

# Scenario Macroeconomico

**Servizio Studi e Ricerche**  
Giugno 2009

**Indice****Non aprite quella porta**

2

**Petrolio: mercato maturo per una correzione?**

9

**Stati Uniti – Ripresa entro fine 2009, con molti rischi**

11

USA: l'inizio della fine di una leadership?

11

**Area euro****I segnali di ripresa non sono “endogeni”**

26

Ciclo europeo al traino di Cina e Stati Uniti. Ma con ritardo

26

**Focus: sentieri sostenibili disperatamente cercansi**

37

(a) Germania

40

(b) Francia

46

(c) Italia

47

(d) Spagna

53

(e) Grecia

55

(f) Irlanda

58

**Regno Unito – Acque tempestose**

61

**Asia**

63

Giappone: l'eredità della crisi peserà per anni

63

Cina

71

**Mercati valutari – Poca direzionalità**

82

Giugno 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 Valutari

International Economics

Silvia Guizzo  
Economista Macro - Asia  
Emergenti

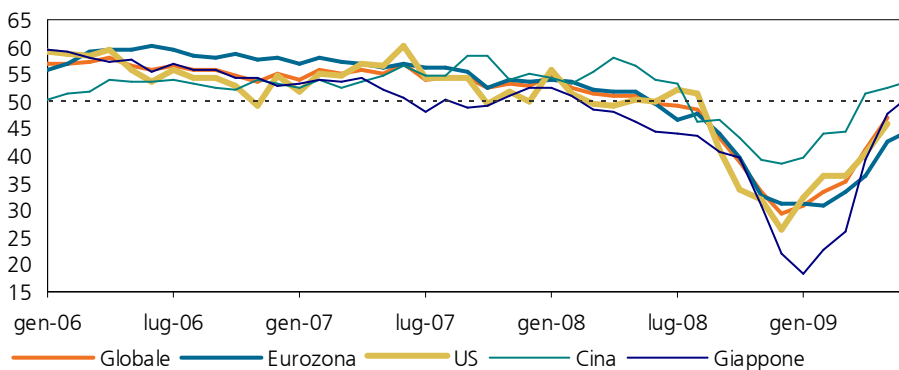
### Non aprite quella porta

La ripresa economica che seguirà l'attuale fase di stabilizzazione dell'economia mondiale sarà frenata dall'eccesso di capacità produttiva e dalla normalizzazione dei bilanci di governi, banche centrali, aziende di credito e, infine, delle famiglie americane. Il rischio di inflazione è, in queste condizioni, trascurabile. Superata la fase di emergenza, soprattutto la normalizzazione fiscale, che non può essere rapida, porrà delle sfide ardue da gestire e dalle conseguenze dolorose. Ma, data la velocità con cui procede il dissesto, anche quella porta che fa così paura dovrà essere presto o tardi aperta.

Luca Mezzomo

Nel corso degli ultimi mesi abbiamo assistito a un diffuso e sensibile miglioramento degli indici di fiducia degli imprenditori e degli indici congiunturali come i PMI. Il rimbalzo è occorso prima e più velocemente in Asia e Stati Uniti, ma fin da marzo ha interessato anche l'eurozona. A scampo di equivoci, i livelli sono ancora recessivi, tanto che l'andamento della produzione industriale rimane negativo sia in Europa sia negli Stati Uniti. Inoltre, non stiamo assistendo ad un rimbalzo dei livelli di attività, che rimangono per lo più molto depressi rispetto alla scorsa estate: -20/40% a seconda del paese. Però il segnale di stabilizzazione è già un netto progresso rispetto al quadro di inizio anno. Quello che stiamo osservando ha molto l'aria di una normalizzazione dei flussi di acquisto, dopo che il livello delle scorte è stato riportato su livelli accettabili.

#### PMI - produzione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Markit

Questa tendenza dovrebbe consolidarsi nel corso dell'estate. Gli elementi congiunturali favorevoli sono costituiti dalla crescita della domanda interna in Asia, dal percolare degli stimoli fiscali decisi soprattutto negli Stati Uniti e in Germania e dagli effetti della ripresa dell'appetito per il rischio. Per quanto riguarda le misure fiscali stiamo parlando di cifre ingenti, pari per i paesi avanzati pari a oltre il 2% del PIL escludendo gli stabilizzatori automatici, e a 4% del PIL includendo questi ultimi.

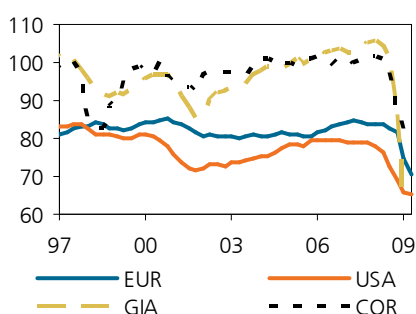
#### Quale tipo di ripresa?

Il 2° semestre dovrebbe perciò vedere una certa ripresa, sebbene le indicazioni siano al momento più chiare in Asia e Nord America che in Europa. Ma quale tipo di ripresa? Al di là dell'orizzonte di breve termine, le condizioni dell'economia globale non confortano le aspettative di un vigoroso rimbalzo dell'attività economica.

1. La ripresa cinese sembra fisiologicamente e istituzionalmente guidata per avere molto impatto sulla domanda interna e poco sulle importazioni, eccetto quelle di materie prime (gonfiate dalla costituzione di scorte strategiche negli ultimi mesi).

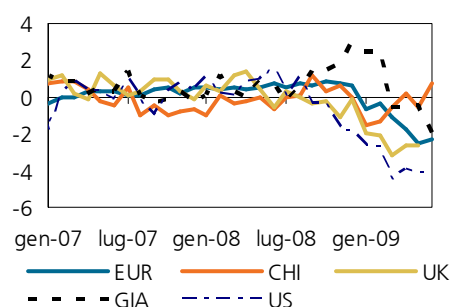
- Il nuovo orientamento degli organismi di vigilanza, per altro condivisibile vista l'esperienza, sembra quello di controllare la ciclicità della leva finanziaria durante la ripresa; inoltre, il deterioramento della qualità del credito può intaccare ancora i ratios patrimoniali delle banche e ridurre la disponibilità a trasformare in impieghi la liquidità abbondante. Il fenomeno è attualmente in pieno sviluppo negli Stati Uniti, ma anche in Europa, aggravato dall'intensità della contrazione che ha caratterizzato alcuni settori economici (costruzioni in Spagna, produzione di autoveicoli, produzione di macchine utensili ecc.). La BCE nel suo Financial Stability Report ha stimato che il sistema bancario avrà bisogno di svalutazioni per altri 213 miliardi, ipotizzando una contrazione del PIL del 4% nel 2009 e dello 0,5% nel 2010. Negli Stati Uniti, ma anche nella zona euro, queste dinamiche favoriscono una contrazione del credito bancario che soltanto per le grandi imprese in possesso di buoni rating può essere compensato da un maggior ricorso diretto al mercato.

Tassi di utilizzo degli impianti



Settore manifatturiero  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Rallenta il decumulo di scorte



Prodotti finiti, eccetto US (prodotti finiti più input). Deviazioni standard dalla media storica.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Markit e ISM.

- Il credito, attualmente, serve soprattutto a ristrutturare il debito esistente delle imprese e a finanziare il capitale circolante. Il fabbisogno di capitale per investimenti, invece, è e sarà scarso. In tutto il mondo la carenza di domanda ha abbattuto i tassi di utilizzo degli impianti industriali a livelli ampiamente inferiori alle precedenti recessioni. In Asia, l'eccesso di capacità è superiore a quello sperimentato durante la crisi asiatica del 1997-98. Nell'eurozona, il livello attuale è di circa 8 punti sotto la media storica dal 1985. Indubbiamente questo eccesso di capacità in parte sarà eroso dai processi fisiologici di consolidamento che accompagnano le recessioni (fallimenti, fusioni, acquisizioni). Ma per il resto influenzerà negativamente i margini delle imprese, frenando la crescita dei prezzi finali di vendita.
- Passando al motore della crescita economica dell'ultimo decennio, i consumi americani presumibilmente patiranno ancora gli effetti del calo nella ricchezza finanziaria e immobiliare e nel ridotto accesso al credito, che implicano un livello strutturalmente più alto di risparmio, e del calo occupazionale, che continuerà nel 2010 e frenerà l'aumento del reddito. Ma anche nella zona euro i consumi saranno soggetti a spinte contrastanti, prevalentemente negative nel 2009 e più bilanciate nel 2010.

### C'è un rischio inflazione?

Aggiungendo che nei prossimi anni l'orientamento delle politiche economiche dovrà essere rovesciato, ne scaturiscono due implicazioni:

- la ripresa sarà probabilmente dimessa e i tassi di crescita dei prossimi anni saranno modesti;
- dato l'enorme livello delle risorse inutilizzate a livello globale, è molto improbabile che nel prossimo biennio l'abbondanza di liquidità creata per fronteggiare la crisi si traduca in

inflazione. D'altronde, questa liquidità iniettata è stata in gran parte assorbita dall'aumento della domanda di liquidità degli intermediari finanziari e non si è tradotta affatto in aumento del credito. Non si tratta di banconote distribuite a pioggia alle famiglie per finanziarne la spesa. Ci si potrebbe preoccupare delle implicazioni inflazionistiche soltanto a fronte di un rimbalzo dei moltiplicatori monetari e di una riduzione dell'eccesso di offerta sul mercato dei beni, che non c'è e non ci sarà per un po' di tempo.

### Le strategie di uscita

Quello delle modalità di normalizzazione della politica fiscale e monetaria è un tema che tutti dicono importante, ma che pochi si azzardano ad affrontare in dettaglio anche soltanto come scenario ipotetico. La questione è effettivamente articolata e complessa e, purtroppo, non esistono vie di uscita prive di costi.

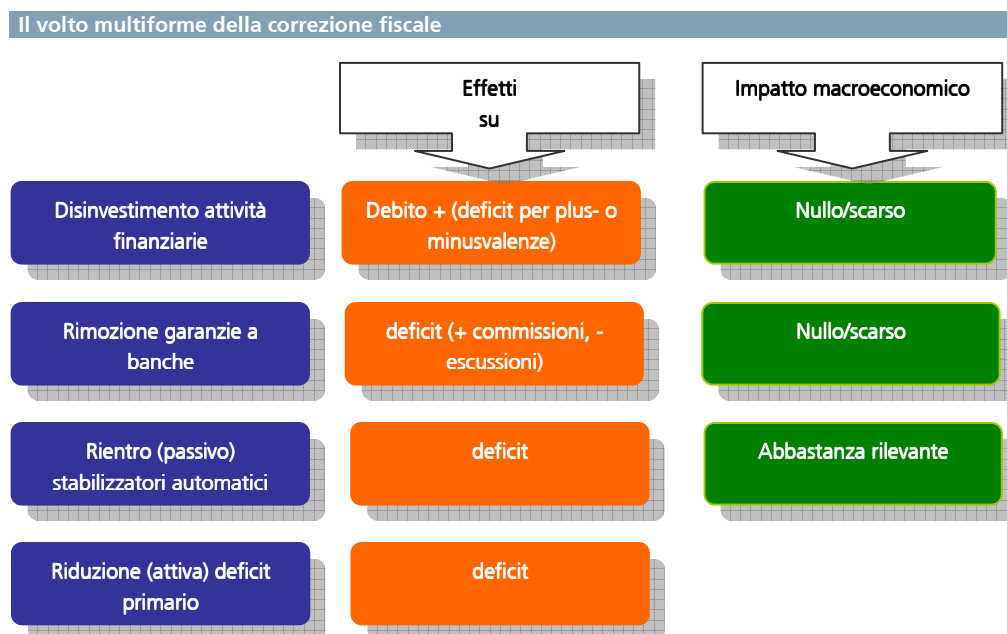
Un primo aspetto è legato alla riforma delle regole che dovrebbero garantire la stabilità del sistema finanziario, che si sono rivelate così fallaci da consentire due crisi bancarie internazionali nel giro di un decennio (crisi asiatica nel 1997-98 e crisi dei *subprime* nel 2007-09, intervallati da episodi minori come la bolla ICT). Le economie occidentali non possono permettersi di avere un'altra crisi fra 10 anni, dato il livello di dissesto dei conti pubblici e la crescente difficoltà del sistema a garantire un'equa partecipazione dei cittadini alla distribuzione del reddito. Il nuovo regime dovrebbe introdurre correttivi che rendano anticiclica la leva finanziaria, in modo da smussare i cicli del credito.

Il secondo aspetto riguarda tempi e modi della normalizzazione dell'offerta di liquidità. Le banche centrali, al momento, stanno segnalando più o meno esplicitamente che l'attuale regime di gestione straordinaria è destinato a durare almeno fino a dicembre. Una, la Bank of Canada, ha esplicitamente avvisato i mercati che l'attuale obiettivo sul tasso o/n sarà mantenuto fino a metà 2010. La Fed parla di tassi stabili per un periodo esteso. La BCE, la BNS e la BoE hanno proiezioni di inflazione e di PIL coerenti con tassi fermi per lungo tempo. Il segnale che è necessario drenare liquidità dovrebbe arrivare dai moltiplicatori monetari. Il problema non sarà tanto quello di prevenire spinte inflazionistiche, quanto l'impedire dinamiche destabilizzanti sui prezzi delle attività finanziarie, dovute al riciclo della liquidità sui mercati che a un certo punto avverrà con la ripresa della propensione al rischio. Le banche centrali potranno a quel punto utilizzare un'ampia gamma di strumenti per raggiungere lo scopo. Alcuni sono passivi: lasciare che scadano le operazioni di creazione passate, tornare al regime normale di conduzione delle aste, lasciar scadere le finestre speciali di sconto per commercial paper o ABS ecc. Più attivamente, possono essere condotti p/t di drenaggio oppure, più strutturalmente, vendere al sistema titoli di debito della banca centrale, operazione già possibile alla BCE ma non ancora alla Fed. Più critico il ricorso alla vendita di titoli in portafoglio, che potrebbe risultare destabilizzante per i mercati. Nel complesso, non ci sembra che manchino le opzioni per drenare la liquidità in eccesso, quando sarà il caso, né i mezzi per percepire che l'offerta di moneta sta diventando eccessiva.

Molto più arduo sarà risolvere la sfida del consolidamento fiscale. Un percorso troppo rapido di consolidamento può provocare ricadute recessive e disastri elettorali. D'altro canto, ignorare il problema è impossibile: i livelli di debito stanno salendo troppo rapidamente e disavanzi al 5-10% del PIL rischiano di far esplodere i premi al rischio e compromettere il merito di credito, spiazzando altresì gli investimenti privati.

In primo luogo, va riconosciuto che parte dell'incremento di debito e disavanzo potrà essere rimosso senza incidere sul ciclo: è il caso del debito accumulato per nazionalizzazioni, che rientrerà con le privatizzazioni, o per le garanzie sul debito delle banche. Anche il rientro degli stabilizzatori (sussidi di disoccupazione, calo del gettito fiscale), teoricamente rilevante, in pratica

sarebbe il riflesso di una crescita più forte e, quindi, poco rischioso dal punto di vista del controllo macroeconomico.



Fonte: Intesa Sanpaolo

Il vero problema riguarderà il riassorbimento delle manovre attive, soprattutto quando sono basate su incrementi non transitori di spesa o tagli non transitori alle tasse. L'altro nodo è che se fosse necessario consolidare in presenza di una crescita debole, non si potrà fare interamente conto sul contributo del rientro degli stabilizzatori e quindi si dovrà far ricorso a manovre attive più pesanti. Tuttavia si tratta di una porta che tutti dovranno presto o tardi aprire, con il rischio di perdita del consenso elettorale che le inevitabili conseguenze congiunturali negative comporteranno.

La dimensione del problema pone in alcuni casi delle sfide quasi sconfortanti. Come mostra la Tabella 1 nella pagina seguente, fra 5 anni il rapporto debito/PIL dei principali paesi industrializzati dovrebbe superare il 90%, anche assumendo, come il FMI, un netto miglioramento dei saldi primari (v. colonna 5). La colonna 6 offre indicazioni sul livello di correzione fiscale necessario per abbattere al 60% il rapporto debito/PIL o stabilizzarlo, se già inferiore al 60%. Anche adottando criteri più blandi per i paesi ad alto debito, come la mera stabilizzazione del rapporto debito/PIL, ma spalmando la correzione in 4-5 anni si prospettano manovre attive nell'ordine dello 0,8% del PIL all'anno per la Francia, e di 1,6% per la Spagna. Sarebbero messe meglio Germania e Italia. Ciò assumendo che l'impatto degli stabilizzatori si azzeri in questo periodo, altrimenti lo sforzo da compiere con manovre restrittive dovrebbe essere maggiore. Nel caso degli Stati Uniti, la stabilizzazione del rapporto debito/PIL implica un saldo primario fra 0 e il -1% del PIL, cioè una correzione di oltre il 10% dai livelli del 2009. Ora una parte ampia di questo *gap* riflette l'impatto delle misure di stabilizzazione finanziaria che, cumulate, ammontano a circa il 7,5% del PIL secondo le stime FMI; un altro pezzo è legato agli stabilizzatori automatici. Ma una stabilizzazione veloce comporterebbe ugualmente troppi rischi macroeconomici e non rappresenta un'ipotesi credibile. Nell'insieme gli Stati Uniti dovrebbero ridurre il disavanzo di 1,2% all'anno per cinque anni rispetto allo scenario base (che è più pessimistico rispetto a quello del FMI), con un impatto negativo sulla crescita di -0,8% all'anno circa.

Tab. 1 - Stime del FMI su debito e avanzo primario

	Debito		Saldo primario		Saldo primario)
	2009	2014	2009	2014	stabilizzante (*)
Francia	74,9	89,7	-4,1	-1,8	+2,7
Germania	79,4	91,0	-2,4	+1,0	+2,8
Irlanda	63,6	126,0	-12,7	-6,7	+5,3
Italia	115,3	129,4	-0,4	+0,8	+5,6
Giappone	217,2	234,2	-8,6	-4,7	+9,6
Spagna	51,8	69,2	-6,3	-1,9	+1,2
Regno Unito	62,7	87,8	-7,8	-3,1	+2,6
Stati Uniti	87,0	106,7	-12,5	-1,6(+)	+3,9
Brasile	65,4	54,1	+2,8	+3,5	+1,4
Cina	19,8	17,9	-3,1	+0,3	+0,2
India	86,8	76,8	-4,3	+0,7	+3,0
Russia	6,9	9,6	-5,7	-4,0	+0,1

(\*) con l'obiettivo di convergenza del rapporto debito/PIL al 60% entro il 2029 (se maggiore) o di stabilizzazione (se minore). Per i paesi emergenti la soglia è del 40%. Per il Giappone, l'obiettivo è il dimezzamento del rapporto debito/PIL entro il 2029. (+) proiezioni CBO. Fonte: IMF, "Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis", IMF Staff Position Note, giugno 2009, Tav. 6.1.

C'è anche un altro motivo per cui non sarà tanto facile rinviare il problema della correzione fiscale: nei prossimi anni comincerà ad esplodere il peso fiscale dell'invecchiamento della popolazione. Le tendenze demografiche sfavorevoli riguardano un po' tutti, anche se le conseguenze a legislazione invariata sono più gravi in Spagna, Grecia, Portogallo. In parte potrà essere affrontato mediante riforme strutturali del sistema previdenziale, ma per il resto o si fa provvista per fronteggiare l'aumento dei costi di sanità e assistenza, o si obbligano le famiglie a farlo (con ripercussioni sui consumi).

### In conclusione:

1. Lo scenario di correzione fiscale rapida è improbabile, vista l'entità degli squilibri. Ciò significa che il rapporto debito/PIL continuerà a crescere nei prossimi anni, riducendo lo spazio di manovra dei governi (Stati Uniti fra i primi).
2. La fase di restrizione avrà effetti negativi sulla crescita economica per diversi anni.
3. Alcuni paesi saranno presumibilmente soggetti a pressioni al ribasso sul rating sovrano, con una convergenza verso il basso.

Vista la situazione, perché non ricorrere a una dose di iperinflazione per diluire il servizio del debito? A parte le ripercussioni negative che una tale scelta avrebbe sulla distribuzione del reddito, occorrerebbe che l'inflazione fosse ampia e inattesa, altrimenti si rifletterebbe nel costo del debito di nuova emissione o indicizzato. Un po' di inflazione in più presumibilmente non avrebbe effetti positivi, sia per le indicizzazioni presenti nel bilancio pubblico, sia perché salirebbero i tassi di interesse. Inoltre, tale via è totalmente preclusa nella zona euro e nel Regno Unito richiederebbe un atto formale di revisione degli obiettivi della Bank of England. Negli Stati Uniti, dove ci sarebbero meno ostacoli istituzionali, richiederebbe comunque un forte controllo del FOMC, per dirottarlo su obiettivi diversi da quelli normali. In conclusione, è difficile che questa sarà la strada seguita. Più plausibile è che la politica monetaria mantenga un orientamento accomodante a causa della restrizione fiscale necessaria per stabilizzare il debito.

### I riflessi internazionali della crisi fiscale

La deriva dei conti pubblici ha anche riflessi internazionali, perché la Cina e gli altri paesi con avanzi strutturali di partite correnti cominciano a percepire l'urgenza di svincolare le proprie riserve dal dollaro e dal debito pubblico americano, viste le incertezze della situazione fiscale. Ma come fare? L'idea che le autorità monetarie cinesi possano organizzare una liquidazione accelerata dei *treasuries* ai fini di una veloce ricomposizione delle riserve è poco plausibile, perché implicherebbe grande instabilità del cambio del renminbi e shocks inaccettabili sulle

ragioni di scambio del paese. D'altronde anche i dati ci dicono che non è questo che sta succedendo, in quanto gli acquisti ufficiali di titoli di stato sono in crescita e la quota delle riserve in dollari rilevata dal FMI è in aumento. Le opzioni più ragionevoli, e in vario modo già perseguite dalla Cina, si basano piuttosto sull'idea di ridurre l'avanzo commerciale o il saldo dei movimenti di capitale in modo funzionale agli obiettivi di lungo termine del paese: incentivazione degli Investimenti Diretti Esteri in uscita, soprattutto nei mercati di origine delle materie prime, cauta liberalizzazione dei movimenti di capitale verso l'estero, costituzione di riserve strategiche di materie prime e, infine, graduale rivalutazione del cambio. A ben vedere, tutto questo sta conducendo a una colonizzazione finanziaria a rovescio, da uno o più paesi emergenti ai paesi industrializzati. Inoltre, complicherà molto il quadro sui mercati delle *commodities* nei prossimi anni: una parte rilevante delle riserve di metalli e idrocarburi sarà sottratta al mercato internazionale e allocata secondo criteri di influenza politica.

Tab. 2 - La crescita economica per area geografica

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

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tab. 3 - Proiezioni sui prezzi delle materie prime

	2006	2007	2008	2009	2010
Petrolio (Brent, \$/barile)	65,4	72,7	97,7	58,5	68,1
	+20,1	+11,2	+34,3	-40,1	+16,5
Materie prime escl. combustibili (1990=100)	154,8	176,6	189,7	149,4	160,4
	+23,3	+14,1	+7,5	-21,2	+7,4
Metalli (1990=100)	249,1	292,4	338,2	324,5	263,3
	+56,2	+17,4	+15,7	-4,1	-18,9
Agricole (1990=100)	110,4	115,9	115,0	87,2	105,7
	+8,8	+5,0	-0,8	-24,2	+21,3

Nota: livelli e variazioni medie annue

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Il quadro per area in sintesi

Nei prossimi anni l'economia USA sarà prigioniera dell'eredità di politiche economiche congiunturali e strutturali che imporranno vincoli alla crescita e alla flessibilità che hanno tipicamente distinto gli Stati Uniti rispetto ai paesi europei negli ultimi 20 anni. L'implicazione è che la crescita americana sarà molto più bassa di quanto non sia stata nell'ultimo decennio. La dimensione e l'ineluttabilità di questi vincoli imporranno dilemmi politici all'Amministrazione e al Congresso, nel tentativo di non schiacciare la crescita, pur coniugando la correzione fiscale legata a problemi strutturali di lungo periodo (invecchiamento ed esplosione della spesa sanitaria) e congiunturali di breve-medio periodo (rientro dello stimolo fiscale attuato per far fronte alla crisi, e chiusura del gap fra entrate e uscite ereditato dalle politiche dell'Amministrazione Bush).

