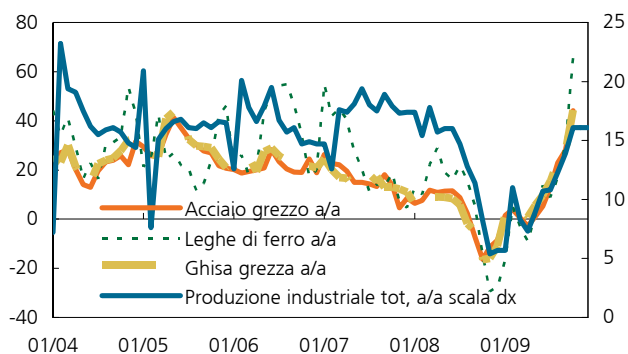
La produzione industriale continua a salire in linea con la produzione di elettricità. In forte aumento la produzione di metalli e leghe in metallo legate all'industria delle costruzioni, minerali fossili nonché di elettrodomestici e auto, entrambi ancora sostenuti dagli incentivi fiscali. L'andamento dell'indice PMI e dei *leading indicator* OCSE punta alla prosecuzione del trend. La componente nuovi ordini dell'indice calcolato da CFL in ottobre (58,4) è rimasta poco al di sotto di settembre (58,7). Il PMI del settore dei servizi è salito, invece, a 62,1, valore più alto da quando esiste la serie (gennaio 2008).

... così come la produzione

La ripresa della produzione industriale in questa fase non appare più solo legata al processo di ricostituzione delle scorte, ma anche a una ripresa della domanda legata da una parte agli

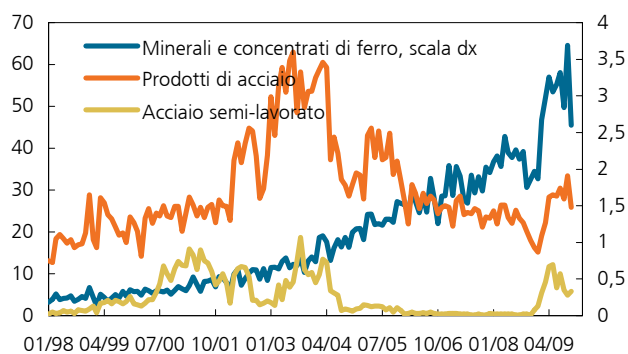
incentivi all'acquisto sui beni durevoli (elettrodomestici e auto) e all'indotto da questi trainato e dall'altra alla forte ripresa del settore immobiliare e degli investimenti.

La produzione di alcune leghe metalliche riprende ...



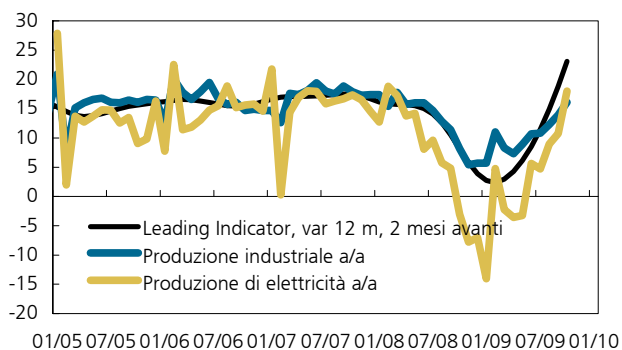
Fonte: Bloomberg

... mentre le importazioni di altri metalli sembrano aver oltrepassato il massimo



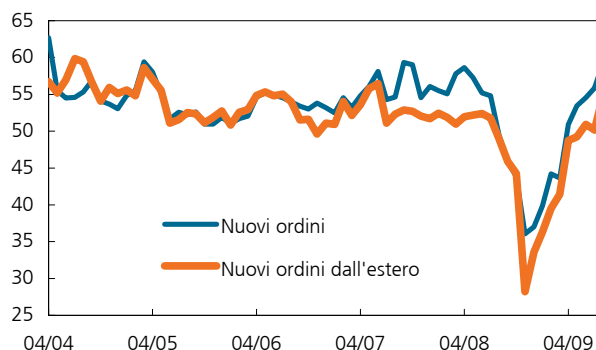
Fonte: EcoWin, dati in milioni di tonnellate

La produzione industriale migliora insieme a quella di elettricità ...



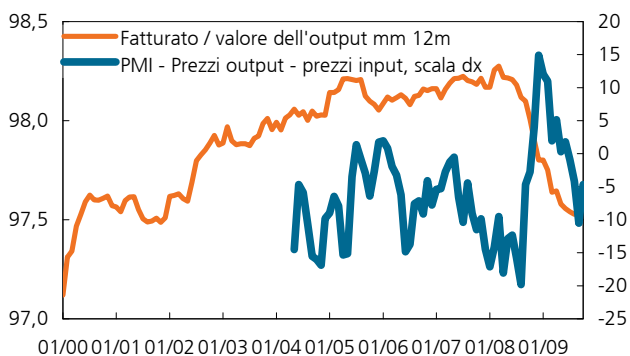
Fonte: Bloomberg

... e della componente ordini del PMI



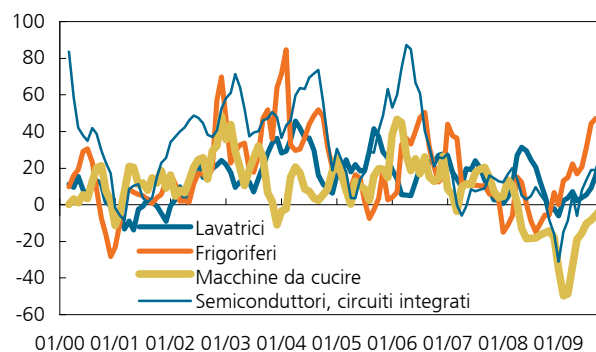
Fonte: CLSA-Markit

Si riducono i margini delle imprese



Fonte: Thomson Reuters - Datastream, HSBC-Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Migliora la produzione dei beni del comparto dell'elettronica o sostenuti dagli incentivi all'acquisto

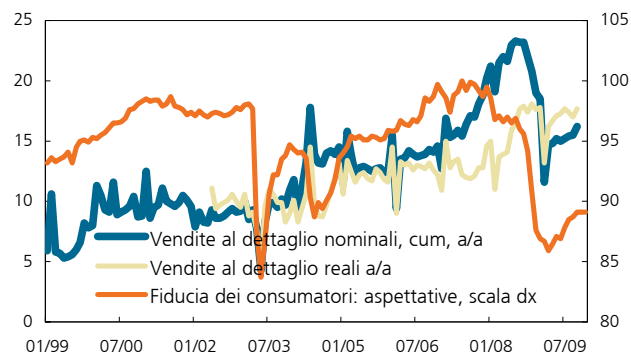


Fonte: EcoWin, variazioni a/a

Lo stesso report pubblicato da HSBC–Markit sottolinea che la maggior parte delle imprese intervistate dichiara che la crescita della produzione è stata dettata da una domanda più solida. Questo è confermato dalle vendite al dettaglio (che ricordiamo includono le vendite di materie prime alle agenzie e istituzioni governative nonché alle unità militari e della polizia e vendite di materie prime alle imprese), che hanno mantenuto un tasso di crescita in termini reali (17,4%) elevato e poco al di sotto del 2° trimestre (17,0%) e a novembre sono salite del 15,8% termini nominali, in linea con l'aumento della fiducia dei consumatori. Anche i dati relativi alle spese per consumi delle famiglie della *Household Survey* confermano in linea di massima la tendenza sui consumi. La spesa reale pro-capite delle famiglie nel 3° trimestre è cresciuta a tassi solo lievemente inferiori al 2° trimestre sia nelle aree urbane sia nelle campagne, dove ha registrato aumenti di circa il 10,4% e 11,4% rispettivamente. Bisogna tuttavia rilevare che i redditi pro-capite nominali stanno decelerando dalla metà del 2008. I consumatori non godranno nel 2010 del beneficio del calo dell'inflazione registrato nel 2009 e l'ampia disponibilità di forza lavoro in un momento di forte concorrenza al ribasso per guadagnare quote di mercato punta alla prosecuzione del rallentamento dei salari nominali. A questo si aggiungerà l'effetto del ritiro degli incentivi all'acquisto di beni durevoli che potrebbe venire nella seconda metà del 2010 o dall'inizio del 2011. Ribadiamo dunque la nostra aspettativa di tassi di crescita dei consumi più contenuti nel 2010.

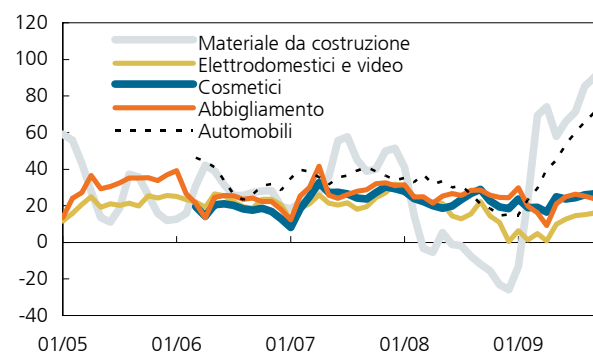
Le vendite al dettaglio continuano a rimanere elevate così come i consumi delle famiglie sostenuti dal calo dell'inflazione

Le vendite crescono stabilmente e la fiducia dei consumatori migliora ulteriormente



Fonte: Bloomberg

Le vendite migliorano in tutti i comparti, ma soprattutto in quelli sostenuti dagli incentivi o legati al settore immobiliare

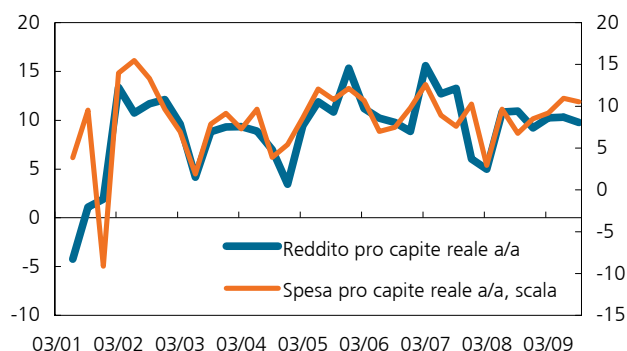


Fonte: EcoWin, variazioni 3m a/a su dati nominali

Le indicazioni che provengono dal mercato del lavoro sono sicuramente più positive rispetto a tre mesi fa. L'indagine Manpower sulle intenzioni di assunzione nel 1° trimestre del 2010 ha registrato un altro aumento rispetto al 4° trimestre, passando dall'11% al 14%, grazie soprattutto al contributo del settore costruzioni, e la componente "occupazione" del PMI rimane al di sopra di 50 da giugno anche se le due rilevazioni danno dei segnali contrastanti. Quella rilevata da CFL e Ufficio Statistico dopo un picco a 53,2 a settembre è scesa nei successivi due mesi fino a 51,1 a novembre, mentre quella della rilevazione HSBC-Markit ha continuato a salire fino a 55,3 a ottobre. Nel 3° trimestre ci sono stati 2.820.000 nuovi occupati, al di sotto dei 3.010.000 del 1° trimestre. Il numero complessivo di occupati nelle aree urbane è salito così a 8.510.000, vicino al target per l'anno di 10 milioni, che tuttavia rimane minore rispetto al 2008 e al 2007. Nei primi 9 mesi dell'anno 4 milioni di persone disoccupate hanno trovato un nuovo impiego, ma dopo un calo nel 2° trimestre il numero dei disoccupati è tornato ai livelli del 1° trimestre (9,150 milioni) anche se il tasso di disoccupazione urbana è rimasto invariato a 4,3%. Anche se la situazione appare sicuramente meno plumbea rispetto a inizio anno, le notizie di stampa continuano a riportare la difficoltà di trovare lavoro qualificato per i laureati e offerte di salari più bassi da parte delle imprese in una fase di taglio dei costi.

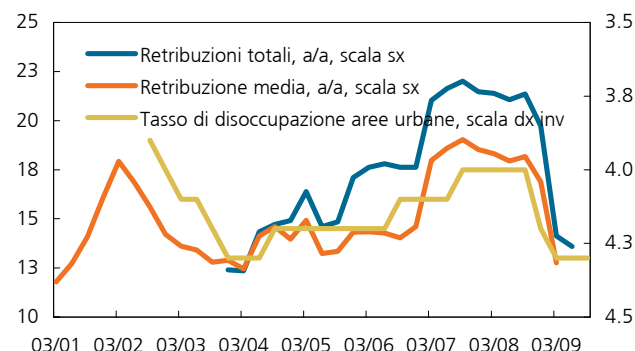
Il mercato del lavoro dà informazioni non univoche

Il reddito pro capite reale migliora insieme ai consumi ...



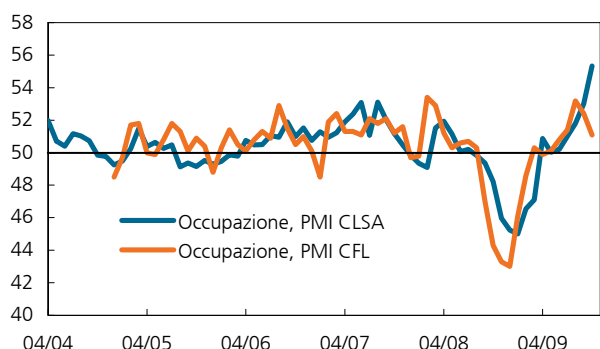
Fonte: Bloomberg, EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo (media redditi urbani e redditi rurali)

... ma la crescita dei salari nominali rallenta insieme all'aumento della disoccupazione



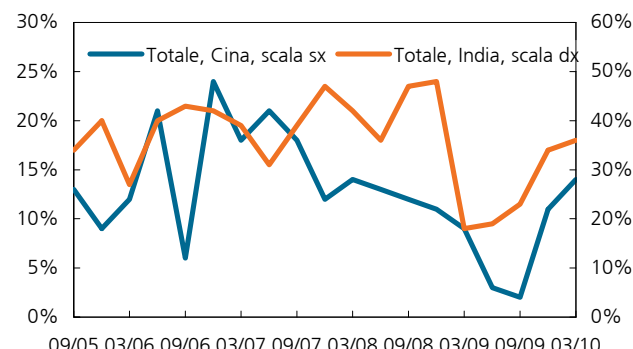
Fonte: Bloomberg, Thomson Reuters - Datastream

PMI, componente occupazione



Fonte: Thomson Reuters - Datastream e Bloomberg

Indagine Manpower



Fonte: Bloomberg

Gli investimenti hanno giocato un ruolo chiave nella ripresa economica favoriti dallo stimolo fiscale e da una crescita del credito senza precedenti. Gli investimenti totali urbani hanno registrato una crescita del 32,9% nel 3° trimestre rispetto al picco del 35,9% del 2° trimestre in termini nominali. Il tasso di crescita tendenziale è sceso lievemente in novembre (32,1%) rispetto ad ottobre (33,1%) in termini cumulati, ma in termini non cumulati è sceso da 31,6% a/a in ottobre a 24,3% in novembre e continuerà a scendere nei prossimi mesi. Gli investimenti a prevalenza statale, che hanno costituito la quota portante della spesa in investimenti, pur mantenendo tassi di crescita elevati hanno cominciato a rallentare già da giugno. Gli investimenti a prevalenza privata, invece, continuano ad accelerare così come continuano a migliorare gli investimenti stranieri diretti. Gli investimenti stanno inoltre decelerando nelle regioni occidentali, centrali e nord orientali dove avevano visto tassi di crescita più elevati e stanno invece continuando ad accelerare nelle regioni orientali, le più colpite dalla crisi del settore manifatturiero.

Gli investimenti dei Governi locali sono saliti del 33,9% cumulato a/a in novembre, mantenendo sostanzialmente il tasso di crescita degli ultimi sette mesi, mentre gli investimenti del Governo centrale sono in un trend di decelerazione dall'inizio dell'anno.

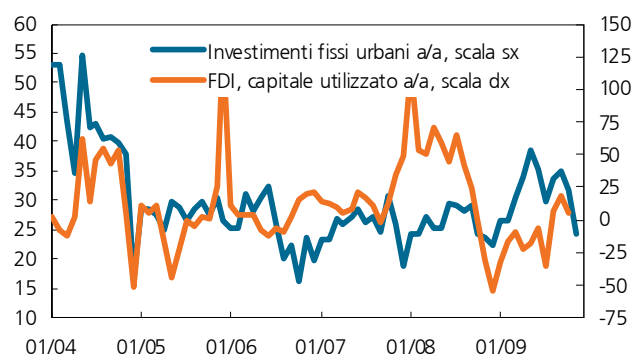
La crescita degli investimenti in acquisti di attrezzature è scesa a 26,1% in novembre rispetto al picco del 32,1% di giugno, mentre quella degli investimenti in costruzioni e installazioni si è mantenuta praticamente invariata intorno al 35% fin da maggio.

Gli investimenti continuano ad accelerare ...

... di più quelli in impianti e installazioni ...

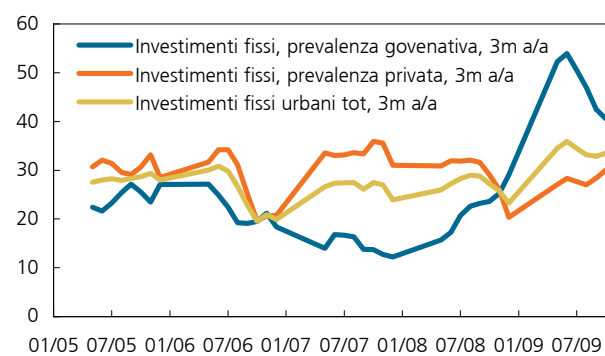
Gli investimenti di costruzione di capitale (che includono la costruzione di edifici e impianti, l'espansione di capacità produttiva e gli interventi di modernizzazione di impianti esistenti e costituiscono ca. il 76% degli investimenti fissi urbani totali) sono saliti del 36,6% (cumulato a/a) in novembre, in rallentamento rispetto al picco massimo del 41,7% a/a a maggio e nel 2009 hanno contribuito alla crescita degli investimenti totali per circa il 27% rispetto al 19,9% del 2008 e al 17,2% del 2007. La decelerazione degli investimenti in modernizzazione e trasformazione degli impianti è stata più ampia rispetto a quella degli investimenti in espansione di capacità produttiva e di nuove costruzioni di impianti.

La crescita degli investimenti fissi totali comincia a rallentare



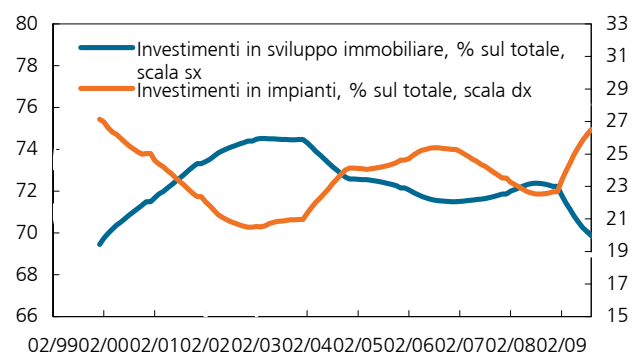
Fonte: Bloomberg

Gli investimenti a prevalenza privata continuano a crescere



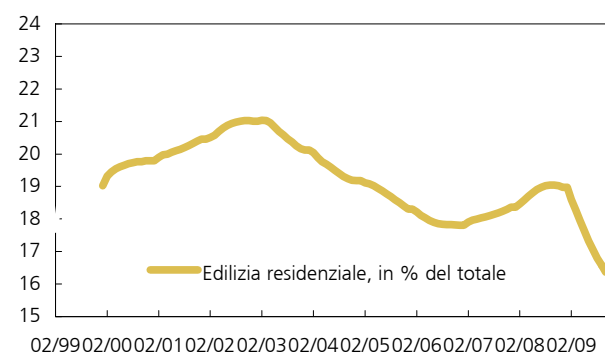
Fonte: EcoWin, variazioni su dati a prezzi correnti, ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La quota di investimenti nel settore immobiliare sul totale degli investimenti è scesa ...



Fonte: EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, quote sul totale degli investimenti fissi, medie mobili a 12 mesi

... così come la quota di investimenti in edilizia residenziale



Fonte: EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, quote sul totale degli investimenti fissi, medie mobili a 12 mesi

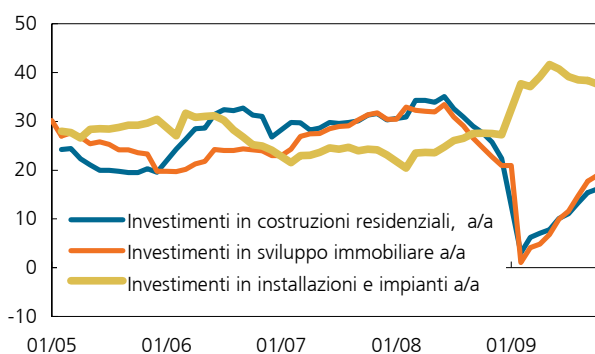
Gli investimenti del settore immobiliare continuano a salire a tassi elevati. Gli investimenti in sviluppo immobiliare in novembre sono aumentati del 17,8% rispetto ai minimi dell'1% di gennaio 2009, la stessa dinamica mostrano gli investimenti in edilizia residenziale. La quota di investimenti in sviluppo immobiliare sul totale degli investimenti è scesa da circa il 21,3% in media nel quadriennio 2004-08 a circa il 18,5% nel 2009, così come la quota di investimenti in edilizia residenziale, scesa negli stessi periodi da 17,8% a 15,8%¹². Anche i dati che riguardano i nuovi investimenti, ossia i progetti realizzati ed entrati in funzione, confermano la prevalenza e il tasso di crescita molto più elevato degli investimenti in impianti e installazioni rispetto a quelli di

... rispetto a quelli in sviluppo immobiliare, dove però emerge qualche segnale di speculazione

12 Quote calcolate su valori nominali. Per avere dei termini di confronto ricordiamo che la quota di investimenti in edilizia residenziale sul totale degli investimenti fissi negli Stati Uniti è stata del 16% nel 2009, in rallentamento rispetto al 23% nel 2007 e al 28% nel 2003.