In termini più strettamente economici di breve-medio termine, la crescita dovrebbe tornare positiva nella parte finale dell'anno; successivamente, se le *exit strategies* saranno gestite in modo prudente, dal 2010 in poi ci dovrebbe essere una normalizzazione della crescita su livelli moderati ma positivi. Nel 2009 la contrazione del PIL dovrebbe essere di -2,8% e nel 2010 la previsione è di aumento di 1,1%. Lo scenario di finanza pubblica americana resta l'elemento di

### Stati Uniti



rischio centrale per le previsioni su un orizzonte che va oltre la metà del 2010. Gli interventi attuati nel 2008-09 per scongiurare una seconda grande depressione si sommano a un sentiero sottostante di spese ed entrate già non sostenibile nel medio termine. L'inevitabile correzione che dovrebbe essere attuata a partire dal 2011 potrebbe riportare l'economia in recessione o mantenere comunque la crescita su ritmi estremamente contenuti per diversi anni. Anche il rientro dalle politiche monetarie espansive sarà irto di difficoltà, ma il potenziale inflazionistico dell'enorme espansione della base monetaria è limitato dall'ampio output gap e dalla disponibilità di strumenti adeguati all'obiettivo di ritirare la liquidità. Il rischio può essere volatilità sui mercati finanziari derivante da errori nella gestione dell'*exit strategy*, ma è molto meno probabile che ci sia un accomodamento strutturale di inflazione in rialzo.

La stima di crescita del PIL scende a -4,6% dal -3,3% di tre mesi fa, a causa principalmente di un effetto di trascinamento ancor più negativo dallo scorso anno e del primo trimestre disastroso. Il processo di revisione delle stime di crescita è comunque vicino al termine e non ci sono motivi per cambiare la previsione di una marginale crescita (+0,4%) l'anno prossimo. La ripresa ha finora riguardato quasi esclusivamente gli indici di fiducia, mentre i dati reali, in particolare sulla produzione industriale, non mostrano ancora neppure una stabilizzazione. Inoltre, il livello delle stesse indagini di fiducia, per quanto in recupero rispetto al 1° trimestre, resta coerente con una contrazione dell'attività produttiva, sia pure a ritmi inferiori a quelli (assolutamente straordinari) visti tra fine 2008 e inizio 2009. Inoltre, i segnali di ripresa nell'Eurozona non appaiono genuinamente endogeni, ma piuttosto legati all'esigenza di ricostituire i magazzini dopo il taglio di inizio anno e alla stabilizzazione della domanda mondiale. A tal riguardo, il ciclo europeo resta assai dipendente, vista la non brillantezza della domanda interna, dall'evoluzione del contesto negli Stati Uniti e in Asia e sarà in ritardo di qualche mese rispetto a quello americano e asiatico.

**Area euro**

L'economia giapponese ha subito una correzione senza precedenti nelle statistiche economiche del secondo dopoguerra. Il 2° trimestre vedrà un rimbalzo della crescita in territorio positivo. Il ritorno alla crescita positiva dal 2° trimestre di quest'anno in parte è un recupero dopo il crollo precedente, e in parte è il risultato dello stimolo fiscale. La dinamica sottostante resterà estremamente debole, con variazioni trimestrali in media nulle nella prima metà del 2010 e appena positive nella seconda metà del prossimo anno. La crescita dovrebbe essere di -5,9% nel 2009 e di +0,5% nel 2010. La deflazione rimarrà un elemento di rischio per lo scenario e manterrà la politica monetaria aggressivamente espansiva forse più a lungo che in altri paesi. Una crescita mondiale contenuta, una domanda domestica debole, scarso margine di manovra per la politica fiscale e i rischi della deflazione mantengono fragile lo scenario giapponese, anche se rispetto agli altri grandi paesi industrializzati i problemi congiunturali, non sono esacerbati nel caso giapponese dal dissesto del sistema bancario.

**Giappone**

L'adozione di una politica fiscale e monetaria fortemente espansiva sta avendo effetti positivi sulla crescita. Investimenti e consumi privati hanno invertito il trend di rallentamento dei primi mesi dell'anno, contrastando la debolezza della domanda internazionale che continua a pesare negativamente sulle esportazioni. Rivediamo pertanto al rialzo la stima della crescita del PIL nel 2009 a 6,6%, da un precedente 5,9%. Nonostante il brillante andamento del credito stia fornendo un forte sostegno agli investimenti delle imprese, potrebbe altrettanto facilmente alimentare bolle speculative sul mercato azionario e immobiliare. A maggior ragione, in presenza di un aumento degli incagli, questo pone, insieme al mancato miglioramento della domanda internazionale atteso nell'ultima parte dell'anno, un rischio al ribasso sulla crescita nel 2010.

**Cina**

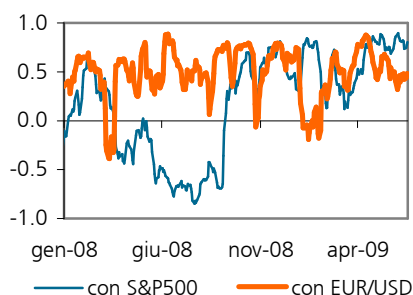
## Petrolio: mercato maturo per una correzione?

Il rialzo delle quotazioni petrolifere si è ulteriormente esteso nelle ultime settimane, favorito sia da aspettative di futura ripresa della domanda, sia da elevati margini di raffinazione negli Stati Uniti. Il *contango* ha favorito l'accumulo di scorte. Continua il sostegno dei flussi di investimento, ma il mercato è sempre più interessato dal rischio di prese di beneficio. Riviste al rialzo le proiezioni sui prezzi medi 2009 e 2010.

Luca Mezzomo

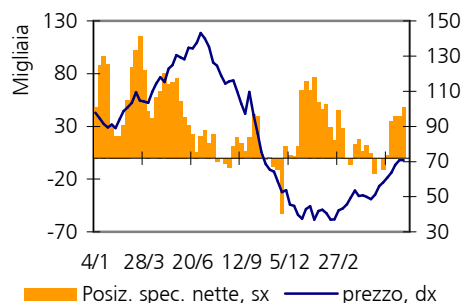
La crescita dei prezzi petroliferi ha interessato anche le ultime quattro settimane, con segnali di una perdita di slancio soltanto verso metà giugno. Come in precedenza, permane un'elevata correlazione dei corsi petroliferi con gli indici di borsa, mentre risulta nella norma la correlazione con il cambio EUR/USD; la novità è che sta salendo la correlazione con l'indice di cambio effettivo del dollaro, che attualmente risulta più elevata rispetto a quello con il cambio euro-dollaro. La ripresa dell'appetito per il rischio connessa a una maggiore fiducia nella prossima stabilizzazione dell'economia mondiale continua a rappresentare il fattore comune dietro questi movimenti, occasionalmente sostenuti anche da problemi nel settore della raffinazione negli Stati Uniti. Contrariamente alla prima fase del rimbalzo, nelle ultime settimane è emersa una connotazione più marcatamente speculativa, sottolineata dall'accumulo di posizioni non commerciali lunghe abbastanza elevate, sebbene non ancora statisticamente eccezionali, preceduto da un incremento dell'*open interest*, già evidente nei dati di aprile e maggio, e che ha interessato molti contratti finanziari su *commodities*. Di riflesso, gli spread fra i contratti lontani e quelli vicini hanno continuato a scendere fino ad allinearsi alla media degli ultimi tre anni (+3 dollari circa).

Correlazioni fra petrolio, azioni e cambi



Correlazioni tra variazioni giornaliere, calcolate su periodi di 20 giorni. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Posizioni speculative nette



Fonte: Thomson Reuters e Reuters EcoWin

Come tre mesi fa, è difficile trovare nel bilancio corrente di domanda e offerta solide motivazioni a supporto di un rincaro dei prezzi.

- Tra gli aspetti moderatamente positivi, per la prima volta si è osservata una revisione al rialzo delle stime di domanda da parte di IEA, che ha ridimensionato il calo del 2009 a -2,5 milioni di barili al giorno (-2,9%), 0,2 milioni in meno rispetto alle stime di maggio. In Cina i dati di aprile hanno iniziato a mostrare una ripresa dell'import petrolifero su base tendenziale (+3,7% a/a), mentre marzo aveva registrato una flessione ancora cospicua (-7,5% a/a).<sup>1</sup> Nel paese asiatico da giugno sono stati attuati rincari dei carburanti del 5-6%, riflesso di un regime di determinazione dei prezzi più flessibile che in passato.

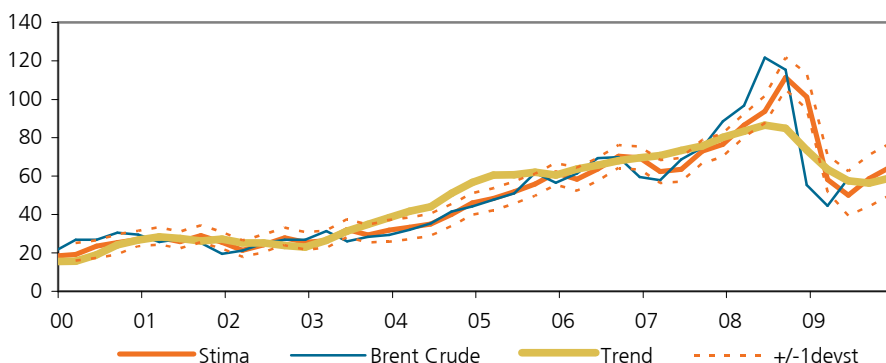
<sup>1</sup> Si vedano: IEA, *Oil Market Report*, June 2009 (<http://omrpublic.iea.org/>). OPEC, *Monthly Oil Market Report*, June 2009 (<http://www.opec.org>). EIA-DOE, *ShortTerm Energy Outlook*, June 2009 (<http://www.eia.doe.gov/emeu/steo/pub/contents.html>).

## Scenario Macroeconomico

Giugno 2009

- Positivi sono anche stati i margini di raffinazione elevati negli Stati Uniti, mentre lo stesso non si può dire per l'Asia, né per il mercato del gasolio in Europa.
- Di contro, in maggio la produzione OPEC è aumentata di altri 135 mila barili al giorno, riducendo ulteriormente il grado di osservanza dei livelli produttivi concordati. L'aumento dei prezzi, superiore alle attese del cartello, ha spinto ogni pressione sul controllo della produzione. Anche le stime sulla produzione non-OPEC sono in rialzo: la IEA ha incorporato 170 mila barili al giorno in più nella media del 2009, attribuiti a Russia, Mare del Nord e Colombia; come risultato, il calo medio del 2009 si ridimensiona a -100 mila barili al giorno.
- Infine, le scorte di greggio e gasolio rimangono ben sopra la media degli ultimi anni negli Stati Uniti, sopra i livelli del 2008 in Europa, in linea con la media in Giappone. La IEA stima che il livello delle scorte OCSE fosse in aprile superiore a un anno prima del 7,5% e ammontasse a ben 62,0 giorni di domanda (7,5 in più dell'aprile 2008, anche se meno che nel mese prima). L'effetto ribassista è probabilmente mitigato dal livello relativamente basso delle scorte americane di benzina. Alla fine, comunque, la tradizionale relazione inversa fra livello delle scorte e prezzi, che sembrava essersi rafforzata nella seconda metà del 2008, attualmente risulta rovesciata: scorte più elevate corrispondono a prezzi più alti. Tale fenomeno è stato favorito probabilmente dal forte *contango* presente nei *future*, che ha reso conveniente lo stoccaggio su terra e in mare<sup>2</sup>.

### Brent Crude - modello trimestrale di previsione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Reuters EcoWin, IEA, EIA e Oxford Economics

Con il rialzo di aprile e maggio la media provvisoria per il 2° trimestre risulta superiore alla stima centrale del modello (50,5 dollari), ma entro i margini di tolleranza. Anche dopo l'aggiornamento dei parametri e delle esogene, medie trimestrali fino a 60 dollari risultano perfettamente coerenti con la relazione storica tra prezzo e fondamentali di mercato. Allo stesso tempo, non vi sono ancora indicazioni nel senso di rialzi più marcati e quotazioni oltre 70 dollari sembrano anticipare troppo gli eventi. Per effetto del più veloce rimbalzo del 2° trimestre la stima per la media 2009 viene sensibilmente rialzata a 58 dollari per il Brent Crude. L'ampio margine di capacità inutilizzata dovrebbe limitare l'ascesa dei prezzi nel 2010, per il quale stimiamo una media di 68 dollari. Il rischio di dinamiche più aggressive potrebbe materializzarsi soprattutto come riflesso di fenomeni di natura finanziaria non catturati dal modello, come lo spostamento sul mercato delle materie prime di parte della liquidità parcheggiata in impieghi di natura cautelativa. Di contro, l'instaurarsi di una fase correttiva connessa a prese di beneficio sui mercati azionari rappresenta il principale rischio di breve termine.

<sup>2</sup> OPEC, *Oil Market Report*, giugno 2009, p. 3

## Stati Uniti – Ripresa entro fine 2009, con molti rischi

- Gli interventi di politica economica hanno evitato scenari catastrofici per l'economia americana. **La crescita tornerà positiva, grazie alla spesa pubblica, a fine 2009.** Fino a metà/fine 2010 le autorità non potranno mettere mano alle strategie di uscita per non provocare una ricaduta recessiva.
- La **crescita dal 2010 in poi**, quando lo stimolo fiscale andrà scemando e inizierà il rientro delle politiche espansive, **sarà debole.** I freni derivanti dal processo di ristrutturazione dei bilanci delle famiglie, delle banche e del governo federale saranno potenti e persistenti.
- La politica fiscale sarà l'elemento centrale dello scenario, sia nel breve sia nel medio termine. Fra il 2011 e il 2015, una politica di riordino dei conti federali sarà necessaria per stabilizzare il rapporto debito/PIL e mantenere credibile il ruolo degli USA come valuta di riserva mondiale. Più avanti, la politica fiscale dovrà disinnescare la bomba a orologeria legata all'invecchiamento e all'esplosione della spesa sanitaria. Un'implicazione probabile è la riduzione della crescita potenziale ed effettiva.
- Sull'**inflazione** i rischi sono verso il basso fino al 2010, per via dell'ampio output gap. I rischi di monetizzazione del debito e ripresa dell'inflazione per via di una politica monetaria troppo accomodante sembrano limitati. Più probabile è che la liquidità iniettata dalla banca centrale e non trasferita all'economia reale dalle banche determini bolle sui prezzi degli asset.

Giovanna Mossetti

Previsioni macro	2008			2009		2010					
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	
PIL (US\$ 1996,a/a)	1,1	-2,8	1,1	0,7	-0,8	-2,5	-3,4	-3,4	-1,7	0,2	0,8
- trim./trim. annualizzato				-0,5	-6,3	-5,5	-1,0	-0,7	0,4	2,0	1,4
Consumi privati	0,2	-1,0	0,9	-3,8	-4,3	1,4	-0,7	-0,3	1,0	1,0	1,2
IFL - privati non residenziali	1,6	-17,6	2,3	-1,7	-21,7	-37,3	-14,0	-2,6	2,5	3,5	4,4
IFL - privati residenziali	-20,8	-24,0	6,1	-16,1	-22,7	-38,8	-24,8	-15,2	2,4	9,2	18,2
Consumi e inv. pubblici	2,9	2,3	1,7	5,8	1,3	-3,1	7,2	3,1	2,4	1,1	0,6
Esportazioni	6,2	-11,9	4,9	3,0	-23,6	-30,7	1,9	0,2	2,0	5,4	6,5
Importazioni	-3,5	-12,1	11,7	-3,5	-17,5	-36,4	4,7	10,9	13,0	14,9	11,7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0,2	-0,3	0,9	0,2	0,0	-0,6	0,2	0,2	0,1	0,5	0,1
Partite correnti (% PIL)	-4,7	-2,8	-4,0	-5,1	-3,7	-2,3	-2,7	-3,0	-3,3	-3,8	-4,1
Deficit Federale (% PIL)	-4,2	-8,0	-9,5								
Debito pubblico (% PIL)	71,4	81,3	89,5								
CPI (a/a)	3,8	-0,7	1,9	5,2	1,5	-0,2	-0,9	-2,1	0,4	1,4	1,6
Produzione Industriale	-2,2	-9,7	3,7	-9,0	-12,9	-19,1	-6,0	1,5	2,4	6,7	5,6
Disoccupazione (%)	5,8	9,3	9,6	6,1	6,9	8,1	9,2	9,8	10,0	10,1	9,9
Federal Funds (%)	1,93	0,13	0,50	1,94	0,51	0,18	0,14	0,10	0,10	0,25	0,25
Cambio effettivo	74,4	81,0	79,1	73,5	81,3	82,7	80,7	80,5	80,1	79,9	79,1

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

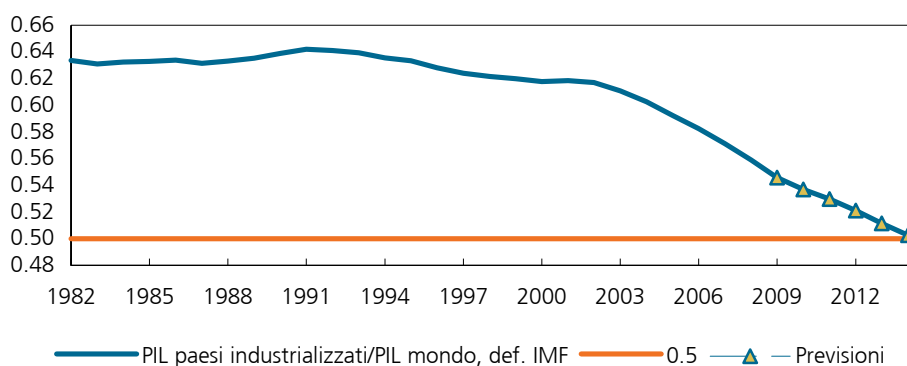
### USA: l'inizio della fine di una leadership?

Lo scenario macroeconomico degli Stati Uniti, se paragonato con gli scenari catastrofici possibili ancora soltanto pochi mesi fa, può essere considerato favorevole. **La crescita dovrebbe tornare positiva nella parte finale dell'anno; successivamente, se le exit strategies saranno gestite in modo prudente**, dal 2010 in poi ci dovrebbe essere una crescita modesta, ma positiva. Dai precedenti rischi di grande depressione, questo scenario è da considerare un successo. Ma in prospettiva storica, il sentiero dell'economia americana su un orizzonte a due anni è soggetto a un rischio non trascurabile di ricadute recessive. Nel prossimo decennio la dinamica del PIL sarà nettamente più debole e più soggetta a rischi di destabilizzazione.

In questa ottica di medio termine, l'elemento principale che caratterizza le previsioni per l'economia americana è **l'accelerazione della fine della leadership economica nel futuro**

**prevedibile.** Il fardello della correzione post-crisi è concentrato sui paesi industrializzati, e molto meno pesante sui paesi industrializzati. Fra i paesi avanzati, gli Stati Uniti vedono un deterioramento delle finanze pubbliche particolarmente marcato e storicamente senza precedenti per il paese, con l'eccezione di periodi bellici o post-bellici. La differenza rispetto all'immediato dopo-guerra, quando il rapporto debito/PIL superò il 100% per un breve periodo, è che allora i deficit erano temporanei e la crescita del dopo guerra vigorosa. Questa volta i deficit saranno duraturi e la crescita sarà debole, gravata da un mix di correzioni strutturali (risparmio delle famiglie in aumento, *deleveraging* delle istituzioni finanziarie, invecchiamento della popolazione, esplosione della spesa sanitaria). L'uscita da un sentiero negativo dei conti pubblici con poca crescita aumenterà il costo della correzione.

La fine della leadership economica dei paesi avanzati è vicinissima



Fonte: Oxford Economic Forecasting

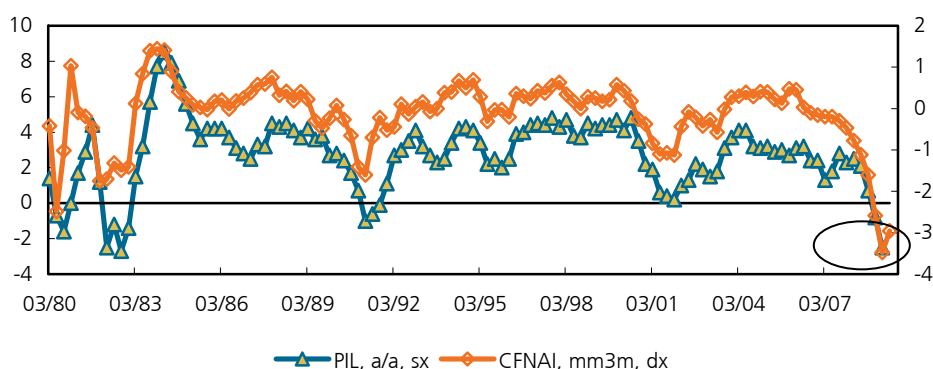
Nei prossimi anni l'economia statunitense sarà prigioniera dell'eredità di politiche economiche congiunturali e strutturali che imporranno vincoli alla crescita e alla flessibilità che hanno tipicamente distinto gli Stati Uniti rispetto ai paesi europei negli ultimi 20 anni. La dimensione e l'ineluttabilità di questi vincoli imporranno **dilemmi politici** all'Amministrazione e al Congresso, nel tentativo di non schiacciare la crescita, pur coniugando la correzione fiscale legata a **problemi strutturali di lungo periodo** (invecchiamento ed esplosione della spesa sanitaria) e **congiunturali di breve-medio periodo** (rientro dello stimolo fiscale attuato per far fronte alla crisi, e chiusura del gap fra entrate e uscite ereditato dalle politiche dell'Amministrazione Bush).

In termini più strettamente economici, **lo scenario di finanza pubblica americana è l'elemento di rischio centrale per le previsioni su un orizzonte che va oltre la metà del 2010.** Gli interventi attuati nel 2008-09 per scongiurare una seconda grande depressione si sommano a un sentiero sottostante di spese ed entrate già non sostenibile nel medio termine. L'inevitabile **correzione che dovrebbe essere attuata a partire da fine 2010 o dal 2011 potrebbe riportare l'economia in recessione o mantenere comunque la crescita su ritmi estremamente contenuti per diversi anni.** I tempi adottati per il rientro verso uno scenario sostenibile determineranno l'entità del freno alla crescita e una correzione più graduale, attuata su un arco di diversi anni, è lo scenario più probabile. Gli interventi di rientro del debito e del deficit non dovrebbero iniziare prima di fine 2010 per due motivi: prima di tutto la storia insegna che è rischioso ridurre gli interventi fiscali troppo in fretta in caso di recessione profonda (vedi Giappone e Grande Depressione). In secondo luogo, nell'autunno 2010 si terranno le elezioni *midterm* per il Congresso e, alla luce dell'entità degli interventi necessari, sembra più probabile un intervento post-elettorale, a meno che il mercato non forzi il Tesoro ad agire prima di allora con rialzi eccessivi dei rendimenti e/o debolezza del cambio.