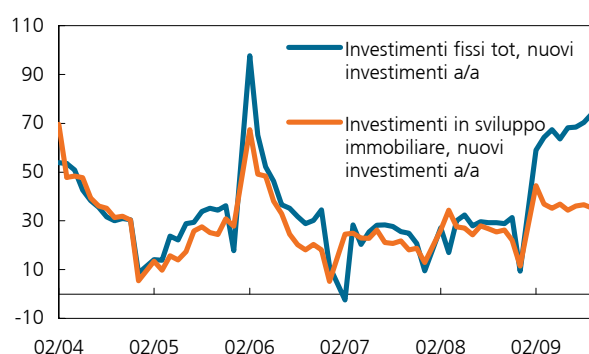
sviluppo immobiliare. Questo mitiga solo in parte i timori di una formazione di una bolla nel mercato immobiliare, perché non aiuta a escludere la presenza di una componente speculativa, soprattutto in alcune città. Le vendite di edifici residenziali sono salite del 54,4% a/a in novembre; prezzi dei terreni sono saliti in media del 4,7% nel 3° trimestre, del +11,9% quelli destinati all'edilizia di lusso. I prezzi degli edifici sono saliti in media del 5,7% in novembre, del 5,5% a Shanghai e del 6,0% a Tianjin. Gli aumenti sono in media ancora contenuti rispetto alla crescita media del reddito disponibile nelle aree urbane (9,3% nel 3° trimestre), così come lo sono stati anche nella fase di crescita forte dei prezzi nel 2008, ma stanno cominciando a preoccupare le Autorità tanto che, insieme ad altre misure per limitare la crescita del credito, è stata innalzata la caparra per l'acquisto della seconda casa al 40%¹³ e recentemente l'imposta di vendita sulla casa si applicherà alle vendite di immobili entro 5 anni dall'acquisto rispetto ai 2 anni finora previsti.

Investimenti in costruzioni e settore immobiliare in forte crescita...



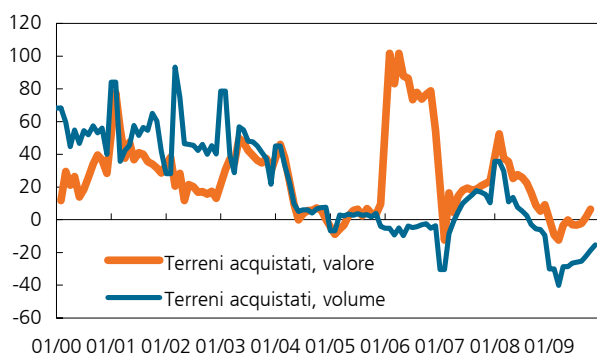
Fonte: EcoWin, dati nominali cumulati, variazione a/a

... ma gran parte dei nuovi investimenti è andata in impianti e attrezzature



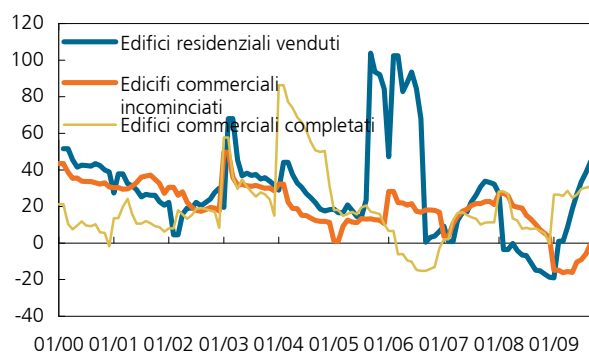
Fonte: dati nominali cumulati, variazione a/a

Le compravendite di terreni aumentano più in valore che in volume



Fonte: EcoWin e CEIC, variazioni a/a

Ma gli edifici aumentano in volume



Fonte: CEIC, variazioni a/a sui dati in milioni di m²

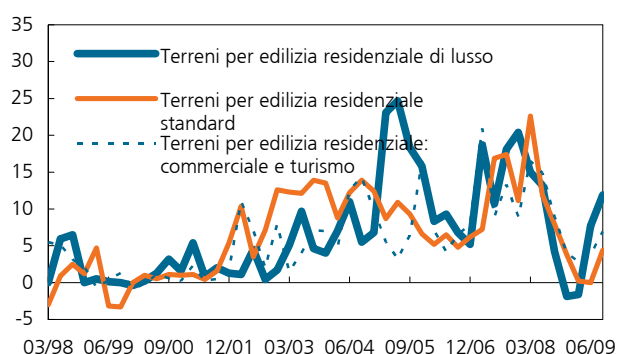
Il rapporto tra prezzo medio per metro quadro e reddito pro-capite disponibile urbano, sceso fino al 92% a fine 2008, è risalito fino a 107% nel 3° trimestre, ma rimane elevatissimo almeno per le fasce di reddito più basse, anche se è difficile dare una valutazione più approfondita in mancanza dei dati sul reddito suddivisi per fasce nel 2009. I mutui immobiliari concessi ai consumatori sono cresciuti del 31,8% nel 3° trimestre dopo un minimo a 10,6% nel 2° trimestre anche se la quota dei mutui sui prestiti al consumo è scesa dal 92% a inizio 2008 agli attuali

13 Il downpayment per la prima casa è stato abbassato dal 30% al 20% nell'ottobre del 2008.

87,5%. Non ci sono dati disponibili sui "tassi di occupazione" o "vacancy rate", ma alcune interviste¹⁴ citano numeri intorno al 50% nel distretto commerciale di Shanghai rispetto al 10-15% di Manhattan. La fiducia del settore dell'arredamento così come gli investimenti hanno continuato tuttavia a salire negli ultimi sei mesi, trainati dal settore immobiliare.

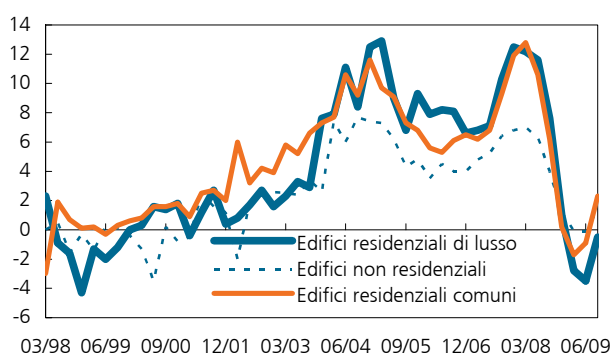
La forte crescita degli investimenti in impianti e installazioni ripropone invece la questione della sovra capacità produttiva. L'indice di utilizzo della capacità produttiva del settore manifatturiero è salita a 84 nel 3° trimestre da 83 del 2° trimestre, anche se ancora al di sotto dei massimi di 87 toccati nel 2007 e nel 2008. Di pari passo è andata la fiducia degli imprenditori del settore.

Salgono i prezzi dei terreni per l'edilizia di lusso...



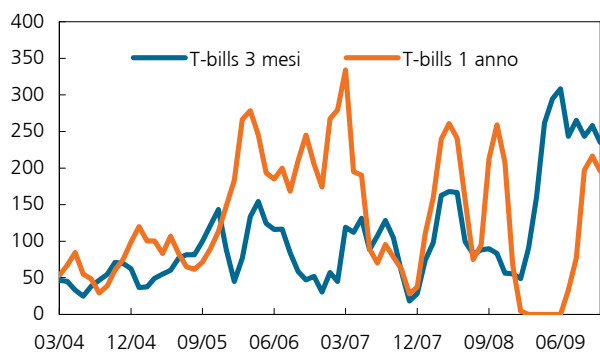
Fonte: CEIC, indice dei prezzi, variazione a/a

... anche se i prezzi degli edifici di lusso salgono meno



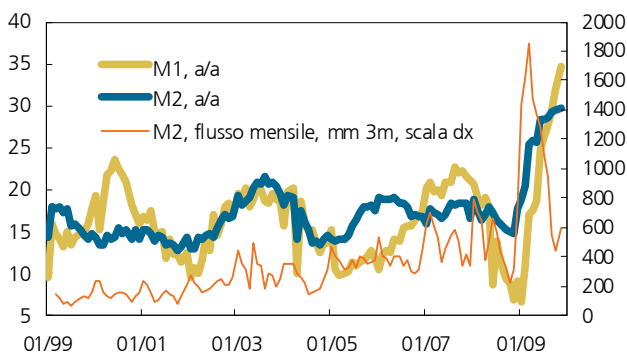
Fonte: CEIC, indice dei prezzi, variazione a/a

Emissioni lorde di titoli zero coupon da parte della PBOC (miliardi di CNY)



Fonte: CEIC, dati a novembre 2009, medie mobili a tre mesi

La crescita dell'offerta di moneta e il credito delle istituzioni finanziarie è vicino alla svolta



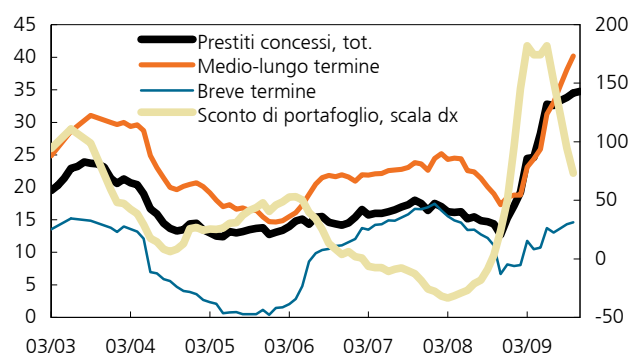
Fonte: Bloomberg, Monetary and Financial Institutions Survey

La crescita degli investimenti continua a essere supportata dalla crescita del credito che ha registrato un aumento del 33,8% in novembre, tasso sostanzialmente invariato negli ultimi tre mesi e che prelude a una prossima decelerazione, sia per un effetto base sia per alcune misure amministrative e di "moral suasion" che la Banca centrale ha intrapreso negli ultimi mesi (vedi paragrafi seguenti). Il nuovo credito è salito di appena 253 miliardi di yuan a ottobre, la cifra più bassa da inizio anno, e di 295 miliardi a novembre. Nel 3° trimestre è stato di 1.283 miliardi di yuan (16% del PIL) rispetto a 3,6 volte tanto nel 1° trimestre dell'anno, quando il nuovo credito è stato pari al 69% del PIL. Mentre lo sconto di fatture sta decelerando sensibilmente rispetto ai picchi di fine anno, i prestiti a medio-lungo termine hanno continuato a salire del 40,2% a

Il credito sale ancora a tassi elevati, ma è già cominciato un graduale drenaggio di liquidità

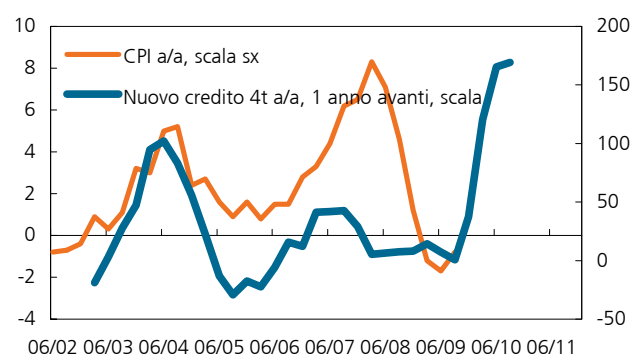
ottobre beneficiando della quota maggiore di nuovo credito. Il rapporto incagli sul totale dei crediti, sceso fino al 3° trimestre per tutte le categorie, tuttavia potrebbe essere vicino all'inversione, data la crescita del credito senza precedenti nel 2009. Il credito al consumo è salito del 40,2% in ottobre rispetto a un minimo di 12,9% a gennaio con un'esplosione del credito al consumo a breve termine salito del 51,6%.