### Lo scenario economico 2009-10

Le previsioni per l'economia americana devono essere suddivise su due orizzonti: uno fino a metà-fine 2010, l'altro sul periodo successivo. Sul secondo orizzonte, l'analisi deve essere concentrata sulla politica fiscale, sull'orizzonte più vicino è invece d'obbligo una domanda preliminare: è davvero arrivata la svolta che segna l'inversione ciclica?

#### Il peggio è passato: sarà vera svolta?



Fonte: EcoWin

Gli indicatori anticipatori danno segnali di inversione, pur restando su livelli ancora coerenti con la possibilità di un *double-dip*, come appare dalla dinamica del CFNAI. La svolta è condivisa da tutti gli indicatori congiunturali, anche se per ora è più marcata per le indagini di fiducia che per i dati effettivi.

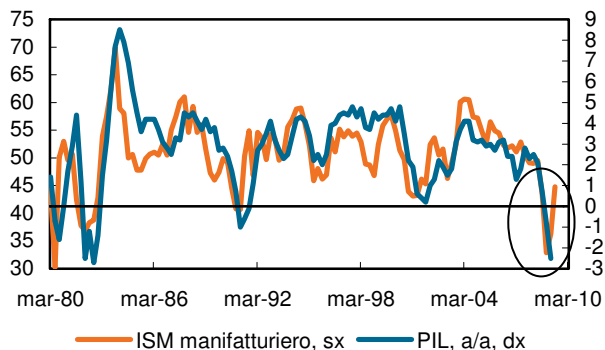
**Gli indicatori anticipatori hanno svoltato, i dati reali dovrebbero seguire nei prossimi trimestri**

L'ISM del settore manifatturiero da maggio è al di sopra dello spartiacque stimato dall'ISM per ritmi di crescita del PIL positivi (a 41,1). Soprattutto, l'indagine mostra un ulteriore **aumento della componente ordini**, a 51,1 a maggio e a 49,9 a giugno, sul livello di 50 per la prima volta da novembre 2007, e coerente con una svolta netta nel trend di ordini e produzione industriale nei prossimi mesi. Il calo delle scorte porta il rapporto ordini/scorte (vedi grafico qui sotto) su livelli che non si vedevano dal 2003. Le indicazioni dell'indagine ISM potrebbero segnalare una svolta rapida, ma poco duratura, come avvenne nel 2002. Tuttavia, la sincronizzazione dei segnali di svolta rende più probabile che il trend in miglioramento degli indicatori di attività si mantenga per diversi trimestri, grazie al supporto dello stimolo fiscale sia negli Stati Uniti, sia negli altri paesi. Un punto rilevante per le previsioni fino a metà 2010 è che la crescita nei prossimi tre-quattro trimestri sarà "garantita" dalla spesa pubblica stanziata con il pacchetto fiscale, e quindi non soggetta a rischi su questo orizzonte. La domanda privata avrà una base determinata dall'evoluzione naturale del ciclo delle scorte (contrazioni meno ampie), e dalla fine attesa del contributo negativo del settore delle costruzioni residenziali.

## Scenario Macroeconomico

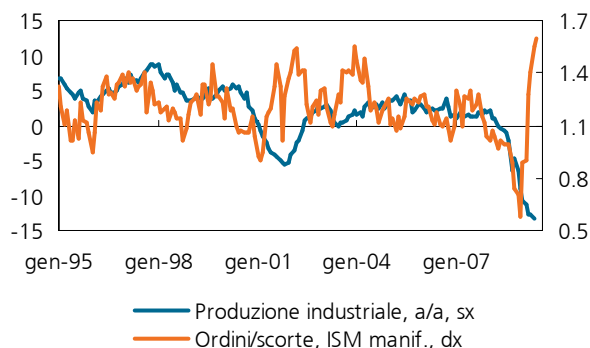
Giugno 2009

### Il minimo assomiglia agli anni '80, purtroppo la ripresa sarà diversa



Fonte: EcoWin

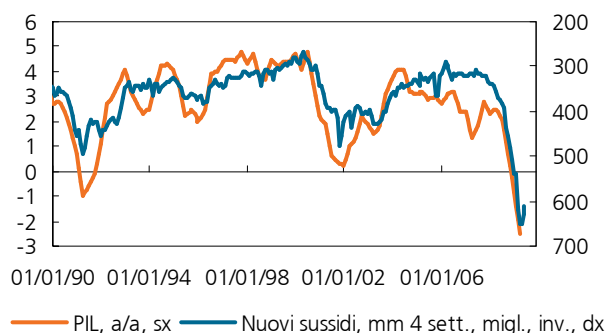
### Segnali di inversione per la produzione industriale



Fonte: EcoWin

Un recente lavoro di Robert Gordon (vedi "Green shoot or dead twig: Can unemployment claims predict the end of the American recession?", <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3524>) segnala che **la fine della recessione potrebbe essere datata a maggio 2009**. Gordon sottolinea che tipicamente i dati sul mercato del lavoro non vengono considerati minimamente dal comitato dell'NBER (di cui Gordon stesso ha fatto parte per 30 anni) che data i cicli americani. Gordon mostra che in 4 delle ultime 5 recessioni americane il picco dei *jobless claims* precede il minimo ciclico di 4-6 settimane e nella quinta lo segue di sole due settimane. La media mobile a 4 settimane ha svoltato dopo un massimo toccato il 4 aprile a 658.800: da tale livello, il calo è ora a -4,2%. Nella storia delle ultime 5 recessioni, c'è stato soltanto un falso picco segnalato con una contrazione della media mobile a 4 settimane dei *jobless claims* più ampio di -4,2%, nella recessione del 1981-82. Inoltre, se il picco di aprile 2009 fosse solo un massimo locale, dinamiche analoghe a quelle di altri cicli collocherebbero il picco successivo fra 730 e 800 mila. Tutti gli indicatori disponibili sul mercato del lavoro rendono **improbabile che si osservi un deterioramento di tale portata nei prossimi mesi**.

### PIL e nuovi sussidi: una stretta relazione...



Fonte: EcoWin

### ... che dà supporto alla svolta della primavera

Recessione	NBER Mese minimo	MM 4 settimane nuovi sussidi		anticipo in numero settiman.
		Data picco	Livello	
1973-75	mar-75	02/01/75	561	6
1980	lug-80	06/07/80	629	6
1981-82	nov-82	10/09/82	674	6
1990-91	mar-91	3/30/91	501	-3
2001	nov-01	10/20/01	489	4
2007-09	???-09	04/04/09	660	???

Fonte: R. Gordon, Green shoot or dead twig: Can unemployment claims predict the end of the American recession?

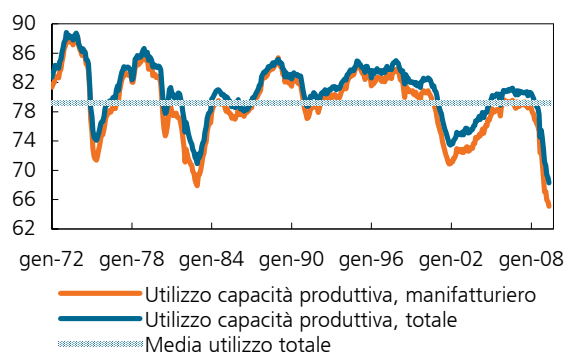
Anche se la fine della recessione venisse effettivamente datata nella parte centrale del 2009, i freni alla crescita derivanti dagli aggiustamenti strutturali ai bilanci delle famiglie, degli intermediari finanziari e del settore pubblico manterranno la dinamica della crescita molto più contenuta rispetto alle riprese "normali".

Dal lato degli **investimenti fissi privati**, il 2009 resterà contrassegnato da un'ampia contrazione: le consegne di beni capitali sono ancora in calo e l'utilizzo della capacità produttiva è sui minimi storici da quando esiste la serie (1972). Inoltre, per la prima volta da quando è pubblicato l'indice della capacità produttiva, si registra un calo (se pure marginale) del livello della capacità

**Investimenti fissi privati in calo per tutto il 2009**

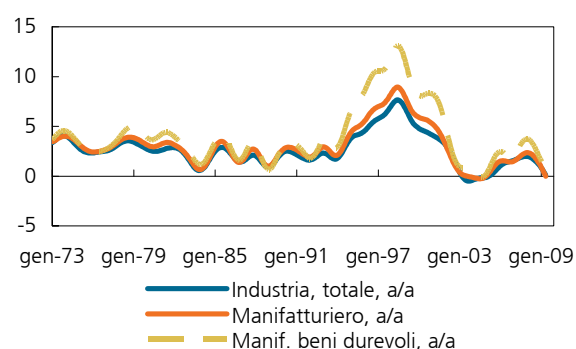
nel settore manifatturiero. Le indagini delle imprese indicano che potrebbe essere finito il violento processo di cancellazione dei progetti di investimento su un orizzonte a sei mesi, ma per ora non danno segnali di aumento dei piani di spesa in conto capitale. L'indagine della Philadelphia Fed ha visto una netta svolta in tutte le componenti a 6 mesi: l'indice di attività è schizzato a 60,1 (massimo dal novembre 1992), dal minimo di -10,4 di dicembre 2008, ma i piani di investimento hanno appena superato lo zero (a 1,7 di giugno).

Minimo record per l'utilizzo della capacità produttiva...



Fonte: EcoWin

... e il livello della capacità scende nel settore manifatturiero



Fonte: EcoWin

La **spesa per strutture** è scesa meno di quanto previsto e negli ultimi quattro mesi ha addirittura invertito tendenza, salendo pur in presenza del forte aumento della restrizione del credito e dei segnali di eccesso di offerta del comparto. Manteniamo la previsione che nei prossimi trimestri la spesa in costruzioni non residenziali riprenda il trend negativo che dovrebbe durare fino a inizio 2010. Gli investimenti fissi non residenziali torneranno a crescere a un ritmo molto modesto nel 2010 (+2,2%), dopo la correzione stimata per il 2009 a -17,7%, guidata dal comparto macchinari. Il crollo dell'anno passato lascerebbe comunque il **livello degli investimenti nel 2010 al di sotto del livello del 2005**.

Le **scorte** stanno tornando su livelli accettabili, con una riduzione del rapporto scorte/fatturato per la maggior parte dei settori. Tale rapporto rimane comunque su livelli molto elevati rispetto alla media dell'ultimo decennio (1,3) e ancora di più rispetto alla media del quinquennio precedente l'inizio della crisi (1,29), pur essendo sceso a 1,43 per le scorte totali dal massimo di 1,46 di dicembre 2008. La riduzione del ritmo di aggiustamento dei magazzini, insieme alla ripresa degli ordini, indica aspettative credibili di ripresa anche dalla produzione industriale nei prossimi trimestri ed è coerente con una ripresa della domanda privata entro la fine dell'anno e con un graduale ridimensionamento della contrazione dell'occupazione.

Gli **investimenti residenziali** hanno continuato a crollare anche nel 1° trimestre, segnando una contrazione record di -38,8% t/t ann. Gli indicatori del settore immobiliare danno segnali di stabilizzazione o di riduzione del ritmo di contrazione. Il messaggio è omogeneo dai dati delle vendite: le vendite di case nuove ed esistenti si stanno stabilizzando, se pure su livelli storicamente molto bassi. Anche i cantieri stanno oscillando intorno a una "base", compresa fra 450 e 530mila unità negli ultimi tre mesi (pari a circa un terzo di quello che il CBO ha stimato come il livello strutturale medio di nuovi cantieri annui<sup>3</sup>). Il peso delle case pignorate sul totale delle case vendute rimane elevato, ma sembra in via di riduzione: ad aprile il 45% delle vendite di case esistenti derivava da case pignorate, a maggio la quota di case pignorate era "solo" il 30%. L'inversione di trend dei tassi sui mutui, avvenuta a metà maggio e ancora in atto,

**Il crollo degli investimenti residenziali dovrebbe rallentare nella seconda parte dell'anno e invertirsi nel 2010**

<sup>3</sup> The Outlook for Housing Starts, 2009-2012, Background Paper, CBO, Novembre 2008

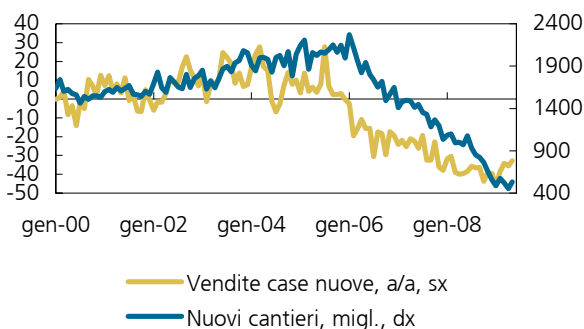


## Scenario Macroeconomico

Giugno 2009

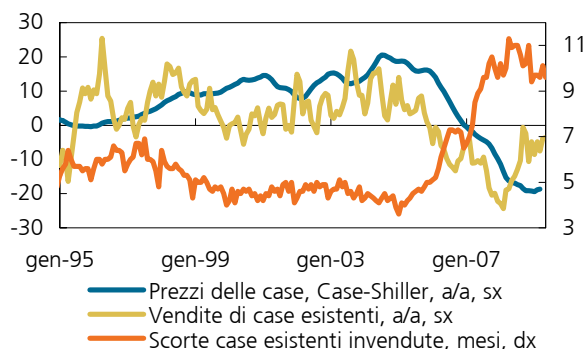
potrebbe frenare la tendenza alla stabilizzazione del settore. Un indizio preoccupante, che risponde alla nuova svolta sui tassi, è il peggioramento dell'indagine di fiducia presso i costruttori che a giugno è tornata a scendere dopo tre mesi consecutivi di miglioramenti. La previsione per ora resta di rallentamento del ritmo di contrazione delle costruzioni residenziali, che dovrebbe restare a due cifre fino al 3° trimestre incluso, e stabilizzarsi solo a fine 2009, portando a un calo complessivo per l'anno del 24%, anche maggiore del -20,8% del 2008. Nel 2010, il settore dovrebbe tornare a crescere, con una variazione del 6% nell'anno.

### I cantieri si stabilizzano...



Fonte: EcoWin

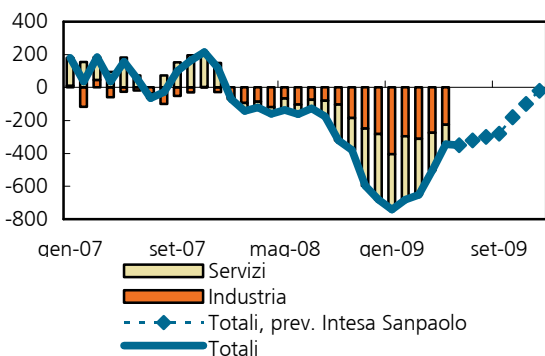
### ... e seguono i segnali di stabilizzazione dal comparto delle case esistenti



Fonte: EcoWin

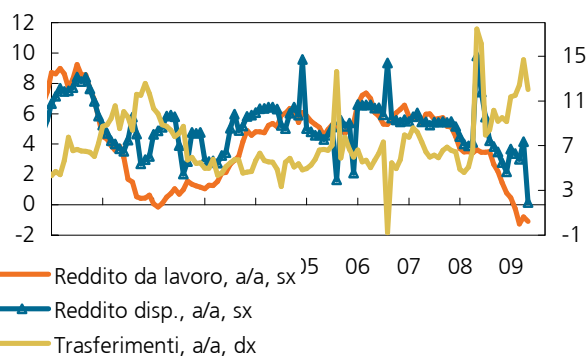
La graduale riduzione del ritmo di calo dell'attività economica complessiva si riflette sul **mercato del lavoro**, dove la velocità di contrazione degli occupati sta finalmente rallentando. Il crescente livello di risorse inutilizzate sul mercato ha già determinato un rallentamento della dinamica salariale. Il calo degli occupati ha portato a un calo del reddito da lavoro su base tendenziale: nella serie storica che esiste dal 1959 non era mai successo che la variazione a/a del reddito da lavoro fosse negativa. Come mostra il grafico qui sotto, il forte incremento dei trasferimenti ha appena frenato sullo zero il crollo del reddito disponibile. La previsione di occupati in calo persiste per tutto il 2009: nel nostro scenario **gli occupati dovrebbero calare a ritmi progressivamente più contenuti**, con un minimo di -100 mila al mese nel 4° trimestre, per poi azzerarsi fra fine 2009 e inizio 2010, e tornare positivi nei trimestri successivi. Il tasso di disoccupazione dovrebbe continuare ad aumentare fino al 1° trimestre del 2010, toccando il 10% a fine 2009 e svoltando solo nel 2° trimestre del prossimo anno dal massimo previsto del 10,1%.

### Qualcosa migliora nel mercato del lavoro...



Fonte: EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo. Nuovi occupati non agricoli, migliaia di unità.

### ... ma l'onda lunga della correzione peserà sui consumi

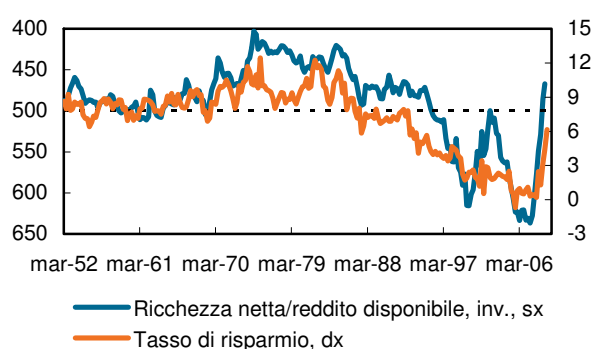


Fonte: EcoWin

Il quadro negativo del mercato del lavoro si aggiunge agli altri **freni sui consumi delle famiglie**. Come abbiamo sottolineato già nei trimestri passati, la restrizione del credito e il calo della ricchezza saranno vincoli persistenti alla dinamica dei consumi. In un futuro non troppo lontano si aggiungerà anche l'aspettativa di inversione della politica fiscale che verrà incorporata dalle famiglie come una riduzione del reddito permanente. Con i dati più recenti di maggio, il reddito disponibile ha avuto un incremento *una tantum* sui trasferimenti e ha indotto un nuovo ampio aumento del tasso di risparmio, al 6,9% da 5,5% di aprile. Anche se nei prossimi mesi questo salto verrà riassorbito, manteniamo la previsione di un tasso di risparmio in rialzo fra il 6 e il 6,5% nei prossimi anni. Questa previsione implica che la crescita dei consumi sia stabilmente al di sotto della media di lungo periodo e costituisca un elemento centrale dello scenario macroeconomico del prossimo quinquennio.

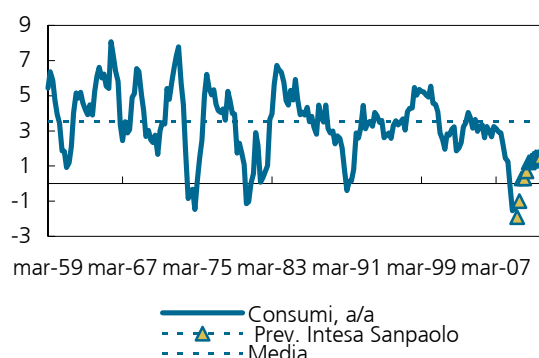
**Consumi frenati da mercato del lavoro, ricchezza in calo e restrizione del credito**

**Il tasso di risparmio tornerà verso il 6,5%**



Fonte: EcoWin, Federal Reserve Board

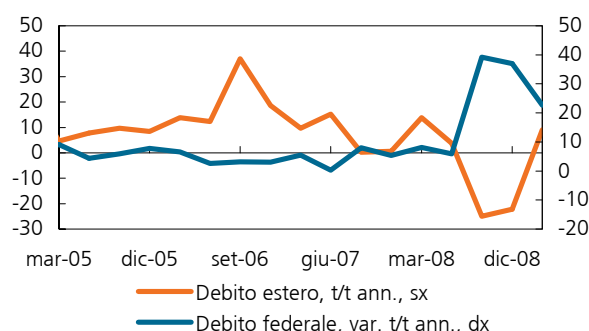
**... e i consumi soffriranno**



Fonte: EcoWin, elaborazioni Intesa Sanpaolo

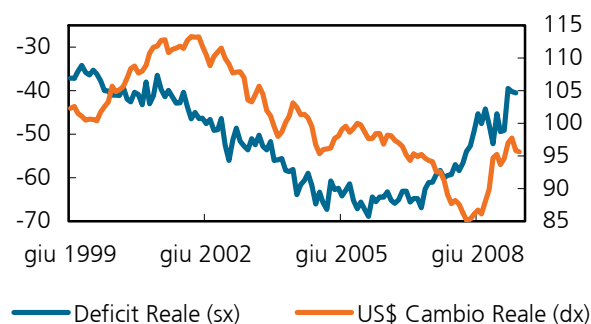
Per quanto riguarda il **canale estero**, il punto da rilevare è che **gli squilibri internazionali si sono chiusi**, grazie alla contrazione delle importazioni e al crollo dei consumi americani, che hanno più che compensato il calo delle esportazioni. Il deficit delle partite correnti è sceso costantemente negli ultimi 4 anni, toccando il 4,5% del PIL nel 1° trimestre, da un massimo di 6,3% nel 3° trimestre del 2005. **Questo trend è però speculare rispetto al deterioramento del saldo di bilancio del governo federale**: gli squilibri si sono trasformati soltanto, non sono stati sanati in modo permanente. Nel corso del 2009-10 il contributo delle esportazioni nette dovrebbe essere circa nullo e le dinamiche fondamentali dello scenario saranno concentrate sulla domanda domestica e sulla correzione fiscale prossima ventura.

**Il debito continua a crescere**



Fonte: Flow of Funds, Federal Reserve Board

**Il saldo della bilancia commerciale si chiude: le importazioni si piegano più delle esportazioni**



Fonte: Datastream, mld di dollari

L'**inflazione** in questo quadro di domanda debole e ampio *output gap* ha pressioni endogene verso il basso sull'aggregato *core* per tutto il 2009 e gran parte del 2010. La dinamica tendenziale *headline* risentirà delle ampie fluttuazioni dei prezzi energetici registrate da metà 2008 in poi. La componente energia, che pesa l'8,7% sul CPI, dovrebbe vedere una riduzione della variabilità: su base tendenziale; il calo dei prezzi dell'energia dovrebbe toccare il minimo fra maggio e giugno, con variazioni di -27% a/a, per poi tornare a contribuire positivamente alla dinamica dell'inflazione *headline* a partire da novembre 2009, e successivamente stabilizzarsi su incrementi compresi fra 3 e 4% a/a nella seconda metà del 2010. Sui servizi (in particolare abitazione ex-energia, istruzione, sanità) peseranno tendenze contrapposte: la debolezza attesa per il settore dell'edilizia residenziale e per i prezzi delle case manterrà contenuti gli aumenti dei prezzi dei servizi abitativi (con un peso del 38% sul totale) almeno fino a metà 2010, mentre su altri servizi (in particolare sanità e istruzione) peseranno le difficoltà fiscali degli stati che dovranno ancora aumentare le tariffe per ridurre i propri deficit. Come ha detto Yellen (San Francisco Fed) sui prezzi il rischio maggiore nella congiuntura attuale è un calo eccessivo dell'inflazione dovuto alle pressioni verso il basso sui salari e all'ampio grado di risorse inutilizzate.

**L'inflazione core scenderà per gran parte del 2010**

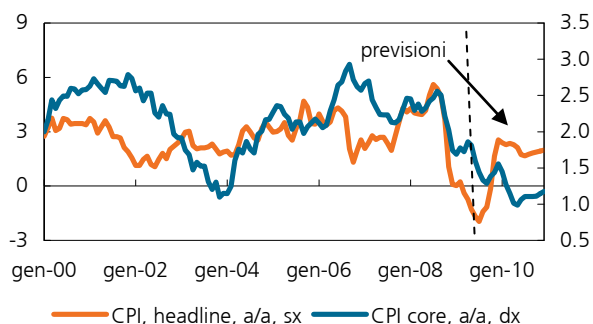
Nel 2009-10 l'**output gap** dovrebbe essere la principale influenza per la moderazione prevista per i prezzi *core*. Le "intenzioni di prezzo" delle piccole imprese rilevate con l'indagine NFIB, sui minimi storici della serie (dal 1986), sono un segnale esplicito delle tendenze per i prezzi nel prossimo anno. L'*output gap* è stimato dall'IMF a -5,5% nel 2010, mentre il CBO stima un output gap a -6,2% a inizio 2009, con uno scenario di allargamento nel corso dell'anno e l'aspettativa che il gap non si chiuda fino al 2013. Altre stime dell'output gap sono più contenute<sup>4</sup>. In un lavoro di sintesi delle stime disponibili, la San Francisco Fed indica un *range* per le stime di output gap nel primo trimestre 2009 che vanno dal minimo di -6,2% del CBO a un massimo di -2% delle stime di Laubach-Williams, con le altre misure di utilizzo delle risorse comprese fra -3 e -5,6%. L'ampiezza delle stime segnala la difficoltà ad affidarsi all'output gap per delineare il sentiero del CPI. La stessa Fed nell'analisi retrospettiva delle cause del periodo della grande inflazione degli anni '70-'80 riconosce che una parte della responsabilità di una politica monetaria giudicata nei fatti troppo accomodante derivava anche da stime dell'output gap rivelatesi ex post eccessivamente pessimistiche. Tuttavia, per ora, il grado di utilizzo delle risorse è su tutte le misure disponibili coerente con pressioni verso il basso sui prezzi.

Le **aspettative di inflazione** misurate con l'inflazione di *break even* a 10 anni sono state vicine a zero a dicembre 2008. Da allora la risalita del primo semestre ha riportato le aspettative di mercato a un picco di 2,1% nella prima settimana di giugno, per poi ripiegare a 1,7% a fine giugno. Le aspettative di inflazione misurate con i tassi a 5 anni, 5 anni *forward* sono rientrate a 2,3% a fine giugno da un massimo di 2,6% a fine maggio. Per ora, nonostante le difficoltà nell'identificare i tempi e i modi del rientro dello stimolo monetario, il mercato ritiene credibile l'impegno della politica monetaria a controllare l'inflazione nel medio termine. Le aspettative delle famiglie rilevate dall'Univ. of Michigan, pur restando molto variabili, fluttuano da dicembre 2008 in un *range* compreso fra 2,6 e 3,1% e sono scese rispetto ai picchi che si erano visti a metà 2008 (3,4%), chiaramente influenzati dall'aumento dei prezzi energetici e del livello dell'inflazione *headline*.

---

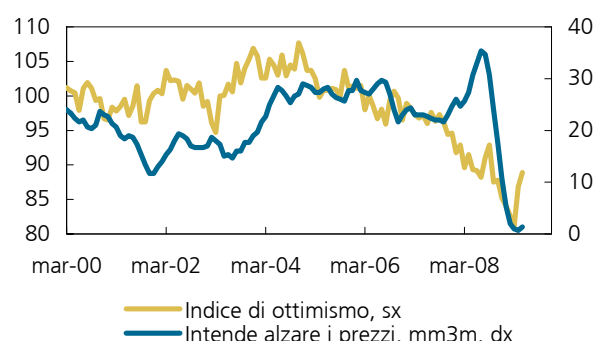
<sup>4</sup> J. Weidner, J. Williams, How big is the output gap?. Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, 2009-19, giugno 2009

L'inflazione core scenderà, ma la deflazione rimane poco probabile



Fonte: Datastream, Department of Energy, elaborazioni Intesa Sanpaolo

NFIB: le pressioni endogene sull'inflazione al minimo storico



Fonte: EcoWin

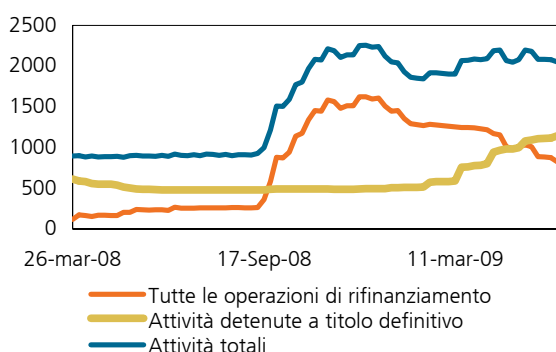
Politica monetaria: è ancora presto per iniziare un'exit strategy attiva

Il FOMC a giugno ha mantenuto lo status quo su tutta la linea: **tassi fermi e stimolo quantitativo invariati**. Alla riunione di giugno non c'è stato nessun segnale di *exit strategy* esplicito, ma neppure segnali di estensione, in termini di tempi o di entità, dei programmi di acquisto di titoli. La valutazione dell'economia appare marginalmente migliorata rispetto ad aprile: questa volta "il ritmo di contrazione economica sta rallentando", mentre ad aprile "sembrava un po' più lento". Le condizioni finanziarie "sono generalmente migliorate nei mesi recenti". Lo scenario per i consumi e gli investimenti rimane debole, ma si nota un miglioramento sul fronte delle scorte. Sull'inflazione, si introduce una nota di preoccupazione per l'aumento dei prezzi dell'energia. La previsione del Comitato è che, nonostante ciò, l'ampio grado di risorse inutilizzate mantenga "contenute le pressioni sui prezzi" e l'inflazione rimanga "bassa per un certo tempo". Cruciale il fatto che **non si faccia più riferimento ai rischi di deflazione**, citati invece nel comunicato di aprile. Questa posizione "collettiva" contrasta con la valutazione di Yellen di inizio luglio: il rischio "predominante" è che l'inflazione sia "troppo bassa, non troppo alta, per diversi anni".

**Fed in fase di attesa, senza segnalare strategie di uscita, ma senza ampliare i programmi di stimolo quantitativo. I tassi resteranno fermi per un "periodo esteso"**

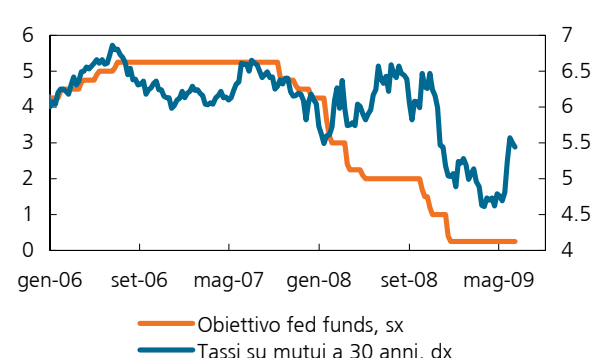
La **strategia di politica monetaria** annunciata dalla Fed resta invariata. I **tassi** sono fermi ed "è probabile che siano giustificati livelli eccezionalmente bassi del tasso sui fed funds per un periodo esteso". Il mercato aveva già fatto rientrare le aspettative di rialzi ravvicinati incorporate qualche settimana fa, riportando i primi rialzi a partire da inizio 2010. Riteniamo che, alla luce dello scenario macroeconomico debole che dovrebbe caratterizzare tutto il 2010, e dei rischi derivanti da una restrizione fiscale dal 2011, i tassi dovrebbero restare fermi più a lungo di quanto si aspetti il mercato.

Il bilancio della Fed è stabile solo grazie agli acquisti



Fonte: Federal Reserve Board, Mld di dollari

Inversione di trend per i tassi sui mutui



Fonte: EcoWin

**I futures scontano un inizio di inversione sui tassi di intervento a gennaio 2010.** Per la riunione di dicembre 2009, la probabilità di tassi fermi è stimata a 52,3% (dati Bloomberg del 30/06), mentre per gennaio la probabilità di tassi fermi scende a 22,6%. In tale data, c'è una probabilità di aumento a 0,5% per i fed funds di 45,6% e una probabilità di un aumento a 0,75% di 24,2%. Per metà marzo 2010, secondo i future, la probabilità di tassi fermi è solo il 10%, e si annulla entro il mese di aprile. La visione del mercato è che a giugno 2010 i fed funds siano con probabilità del 33% all'1 e del 21% allo 0,75%. Riteniamo che le previsioni di mercato (che peraltro sono estremamente volatili) anticipino eccessivamente l'inversione della politica monetaria: la debolezza della crescita dei consumi e il peggioramento del tasso di disoccupazione atteso almeno fino al 1° trimestre del 2010. Inoltre, l'esperienza della grande Depressione e del Giappone fine anni '90 è che un ritiro troppo rapido degli stimoli di politica economica può avere conseguenze destabilizzanti e riportare l'economia in recessione prima ancora che la ripresa abbia preso piede. Yellen, in un commento molto più esplicito di quanto sentito finora dalla Fed, ha detto che tassi quasi a zero per diversi anni "non sono al di fuori del ventaglio delle possibilità", anche perché secondo Yellen, se i tassi non fossero già a zero, la Fed vorrebbe abbassarli ulteriormente. Ma a livello collettivo per ora la banca centrale non vuole quantificare in termini di trimestri il "periodo esteso", e ritiene sufficiente che ne copra almeno due.

**Tassi fermi più a lungo di quanto si aspetti il mercato**

Per quanto riguarda lo **stimolo quantitativo**, a giugno la Fed ha mantenuto invariati i programmi esistenti e ha ripetuto quanto detto in precedenza riguardo alla possibilità di modificare l'ammontare e il timing degli acquisti di titoli "alla luce dell'evolversi dello scenario economico e delle condizioni nei mercati finanziari". Il comunicato ripete che la Fed sta seguendo con attenzione "la dimensione e la composizione" del proprio bilancio e modificherà i programmi esistenti come "necessario". Il totale dei programmi di acquisto è di 1,750 trilioni di dollari, con 1,250 trilioni di MBS, 200 miliardi di titoli delle agenzie e 300 miliardi di Treasuries. Rimane la disponibilità di circa 120 miliardi per i Treasuries, 100 miliardi per le agenzie e 650 miliardi per MBS, per un totale di circa 870 miliardi di dollari. La Fed è già arrivata a oltre metà del programma di acquisto di Treasuries, (al 60%), che ha durata fino all'autunno.

**Stimolo quantitativo: è ancora presto per la strategia di uscita**

In mancanza di un'estensione o di una confluenza di tutti i programmi di acquisto in uno "misto", che includa tutte le tipologie di *asset* oggetto di operazioni permanenti, a partire da luglio il ritmo di acquisti di Treasuries dovrà rallentare. Questa conclusione è stata suggellata dalla comunicazione della Fed del 24 giugno in base alla quale gli acquisti di Treasuries anche nelle due settimane fra fine giugno e inizio luglio avverranno 4 volte ogni due settimane per la terza volta consecutiva, anziché 5 volte come avvenuto fino al mese precedente. Se questo diventerà effettivamente il nuovo ritmo di interventi, con circa 10 mld di dollari di acquisti a settimana in media, la Fed riuscirà a dilazionare il programma esistente fino a fine settembre. In questo modo ci sarebbero ancora due riunioni del FOMC (12 agosto e 23 settembre) prima dell'esaurimento del programma.

Per quanto riguarda i programmi di rifinanziamento, è da notare che due giorni dopo la riunione di fine giugno, la **Fed ha apportato modifiche ai programmi straordinari di offerta di liquidità** messi in atto dall'autunno del 2008. Nonostante il miglioramento dei mercati finanziari, la Fed cita il persistente malfunzionamento in molte aree come giustificazione per l'estensione temporale e le modifiche ai programmi esistenti. Per tutti i programmi, il contributo all'aumento delle riserve è in declino da mesi. In termini di tempi, **la Fed estende a febbraio 2010 la scadenza di gran parte dei programmi**, che avevano durata fino a dicembre 2009. Non si estende la scadenza del Money Market Investor Financial Facility, per cui la data non viene modificata (restando fissa a **ottobre 2009**), e che peraltro non è più stato utilizzato da mesi. Anche per la Term Asset Backed Securities Loan Facility (TALF) la scadenza rimane invariata (a dicembre 2009): questo programma che avrebbe dovuto fornire fino a 1 tln di dollari di liquidità non è mai veramente decollato (sono stati richiesti solo 43 miliardi di fondi finora). La Fed ha anche ridotto l'ammontare delle aste della Term Auction Facility a 125 miliardi di dollari ciascuna, da 150 miliardi. Questa variazione è spiegata dalla Fed dal fatto che ultimamente le aste non erano

pienamente sottoscritte. La Fed in questo modo segnala che almeno fino a marzo 2010 gli interventi straordinari a favore dei mercati e della liquidità debbano rimanere aperti. Nonostante la mancanza di informazioni sull'*exit strategy*, implicitamente la modifica dei termini dei programmi annunciata il 25 giugno è un'indicazione sui **tempi minimi per il mantenimento dell'attuale politica monetaria espansiva**.

L'*exit strategy* della Fed avrà **tre pilastri**. Il primo e più semplice riguarda la chiusura dei **programmi di liquidità** temporanei: questo dovrebbe avvenire in modo semi-automatico, con un calo della domanda da parte delle istituzioni finanziarie, grazie al miglioramento delle condizioni di mercato. Il secondo riguarda i **titoli detenuti in attivo**: la riduzione di questa componente potrebbe essere traumatica per i mercati se la Fed mettesse sul mercato i titoli acquistati con operazioni permanenti. Per ovviare agli effetti potenzialmente destabilizzanti la Fed aveva ventilato l'ipotesi di vendere titoli propri (nelle proposte circolate, sarebbero "*bills*" con scadenza a 1 mese), ma fino ad ora non è stata richiesta la necessaria autorizzazione politica. Le difficoltà recentemente incontrate dalla Fed in Congresso per il caso Bank of America-Merrill Lynch hanno probabilmente impedito che la banca centrale perorasse la causa dell'emissione di titoli presso le commissioni competenti. Per ora questo strumento non è quindi disponibile. Pertanto sembra probabile che la vendita di titoli sia l'ultimo strumento da utilizzare in termini di tempi. Il terzo set di strumenti riguarda i **tassi**. Oltre ai **fed funds**, la Fed ha a disposizione il **tasso sui depositi delle banche** presso la banca centrale: interventi che aumentino il costo opportunità delle banche e limitino il moltiplicatore della base monetaria potrebbero essere attuati anche prima di muovere il tasso sui fed funds. Lo strumento del tasso sui depositi delle banche potrebbe aprire il sentiero dell'inversione "attiva" della politica monetaria.

**Gli strumenti per l'*exit strategy* ci sono, la difficoltà sta nel decidere quando usarli**

Per iniziare l'inversione di policy, occorre che ci siano informazioni credibili di ripresa ciclica sostenibile; inoltre, fino a quando le riserve in eccesso restano depositate presso la Fed e non circolano, aumentando i moltiplicatori, la Fed aspetterà. Yellen ha ribadito che la Fed non esiterà a ritirare lo stimolo monetario quando necessario: a questo riguardo, è più preoccupata di una restrizione monetaria prematura, con effetti disastrosi sull'economia. Questa preoccupazione è condivisa da un gruppo di membri del FOMC, ma non da tutti: la determinazione di un consenso sui tempi dell'*exit strategy*, più che sugli strumenti, sarà difficile. Dalle decisioni più o meno pubblicizzate di queste ultime settimane, la Fed sembra voler prendere tempo. In parte questo deriva proprio dalla **mancanza di consenso all'interno del FOMC sulla strategia di uscita**, salvo l'accordo sul fatto che la strategia di uscita deve essere programmata con anticipo. I verbali della riunione di giugno potrebbero fornire informazioni sul dibattito all'interno del Comitato.

Un punto che emerge dagli sviluppi dell'ultimo anno è **la crescente interazione fra decisioni di politica monetaria e di politica fiscale**: questo è particolarmente rilevante per gli scenari del prossimo biennio. **Lo scenario di politica monetaria, in un contesto di deficit potenzialmente esplosivi, è fortemente dipendente dal sentiero di rientro dello stimolo fiscale**. Con la posizione dell'ultima riunione, la Fed ha voluto segnalare che non intende monetizzare il deficit e che è conscia dell'impossibilità di risolvere i problemi fiscali attraverso l'inflazione.

Ciò non toglie che le scelte future siano soggette a straordinaria incertezza: la situazione assomiglia a un **gioco con due giocatori, ma ex-ante non è chiaro chi fra i due giocatori sia il leader**. Un inizio di restrizione monetaria troppo precipitoso, congiunto all'arrivo di una forte restrizione fiscale, potrebbe riportare l'economia in recessione a fine 2010. Alternativamente, se l'Amministrazione e il Congresso non avranno il coraggio di affrontare i deficit fuori controllo e l'aumento esplosivo del debito, una politica monetaria in ritardo potrebbe determinare ampi rischi di inflazione al di sopra dei livelli coerenti con la stabilità dei prezzi.

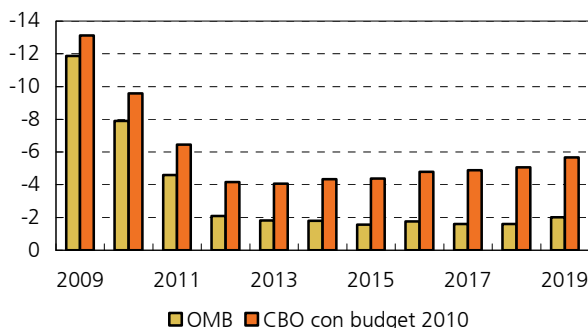
### Politica fiscale e rientro dei deficit: percorso minato

Il quadro della finanza pubblica nelle proiezioni ufficiali (CBO, OMB) appare non esplosivo per via di un generalizzato ottimismo incorporato nelle previsioni di crescita fra il 2010 e il 2013. L'aspettativa di una crescita molto solida (2,9% nel 2010, 4% nel 2011 e in media pari a 3,6% nel 2012-2015 per il CBO) permette di contenere le proiezioni di deficit, anche in assenza di misure draconiane su entrate e/o uscite, almeno su un orizzonte quinquennale. Le proiezioni economiche del CBO non sono molto diverse da quelle dell'amministrazione, e sono da considerare eccessivamente ottimistiche.

Pur in presenza della netta ripresa del PIL nel 2011-13, anche il più recente scenario del CBO vede comunque debito e deficit che non si stabilizzano. Il CBO ha infatti rivisto in termini peggiorativi il proprio scenario base. Con le ipotesi derivanti dal budget 2010, il deficit e il debito peggiorano ampiamente rispetto allo scenario base nel prossimo decennio ed entrano su un sentiero non sostenibile. Una stima del GAO mostra che su un orizzonte più lungo (al 2050), gli effetti dei trend demografici e dei programmi di spesa per sanità e previdenza non sono sostenibili<sup>5</sup>: a seconda delle ipotesi formulate sui programmi di spesa multi-periodali, il rapporto debito detenuto dal pubblico/PIL è in aumento esplosivo già a partire dal 2010, oppure dal 2035 (con ipotesi particolarmente ottimistiche sulla spesa sanitaria). I calcoli del GAO mostrano che nelle due alternative considerate la stabilizzazione del debito richiederebbe, nel caso più ottimistico, un aumento delle entrate del 21% o un calo della spesa primaria del 18%; nel caso alternativo (più realistico) per stabilizzare il debito sarebbe necessario un aumento di imposte del 43,6% o un taglio della spesa primaria del 31%.

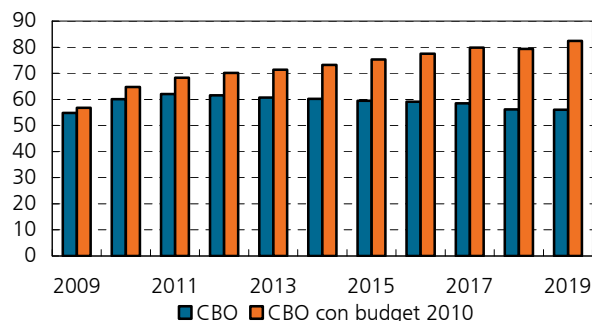
**Il deficit continuerà a salire e il rapporto debito/PIL non si stabilizzerà senza pesanti manovre correttive**

Deficit/PIL



Fonte: CBO, OMB

Debito detenuto dal pubblico/PIL



Fonte: CBO

I timori del mercato riguardo alla sostenibilità della finanza pubblica sono rinforzati dalla politica di finanziamento del deficit adottata dal Tesoro a partire dal 2008. Per contenere nel breve termine il costo degli interessi, la politica di finanziamento ha portato a una rapida **riduzione della vita media del debito pubblico** americano. Nel 2007 la vita media era di 4 anni e 11 mesi (ed era stabile dal 2004): nel 2008, la vita media è scesa a 4 anni e 1 mese. A partire da novembre 2008, la vita media del debito detenuto dal pubblico è scesa sotto i 4 anni (3 anni e 10 mesi), per mantenersi a 3 anni e 11 mesi in ognuno dei primi tre mesi del 2009. A marzo 2009, **il 45% del debito sul mercato aveva scadenza inferiore ad 1 anno**, il 31% fra 1 e 5 anni, il 14% fra 5 e 10 anni. Un anno prima, a marzo 2008, la quota di debito sotto 1 anno era il 39% (nel 2004 era il 36%), quello fra 1 e 5 anni il 32%, quello fra 5 e 10 anni il 17%.

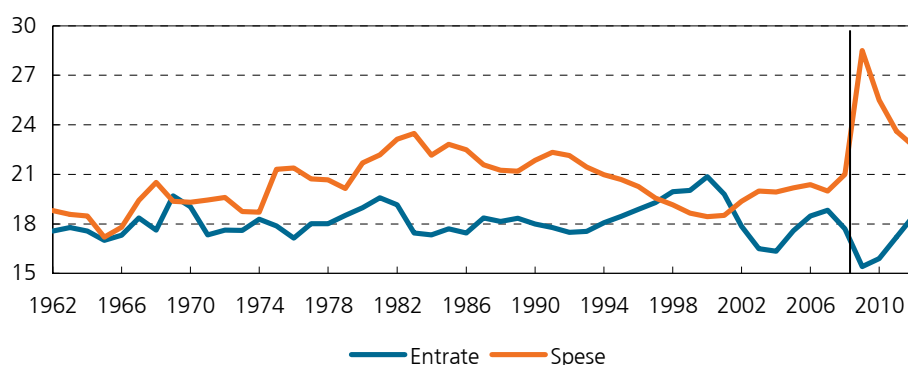
<sup>5</sup> The Nation's Long-Term Fiscal Outlook, march 2009 Update, US Government Accountability Office.

Distribuzione per scadenza del debito federale detenuto dal pubblico (% sul totale)						
	<1 anno	1-5 anni	5-10 anni	10-20 anni	>20 anni	vita media
mar-09	45	31	14	6	3	3 anni e 11 mesi
mar-08	39	32	17	8	4	4 anni e 5 mesi

Fonte: Treasury Department

L'entità degli squilibri fiscali è tale da rendere **difficilmente attuabile un piano di stabilizzazione del debito in tempi contenuti**. Un punto che appare evidente dai valori dei moltiplicatori di spesa ed entrate è che qualsiasi intervento di stabilizzazione rapido del rapporto debito/PIL dovrebbe essere in larga misura concentrato sulle entrate, che hanno effetti retroattivi sul PIL meno ampi rispetto a quelli della spesa. Effettuando simulazioni con il modello di Oxford Economics si conferma che una riduzione della spesa nell'ordine del 30% porta a una contrazione del PIL di tale entità da non riuscire neppure a stabilizzare il deficit. Con un debito pubblico totale all'86% del PIL nel 2010, e un costo degli interessi di 470 miliardi di dollari, utilizzando l'equazione dinamica del debito con ipotesi sulla crescita e sul costo medio degli interessi del decennio precedente, il saldo primario dovrebbe essere circa azzerato. Il saldo totale nel 2010 sarebbe di 1500 miliardi e la correzione dovrebbe quindi essere di circa 1000 miliardi, pari a circa il 6% del PIL. Il debito pubblico americano è in parte debito federale e in parte minore debito statale. Le misure di correzione fiscale, soprattutto se attuate attraverso la leva delle entrate, dovrebbero essere sopportate quasi completamente dal bilancio federale: è dal governo federale che emerge l'insostenibilità, anche perché a livello statale è in vigore una legislazione ampiamente restrittiva sui disavanzi.