L'aumento del credito è stato maggiore sulle scadenze del medio-lungo termine



Fonte: EcoWin, Monetary and Financial Institutions Survey, variazioni a/a

Il forte aumento del credito lascia i rischi al rialzo sull'inflazione



Fonte: Bloomberg

Una graduale moderazione della liquidità è stata effettuata attraverso le operazioni di mercato aperto che sono in parte servite anche per sterilizzare la liquidità proveniente dai flussi di capitali in entrata. Le emissioni lorde di T-bills a 3 mesi sono aumentate in maniera significativa da aprile-maggio, e nella seconda metà del 2009 sono state di 1190 miliardi di yuan rispetto ai 436 dello stesso periodo del 2008. M2 è salita del 29,7% in novembre, poco al di sopra di ottobre, ma i flussi mensili si stanno riducendo sensibilmente rispetto all'inizio dell'anno. Tra luglio e ottobre sono inoltre state prese alcune misure amministrative: le banche con alti tassi di crescita del credito sono state costrette ad acquistare T-bills e ad innalzare gli accantonamenti sui crediti (*loan-loss coverage ratio*) e la CBRC (*China Bank Regulatory Commission*) ha raccomandato ad alcune banche di assicurarsi che i prestiti vadano a finanziare attività reali e non il mercato immobiliare o azionario. La borsa (azioni Shanghai A) è salita del 95% dai minimi di novembre 2008, e le Autorità hanno autorizzato la ripresa delle IPO dopo quasi un anno di congelamento aumentando così l'offerta di titoli azionari.

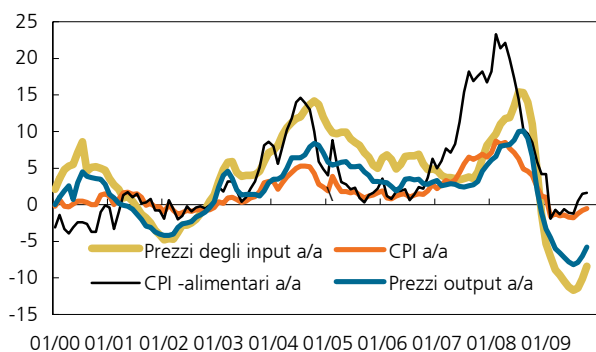
Il 7 dicembre si è conclusa la Conferenza Centrale sull'Economia (China Central Economic Work Conference) e anche se non ci sono stati riferimenti espliciti e ufficiali a un cambio di politica economica il messaggio generale che ne emerge va in questa direzione. La Conferenza ha reiterato i messaggi del Politburo sulla necessità di mantenere una politica fiscale proattiva e una politica monetaria moderatamente espansiva, ma allo stesso tempo anche la necessità del Governo di essere più flessibile e selettivo in un contesto che cambia velocemente. La dichiarazione della Conferenza delinea i compiti essenziali per il Governo nel 2010 tra cui:

Politica fiscale e monetaria all'insegna della flessibilità

- Mantenere la crescita stabile e relativamente veloce, migliorando la struttura economica e allo stesso tempo gestendo le aspettative di inflazione.
- Mantenere l'attuale politica monetaria, ma renderla più flessibile e selettiva per controllare maggiormente la crescita dell'offerta di moneta e del credito. Si pianifica di fornire più credito alle piccole e medie imprese, ma di continuare a restringerlo ai settori inquinanti e ad alta intensità di energia, nonché a quelli che mostrano una sovra capacità produttiva, come cemento, acciaio, alluminio, vetro, silicio, turbine per l'energia eolica e la cantieristica navale.

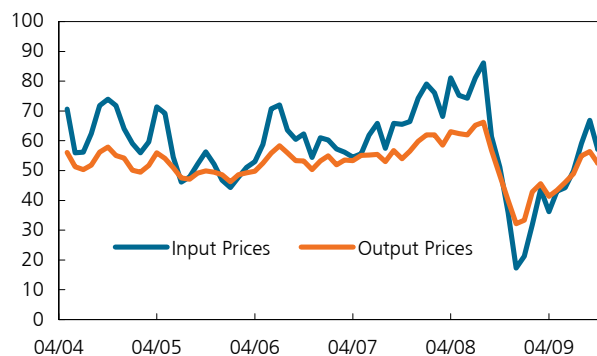
- Mantenere moderato il tasso di crescita degli investimenti enfatizzando il completamento di vecchi progetti e con un forte controllo sul processo di approvazione di quelli nuovi. Aumentare le entrate fiscali e non fiscali.
- Aumentare la qualità della crescita stimolando la domanda domestica. Il Governo pensa di prorogare l'esistente programma di incentivi all'acquisto di auto e di elettrodomestici oltre la scadenza prevista per la primavera del 2010. Nel medio termine il Governo pensa ad aumentare l'urbanizzazione liberalizzando l'attuale politica di migrazione. La Conferenza ha proposto che ai contadini qualificati sia permesso di registrarsi nelle città. La riforma della politica di migrazione costituisce una novità rispetto a quella di aumentare i trasferimenti nelle campagne per aumentare la produttività rurale.
- Non ci sono stati accenni alla politica del cambio a eccezione della necessità di ridurre gli squilibri attraverso una maggiore liberalizzazione della bilancia dei capitali.

L'inflazione rimane contenuta ...



Fonte: Bloomberg

... e le imprese hanno difficoltà a passare gli aumenti dei costi sui prezzi finali dei prodotti



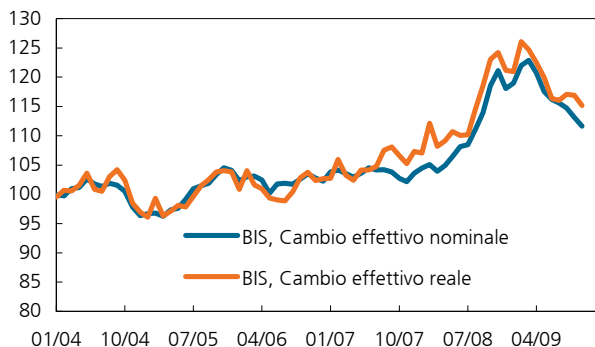
Fonte: CLSA-Markit

In sostanza le Autorità sembrano per ora più preoccupate di mantenere un tasso di crescita elevato con l'obiettivo di ribilanciamento tra investimenti e consumi evitando di far salire l'inflazione. L'inflazione tornerà a salire soprattutto per un effetto base, ma non ci sono vere e proprie pressioni inflative al momento. La componente "prezzi degli output" dei PMI è salita meno di quella dei "prezzi degli input" e nelle interviste gli imprenditori lamentano di non riuscire a trasferire tutti gli aumenti dei costi sui prezzi finali del prodotto per mantenere la competitività. L'inflazione dei prezzi al consumo dopo 9 mesi in territorio negativo si è attestata a 0,6% in novembre. L'aumento è dovuto essenzialmente all'effetto base e ad un forte aumento dei prezzi di frutta e verdura che ha superato il 20% nei mesi scorsi per poi rientrare in novembre pur rimanendo a due cifre. L'inflazione al netto degli alimentari è rimasta negativa a -0,7% in novembre, così come quella dei prezzi degli input (-3,6%) e degli output (-2,1%).

L'inflazione non preoccupa troppo e per ora la Banca Centrale preferisce le misure amministrative al rialzo dei tassi

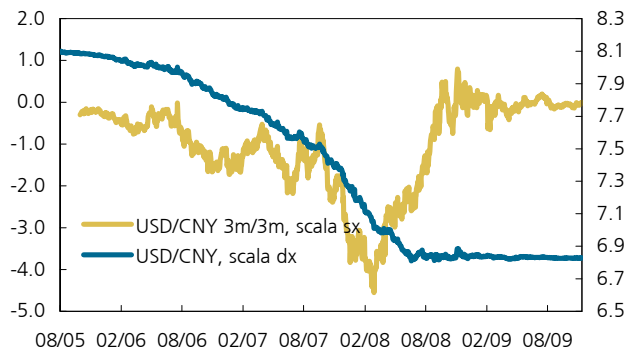
La crescita del credito è stata senza precedenti e difficilmente rimarrà senza effetti sui prezzi al consumo nel medio periodo. Tuttavia nel presente rimangono da un lato i rischi di attività speculative sia in borsa sia nel campo immobiliare e dall'altro quelli di un eccesso di capacità produttiva. Per questo riteniamo che le Autorità per il momento preferiscano ricorrere a misure amministrative per calmiere la crescita di credito e investimenti piuttosto che agire direttamente sui tassi e preferiscano inoltre attendere almeno una ripresa più solida delle esportazioni prima di considerare l'abbandono dell'ancoraggio de-facto al dollaro, che continua invariato. Le pressioni esterne all'apprezzamento potrebbero presto rimontare, dato che anche il cambio in termini effettivi ha ripreso a deprezzarsi dopo i massimi di inizio 2009, pur rimanendo al di sopra dei livelli del 2007-08.

Il cambio effettivo si deprezza rispetto ai massimi di inizio anno ...



Fonte: EcoWin

... ma il cambio vs dollaro rimane stabile

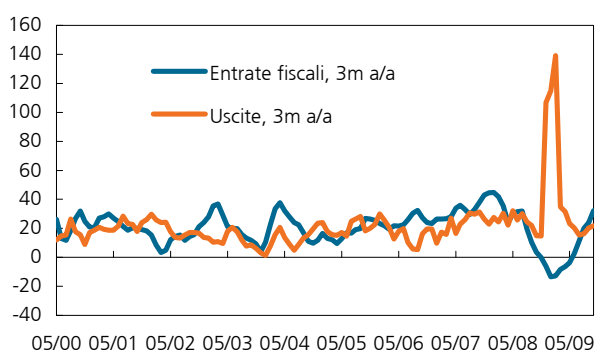


Fonte: Bloomberg

Le entrate fiscali nel 3° trimestre sono salite al 24,1% dal 2,6% del 2° trimestre e dopo un calo nei due trimestri precedenti, grazie un aumento delle entrate proveniente sia dalle imposte sul reddito delle imprese sia dalle imposte sui consumi¹⁵ e sulle importazioni, con un effetto positivo sul deficit. Il debito pubblico è limitato rispetto ad altri paesi a 18,6% del PIL nel 2009 (rispetto a una media dei BRIC stimata da EIU a 32,5%), ma è in crescita, in particolare, secondo la Banca Mondiale, se si include il debito delle imprese statali legate ai Governi locali. Nel 2009 le emissioni lorde di titoli da parte dei Governi locali hanno raggiunto il limite (200 miliardi di yuan, pari alle emissioni nette) stabilito dalla finanziaria, ma le emissioni delle imprese statali sono andate ben oltre, arrivando in totale a 380 miliardi, di cui ben 197,1 da parte delle imprese statali locali. Le emissioni nette delle imprese statali sono state in totale pari a 375 miliardi di yuan rispetto ai 234 miliardi del 2008.

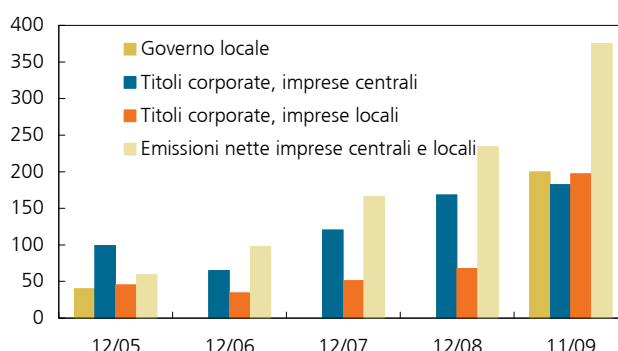
Le entrate fiscali migliorano, ma l'indebitamento aumenta

Le entrate fiscali stanno migliorando ...



Fonte: Bloomberg

... ma il debito è aumentato soprattutto se si includono le imprese statali



Fonte: CEIC, emissioni lorde di titoli dove non specificato

15 Ricordiamo che l'imposta sul consumo si applica a tabacco, alcolici, cosmetici, gioielli, auto e motoveicoli e l'aumento, oltre che al consumo di beni di lusso, potrebbe essere legato al forte aumento delle vendite di auto.

India

- L'economia indiana ha continuato a crescere ad un ritmo elevato nel 3° trimestre, registrando un'accelerazione del 7,9% dopo il 6,1% del 2° trimestre. La bassa crescita del settore agricolo colpito dalla siccità è stata compensata da una accelerazione sia del settore dei servizi (+9,0% al netto delle costruzioni) sia del settore manifatturiero (+9,2%), che aveva visto un forte rallentamento tra la fine del 2008 e l'inizio del 2009.
- Dal lato della domanda, la spesa pubblica ha giocato un ruolo ancora importante, anche se minore rispetto ai trimestri precedenti, mentre i consumi, dopo quattro trimestri di crescita debole hanno accelerato, crescendo del 5,6%. Gli investimenti sono saliti del 7,3%, in miglioramento ma con tassi di crescita ancora lontani dalle due cifre degli anni passati. Il maggiore contributo alla crescita è venuto anche dal canale estero, grazie ad un calo più marcato delle importazioni e una tenuta delle esportazioni di servizi.
- La Reserve Bank of India (RBI) si trova nella difficile situazione di dover continuare a stimolare consumi e investimenti, veri motori della crescita indiana, ma ancora deboli, senza favorire né un ulteriore aumento dell'inflazione né un apprezzamento eccessivo della rupia. Le pressioni inflative si sono fatte sentire negli ultimi mesi, ma sono tuttavia guidate principalmente dall'aumento dei prezzi degli alimentari. Ogni rialzo dei tassi sarà quindi cauto e moderato e più probabile nella primavera.
- La crescita nel 2009 dovrebbe attestarsi al 6,7% e aumentare al 7,4% nel 2010 grazie a un maggior contributo sia dai consumi privati sia dagli investimenti. Il miglioramento del saldo delle partite correnti nel 2009 non si estenderà al 2010, mentre quello del deficit pubblico sarà minimo. La ripresa dei flussi di capitale netto in entrata contribuirà a migliorare ulteriormente il conto finanziario riducendo la vulnerabilità esterna.

Silvia Guizzo

Previsioni macro						
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
PIL (prezzi costanti)	9,1	9,9	9,4	7,5	6,7	7,4
Consumi privati	8	6,2	7,9	3,6	3,5	6,1
Consumi pubblici	11,1	4,3	3,1	19,6	7,8	6,8
Investimenti fissi	17,8	15,7	14,5	9	6,6	9
Esportazioni	20,4	23,8	2,8	17	-7,3	4
Importazioni	40,1	31,6	4,4	27,7	-20	6,6
Produzione industriale	7,9	10,5	9,9	4,4	5,9	8,2
Inflazione (CPI)	4,2	6,2	6,4	8,3	10,5	8,2
Tasso di disoccupazione	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Salari medi	11,8	12,7	13	13,3	6,1	11,3
Tasso sui prestiti a 1 anno	6,1	6,9	7,7	7,9	4,8	5,4
Cambio USD/INR (media)	44,01	45,18	41,2	43,4	48,37	47,25
Saldo delle partite correnti	-456,6	-430,1	-440,2	-1616,1	-282,4	-1154,4
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	-1,3	-1,1	-1,0	-3,1	-0,5	-1,8
Saldo di bilancio in % del PIL	-4,1	-3,4	-2,7	-5,1	-7,3	-6,8

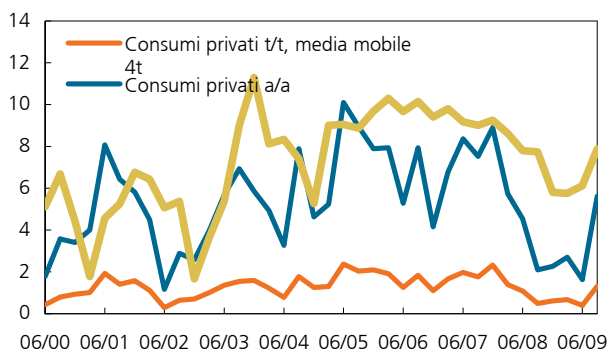
Nota: Variazioni tendenziali a/a

Fonte: Oxford Economics Forecasting, Intesa Sanpaolo

La debolezza della domanda estera sta lentamente scemando. Le esportazioni sono calate del 21% nel 3° trimestre del 2009, dopo il 30% nel 2° trimestre, mentre le importazioni hanno registrato un calo (33,6%), poco al di sotto di quello del 2° trimestre (35%). I dati di ottobre indicano un ulteriore miglioramento. Il peggioramento della bilancia commerciale, soprattutto durante il 2° e il 3° trimestre, è dovuto solo in parte all'aumento del prezzo del petrolio. Le importazioni al netto del petrolio sono, infatti, calate del 26,9% nel 3° trimestre e del 22,1% nel 2°. La componente "ordini dall'estero" del PMI, salita a 53,4 in ottobre, continua a rimanere al di sotto della componente nuovi ordini. La maggior vivacità della domanda interna è suggerita anche dai dati sui cargo e sui trasporti interni domestici che sono rimbalzati molto di più rispetto a quelli internazionali. Le esportazioni, che da febbraio beneficeranno anche dell'effetto base, sono attese ancora in miglioramento nei prossimi mesi.

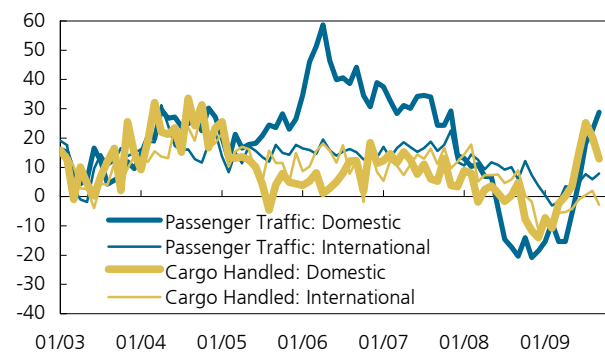
La domanda interna rimane più forte di quella estera

I consumi privati in ripresa



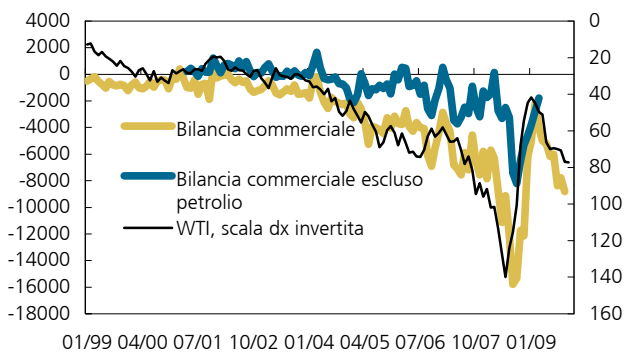
Fonte: EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Traffico passeggeri e cargo, in ripresa quello domestico



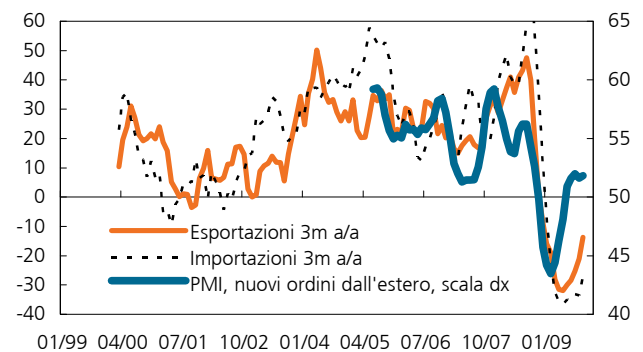
Fonte: CEIC, dati fino a ottobre 2009

Bilancia commerciale



Fonte: Bloomberg

Lieve miglioramento delle esportazioni



Fonte: Bloomberg

La produzione industriale è salita del 10,3% in ottobre, in rallentamento rispetto al picco dell'11% di agosto, in linea con il ritracciamento del PMI manifatturiero sceso da 55 in settembre a 53 in novembre. Anche la produzione delle sei infrastrutture ha mostrato un rallentamento (-3,5% in ottobre) rispetto al picco di agosto (7,8%). Forti aumenti si sono registrati soprattutto per la produzione di beni durevoli di consumo (+21% in ottobre), guidati dalle vendite di auto domestiche, salite del 45,8% a novembre, e di beni intermedi (+14,3% in ottobre) destinate alle esportazioni. L'andamento dell'indice PMI e il rapporto tra le scorte di prodotti finiti e nuovi ordini, ancora elevato rispetto al passato e ad altri paesi, suggeriscono una tenuta della produzione industriale sui ritmi attuali mentre il continuo miglioramento della componente nuovi ordini dell'indagine Dun & Bradstreet e il leading indicator OCSE

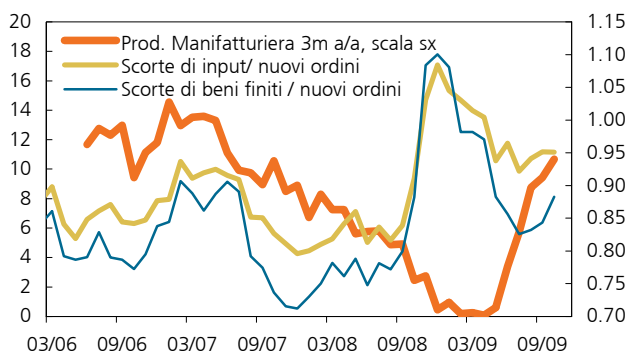
suggeriscono un quadro più ottimista. L'effetto base manterrà comunque elevate le variazioni tendenziali, almeno nei prossimi mesi.