#### Entrate e uscite federali: difficile colmare gli squilibri accumulati



Fonte: CBO, proiezioni CBO dal 2009 al 2015.

Per valutare se è realistico immaginare un intervento per stabilizzare il debito e il costo degli interessi in rapporto al PIL, ipotizziamo **un rialzo delle imposte federali a partire dal 2011**. Con due interventi successivi di rialzo dell'aliquota effettiva nel 2011 e 2012, che determinino un **aumento complessivo del gettito del 40%**, si otterrebbe il risultato di stabilizzare il costo degli interessi sul debito federale in rapporto al PIL, e di ridurre il saldo primario federale circa a zero entro il 2012. L'intervento, che richiederebbe un aumento dell'aliquota effettiva del 50%, porterebbe a un rialzo del gettito in termini di PIL dal 17% del 2010 al 24% nel 2012. Su base storica, un livello di imposizione di tale entità in termini di PIL sarebbe senza precedenti nella storia americana, come appare evidente dal grafico qui sopra che mostra per il 2009-15 lo scenario CBO.



## Scenario Macroeconomico

Giugno 2009

	Scenario base				Scenario con correzione		
	2010	2011	2012	2013	2011	2012	2013
PIL reale (%)	1,2	2,20	2,10	2,30	0,2	-1,5	-0,5
Deficit pubblico (mld \$)	1512	1355	1341	1385	846	745	892
Deficit pubblico/PIL	10,5	9,0	8,6	8,6	5,7	5,1	6,3
Deficit federale (mld \$)	1383	1214	1185	1223	663	497	618
Deficit federale/PIL	9,6	8,1	7,6	7,6	4,5	3,4	4,4
Debito pubblico/PIL	85	91,8	97,2	103,2	91,4	97,5	106,7
Debito federale/PIL	75	81	86	91	91	80	85
Entrate federali/PIL	17	18	19	19	23	24	24
Interessi su debito fed. (mld \$)	361	414	457	469	389	412	412
Interessi debito federale/PIL	2,5	2,7	2,9	2,9	2,6	2,8	2,9

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su modello Oxford Economic Forecasting

I risultati di un intervento credibile e relativamente rapido di rientro attraverso un ampio rialzo di imposte avrebbe conseguenze pesanti in termini di ciclo. Come mostra la tabella, **gli effetti sulla crescita sarebbero ampiamente negativi e politicamente inaccettabili**, anche perché successivi di poco a una recessione storicamente eccezionale. Questo esercizio è chiaramente un caso non realistico, vista l'entità della correzione necessaria e i suoi effetti drammatici sulla crescita, però è un punto di partenza. Uno scenario più credibile vedrebbe un intervento permanente pari a circa 1 trilione di dollari su un orizzonte di cinque anni. Si noti che gli effetti stimati dal CBO del budget 2010 dell'Amministrazione equivalgono a un aggravio complessivo per il deficit nel periodo 2010-19 pari a 1 trilione di dollari. Distribuire temporalmente gli interventi su un arco più lungo di tempo conterrebbe la correzione immediata e frenerebbe la crescita più a lungo, ma meno marcatamente. I moltiplicatori stimati su imposte e spese derivanti da esperienze del passato sono tipicamente legati a situazioni in cui gli interventi sono di natura temporanea: pertanto potrebbe esserci una sotto-stima della retroazione su consumi e PIL di un rialzo permanente delle imposte.

Una **correzione distribuita su 5 anni** potrebbe essere ottenuta con un aumento del 10% ogni anno delle imposte sui redditi delle famiglie (su 1000 miliardi nel 2010) e un taglio del 5% sulla spesa discrezionale (su 1300 miliardi di dollari). Questo mix darebbe risparmi pari a circa 170 miliardi di dollari all'anno, partendo dal dato base del 2010. Con un moltiplicatore sulle entrate pari a circa 0,5 e quello sulle spese pari a 1, **l'effetto "statico" sul PIL sarebbe una perdita di crescita pari a circa 130 miliardi di dollari all'anno, cioè circa 0,9 punti di PIL**. Anche con questo esperimento ipotetico lo scenario di crescita per gli Stati Uniti vedrebbe una dinamica del PIL contenuto in un intervallo centrato su 1,5%.

**Gli squilibri fiscali americani sono su due orizzonti:** quello breve legato agli sviluppi congiunturali recenti e quello di lungo termine legato invece ai programmi di spesa multi-periodali ("*mandatory spending*"). Un intervento su spesa discrezionale ed entrate risolverebbe l'insostenibilità su un orizzonte breve ed eviterebbe un sentiero crescente per il debito prima dell'entrata in gioco dei fattori di lungo termine, che minano gli equilibri fiscali dopo il 2020. Questi sono legati alla dinamica della spesa sanitaria. Secondo il CBO la spesa primaria al netto della sanità in percentuale del PIL sulla base della legislazione vigente rimarrà stabile nei prossimi decenni, mentre **la spesa sanitaria è su un trend in aumento che dovrebbe portarla da circa il 5% del PIL nel 2020 a circa il 19% del PIL nel 2080**. Il contributo della componente demografica sarebbe modesto (circa 2 punti di PIL), mentre la restante parte sarebbe da attribuire ad aumenti di costi. Un intervento di riordino dell'assistenza sanitaria è nel programma di questa Amministrazione, ma difficilmente sarà varato in tempi brevi, soprattutto se dovrà simultaneamente aumentare la copertura come indicato nel programma elettorale e tagliare pesantemente i costi come necessario per garantire la stabilità dei conti pubblici. Rimane quindi ragionevole prevedere che l'Amministrazione scelga una strada intermedia nel prossimo anno

**Nel lungo termine la finanza pubblica resta su un sentiero insostenibile anche dopo aver sanato il problema di breve termine**

per contrastare almeno l'insostenibilità di breve termine della finanza pubblica federale, posponendo il nodo della spesa sanitaria.

	CBO		Moody's	OCSE	
	max	min		anno 1	anno 2
Acquisti di beni e servizi dal Governo federale	2,5	1,0	1,6	0,9	0,8-1,1
Trasferimenti a stati e enti per infrastrutture	2,5	1,0	1,6	0,9	1,1-1,3
Trasferimenti a stati e enti non per infrastrutture	1,9	0,7	1,4	0,9	1
Trasferimenti a persone	2,2	0,8	1,6-1,7	0,5	0,8-0,9
Misure temporanee su imposte (individui)	1,7	0,5	1,3	0,3-0,5	0,3-0,5
Misure fiscali per le imprese	0,4	0	0,25	0,2-0,3	0,3-0,5

Fonte: CBO, Moody's, OCSE

I diversi scenari possibili di correzione fiscale sono complicati anche dall'**interazione con la politica monetaria**. Ipotizzando che fino a fine 2010 la politica fiscale resti invariata, le previsioni vedrebbero l'inizio dell'inversione della politica monetaria nel 2011. In mancanza di un esplicito coordinamento fra autorità (che potrebbe essere reso difficile da pressioni di mercato), la Fed inizierebbe a invertire la politica monetaria fra fine 2010 e inizio 2011. La restrizione fiscale si accavallerebbe con quella monetaria e con i tempi "lungi e variabili" di quest'ultima ci sarebbe un'esasperazione degli effetti di contrazione del PIL, derivante dalla svolta di politica monetaria. Lo scenario per il periodo 2011-13 incorpora quindi non solo rischi ampi sulla crescita, ma anche aumento di volatilità sui mercati e potenziali nuovi rischi di deflazione. L'alternativa potrebbe essere una Fed in ritardo sul ciclo del 2010, ma questa ipotesi potrebbe poi generare aumento del premio al rischio sul dollaro e sull'inflazione. Non è questa la sede per aprire il capitolo sull'*exit strategy* della Fed, ma è ovvio che anche su questo fronte le strategie post-2010 sono, nella migliore delle ipotesi, incerte.

**In conclusione**, lo scenario americano non è roseo neppure dopo il 2010. La **necessità di rientro degli squilibri della finanza pubblica porterà a una crescita inferiore al potenziale su un arco prolungato di tempo, oppure a una nuova recessione**. Fra l'altro, la stessa crescita potenziale sarà più bassa come conseguenza dell'attuale recessione<sup>6</sup>. L'incertezza sulla strategia di politica fiscale potrebbe interagire negativamente con la gestione della politica monetaria esacerbando la correzione sulla crescita. Non si potrà quindi festeggiare la fine di questa grande recessione con una ripresa sostenuta: la correzione proseguirà almeno per un altro quinquennio. Se non saranno le autorità a gestire attivamente il problema del rientro da politiche fiscali e monetarie super espansive, sarà il mercato a forzare la correzione, con maggiori costi in termini di volatilità.

<sup>6</sup> L'OCSE stima che la crescita potenziale americana sia dell'1,5% nel biennio 2009-10 e del 2% nel periodo 2011-2017, in calo rispetto alla crescita potenziale stimata per il 2006-08 al 2,6%. Vedi "Beyond the crisis: medium term challenges relating to potential output, unemployment and fiscal options", OECD Economic Outlook, Capitolo 4, giugno 2009.

## Area euro – I segnali di ripresa non sono “endogeni”

- Rivediamo ancora al ribasso la stima sul PIL medio annuo, a -4,6% da -3,3% di tre mesi fa. Il processo di revisione delle stime di crescita è comunque vicino al termine e non cambia la previsione di una marginale crescita (+0,4%) l'anno prossimo.
- Negli ultimi mesi si sono moltiplicati i segnali di ripresa, ma il ciclo europeo resta assai dipendente, vista la non brillantezza della domanda interna, dall'evoluzione del contesto negli Stati Uniti e in Asia.
- L'inflazione sta diventando negativa, come atteso. La dinamica sottostante rimane intorno all'1,5% ma sarà soggetta a nuove pressioni verso il basso fino al 2010. (p. 32)
- La politica monetaria rimarrà concentrata sulla gestione dell'esistente fino al 2010. Le condizioni accomodanti di liquidità saranno mantenute almeno fino all'inizio del 2010. (p. 35)
- Anche nell'area euro la politica fiscale ha giocato un ruolo fondamentale a sostegno della domanda interna e del sistema finanziario. I saldi di finanza pubblica sono drammaticamente peggiorati e nei prossimi anni si chiuderà in parte il *gap* fra i paesi a basso ed ad alto debito. La necessità di una correzione più o meno simultanea amplierà gli effetti sulla crescita dell'area, come spiega il Focus a p. 37. Le diverse prospettive di consolidamento fiscale in Germania (p. 40), Francia (p. 46), Italia (p. 47), Spagna (p. 53), Grecia (p. 55) e Irlanda (p. 58).

Anna Grimaldi

Paolo Mameli

Previsioni macro											
	2008	2009	2010	2008	2009					2010	
				08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	20Q2
PIL (prezzi costanti, a/a)	0,6	-4,6	0,4	0,5	-1,7	-4,8	-5,2	-5,1	-3,3	-0,6	0,4
- $\Delta$ t				-0,3	-1,8	-2,5	-0,7	-0,2	0,1	0,2	0,3
Consumi privati	0,3	-1,2	0,1	0,1	-0,4	-0,5	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,2
Investimenti fissi	-0,3	-9,7	-0,4	-1,0	-4,3	-4,2	-1,8	-0,7	-0,1	-0,4	0,0
Consumi pubblici	1,9	1,5	1,9	0,5	0,4	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Esportazioni	0,9	-14,8	2,1	-0,6	-7,2	-8,1	-1,4	-1,1	0,2	0,9	1,3
Importazioni	1,0	-11,7	2,2	1,1	-5,1	-7,2	-1,6	-0,6	0,3	1,1	0,9
Var. scorte (contrib., % PIL)	0,1	-0,6	0,1	0,5	0,4	-0,9	-0,3	0,2	0,1	0,2	-0,1
Partite correnti (% PIL)	-1,0	-0,9	-0,9	-1,0	-1,5	-1,2	-1,1	-0,6	-0,8	-1,3	-1,1
Deficit pubblico (% PIL)	-1,9	-5,7	-6,6								
Debito pubblico (% PIL)	69,3	78,3	84,3								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	3,3	0,4	1,4	3,8	2,3	1,0	0,2	-0,2	0,6	1,0	0,2
Produzione industriale (a/a)	-7,8	-15,5	0,8	-3,4	-12,3	-18,6	-17,7	-14,4	-5,6	-1,2	0,5
Disoccupazione (ILO, %)	7,5	9,4	10,0	7,6	8,0	8,7	9,3	9,6	10,1	10,1	10,1
Euribor 3 mesi	4,64	1,43	1,37	4,98	4,21	2,01	1,31	1,16	1,24	2,01	1,31
EUR/USD	1,47	1,33	1,37	1,50	1,32	1,30	1,36	1,35	1,33	1,34	1,36

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

Fonte: Ecwin, Intesa Sanpaolo

## Ciclo europeo al traino di Cina e Stati Uniti. Ma con ritardo

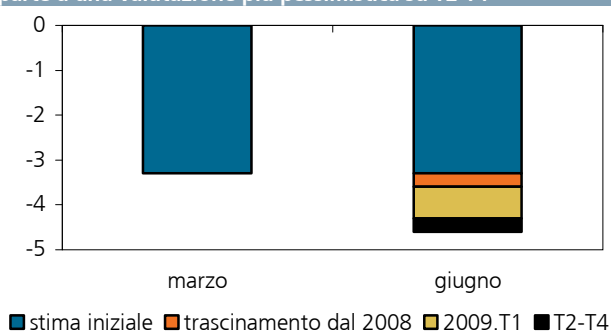
Rivediamo ancora al ribasso, rispetto a tre mesi fa, la stima sul PIL medio annuo per l'area dell'euro nel 2009, a -4,6% da -3,3%. La revisione è dovuta in gran parte a un effetto di trascinamento ancor più negativo dallo scorso anno per via della revisione al ribasso sui dati 2008 (-0,3%) e a un 1° trimestre ben peggiore rispetto alle attese (-0,7%), e solo in minor misura (-0,3%) a una valutazione più pessimistica sui restanti trimestri dell'anno.

La revisione sulla stima 2009 è dovuta in gran parte a un downgrade sul 4° trimestre del 2008 e sul 1° trimestre del 2009

Infatti, si sono anzi di recente moltiplicati i segnali di ripresa. Tuttavia: 1) la ripresa ha finora riguardato quasi esclusivamente gli indici di fiducia, mentre i dati reali in particolare sulla produzione industriale non mostrano ancora neppure una stabilizzazione; 2) il livello delle stesse indagini di fiducia, sia pure in recupero (in qualche caso, deciso) rispetto al 1° trimestre, resta coerente con una contrazione dell'attività produttiva, sia pure a ritmi inferiori a quelli assolutamente straordinari visti tra fine 2008 e inizio 2009.

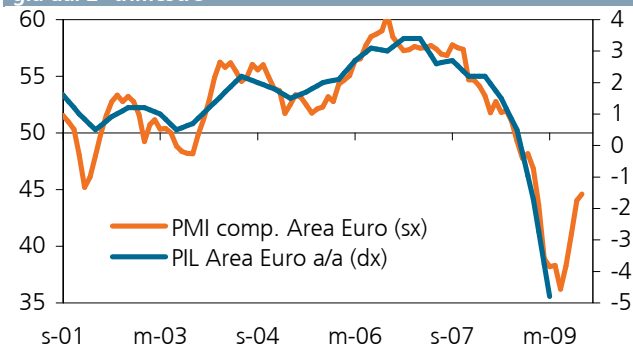
Vi sono segnali che già dal 2° trimestre la contrazione del PIL possa esser stata assai meno marcata (nelle nostre stime, nel range -0,5/-1,0% t/t), anche se per il ritorno a una crescita positiva bisognerà attendere fine 2009 o inizio 2010. Alla luce di tali miglioramenti, **sospettiamo che il processo di revisione al ribasso delle stime di crescita di consenso possa considerarsi pressoché terminato**. I recenti segnali di ripresa sono coerenti con la nostra attesa di crescita moderatamente positiva nel 2010 (+0,4%).

La revisione della stima sul PIL 2009 è dovuta solo in minima parte a una valutazione più pessimistica su T2-T4



Fonte: Eurostat, Intesa Sanpaolo

Indici di fiducia coerenti con una crescita assai meno negativa già dal 2° trimestre



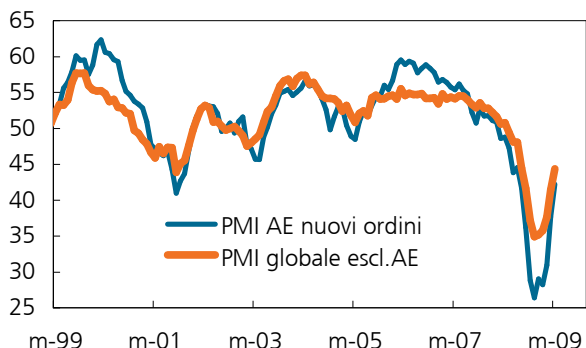
Fonte: Eurostat, Markit Economics, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Inoltre, i primi segnali di ripresa (come per la verità lo erano stati i primi segnali recessivi) appaiono non di natura genuinamente "endogena", ma legati a: 1) un rimbalzo "tecnico" dovuto all'esigenza di ricostituire i magazzini dopo il taglio epocale dell'output a inizio anno; 2) una ripresa della domanda mondiale.

**I segnali di ripresa appaiono legati al rimbalzo "tecnico" connesso al ciclo delle scorte**

I segnali di stabilizzazione appaiono innanzitutto legati al ciclo delle scorte. Al riguardo occorre segnalare che il processo di riduzione dei magazzini è proseguito in misura decisa sia per quanto riguarda le scorte di prodotti grezzi o semi-lavorati, che di prodotti finiti. Tuttavia, secondo l'indagine della Commissione Europea (nonché le indagini di business confidence nazionali) **le scorte rimangono al di sopra del livello desiderato in base al ritmo atteso di vendita**. Ciò segnala che, a differenza che in altre aree geografiche (ad esempio la Cina), **il ciclo delle scorte non è ancora terminato e ancora per qualche mese rappresenterà un freno alla produzione** favorendo un'evoluzione dell'output meno favorevole rispetto a quella prevedibile in base agli indici di fiducia. In sintesi, tenendo conto che il livello delle scorte è diminuito non solo in termini assoluti, ma soprattutto in rapporto agli ordini (e si tratta di un indicatore anticipatore della produzione, vedi grafico), ciò tra qualche mese favorirà una stabilizzazione dell'attività manifatturiera. Ma **la necessità di completare il ciclo delle scorte determinerà un ritardo del ciclo europeo rispetto a quello di altre aree**. Inoltre, non è da escludere, che, una volta esaurita la correzione delle scorte, il ciclo possa evidenziare una rinnovata debolezza se i miglioramenti non dovessero propagarsi alla domanda.

I segnali di rimbalzo vengono dalla domanda mondiale...



Fonte: Eurostat, Markit Economics, elaborazioni Intesa Sanpaolo

... e dall'inversione nel ciclo delle scorte



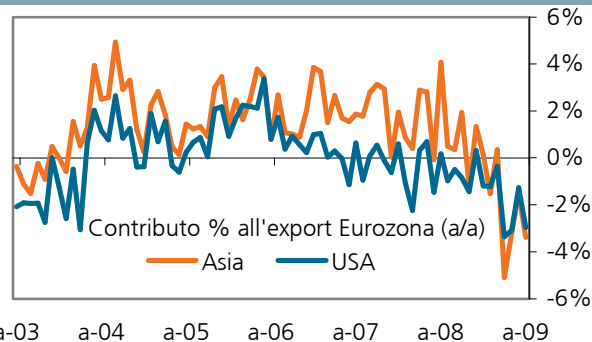
Fonte: Eurostat, Markit Economics, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Inoltre, i segnali di ripresa restano fortemente dipendenti dall'andamento della domanda mondiale. L'export, in particolare di alcuni Paesi (Germania in primis), non potrà non beneficiare del recupero della domanda dal resto del mondo, in primo luogo dall'Asia (e in particolare dalla Cina) e in secondo luogo dagli Stati Uniti. Già i dati reali sull'export in effetti mostrano che il peggio sembra passato per quanto riguarda le esportazioni verso Asia e Stati Uniti. Le commesse verso la Cina, in particolare mostrano un calo solo relativamente modesto su base annua ad aprile (-4% a/a) dopo che a gennaio era stato toccato un punto di minimo a -26,1% a/a. Viceversa, non ci sono segnali di attenuazione del crollo delle esportazioni verso l'Europa Centro-Orientale (Russia in primis), che anzi si approfondisce. Le commesse verso questi Paesi risultavano in calo di quasi il 40% ad aprile rispetto a un anno prima, per un contributo di quasi -4% all'export totale dell'Eurozona.

L'export aggancerà, anche se con ritardo, la ripresa mondiale

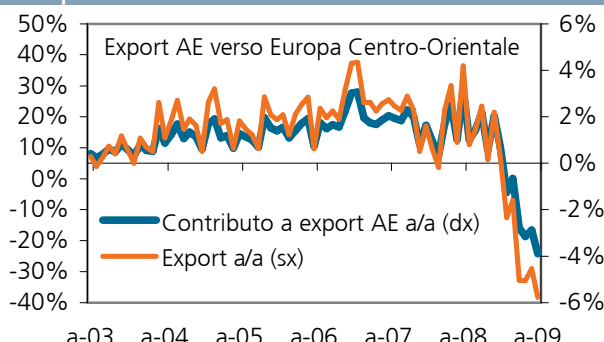
In sintesi, l'evoluzione più recente del quadro congiunturale mostra che, sia pur con ritardo, le esportazioni dovrebbero beneficiare dei segnali di ripresa della domanda mondiale dopo che il punto di minimo è stato toccato nel gennaio di quest'anno. Tali segnali dovrebbero intensificarsi nella seconda metà del 2009 e nel 2010. Pertanto riteniamo che l'export, dopo il crollo di quest'anno (circa -15%), possa tornare a crescere, sia pure a un ritmo non esaltante (2%) l'anno prossimo. Il contributo dell'export netto alla crescita, dopo il -1,6% di quest'anno, potrebbe annullarsi o portarsi lievemente al di sopra dello zero nel 2010.

Il peggio sembra passato per le esportazioni verso Asia e Stati Uniti...