Contrariamente all'andamento positivo del settore costruzioni le vendite di cemento sono in calo da aprile, con cali più marcati negli ultimi due mesi (-14,5% in ottobre) mentre la produzione è in rallentamento rispetto ai picchi di agosto. I servizi sembrano invece tenere meglio anche grazie a una lieve ripresa delle presenze turistiche.

Il mercato del lavoro continua a migliorare come segnalano la componente occupazione dell'indice PMI tornata poco sopra 50 da ottobre e l'aumento dell'indagine Manpower sulle intenzioni di assunzione per il 1° trimestre del 2010, ritornata ai livelli di metà 2008 dopo il minimo di inizio 2009. Il miglioramento è confermato anche dal terzo rapporto trimestrale sugli effetti della crisi redatto dal Ministero del Lavoro¹⁶. Il numero di occupati nei settori considerati dall'indagine¹⁷, dopo essere sceso di 1,310 milioni nel 2° trimestre è salito di 500.000 unità nel 3° trimestre con aumenti maggiori nel settore tessile, metallurgico e della gioielleria e nei settori domestici rispetto a quelli orientati alle esportazioni. L'80% dell'aumento degli occupati è avvenuto attraverso contratti diretti¹⁸, ossia non a progetto.

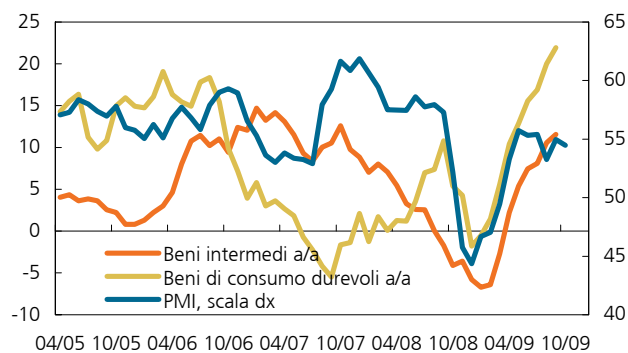
Il mercato del lavoro migliora

Produzione industriale in recupero...



Fonte: Bloomberg, Thomson Reuters - Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... soprattutto in alcuni comparti



Fonte: Bloomberg, Thomson Reuters - Datastream, var. 3m a/a

La crescita di M3 è stata pari a 18,4% in novembre, in lieve rallentamento rispetto a tre mesi fa (19,4% in agosto), ma nonostante l'aumento della liquidità del sistema, la crescita del credito al settore non agricolo ha continuato a decelerare (10,1% a novembre rispetto a 14,2% in agosto) dai picchi pre-crisi (30,7% a ottobre 2008), mentre è aumentato il credito verso il settore pubblico. Gli acquisti di titoli di stato da parte del settore bancario sono, infatti, saliti da un minimo del 6% a ottobre 2008 a un picco del 39,6% a settembre, per rallentare a 30% a novembre. Almeno fino ad agosto (ultimi dati disponibili) c'è stata una notevole decelerazione del credito al consumo con un calo del comparto delle carte di credito, mentre è rimasta elevata la crescita del credito al settore immobiliare (+41,5% a/a in agosto). Secondo l'ultimo rapporto della RBI di ottobre, le banche rimangono comunque ottimiste sulla ripresa della domanda di credito nei prossimi mesi.

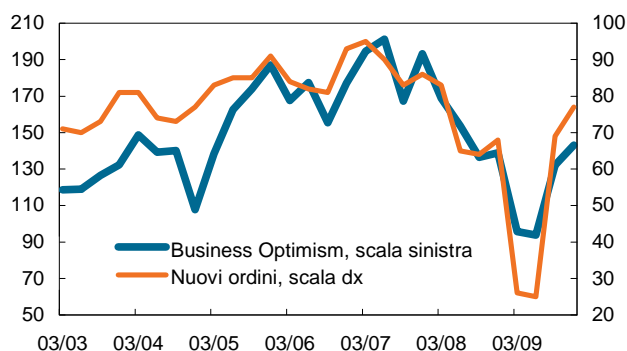
La crescita del credito rimane molto più contenuta rispetto a quella della liquidità

16 Report on Effect of Economic Slowdown on Employment in India, luglio – settembre 2009.

17 L'indagine è svolta in 3000 aziende tra i settori tessile, metallurgico, automobilistico, gioielleria, trasporti, IT e minerario.

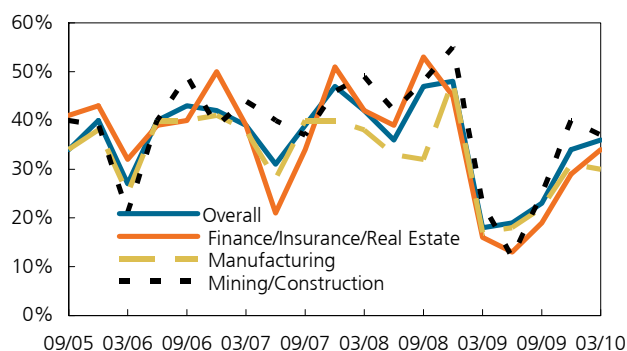
18 L'India classifica i contratti in: diretti (a tempo indeterminato, a tempo determinato o occasionali) e indiretti (lavoratori assunti per un progetto specifico, per un periodo limitato di tempo).

Indagine di fiducia Dun & Bradstreet



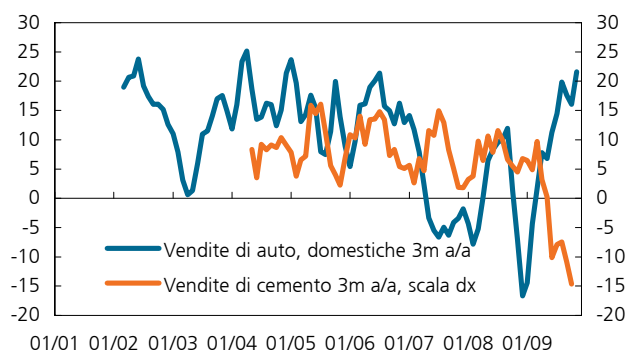
Fonte: EcoWin

Manpower: aspettative di assunzione da parte delle imprese



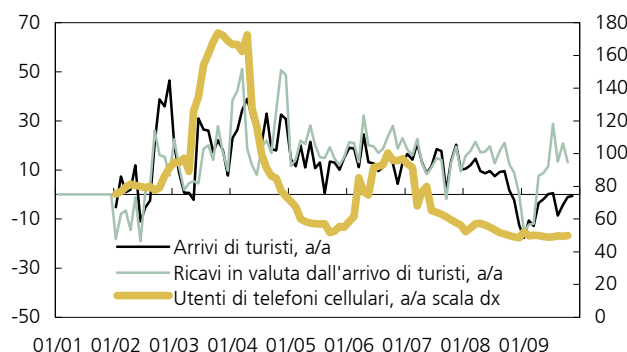
Fonte: Bloomberg

Le vendite di auto ancora in forte accelerazione, ma quelle di cemento calano



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I servizi tengono

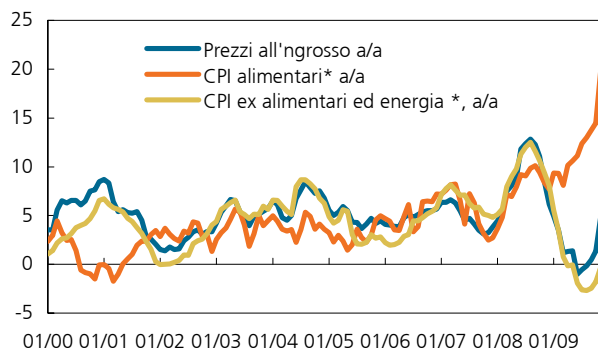


Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'inflazione dei prezzi all'ingrosso, dopo essere stata in territorio negativo per 13 settimane, è tornata marginalmente positiva portandosi a 1,34% nella prima settimana di ottobre e a 4,78% a novembre. I prezzi al consumo, dopo un breve rallentamento a inizio anno, hanno ripreso a salire, attestandosi tra l'11,5 (lavoratori industriali) e il 13,7% (lavoratori agricoli) in ottobre. L'aumento dei prezzi è guidato principalmente dall'aumento dei prezzi degli alimentari che a novembre è stato del 19%. L'inflazione dei prezzi all'ingrosso al netto degli alimentari è stata invece del 3,31% ed è ancora marginalmente negativa al netto di alimentari ed energia.

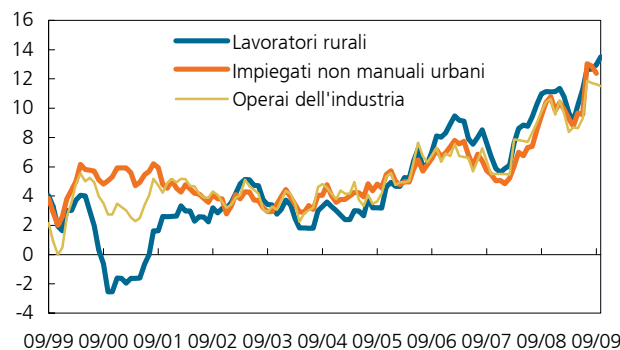
Le pressioni inflative si fanno sentire soprattutto nel comparto alimentari

L'aumento dei prezzi all'ingrosso dipende in gran parte dall'aumento degli alimentari



Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo su indici medi mensili. * stime

I prezzi al consumo continuano a salire per tutte le categorie di consumatori



Fonte: EcoWin, dati mensili

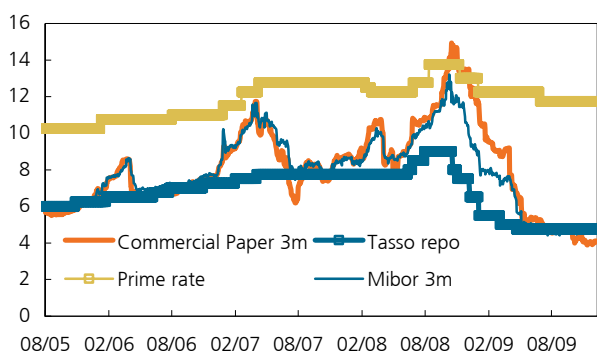
L'ancoraggio delle aspettative d'inflazione nel comparto dei beni essenziali rappresenta una grande sfida per l'autorità monetaria che da fine ottobre ha intrapreso qualche primo passo della strategia di uscita dallo stimolo monetario, pur lasciando i tassi di riferimento invariati:

- Il coefficiente di liquidità obbligatoria (SLR, statutory liquidity ratio) è stato riportato da 24 a 25%.
- Il limite di rifinanziamento del credito all'esportazione, innalzato a 50% dell'ammontare del credito ammesso è stato riportato al livello pre-crisi del 15%.
- L'accantonamento obbligatorio (provisioning requirement) per i prestiti al settore immobiliare è stato innalzato da 0,4 a 1%.
- Le due misure di rifinanziamento non convenzionali (il rifinanziamento speciale per le banche commerciali e i repo speciali per il rifinanziamento dei fondi comuni, delle istituzioni finanziarie non bancarie e delle società di finanziamento dell'acquisto di proprietà residenziali) sono state dismesse con effetto immediato.
- Le passività derivanti dalle transazioni in CBLO (Collateralized Borrowing and Lending Obligations) con la Clearing Corporation of India sono ora soggette al mantenimento del coefficiente di riserva obbligatoria.

La RBI si trova nella difficile situazione di dover continuare a stimolare consumi e investimenti, veri motori della crescita indiana, ma ancora deboli, senza favorire un ulteriore aumento dell'inflazione né un apprezzamento eccessivo della rupia. Secondo la Banca Centrale i rischi sulla crescita sono bilanciati, pertanto continuerà a fornire sostegno al credito e alla crescita monitorando i rischi d'inflazione e rimanendo tuttavia pronta ad agire se fosse necessario. La forte siccità dell'estate ha provocato una scarsità di raccolti agricoli che si è tradotta in pressioni inflative concentrate nei comparti dei prodotti agricoli e degli alimentari, che costituiscono circa il 27% del paniere dell'indice dei prezzi all'ingrosso e dunque hanno un forte peso nell'andamento del CPI. Le stime sui prossimi raccolti sono state inoltre riviste al ribasso a causa delle recenti inondazioni che hanno colpito il sud del paese. Il recente aumento dell'inflazione sembra quindi provenire più da una scarsità di offerta che da pressioni da domanda. Riteniamo che la RBI comincerà ad agire anche sui tassi solo quando avrà segnali più solidi della tenuta dei consumi e degli investimenti, quindi riteniamo quindi poco probabile un rialzo già al meeting di fine gennaio, ma possibile un avvio dei rialzi nella primavera.

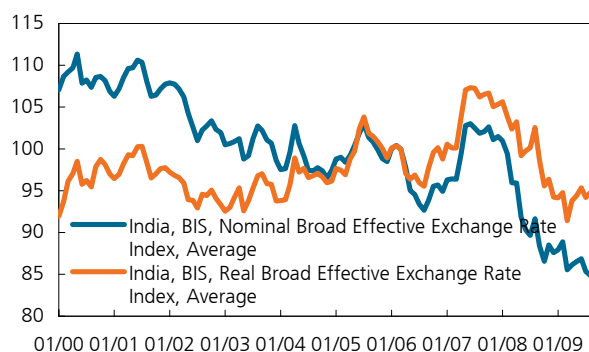
La banca centrale prosegue nella strategia di uscita graduale dallo stimolo monetario

Tassi fermi, ma per quanto?



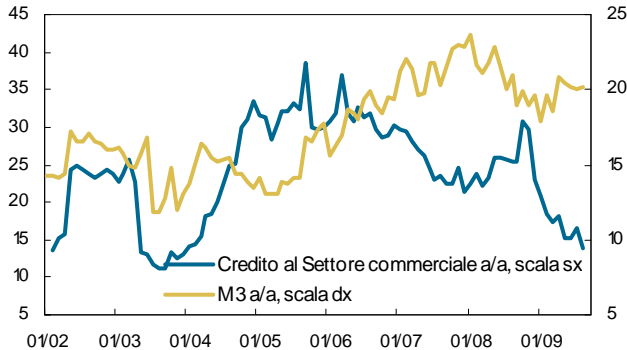
Fonte: Bloomberg

Tasso di cambio effettivo



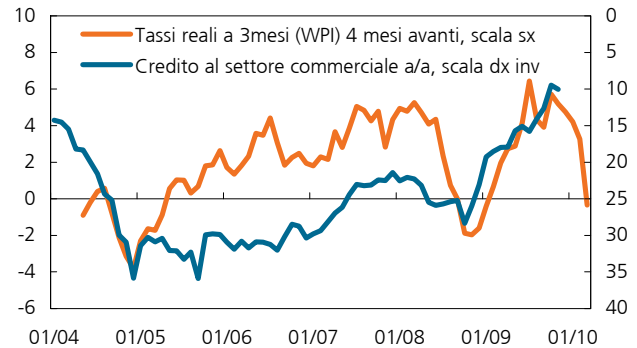
Fonte: EcoWin

Il credito continua a rallentare



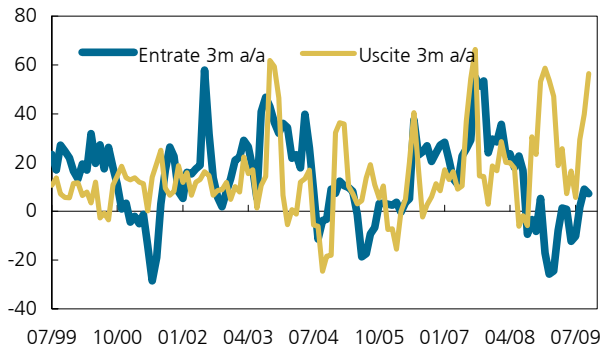
Fonte: Bloomberg

L'inversione dei tassi reali potrebbe non durare a lungo



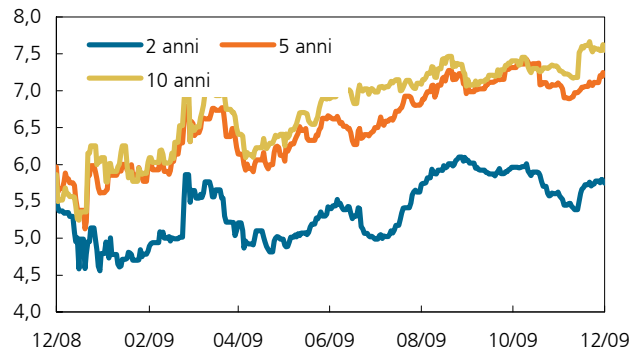
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Entrate fiscali ancora deboli rispetto alle uscite



Fonte: Bloomberg

Rendimenti in aumento



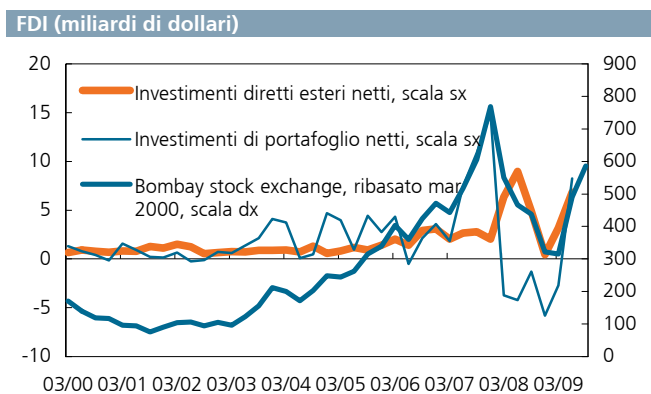
Fonte: Bloomberg

Le entrate fiscali sono salite del 7% 3m a/a in ottobre, in miglioramento rispetto al calo nei mesi estivi, ma i tassi di crescita rimangono ancora deboli rispetto a quelli delle uscite (+56% 3m a/a). Il deficit pubblico è previsto dal Governo in calo dall'8% dell'AF 2008-09, al 7% nel corrente anno fiscale, e al 5,5% nel successivo, incluse le uscite fuori bilancio, ma i rischi rimangono verso l'alto. Al deficit pubblico continuerà ad aggiungersi il deficit delle partite correnti, che pure è previsto in miglioramento a -0,5% del PIL nel 2009 rispetto al -3,1% del 2008. Il miglioramento del 2009 è dovuto a un ridimensionamento del saldo della bilancia commerciale che tornerà a peggiorare nel 2010, a causa di un aumento delle importazioni. I flussi di capitali in entrata continuano ad aumentare, permettendo un accumulo di riserve. Gli investimenti netti di portafoglio, dopo essere rimasti negativi per 5 trimestri sono tornati positivi a 8,3 miliardi di dollari nel 2° trimestre del 2009 e ci attendiamo siano rimasti tali anche nella seconda metà dell'anno. Allo stesso modo, sono aumentati gli investimenti stranieri diretti, passati da un minimo di 0,4 nell'ultimo trimestre del 2008 a 6,8 miliardi nel 2° trimestre del 2009.

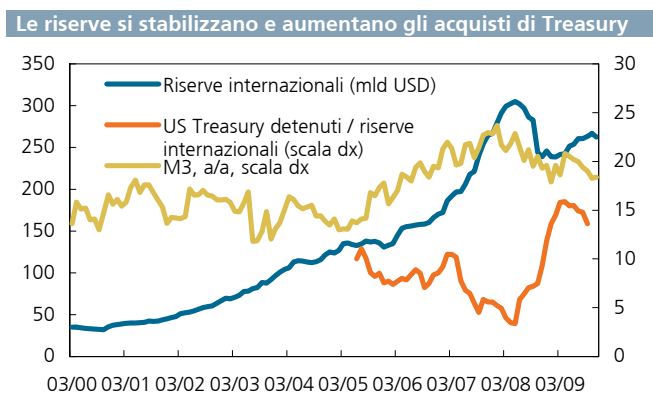
Permangono la presenza di deficit gemelli, ma aumentano i flussi di capitale in entrata

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2009



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo



Fonte: Bloomberg

Le riserve in valuta estera sono salite a 262 miliardi di dollari rispetto al minimo di 238 registrato in febbraio, ma in calo rispetto ad ottobre (266 miliardi). Tra ottobre e novembre la rupia è rimasta sostanzialmente stabile rispetto al dollaro, dopo una fase di apprezzamento tra settembre e metà ottobre. Il cambio effettivo è rimasto sostanzialmente invariato in termini nominali da inizio anno, mentre in termini reali si è apprezzato del 2,5%. Le prospettive di crescita positive per il 2010 favoriranno un ulteriore apprezzamento rispetto al 2008.