Fonte: Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

... mentre si approfondisce il crollo delle commesse verso l'Europa Centro-Orientale



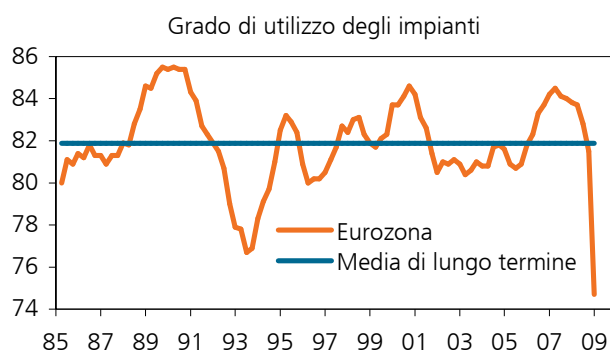
Fonte: Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Viceversa, la **domanda interna** (dal settore privato) **potrebbe rimanere frenata a lungo dagli effetti della crisi**: ci aspettiamo che, sia gli investimenti delle imprese, che i consumi delle famiglie possano registrare l'anno prossimo un tasso di crescita inferiore rispetto a quello del PIL, ovvero mostrare nel migliore dei casi una stabilizzazione.

**Eccesso di capacità produttiva, aumento dei fallimenti e crisi del credito costituiranno a lungo un freno per gli investimenti**

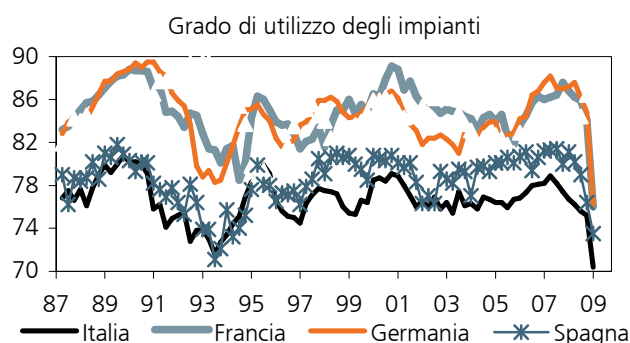
Gli investimenti, dopo il crollo (vicino al 10%) di quest'anno, potrebbero mantenere un tasso di crescita lievemente negativo anche nel 2010 (-0,4%), frenati da: 1) il **basso grado di utilizzo della capacità produttiva**, ai minimi storici (74,7% contro una media dalla metà degli anni '80 di 81,9%); in altri termini, le imprese, prima di procedere a nuovi investimenti, aumenteranno gradualmente, dagli attuali livelli minimi, il grado di utilizzo degli impianti e ciò potrebbe costituire un freno per gli investimenti delle imprese lungo un periodo non breve (2-3 anni); si nota tra l'altro che il Paese con il più basso grado di utilizzo della capacità produttiva è l'Italia; 2) i **rischi di perdita della capacità produttiva** conseguente a un aumento dei fallimenti specie di imprese medio-piccole all'interno del settore industriale; infatti recessioni profonde come quella attuale tendono a causare, secondo processi non lineari, una netta accelerazione nel processo di selezione industriale; 3) gli **effetti (ritardati) della crisi del credito**, visto che il peggioramento della qualità del credito e la tendenza a un processo di deleveraging freneranno a lungo l'espansione degli impieghi bancari (la BCE stima svalutazioni ulteriori per 213 miliardi di euro nell'ipotesi di una contrazione del PIL di -4% nel 2009 e di -0,5% nel 2010).

La crisi ha creato un eccesso di capacità produttiva



Fonte: Commissione UE, Bloomberg

Il Paese più colpito sembra l'Italia

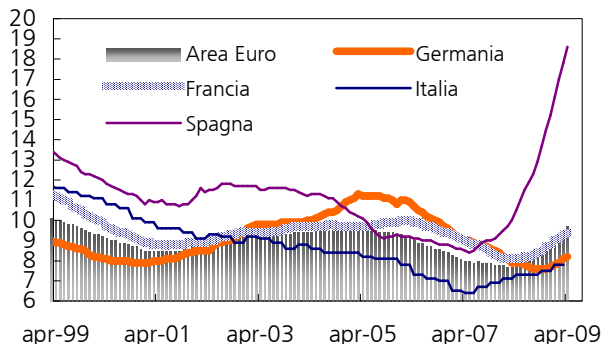


Fonte: Commissione UE, Bloomberg

Meno preoccupanti appaiono le prospettive per i consumi privati. Per la tenuta dei consumi la **variabile-chiave è l'andamento del mercato del lavoro**. In tal senso, gli ultimi mesi hanno visto una accelerazione del trend al ribasso, con un calo dell'occupazione di -0,8% t/t nel 1° trimestre (ai minimi dall'inizio della serie nel 1995) e per la prima volta in territorio negativo su base annua (-1,2% a/a). **Il tasso di disoccupazione è in aumento in tutti i Paesi ed è già elevato anche in prospettiva storica in Spagna**, dove l'aumento del tasso dei senza-lavoro è stato impressionante negli ultimi mesi (al 18,1% ad aprile da 10,5% di un anno prima e da 7,9% di due anni prima). Tuttavia, **anche per l'occupazione (sebbene si tratti di una variabile ritardata del ciclo) si notano negli ultimi mesi incoraggianti segnali di diminuzione della velocità di caduta**.

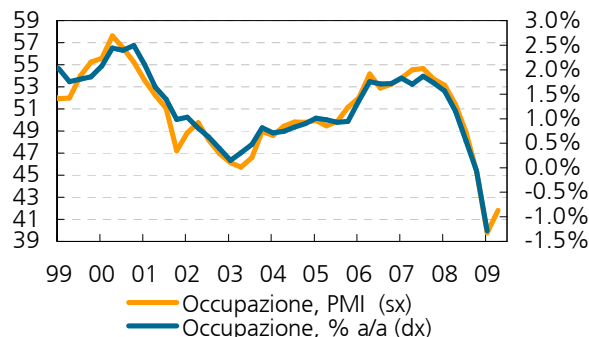
**Sui consumi peserà l'aumento della disoccupazione...**

Impressionante l'aumento della disoccupazione in Spagna



Fonte: Eurostat

Ma c'è qualche segnale di rimbalzo anche per l'occupazione

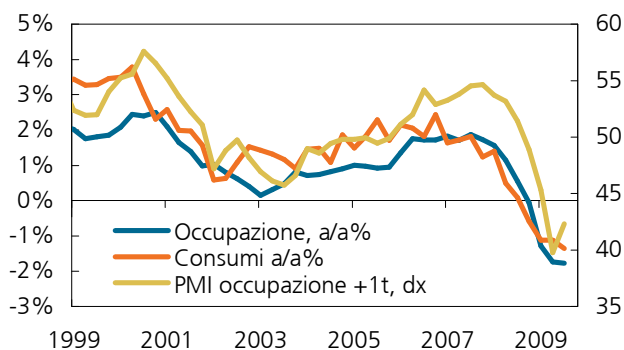


Fonte: Eurostat, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

In ogni caso, l'aumento della disoccupazione non si è ancora riflesso significativamente sui redditi da lavoro. Il costo orario del lavoro si è mantenuto su ritmi elevati (3,7% a/a) nel 1° trimestre dell'anno. Tuttavia, il dettaglio per Paese è molto variegato. Il costo del lavoro si è mantenuto elevato in Spagna (5,3% a/a) e ha anzi accelerato in Germania (6,6% a/a) e Austria (6,2% a/a), mentre ha mostrato una netta flessione in altri Stati, arrivando a scendere in negativo in Francia (-0,6% a/a) e Grecia (-3,3% a/a). Il fatto che il costo del lavoro sia rimasto elevato in Spagna si spiega principalmente con la presenza di meccanismi di indicizzazione all'inflazione passata, che verranno meno nei prossimi mesi visto il recente calo del CPI a -0,9% a/a a maggio. Per quanto riguarda la Germania, occorre ricordare che si tratta del Paese dove il trend di aumento del tasso di disoccupazione è iniziato più tardi (solo a dicembre, sei mesi dopo che in Francia). Pertanto, è solo questione di tempo prima che solo l'aumento già registrato dalla disoccupazione si rifletta in una marcata diminuzione dei redditi da lavoro, che andrà ad impattare sul potere d'acquisto delle famiglie.

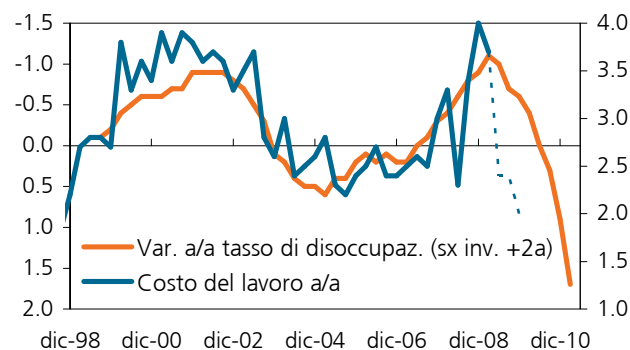
... e un probabile calo delle retribuzioni

Sui consumi peserà il calo dell'occupazione...



Fonte: Eurostat, Markit Economics, elaborazioni Intesa Sanpaolo

... e un probabile rallentamento delle retribuzioni



Fonte: Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Se la principale minaccia alla tenuta dei consumi viene dall'aumento della disoccupazione e dal calo (in prospettiva) delle retribuzioni nominali, d'altra parte vi sono anche fattori positivi: non solo il calo dell'inflazione che quest'anno favorirà le retribuzioni reali, ma anche il recupero di fiducia che appare appena avviato e che potrebbe continuare nella seconda metà del 2009 e nel 2010. Per capire quale di questi fattori sarà prevalente nel biennio 2009-10, utilizziamo il modello presentato nello scorso Scenario Macroeconomico che spiega la variazione annua dei consumi privati sulla base di occupazione, retribuzioni reali, tassi di interesse e fiducia dei consumatori.

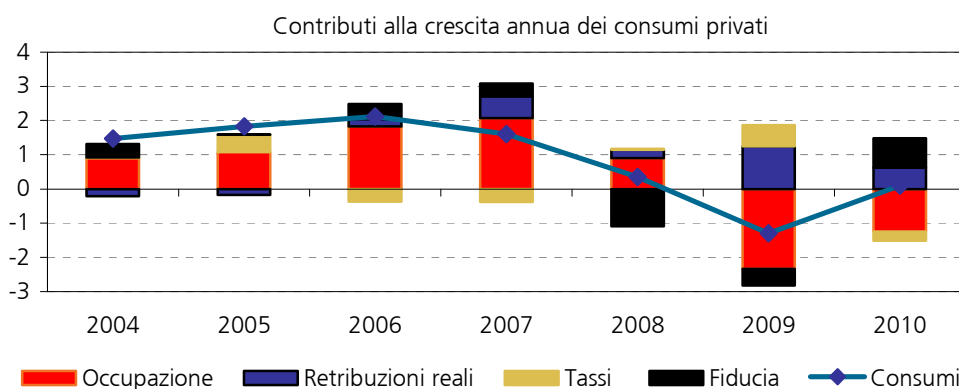
Ma nel 2010 il recupero di fiducia dovrebbe impedire un secondo anno di contrazione dei consumi

Dal modello si ottiene che quest'anno l'effetto negativo dell'occupazione calante (-2,1% nelle nostre stime) sarà ampiamente prevalente su quello positivo delle retribuzioni reali (circa un punto percentuale). Occorre anche tener conto di un impatto negativo (di circa mezzo punto percentuale)

derivante dal calo della fiducia) e positivo (di circa altrettanto) derivante dal calo dei tassi di interesse.

**Viceversa, il prossimo anno l'impatto positivo del recupero di fiducia** (ipotizzando, che, dal minimo toccato a marzo, l'indice di fiducia della Commissione UE risalga lentamente, fino a tornare a fine 2010 alla media di lungo termine) **potrebbe compensare l'ulteriore calo dell'occupazione** (stimiamo di un ulteriore -1,1% nel 2010), **in presenza di retribuzioni reali circa stabili** (e considerando un impatto leggermente negativo derivante da una possibile risalita, nel corso dell'anno prossimo, dei tassi di interesse). **Ne deriverebbe una sostanziale stabilità dei consumi** (nostra stima sul 2010: +0,1%). Su tale stima, a nostro avviso, i rischi sono verso l'alto. Tuttavia, dal modello risulta **che è cruciale, al fine di evitare un secondo anno di contrazione dei consumi, un recupero della fiducia** dei consumatori, in assenza del quale anche l'anno prossimo la spesa delle famiglie continuerebbe ad essere affossata dal calo dell'occupazione (sia pure di entità minore che nel 2009).

#### Forze contrastanti sui consumi



Fonte: Datastream, Intesa Sanpaolo. I contributi sono calcolati sulla base di un modello che spiega i consumi area euro sulla base di: occupazione, retribuzioni reali, tassi di interesse, fiducia dei consumatori.

Un altro fattore che sta contribuendo a sostenere i consumi è la **politica fiscale**. La misura di politica fiscale che sinora ha avuto l'effetto più visibile sulla spesa delle famiglie è stata l'adozione di incentivi all'acquisto di automobili (e in alcuni Paesi altri beni durevoli), che, come prospettato nell'ultimo Rapporto Trimestrale, ha avuto un impatto significativo sulle immatricolazioni.

Le immatricolazioni di auto nell'Eurozona, dopo aver toccato un punto di minimo a gennaio (-25% a/a), hanno da allora mostrato un marcato recupero tornando in territorio positivo già da marzo. A maggio il dato risultava in crescita di +2,7% a/a rispetto a un anno prima. Impressionante la reazione agli incentivi in Germania, dove le vendite si sono impennate già da marzo e a maggio risultavano in aumento di +39,7% a/a. Viceversa, il Paese dove il piano di incentivi (peraltro modesto) ha avuto sinora, come atteso (vedi scorso Rapporto Trimestrale), scarso impatto, è la Spagna, dove le vendite restano in calo di -38,7% a/a.

Sulla base di questi dati, le vendite di auto sono in rotta per un aumento del 15% t/t nel 2° trimestre (dopo il +17,2% t/t del trimestre precedente). È vero che le auto rappresentano appena il 5% circa del totale della spesa per consumi, ma vista l'entità di queste variazioni il contributo non è irrilevante: il settore potrebbe aggiungere circa lo 0,7% alla variazione trimestrale della spesa per consumi.

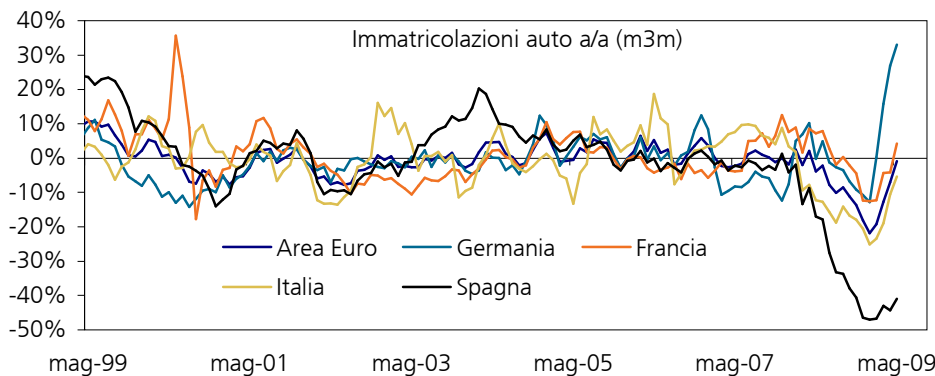
**Certamente l'effetto degli incentivi auto è per sua natura transitorio (e potrebbe "spiazzare" altre tipologie di spesa)** e perciò rientrerà con ogni probabilità più avanti nel corso dell'anno.

**Lo strumento degli incentivi, per quanto temporaneo, è stato efficace nel sostenere i consumi di durevoli nel momento più difficile della crisi**



Tuttavia, sembra di poter dire che è stato comunque importante sostenere i consumi di beni durevoli, il comparto più colpito dalla crisi, proprio nel momento più difficile della recessione.

Il quadro per le vendite di auto è molto variegato

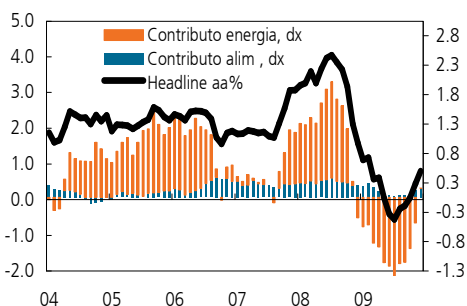


Fonte: ACEA, Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Inflazione: sottostante frenato dall'ampio slack, headline rischi dalle materie prime

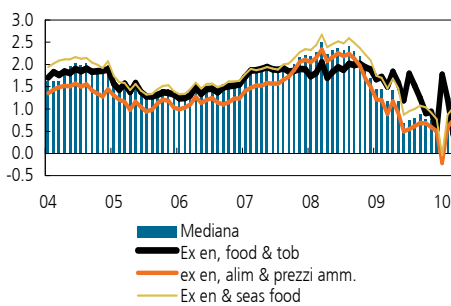
Negli ultimi mesi l'inflazione nell'area euro ha frenato da un picco del 4,1% a/a di luglio 2008 a -0,1% a/a a giugno. La volatilità dell'inflazione nell'area euro non è di per sé un elemento di preoccupazione per la conduzione della politica monetaria, posto che questa non si traduca in un calo persistente di un'ampia gamma di prezzi e/o in una volatilità delle attese d'inflazione nel medio periodo. Fino a ora il calo dell'inflazione nell'area euro è riconducibile quasi interamente al rientro delle pressioni sull'energia e in minor misura dagli alimentari che pesano per circa il 30% del paniere del CPI. L'effetto base dall'energia spingerà la dinamica annua dell'indice complessivo dei prezzi al consumo in territorio negativo tra giugno e ottobre di quest'anno. Una volta che l'effetto dell'energia uscirà dal confronto annuo, l'inflazione tornerà in territorio positivo e assestarsi all'1,3% nel 2010.

Inflazione "effetto energia e alimentari"



Fonte: Eurostat

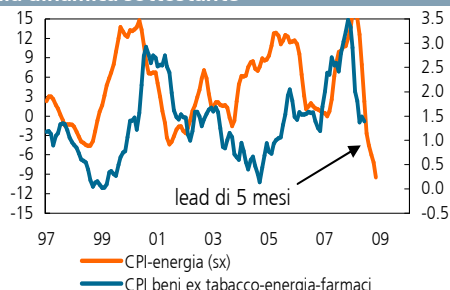
Dinamica sottostante più stabile



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo. La misura di prezzi amministrati è quella della BCE

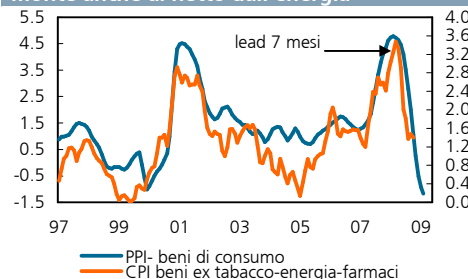
La dinamica sottostante dei prezzi al consumo ha frenato molto meno della dinamica dell'indice generale e sulla misura preferita dalla BCE rimane intorno all'1,5% a/a, comunque più elevata del minimo dell'1,0% toccato nel 1998-99. La mediana calcolata su diverse misure di inflazione sottostante è passata dal 2,4% a/a dell'agosto scorso all'1,4% a/a a maggio. Nei prossimi mesi anche la dinamica sottostante dei prezzi al consumo sarà soggetta a pressioni verso il basso. Non si è, infatti, ancora traslato l'effetto del calo dei prezzi energetici. L'aumento della disoccupazione frenerà sensibilmente la dinamica delle retribuzioni nei prossimi mesi nonostante le rigidità salariali che caratterizzano molti paesi dell'area.

Il calo dell'energia deve essere ancora traslato alla dinamica sottostante



Fonte: Eurostat

Ancora pressioni verso il basso dai prezzi a monte anche al netto dall'energia



Fonte: Eurostat ed elaborazioni intesa Sanpaolo

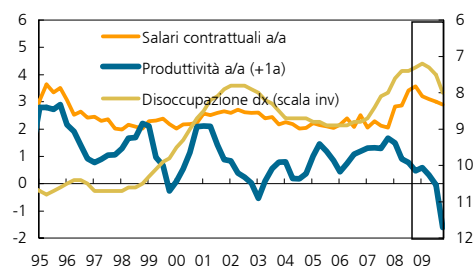
Più in generale a fine 2010, l'area euro si troverà ad aver accumulato un ampio *output gap* anche rispetto a una crescita di potenziale sensibilmente più bassa che negli ultimi cinque anni.

Le ultime stime dell'OCSE (giugno 2009) hanno rivisto significativamente al ribasso la crescita potenziale per l'eurozona a 1,3%, da un precedente 1,5% (dicembre 2008). La revisione complessiva delle stime per il 2009-10 varia a seconda dei Paesi, con revisioni minori per Olanda (-0,9%), Francia (-0,7%) e Germania (-2%) e tagli più ampi alle stime per Italia (-2,7%), Spagna (-1,3%) e Irlanda (-4,3%). In una fase recessiva, il calo del PIL potenziale è spiegato da una riduzione dello stock di capitale. Le crisi finanziarie tendono a esacerbare l'effetto sul capitale dal momento che l'accesso limitato al credito e l'aumento dei costi di finanziamento generano un taglio più drastico degli investimenti. La crisi finanziaria potrebbe determinare un calo della produttività totale dei fattori dal momento che la stretta sul credito potrebbe indurre le imprese a tagliare anche gli investimenti in R&D.

L'evidenza empirica e stime di una curva di Philips per la zona euro sono piuttosto controverse.

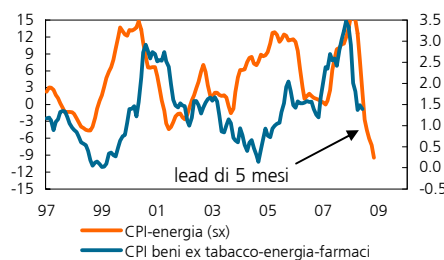
L'indicazione generale<sup>7</sup> è che fluttuazioni ampie e persistenti dell'*output gap* sono necessarie per influenzare l'inflazione nell'area euro. Per cercare di catturare se il sottoutilizzo delle risorse che si accumulerà nell'economia possa generare il rischio di una vera e propria deflazione, utilizziamo diverse misure di PIL potenziale (inclusa la più recente stima dell'OCSE) in un'equazione strutturale che lega la dinamica dell'indice *core* all'*output gap*, al costo del lavoro e ai prezzi delle materie prime dei trimestri precedenti. Utilizzando un HP-filter, l'*output gap* comincia a chiudersi a metà 2010 e l'inflazione *core* rimarrebbe in territorio positivo. Se utilizziamo la stima di potenziale dell'OCSE l'*output gap* arriva a toccare il 6% per fine 2010 ed il rischio è che la dinamica sottostante dei prezzi al consumo si muova in territorio negativo. Tale stima va letta con cautela e serve solo a segnalare rischi verso il basso per la dinamica sottostante dei prezzi *core* nel biennio in corso.

Dinamica di salari frenata dalla produttività



Fonte: BCE ed Eurostat

Il ciclo metterà sotto pressione la dinamica del core fino a metà 2010



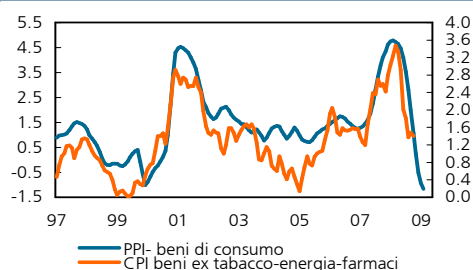
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

<sup>7</sup> (si veda Musso, Stracca e van Dijkx), "Instability and nonlinearity in the Euro-Area Phillips Curve", ECB WP No 811/September 2007

**Attese d'inflazione di medio termine ancora stabili**

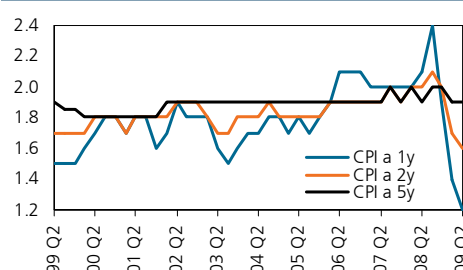
Quel che più conta per la dinamica futura dei prezzi è che le attese d'inflazione di medio periodo rimangano fermamente ancorate. Il quadro è più o meno confortante, a seconda della misura di aspettative di inflazione a cui ci si riferisce. Le attese di prezzo per i prossimi dodici mesi delle famiglie europee, come misurate dall'indagine della Commissione Europea, sono calate sensibilmente fino ad addentrarsi in territorio negativo negli ultimi due mesi, un record mai raggiunto prima (la Survey è iniziata nel 1985). Le attese di prezzo delle famiglie hanno sicuramente una rilevanza per testare l'andamento delle aspettative di prezzo, ma per la BCE contano di più gli indicatori di medio periodo.

**Le attese delle famiglie crollano su nuovi minimi**



Fonte: Commissione UE

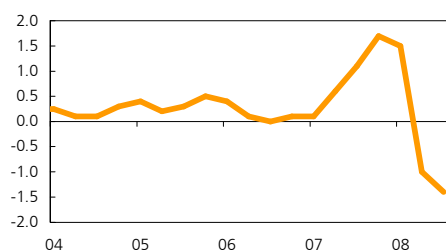
**Le attese di medio periodo dei professional forecasters sono stabili**



Fonte: ECB Survey of Professional Forecasters

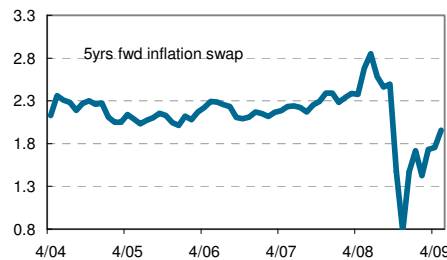
È difatti sul medio termine che la BCE è tenuta a rispettare l'obiettivo di una dinamica dei prezzi al consumo al di sotto, ma vicina al 2%. Un indizio sulle aspettative di prezzo oltre i due anni può derivarsi dalla *Survey of Professional Forecasters*.

**L'inflazione effettiva lontana dalla previsione di medio termine negli ultimi mesi**



Fonte: ECB Survey of Professional Forecasters

**Anche le attese di mercato hanno esibito una certa volatilità**



Fonte: ECB Survey of Professional Forecasters

L'indagine di giugno mostra un calo delle attese d'inflazione per il biennio in corso e al margine una probabilità ancora contenuta di un calo del CPI nel 2010 (6%). Ma nel medio periodo le attese d'inflazione a 5 anni sono fermamente ancorate intorno al 2%, il che indica che la BCE ha acquisito una sua credibilità. Tuttavia, se fino a metà 2008 l'inflazione effettiva non si era mai discostata dalla previsione di medio termine, negli ultimi mesi si è aperto un ampio divario che, se dovesse permanere nel corso dei prossimi anni, quanto meno metterebbe un punto interrogativo sull'obiettivo del 2%.

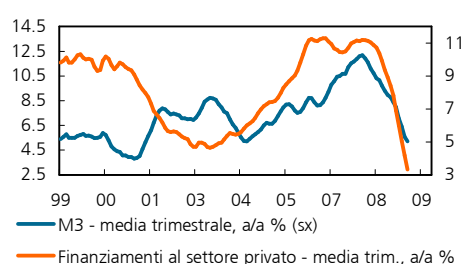
Anche i mercati hanno prezzato per alcuni mesi il rischio di una brusca frenata della dinamica inflativa se guardiamo ai movimenti della *break-even inflation* come estrapolata dai contratti a termine a 5 anni sugli *inflation swap* (meno sensibili agli sviluppi più recenti del CPI). Tuttavia, tale dinamica era molto influenzata dalla forte preferenza per la liquidità degli investitori, che penalizzava gli indicizzati rispetto ai benchmark, e poi la *break-even inflation* è risalita verso il

2%. La BCE rileva che depurata per la stagionalità la *break-even inflation* è rimasta al di sopra del 2% negli ultimi 12 mesi.

### Meno chiare le indicazioni dalla dinamica degli aggregati monetari

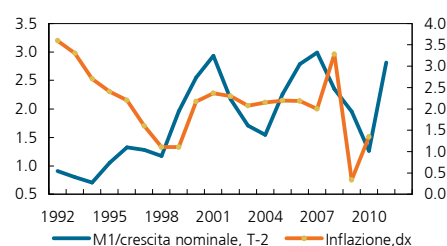
L'analisi del secondo pilastro offre indicazioni meno univoche sui rischi per la dinamica futura dei prezzi al consumo. Il rallentamento di M3 (al 5,4% a/a in media nel 2009, da un 10% in media lo scorso anno) e del credito al settore privato (3,3% a/a ad aprile da un picco dell'11% a/a un anno fa) confermano le pressioni verso il basso sul ciclo e sulla dinamica inflazionistica futura. La dinamica di M1 ha sensibilmente accelerato da fine 2008 e potrebbe segnalare in condizioni normali un'inversione di rotta per il PIL e l'inflazione con un anticipo di due trimestri. È possibile che in questa fase il segnale dagli aggregati monetari ed in particolare dalla dinamica di M1 sia sporcato dalle anomalie di mercato e dall'abbondante liquidità iniettata nel sistema dalla BCE. Finché il meccanismo di trasmissione degli impulsi dalla base monetaria agli aggregati monetari più ampi rimarrà inceppato (come visibile dal crollo dei moltiplicatori), non si avranno effetti inflativi. Solo in presenza di una ripresa dei moltiplicatori e quindi in seconda istanza di ripartenza del credito si potranno avere (anche se non necessariamente) effetti dell'abbondante liquidità sull'inflazione.

M3 e credito in frenata



Fonte: BCE

La riaccelerazione di M1 suggerisce pressioni verso l'alto



Fonte: BCE e Eurostat

### Politica monetaria: a quando una exit strategy?

L'ampio margine d'incertezza sullo scenario macro rimane coerente con una previsione di tassi fermi fino a fine 2010. Come già dettagliato in precedenza, riteniamo che se la crescita dovesse rivelarsi più deludente delle attese la BCE potrebbe optare per un ricorso più aggressivo a misure di politica monetaria non convenzionali che offrono maggiore scopo per alterare i tassi a breve di un taglio del refi. Constancio ed altri membri del Consiglio hanno indicato che la BCE valuterà l'impatto delle misure non convenzionali adottate e si riserva di incrementarle ove necessario. È pur vero che non necessariamente le misure non convenzionali e l'abbondante liquidità che la BCE continua a immettere nel sistema avranno un impatto sull'offerta di credito. L'operazione record di questa settimana, con cui la BCE ha erogato fondi con scadenza a 12 mesi (371 giorni) per 442 miliardi di euro ad un tasso dell'1,0% (57pb sotto il livello dell'Euribor equivalente), come da richieste pervenute da oltre 1100 banche, si è tradotta in un forte aumento dei fondi parcheggiati nella *deposit facility* e nella domanda di titoli di stato a breve termine. Quindi l'operazione sosterrà la redditività delle banche che beneficeranno della pendenza della curva sulle scadenze corte, favorirà una piccola riduzione nel costo del debito indicizzato a breve ma solo in minima parte stimolerà il credito.

Come sottolineato da Bini Smaghi in un recente intervento<sup>8</sup>, si impone la definizione di una *exit strategy* per rientrare dalle politiche economiche straordinarie adottate per contrastare le

<sup>8</sup> Inflation and Deflation risks How to recognise them? How to avoid them? 24 Giugno 2009.

conseguenze sistemiche della crisi. Il timing della *exit strategy* è cruciale per assicurare una ripresa non inflazionistica. Il livello dei tassi sui minimi assoluti dall'inizio dell'unione monetaria e le misure non convenzionali adottate per fronteggiare la crisi rischiano di generare inflazione e di alimentare le turbolenze nei mercati finanziari nel medio termine se lo stimolo non sarà rimosso per tempo. Le politiche fiscali adottate a sostegno dell'economia rischiano di compromettere la sostenibilità del debito nel medio periodo e impongono un rientro degli eccessi. La tempistica è cruciale perché rimandare la stretta fiscale rischia di rendere più pesante la correzione, ma un rientro troppo tempestivo potrebbe stroncare la ripresa. Per il momento la BCE continua a navigare a vista e la priorità come sottolineato da Trichet è restituire fiducia al sistema.

#### Dal 2010 nuove sfide attendono la BCE

La conduzione della politica monetaria dopo il 2010 sarà un esercizio non facile per la BCE. È ormai view di consenso che la crisi attuale lascerà un'eredità pesante e duratura per le economie industrializzate e la BCE si troverà a gestire la politica monetaria in un contesto ben diverso da quello degli anni 1999-08.

Le politiche fiscali dell'ultimo anno richiederanno una pesante correzione in quasi tutti i Paesi dell'area per riportare il debito su di un sentiero di sostenibilità. In particolare in quei paesi dove la sfida posta dall'invecchiamento della popolazione è stata solo in parte affrontata si richiede un sforzo più tempestivo. In alcuni Paesi il costo in termini di crescita della correzione sarà particolarmente elevato e spingerà i governi a cercare la collaborazione delle banche centrali affinché il costo del debito sia svalutato tramite un'inflazione più elevata.

Anche ammesso che si possa generare inflazione nella zona euro, il costo di un evento di questo tipo è ben noto che difficilmente si vorrà ripeterlo. L'impianto di Maastricht, nel sancire la totale autonomia della Banca Centrale Europea e fissando un obiettivo di stabilità dei prezzi, mira a prevenire proprio un evento di questo tipo. Come indicato da Constancio (si veda *Beyond the financial crisis: Some issues on the Future of Central banking* giugno 2009) **non vi è la possibilità di un coordinamento ex ante della politica monetaria e della politica fiscale.** Il Patto di Stabilità fornisce un impianto sufficientemente flessibile per ricondurre i saldi di finanza pubblica su di un sentiero di sostenibilità. **È probabile quindi che la politica monetaria nella zona euro continuerà ad essere calibrata su di un obiettivo di stabilità dei prezzi.** Ma, per quanto la BCE non potrà e non vorrà accomodare le eventuali politiche fiscali restrittive dei Paesi Membri si troverà ad adottare una linea più morbida. La crisi degli ultimi anni altera il sentiero di crescita potenziale per l'area euro e quindi il range di neutralità dei tassi di policy. Le ultime stime della BCE-working paper no 546 del 2006 – collocavano il tasso d'interesse nominale neutrale in un range tra il 3,25% ed il 4%. Visto che, la crescita attesa per i prossimi anni sarà con ogni probabilità più bassa che nell'ultimo decennio, è probabile che in futuro il range del tasso di interesse neutrale sia più basso di quello indicato.

## Focus: sentieri sostenibili disperatamente cercansi

La politica fiscale sta giocando un ruolo fondamentale a sostegno della domanda pubblica in tutti i Paesi dell'eurozona. I saldi di finanza pubblica sono nettamente peggiorati nel 2008 e per fine 2010 si troveranno in una posizione così deteriorata da compromettere la sostenibilità del debito nel medio termine. Si chiuderà in parte il gap tra Paesi che da sempre hanno un debito molto elevato: Italia, Belgio, Grecia e Paesi finora più virtuosi Irlanda, Spagna, Francia. La necessità di una correzione più o meno simultanea amplierà gli effetti sulla crescita dell'area. Al meglio si può sperare in una stabilizzazione del debito, ma un ritorno verso il 60% come da Trattato di Maastricht non è credibile.

Anna Maria Grimaldi  
Paolo Mameli

### Finanze pubbliche fuori controllo

Le scelte di politica fiscale in reazione alla crisi determineranno un netto deterioramento dei saldi di finanza pubblica nell'eurozona. Già nel 2008, il deficit dell'area euro si è allargato di 1,3 punti a -1,9% del PIL e il debito è salito al 61,5% del PIL da un precedente 58,7%. Il **peggioramento della posizione di bilancio è dovuto all'effetto del rallentamento congiunturale** sulla dinamica delle entrate fiscali e della spesa (ammortizzatori sociali), alla normalizzazione della dinamica delle entrate fiscali dalla crescita eccezionale del triennio precedente, **alle misure discrezionali** adottate dai governi in linea con l'*European Commission Rescue Plan* del dicembre 2008.

La Commissione stima che l'apporto della politica fiscale dovrebbe sommare a circa il **4,5% del PIL**. L'impatto degli stabilizzatori automatici e misure discrezionali dovrebbe essere, secondo le stime della Commissione, dell'1,1% del PIL nel 2009 e dello 0,8% nel 2010. I governi hanno adottato **misure extra budget** a sostegno della domanda: quali iniezioni di capitale e misure a sostegno agli investimenti pubblici per un **0,5% di PIL**. Inoltre, i governi hanno devoluto circa **un punto e mezzo di PIL alla ricapitalizzazione del sistema bancario**. Le garanzie offerte dai governi alle banche per circa un 24% del PIL sono state approvate dalla Commissione e di queste il 7,5% è stato già erogato. La liquidità fornita a sostegno delle banche ammonta al 7-8% del PIL. Le garanzie rappresentano una *contingent liability* ed entrano a far parte del debito solo se effettivamente utilizzate. Le misure fuori budget e la ricapitalizzazione dei bilanci bancari non entrano nel computo del deficit, ma avranno un impatto sul debito/PIL di circa il 3,5% attraverso lo *stock-flow adjustment*.

	Saldi di bilancio in % del PIL 2008-10			Debito in % del PIL		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Austria	-0,4	-4,2	-5,3	62,5	71	75,2
Belgio	-1,2	-4,5	-6,1	89,6	95,8	101,0
Francia	-3,4	-7,0	-7,5	68	79,9	86,8
Germania	-0,1	-4,3	-6,3	65,9	74,8	79,5
Grecia	-5,0	-5,1	-5,7	97,6	103,4	108,2
Irlanda	-7,1	-12,4	-16,0	43,2	62,0	80,0
Italia	-2,7	-5,2	-4,9	105,8	114,9	117,9
Paesi Bassi	1	-3,6	-3,2	45,6	58,4	63,1
Portogallo	-2,6	-6,5	-6,8	66,5	75,4	81,5
Slovenia	-0,9	-5,5	-6,5	22,8	29,3	34,9
Spagna	-3,8	-9,0	-10,3	39,5	50,1	63,0
Area euro	-1,9	-5,7	-6,6	69,3	78,3	84,3

Fonte: DG Ecofin e stime Intesa Sanpaolo

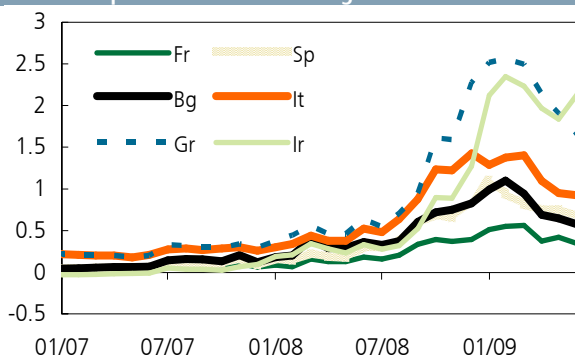
Stimiamo che per fine 2010 il deficit possa toccare il 6,6% ed il saldo primario possa allargarsi al -4,5% di PIL. Il debito supererà l'80% del PIL dal 69,3% del 2008. La tabella mostra che nei principali paesi il deficit eccederà il 3% per fine 2010 ed evidenzia un deterioramento allarmante per Irlanda, Spagna ed in minor misura Francia e Germania. Le tendenze di mercato dell'ultimo anno segnalano preoccupazione per la sostenibilità delle finanze pubbliche nella zona euro. Gli investitori hanno ricominciato a discriminare tra emittenti sovrani, penalizzando i paesi

## Scenario Macroeconomico

Giugno 2009

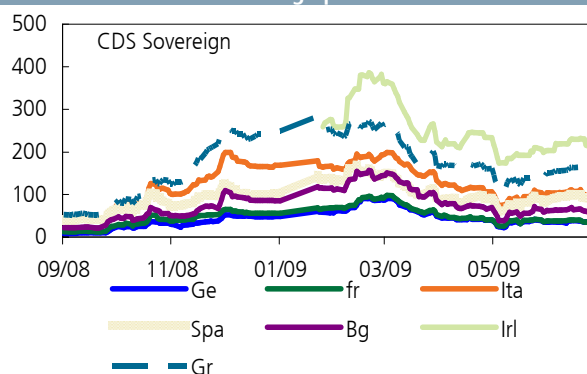
caratterizzati da crisi economica più profonda (Irlanda, Spagna) o con sistemi bancari particolarmente esposti al rischio Europa Orientale (Austria). Tra settembre e dicembre 2008 si è visto un forte allargamento dei CDS sugli emittenti sovrani, che è soltanto in parte rientrato negli ultimi mesi.

### Investitori più selettivi sui sovereign



Fonte: DG Ecofin e simulazioni Intesa Sanpaolo

### Rischio di default sui sovereign più alto che un anno fa



Fonte: DG Ecofin e simulazioni Intesa Sanpaolo

### Quanto grave è il problema di sostenibilità nel medio periodo?

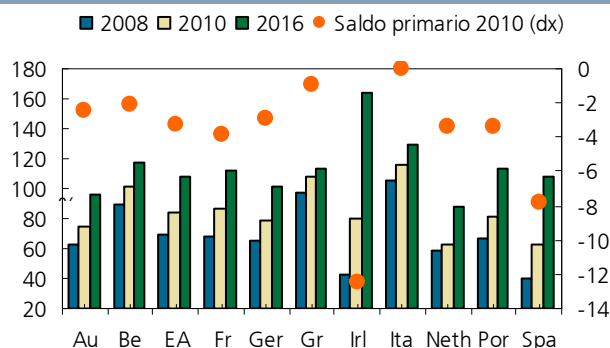
Per cercare di quantificare quanto grave sia il problema di sostenibilità dei saldi di finanza pubblica (si veda box pag. 40 per maggiori dettagli sull'aritmetica della sostenibilità,) abbiamo condotto una semplice simulazione per il periodo 2010-20 per i principali Paesi dell'area euro utilizzando l'equazione dinamica del debito. Le ipotesi alla base dell'esercizio sono una crescita reale in linea con le stime di potenziale fornite dalla Commissione Europea (le stime sono basate su di HP-filter. Per smussare il peso dei punti estremi utilizziamo la media del potenziale 2007-10 maggiorata di un 10% per tutti i Paesi). Assumiamo che l'inflazione sia in media del 2,0% in tutti i Paesi, un'ipotesi semplificativa e decisamente penalizzante per i Paesi a più alta inflazione, in quanto impone una correzione più ampia. Si ipotizza inoltre che il costo del debito aumenti solo marginalmente rispetto al livello di fine 2010 stimato dalla Commissione. Ipotizziamo che il saldo primario rimanga sul livello di fine 2010 ancora come da stime della Commissione. Si noti che l'esercizio è condotto ipotizzando che la politica monetaria è invariata sull'orizzonte di simulazione ed ignora l'impatto delle dinamiche demografiche sulla spesa primaria.

L'esercizio conferma che la sostenibilità del debito è un problema non da poco per tutti i Paesi dell'euro zona ed è particolarmente grave per Irlanda, Spagna, Italia, Belgio e Francia. Come si evince dal grafico, il debito in rapporto al PIL rischia di superare il 100% in quasi tutti i Paesi dell'area euro nel 2016. In questo scenario, si ridurrebbe la distanza tra paesi storicamente a basso debito come Spagna, Irlanda, Francia e Germania e paesi ad alto debito come Italia, Belgio e Grecia. Questo potrebbe spostare la pressione dei mercati dall'Italia su Spagna e Francia. La Germania manterrebbe la migliore posizione relativa del debito.

### Quanto costerebbe stabilizzare il debito?

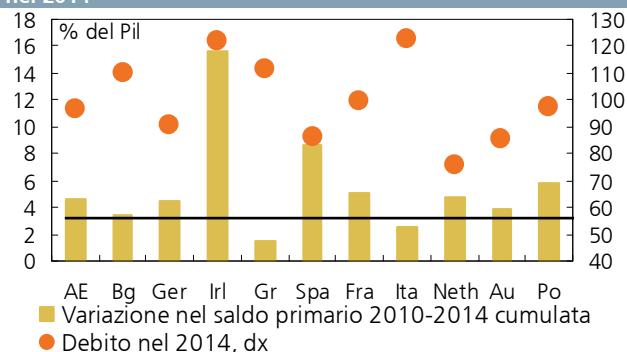
Cerchiamo di simulare una stabilizzazione del rapporto debito PIL dal 2014 in avanti per valutare il costo della correzione che i principali Paesi dell'eurozona dovrebbero affrontare. Si noti che l'esercizio è condotto non tenendo conto delle ripercussioni sulla crescita della manovra correttiva che dovrebbe essere attuata più o meno simultaneamente in tutti i Paesi. L'esercizio di simulazione indica che il costo della correzione in media potrebbe aggirarsi intorno al 5% del PIL nella zona euro e andrebbe spalmato su almeno quattro anni. Il conto da pagare è elevato in tutti i paesi, ma nel caso di Irlanda e Spagna è mastodontico. L'Italia, in termini relativi, si trova in una posizione migliore di Germania, Francia e Spagna dal momento che l'alto debito ha imposto il mantenimento di un lieve *surplus* primario anche nel 2008.

Dinamica del debito e saldo primario 2010



Fonte: DG Ecofin e simulazioni Intesa Sanpaolo

Intervento sul saldo primario necessario a stabilizzare il debito nel 2014



Fonte: DG Ecofin e simulazioni Intesa Sanpaolo

Per cercare di capire se la stabilizzazione del debito sui livelli di fine 2014 sia credibile, è necessario cercare di valutare le ripercussioni sulla crescita della manovra correttiva. L'ampio ricorso alla politica fiscale in risposta alla crisi ha riaperto il dibattito sull'efficacia della stessa per stimolare la domanda aggregata. Se gli shock fiscali restrittivi avessero un impatto simmetrico sulla crescita rispetto a manovre espansive si potrebbero utilizzare le stime recenti della Commissione Europea<sup>9</sup> dei moltiplicatori fiscali nell'eurozona. Per valutare l'impatto sulla crescita di diversi shock fiscali, il moltiplicatore varia a seconda della durata dello stimolo e del grado di accomodamento della politica monetaria. In generale, nel breve periodo, l'impatto maggiore sulla crescita deriva da misure temporanee dal lato della spesa quali maggiori sussidi agli investimenti, un aumento dei consumi e investimenti pubblici.

Impatto di uno shock fiscale di 1% sul PIL un anno dopo

	Stimolo permanente	Stimolo temporaneo	Stimolo temporaneo con politica monetaria accomodante
Sussidi agli inv.	0,46	1,37	2,19
Invest. Pub	0,84	1,07	1,40
Consumi pub.	0,36	0,99	1,40
Trasferimenti pub.	0,37	0,67	0,99
Tasse indirette	0,22	0,55	0,78
Tassa sui redditi	0,48	0,53	0,68
Tassa sui profitti	0,32	0,03	0,05

Fonte: DG Ecofin

Amesso che gli shock fiscali siano simmetrici rispetto alla crescita, le stime della Commissione indicherebbero che l'impatto sulla crescita sarebbe minimizzato se si optasse per un aumento temporaneo della pressione fiscale. Amesso che una tale strada sia politicamente percorribile, non è detto che anche l'impatto sui saldi sia altrettanto efficace. In un lavoro del 1995<sup>10</sup> Alesina, Perrotti e Giavazzi, utilizzando un panel di 20 paesi industrializzati, mostravano che dal 1960 tipicamente le manovre correttive hanno fatto perno su riduzioni di spesa e che solo riduzioni permanenti delle retribuzioni pubbliche e trasferimenti pubblici, considerati intoccabili dai governi, generano l'impatto massimo e più duraturo sui saldi di finanza pubblica. È probabile che nel lungo periodo una riduzione permanente della spesa abbia un impatto minore sulla crescita di un aumento permanente delle imposte, in quanto limiterebbe le attese di strette future della politica fiscale e potrebbe determinare un *crowding in*. Tale strategia si scontrerebbe però con il crescente disagio sociale per l'aumento delle diseguaglianze distributive che ha accompagnato le liberalizzazioni degli ultimi venticinque anni.