Mercati valutari – Dollaro debole non significa euro forte.

DOLLARO

Asmara Jamaleh

Nella seconda metà dell'anno il dollaro ha proseguito il deprezzamento avviato a marzo. Uno dei principali *driver* ribassisti sono state le aspettative di rialzo dei tassi USA. Al FOMC di marzo la Fed ha inserito nello *statement* finale la frase che le condizioni economiche ("al momento": NdR) inducono a mantenere i tassi a "livelli eccezionalmente bassi per un periodo esteso". Da allora tale frase non è stata mai rimossa, anche se alla riunione di dicembre la Fed ha riconosciuto qualche miglioramento sul fronte del mercato del lavoro e del settore immobiliare. Questo ha indotto gli investitori a tornare sulle *high yielders* – in un contesto comunque di generale incertezza sugli "esiti" della crisi. In parte si è anche utilizzato il biglietto verde come *funding currency* dei *carry trades*, con l'idea che la valuta statunitense avrebbe potuto sostituire lo yen in tale ruolo anche in futuro.

Dall'*employment report* del 4 dicembre, risultato molto migliore del previsto - tanto che la Fed ne ha preso atto all'ultimo FOMC del 15-16 dicembre – il dollaro ha iniziato a recuperare terreno. Il calo è stato poi accentuato da eventi di origine esterna che ne hanno – per ora – favorito la prosecuzione: l'emergere di problemi di carattere locale altrove. Il caso più evidente è quello dell'euro (downgrade della Grecia, etc – v. oltre).

Sotto ipotesi che questa combinazione di fattori si mantenga almeno per i primissimi mesi del nuovo anno – ipotesi plausibile – il dollaro dovrebbe consolidare, e assestarsi nel corso del 2010 intorno a livelli superiori ai minimi recenti di inizio dicembre *pre-employment report*. Appare poco probabile però che riesca a tornare e mantenersi sui massimi di fine 2008/inizio 2009.

- Uno dei principali fattori che ne dovrebbero comprimere l'*upside* è, infatti, il grosso problema del risanamento dei conti pubblici.
- Invece, il ripristino da parte delle Autorità cinesi della politica di apprezzamento dello yuan-renminbi (v. oltre) aiuterebbe il biglietto verde a evitare di inaugurare nuovi minimi e assestarsi più stabilmente su livelli più elevati (scenario centrale).

EURO

Quasi completamente speculare al dollaro è stata la dinamica dell'euro. L'evoluzione relativa dei tassi/rendimenti, soprattutto da quando la BCE ha lasciato intendere "maggiore disponibilità" verso un'*exit strategy*, ha premiato la moneta unica. Temporaneamente dati positivi dall'area euro hanno indotto a contare sull'esistenza di fattori di forza propria dell'euro, che hanno prodotto un rafforzamento della tendenza rialzista, laddove precedentemente l'euro aveva brillato solo di luce riflessa. In modo pressoché simmetrico, quando il biglietto verde ha iniziato a riprendersi, la casuale coincidenza temporale del declassamento della Grecia, e della presa d'atto di possibili problemi relativi ai conti pubblici e/o al sistema bancario di altri paesi dell'area euro ha assecondato la correzione appena avviata provocandone una vistosa accelerazione. Così il cambio EUR/USD è salito prima da un minimo di marzo a 1,24 fino a un massimo di novembre a 1,51 (+22% in 8 mesi abbondanti) e poi è precipitato in poco più di tre settimane da 1,51 a 1,43 (-5% in meno di 1 mese – "velocità" doppia in fase ribassista rispetto a quella della fase rialzista).

Riferimenti di analisi tecnica – Nel brevissimo, in assenza di nuovi *trigger*, la "violenza" di questa correzione potrebbe generare un ritracciamento rialzista tecnicamente contenibile entro 1,4647-1,4801 EUR/USD. Ma questo non comprometterebbe la possibilità di scendere a 1,40. Il primo supporto rilevante è 1,4183. In caso di eventuale sfondamento di tale livello l'obiettivo ribassista

successivo è 1,3719. A propria volta lo sfondamento del canale 1,3719-1,3565 riporterebbe il cambio all'interno del fronte ribassista che "nasce" a 1,2328.

I valori appena menzionati "servono" come riferimento. Ma la possibilità di approfondire la correzione sotto i minimi correnti – soprattutto tra dicembre e gennaio, o comunque entro il 1° trimestre del 2010 – sarebbe compatibile anche con considerazioni di carattere puramente macro: secondo lo scenario centrale proposto in questo numero (v. capitoli "Stati Uniti" e "area euro") il massimo differenziale di crescita tra area euro e Stati Uniti a favore di questi ultimi dovrebbe registrarsi proprio nel trimestre in corso e mantenersi in prossimità di tale livello anche nel 1° trimestre del 2010. L'ipotesi centrale è che il *downside* sia contenibile entro 1,40 EUR/USD. Da non escludersi una temporanea incursione all'interno del range 1,40-1,37. Poco probabile parrebbe invece ulteriore deprezzamento sotto 1,35 EUR/USD.

STERLINA

La sterlina sembrerebbe più penalizzabile rispetto all'euro per fattori di debolezza propria dell'economia britannica (v. per i dettagli il capitolo "Regno Unito"). In particolare vi sono delle problematiche di carattere strutturale che non sono presenti nell'area euro, e che possono pesare sulla sterlina soprattutto nella prima fase di uscita dalla recessione, specie nella prima parte del 2010. Tali criticità riguardano principalmente:

- L'importanza del settore immobiliare nel contesto generale dell'economia domestica, con particolare riferimento alle dinamiche dei consumi privati;
- L'importanza e la dimensione del settore bancario-finanziario – punto dolente della crisi economico-finanziaria mondiale in corso;
- La necessità – compito non facile – di riportare in ordine i conti pubblici, partendo da un rapporto deficit/PIL 2009 superiore al 12,0%;
- Collegato al precedente, il timing delle elezioni (giugno 2010) che inizialmente potrebbe far rinviare l'avvio della rimozione dello stimolo fiscale, con l'effetto di accentuare la restrizione successiva e conseguente impatto negativo sulla crescita, soprattutto sulla componente tradizionalmente trainante dell'economia, ovvero i consumi;
- Il gradimento per un cambio (ragionevolmente) debole espressamente dichiarato dalla stessa Bank of England. Soprattutto in assenza di una domanda interna (consumi in particolare come detto sopra) che a seguito della crisi fatica ad auto-sostenersi, un contributo utile alla crescita può aggiungere dal canale estero, con un cambio quindi un po' più competitivo.

Le attese per la sterlina sono dunque di indebolimento nel 2010, magari concentrato più nella prima parte dell'anno. Gli obiettivi centrali dovrebbero essere collocati tra 1,60 e 1,55 GBP/USD (con rischi verso il basso: incursioni all'interno dell'area 1,55-1,50 GBP/USD). Nei confronti dell'euro questo dovrebbe essere coerente con un indebolimento tra 0,90 e 0,95 EUR/GBP (rischi verso il basso poco, ovvero eventualmente e toccata e fuga, appena sopra 0,95. Poco probabile un ritorno alla parità).

YEN

La dinamica dello yen quest'anno può essere sembrata a tratti poco comprensibile o contraddittoria. In realtà non è così. Da inizio aprile a fine novembre la tendenza è stata di forte apprezzamento, da 101 a 84 USD/JPY, ovvero +20% contro dollaro. Uno dei fattori principali che ha sorretto questo trend di fondo è stata sostanzialmente l'idea e la prospettiva che lo yen potesse venire quasi spiazzato dal dollaro nel proprio tradizionale ruolo di divisa impiegata come *funding currency* nei *carry trades*. Questo in relazione a quanto detto sopra sul biglietto verde.

Ma per quanto "esteso" possa essere il "periodo" in cui la Fed terrà "i tassi a livelli eccezionalmente bassi", non sembra molto probabile che la BoJ li possa alzare prima della Fed, o comunque soprattutto che li possa mantenere stabilmente al di sopra dei fed funds. Può esserci una fase transitoria, per quanto abbastanza lunga come è stata quest'anno, in cui si ha un effetto di parziale sostituzione in tal senso tra le due valute. Ma a tendere appare ragionevole attendersi che tale effetto venga meno o che comunque si riduca significativamente. Si aggiunga che, al di là del breve termine, vi sono due fattori che dovrebbero indebolire la divisa nipponica:

- La negativa combinazione di bassa crescita, con domanda interna ancora non auto-sostenibile, e deflazione (per quanto quest'ultima forse solo temporanea, ma comunque estesa approssimativamente a tutta la prima parte del 2010);
- La volontà espressa della BoJ di mantenere condizioni finanziarie "estremamente accomodanti" e tassi fermi a lungo, senza escludere l'eventualità che la Banca centrale riapra in modo più aggressivo una fase di espansione quantitativa, con un ampliamento degli acquisti di JGB.

Il tutto andrebbe ragionevolmente nella direzione di spingere al ribasso la divisa nipponica, a maggior ragione perché:

- Dai livelli recenti, range 90-84 USD/JPY, lo yen è "storicamente" troppo forte;
- In assenza di una domanda interna che non sia in grado di essere ancora auto-sostenibile, come la BoJ ammette, può essere ancora il canale estero a fornire un contributo favorevole alla crescita/ripresa – seppure non definitivamente, ma almeno per una parte del 2010. E questo richiede un cambio un po' più competitivo, soprattutto se non è così significativa la ripresa dell'economia 2010 nei principali paesi verso cui il Giappone esporta.

Uno scenario di yen che, entro lo scavalco d'anno o al massimo 1° trimestre del 2010, si indebolisca o avvii una tendenza ribassista con obiettivi centrali di minimo tra 100 e 105 USD/JPY in corso d'anno (2010) appare al momento ragionevole – senza escludere a priori la possibilità di incursioni tra 105 e 110.

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2009

Intesa Sanpaolo Servizio Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice		
Tel. 02 879+(6) – 02 8021 + (3)		
Macroeconomic & Fixed Income Research		
Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasanpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasanpaolo.com
Macroeconomia		
Anna Maria Grimaldi	62118	anna.grimaldi@intesasanpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com
Commodities		
Enrico Bernini	62057	enrico.bernini@intesasanpaolo.com
Research Assistant		
Simonetta Melotto	62102	simonetta.melotto@intesasanpaolo.com
International Economics		
Economista Macro - Asia Emergenti		
Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasanpaolo.com

Appendice

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.com).

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.