<sup>9</sup> Si veda: *Fiscal policy and credit constrained households*. European Economic Paper no.357 (2009).

<sup>10</sup> Si veda: A. Alesina, R. Perotti, et al. *Fiscal Expansions and Adjustments in OECD Countries* Economic Policy, Vol. 10, No. 21 (1995).



**In conclusione**, in assenza di una correzione già dal 2011, la sostenibilità del debito nel medio periodo risulterebbe compromessa in quasi tutti i paesi dell'area. E' imperativo individuare un piano di rientro ed una tempistica che consentano alla politica fiscale di esercitare appieno l'effetto di stimolo sulla domanda interna, ma nel contempo salvaguardino la dinamica del debito nel medio periodo. In linea di principio il Trattato di Maastricht offre un quadro di riferimento flessibile che dovrebbe fare da guida nelle scelte di politica fiscale dal 2011 in poi, tuttavia le politiche dell'ultimo anno lasciano un conto talmente salato che al meglio si potrà stabilizzare il debito.

### L'aritmetica della sostenibilità

Il Parlamento tedesco ha approvato il progetto di legge che impone un limite di 0,35% per il deficit delle amministrazioni centrali dal 2016 in poi. La normativa impone ai Laender il pareggio di bilancio ed esclude che deficit supplementari possano essere autorizzati per le amministrazioni locali. La riforma è disegnata per meglio recepire i criteri imposti dal Patto di stabilità e crescita e pertanto non preclude miglioramenti/peggioramenti del saldo di bilancio a secondo dell'andamento ciclico. Il limite si riferisce difatti al deficit strutturale. E' consentito pertanto lo sfioramento dello 0,35% in circostanze eccezionali (catastrofi naturali o periodi di crisi estrema come l'attuale), come del resto previsto dal Trattato di Maastricht.

Per sostenibilità delle finanze pubbliche si intende, fatte delle assunzioni sulla crescita potenziale del PIL, una dinamica di entrate e uscite delle Amministrazioni Centrali compatibile con una graduale stabilizzazione del debito pubblico nel medio termine. Il Trattato di Maastricht prescrive che il debito converga a un livello inferiore al 60% del PIL nel medio periodo.

Uno sguardo all'equazione dinamica del debito indica che sarà necessaria una manovra correttiva nei prossimi anni per ricondurre le finanze pubbliche su un sentiero sostenibile in quasi tutti i Paesi dell'area euro. La variazione del rapporto debito/PIL  $D_t/Y_t$  in un dato anno è determinata dal saldo primario (entrate meno spese al netto degli interessi)  $PB_t/Y_t$ , dalla differenza tra l'onere medio  $r$  sul debito alla fine del periodo precedente  $(D_{t-1}/Y_{t-1})$  e il tasso di crescita dell'economia  $g$ :

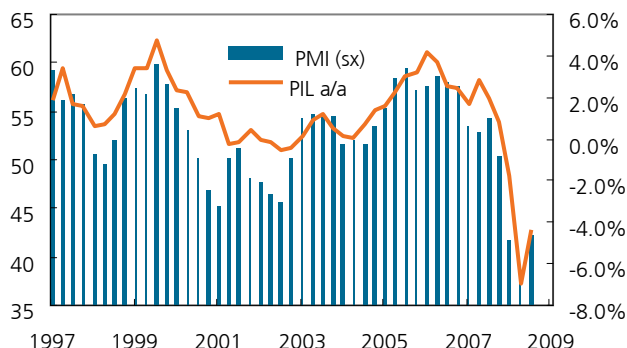
$$\Delta \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} = \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} * (r-g) - \frac{PB_t}{Y_t}$$

L'equazione ci dice che l'incidenza del debito sul prodotto interno si riduce al crescere dell'avanzo primario ( $PB_t$  diventa più negativo) e quando la crescita nominale è più grande rispetto all'onere medio del debito, ovvero quando  $(r-g) < 0$ . Se  $r > g$  il debito tende ad autoalimentarsi e si innesca quello che in gergo si chiama l'effetto *snowball*. L'appartenenza all'unione monetaria limita la dimensione del premio per il rischio paese e, quindi, l'effetto snowball, ma non può escludere del tutto che quest'ultimo si verifichi.

### (a) Germania

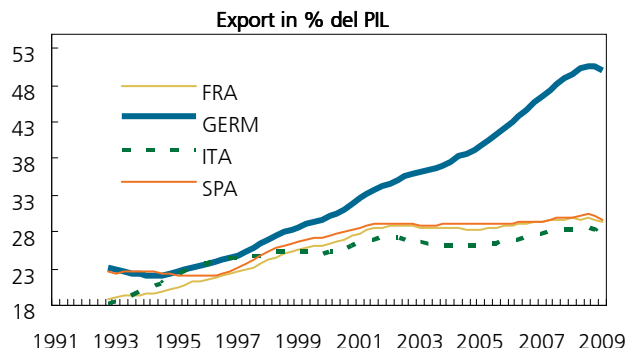
La Germania dopo un periodo di crescita straordinario che ha fatto gridare al ritorno del "gigante tedesco" soffre una profonda recessione. Nel 2009, il PIL si contrarrà del 6,2% ben peggio che nella media UE. Stando all'andamento dell'indagine IFO, tuttavia, il peggio dovrebbe essere ormai alle spalle. La debolezza degli ordinativi, la revisione al ribasso dei piani di spesa aziendali unitamente allo smobilizzo del magazzino (più snello che a inizio anno ma ancora considerato eccessivo) suggeriscono che l'attività continuerà a contrarsi anche nei mesi primaverili ed estivi. Nel 2010, la stabilizzazione dello scenario internazionale e l'ampio stimolo dalla politica fiscale dovrebbero garantire un ritorno alla crescita, sebbene su ritmi ancora modesti a (0,4%) e appena sufficienti a riportare il PIL reale al livello di inizio 2006.

Il minimo di questo ciclo è alle spalle



Fonte: PMI, IFO e FSO

La dipendenza dall'export detta le condizioni di ripresa



Fonte: PMI, IFO e FSO

La disastrosa performance è spiegata dal forte rallentamento della domanda mondiale ed in particolare est-europea ed asiatica, che aveva sostenuto la crescita tedesca negli ultimi tre anni. Per le esportazioni si prospetta un calo di circa il 15% nel 2009. La futura ripresa tedesca dipende imprescindibilmente da un ritorno della domanda estera, in particolare nel comparto dei beni capitali. Riteniamo che il recupero nel 2010 sarà comunque piuttosto contenuto. Se pure dovesse ripartire la domanda da Est Europa, Russia ed Asia difficilmente si avrà un nuovo ciclo di accumulo di capitale nel breve termine, dato l'eccesso di capacità produttiva a livello mondiale. Di riflesso, il beneficio per la Germania sarà contenuto, data la specializzazione produttiva in beni capitali. A fronte di un andamento incerto del commercio internazionale non è ipotizzabile che la domanda interna tedesca possa supplire alla carenza di domanda estera, nonostante l'ampio stimolo fiscale.

**La specializzazione produttiva ed il forte orientamento all'export hanno penalizzato la crescita**

L'elevato grado di capacità produttiva inutilizzata suggerisce che anche se la crescita del PIL dovesse risalire allo 0,4%, gli investimenti aziendali vedranno un recupero simbolico solo nella seconda metà del 2010. Gli investimenti pubblici e in particolare le costruzioni beneficeranno dello stimolo della politica fiscale sull'orizzonte di previsione per un ammontare complessivo dello 0,6% del PIL. Tuttavia, il timing degli interventi non è ancora chiaro. La dinamica delle costruzioni residenziali continuerà ad essere piuttosto deludente sia quest'anno che il prossimo ma non dovrebbe pesare negativamente sulla dinamica del PIL.

**La domanda interna non farà certo da contraltare. Investimenti in caduta libera**

La spesa delle famiglie, una volta riassorbito l'impatto sui consumi delle agevolazioni per le auto, tornerà in territorio negativo. Il calo dell'inflazione è temporaneo e sarà in ogni caso più che compensato dalla dinamica del mercato del lavoro. Fino ad ora la dinamica occupazionale ha risentito solo marginalmente del brusco rallentamento ciclico, dal momento che il calo di produzione è stato quasi interamente assorbito dalla riduzione delle ore lavorate. La formula di impiego "a tempo ridotto" ha ampiamente limitato il calo dell'occupazione. Lo schema rimarrà in piedi anche nella restante parte del 2009. Tuttavia, le imprese cercheranno di aggiustare l'input di lavoro al nuovo livello di vendite e di sostituire lavoratori a tempo pieno con lavoratori a tempo parziale. In media, nel 2009 si attende una contrazione dell'occupazione dell'1,2%, ma l'effetto ritardato sarà visibile nel 2010, quando prevediamo una contrazione dell'occupazione del 2,5%. La disoccupazione salirà all'8,5% nel 2009 e al 10,4% nel 2010. L'effetto della dinamica occupazionale si sentirà solo in parte sulla dinamica del tasso di disoccupazione dal momento che la forza lavoro sta rallentando, principalmente per ragioni demografiche. È importante quindi delineare riforme strutturali che prevengano che la disoccupazione ciclica di oggi si trasformi in disoccupazione strutturale.

**Consumi sostenuti dalla politica fiscale ma nel medio periodo peserà la dinamica occupazionale**

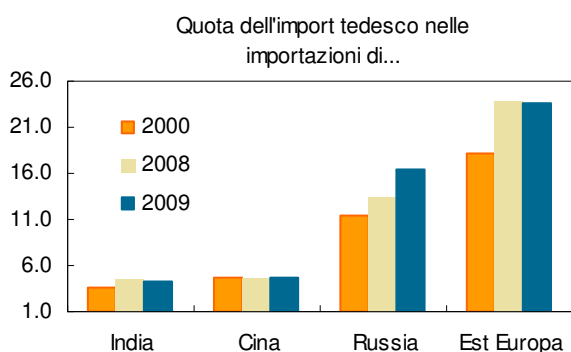
Parte del successo tedesco nei tre anni precedenti la crisi è spiegato da un forte recupero di competitività messo a segno con anni di moderazione salariale. Alla fine dello scorso anno si è

**Posizione competitiva ancora soddisfacente**

visto un netto deterioramento della posizione competitiva della Germania. Potrebbe, tuttavia, trattarsi di una dinamica ciclica destinata a invertirsi alla fine del 2009. Nel 2008, si è visto un aumento sostenuto dei salari contrattuali (2,8% a/a) che hanno recuperato rispetto alla dinamica passata della produttività. L'accelerazione dei salari nominali è proseguita parzialmente nel 2009 (in particolare nei servizi, meno nell'industria) ma è attesa rientrare del tutto nel 2010 in vista del peggioramento già in atto della dinamica occupazionale. A fronte di aumenti più generosi dei salari contrattuali, il crollo della produttività ha determinato una forte accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto. Difficilmente le imprese trasferiranno sui prezzi a valle l'aumento del costo del lavoro date le condizioni della domanda. Il recupero ciclico di produttività nella restante parte dell'orizzonte di previsione dovrebbe frenare sensibilmente la dinamica del costo del lavoro e restituire competitività. Tuttavia è possibile che la produttività media si assesti su di un livello più basso che negli anni precedenti la crisi. L'incertezza sul contesto internazionale e la stretta sul credito potrebbero indurre le imprese a tagliare non solo gli investimenti materiali ma anche gli investimenti in R&D con un effetto sulla produttività totale dei fattori.

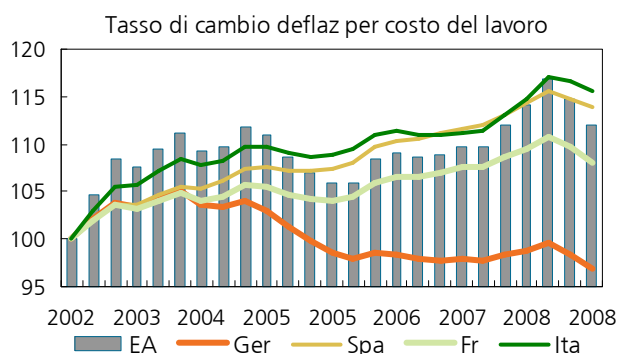
La dinamica annua dei prezzi al consumo entrerà in territorio negativo a luglio dallo 0,1% a/a di giugno. Come per il resto dell'eurozona si tratta di un fenomeno temporaneo riconducibile all'effetto base da energia ed alimentari. Nel 2009, in media i prezzi al consumo rimarranno invariati mentre dovrebbero crescere all'incirca dell'1,0% nel 2010. L'ampio *output gap* ed in particolare l'andamento più moderato dei salari a partire dalla seconda metà del 2009, metterà sotto pressione la dinamica sottostante dei prezzi al consumo.

### Export tedesco particolarmente sensibile al ciclo in Russia ed Est Europa



Fonte: FSO

### Ancora discreta la posizione competitiva



Fonte: DG Ecofin

Lo scenario macro per la Germania rimane soggetto ad un ampio margine d'incertezza, data l'elevata dipendenza dal contesto internazionale ed in particolare del ciclo in Est Europa, Russia ed Asia. Le ripercussioni della crisi finanziaria sul sistema bancario tedesco e quindi sull'economia reale sono ancora poco chiare, dal momento che le svalutazioni bancarie si vedranno solo nella seconda metà di quest'anno. E' possibile che le politiche economiche messe in atto a livello internazionale, più o meno simultaneamente, stimolino l'effetto espansivo sul ciclo aiutando la ripresa nel breve.

### Qual è l'impatto della politica fiscale

Anche in Germania il Governo è intervenuto con misure sostanziose (3,5% del PIL sul periodo 2009 -2010) di sostegno al ciclo. Le misure di politica fiscale adottate per contrastare la crisi determineranno un marcato deterioramento dei saldi di finanza pubblica. Il saldo di bilancio passerà dal pareggio del 2008 ad un deficit nel 2009 poco al di sopra del 4% del PIL.

L'impatto degli stabilizzatori automatici (l'apporto della componente ciclica) dovrebbe essere dello 0,4%, mentre l'impatto delle misure discrezionali dovrebbe sommare a circa 1,3 punti di PIL. Sarà ancora più pesante l'impatto delle misure discrezionali adottate per contrastare la crescita sulla dinamica del debito, che supererà ampiamente il 70% del PIL dal 65,9% del 2008. Le misure di sostegno al sistema finanziario non entrano nel computo del deficit 2009 ma solo nel debito. Per il 2010, il Governo ha già passato ulteriori misure di stimolo per 2 punti di PIL ed è probabile che il deficit superi il 6% del PIL, con all'incirca tre quinti del peggioramento del saldo di bilancio attribuibile agli stabilizzatori automatici. Il debito potrebbe toccare l'80% del PIL alla fine dell'orizzonte di previsione.

Le nostre previsioni sono più pessimistiche di quelle presentate dal Governo (deficit di -3% nel 2009 e -4% nel 2010) con l'aggiornamento di aprile del Programma di Stabilità, perché incorporano uno scenario di crescita più deterioro, ma sono in linea con le stime ufficiali più recenti. In aprile il Governo tedesco ipotizzava ancora una contrazione del 2,5% quest'anno e una crescita oltre l'1,0% dal 2010. **La politica fiscale nel biennio in corso determinerà un peggioramento del saldo primario dal surplus del 2,6 % del PIL del 2008 ad un deficit di oltre il 3% a fine 2010.**

Le misure adottate mirano a sostenere la spesa per consumi, la dinamica degli investimenti e a supportare l'industria dell'auto. **Nel 2009 lo stimolo complessivo di 1,5 punti di PIL è distribuito in egual misura tra misure sul fronte delle entrate e misure sulla spesa.**

I ricavi sono attesi in calo di 43 mld di euro non solo per il rallentamento ciclico e del rientro delle tasse sui profitti dal massimo del 2008 ma anche per effetto delle misure discrezionali: quali la riduzione dell'imposizione sui redditi delle persone fisiche (-0,2% di PIL); riduzione del tasso di contribuzione a carico dei lavoratori (-0,2% di PIL); ripristino dei rimborsi per i pendolari (-0,1% di PIL); condizioni di deprezzamento più favorevoli per le imprese (-0,2% di PIL). Le entrate in rapporto al Pil continueranno a salire.

**Nel 2009 la spesa pubblica è attesa accelerare sensibilmente (+56 mld di euro)** non solo per effetto degli stabilizzatori automatici, ma anche per effetto del supporto alle infrastrutture (0,3% di PIL); degli incentivi alle auto (+0,2% di PIL) e all'industria (+0,1% di PIL) e dei maggiori esborsi a sostegno del mercato del lavoro (+0,1% di PIL); inoltre, è atteso un aumento della spesa sanitaria (+0,2% di PIL). In rapporto al PIL la spesa potrebbe superare il picco del 48,5% del 2003.

Nel 2010, si avrà un ulteriore deterioramento dei saldi di finanza pubblica per effetto della debolezza ciclica sulla dinamica delle entrate e di ulteriori misure discrezionali quali la maggiore deducibilità fiscale dei contributi sanitari (-0,4% di PIL). Sul fronte della spesa sono previste misure di sostegni agli investimenti pubblici per un totale di 0,3% di PIL.

#### **Finanza pubblica: la sostenibilità potrebbe essere meno costosa che in altri Paesi membri**

Il drammatico peggioramento dei saldi di finanza pubblica in Germania richiede una correzione dopo il 2010. Il Governo è ben conscio della necessità di delineare una strategia di normalizzazione già a partire dal 2011 e ha approvato un progetto di legge che impone alle Amministrazioni Centrali di riportare il deficit strutturale allo 0,35% del PIL per fine 2016, a partire da una stima della Commissione del -3,9% per il 2010.

Cerchiamo di capire quando stringente sia la nuova regola fiscale. Il saldo primario corretto per il ciclo a fine 2010 dovrebbe essere di circa l'1,0% stando alle stime della Commissione. La spesa per interessi dovrebbe aggirarsi intorno al 3% del PIL. Assumiamo che il PIL cresca al potenziale (come da ultime stime dell'OCSE: 1,1) e che non ci sia quindi una variazione dell'output gap.

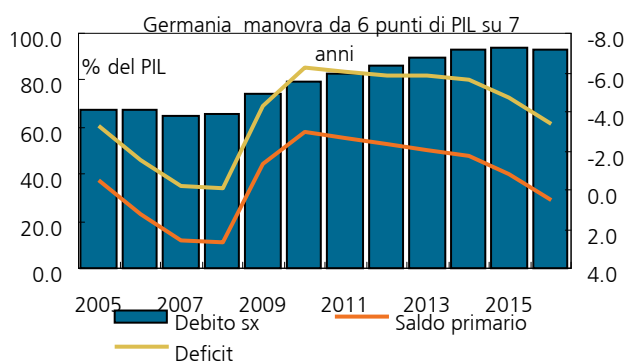
## Scenario Macroeconomico

Giugno 2009

Ipotizziamo inoltre che la spesa per interessi in relazione al PIL resti sul livello di fine 2009, ipotesi forte dal momento che all'aumentare del debito tale componente tende a salire. Ne deriva che per portare il deficit strutturale a -0,35 è necessario un surplus primario (corretto per il ciclo) del 2,65% del PIL. La correzione che si impone dal 2011 in avanti è quindi di 3,65% punti di PIL da spalmare su sei anni. Con l'ipotesi di crescita in linea con il potenziale non dovrebbe esservi un'ampia discrepanza tra la variazione di saldo primario e saldo primario corretto per il ciclo. Se il saldo primario effettivo migliorasse di 3,7 punti di PIL per fine 2016 si avrebbe un surplus primario di 0,5% - 0,6% per fine 2016 (si veda il grafico di sotto) sufficiente a riportare il debito su di un sentiero di sostenibilità.

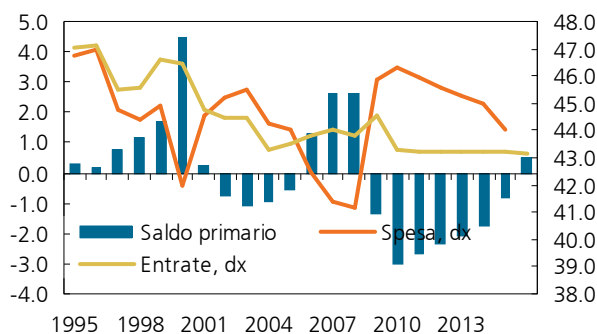
La manovra richiederebbe in media un calo della spesa primaria dal 46,3% del PIL (stimato per il 2010) al 42,7%, un calo di questo tipo ha dei precedenti non molto lontani (1996 -2000). Nel contempo, si richiede tuttavia, che le entrate in ragione del PIL restino invariate sul livello di fine 2010 (43,3%) che si traduce in un tasso di crescita pari in ciascun anno alla crescita del PIL nominale. Un andamento delle entrate come quello richiesto dalla simulazione imporrebbe un aumento delle aliquote. Le ripercussioni di una manovra di questo tipo sulla crescita non sarebbero trascurabili. È possibile quindi che la correzione sarà spalmata su più anni e l'obiettivo dello 0,35% di deficit strutturale sia raggiunto soltanto verso la fine di questo decennio.

**Un deficit strutturale dello 0,4% di PIL nel 2016 stabilizza il debito, ma richiede un surplus primario di 3,6% di PIL e...**



Fonte: DG Ecofin e simulazioni Intesa Sanpaolo

**... tagli di spesa in relazione al PIL piuttosto ingenti a fronte di una crescita delle entrate in linea con il PIL in ciascun anno**



Fonte: DG Ecofin e simulazioni Intesa Sanpaolo

Anche per la Germania lo sforzo di riportare le finanze pubbliche su di un sentiero di sostenibilità non è irrisorio anche se in termini relativi meno ingente rispetto a quello di Irlanda, Spagna o Francia.

Nel complesso, ci sembra che la Germania possa mantenere una posizione preminente all'interno dell'Area per performance di crescita e di finanze pubbliche, posto che le politiche economiche siano calibrate affinché la perdita di produttività dell'ultimo anno non si trasformi da ciclica a strutturale e che sia rispettato un sentiero di rientro dei saldi di finanza pubblica.

### Dal 2016 il deficit non potrà superare lo 0,35% del PIL

Il Parlamento tedesco ha approvato il progetto di legge che impone un limite di 0,35% per il deficit delle amministrazioni centrali dal 2016 in poi. La normativa impone ai Laender il pareggio di bilancio ed esclude che deficit supplementari possano essere autorizzati per le amministrazioni locali. La riforma è disegnata per meglio recepire i criteri imposti dal Patto di stabilità e crescita e pertanto non preclude miglioramenti/peggioramenti del saldo di bilancio a seconda dell'andamento ciclico. Il limite si riferisce difatti al deficit strutturale. È consentito pertanto lo

sforamento dello 0,35% in circostanze eccezionali (catastrofi naturali o periodi di crisi estrema come l'attuale), come del resto previsto dal Trattato di Maastricht.

La nuova regola fiscale richiede la valutazione del saldo di bilancio aggiustato per il ciclo. In linea con i regolamenti comunitari in materia fiscale le transazioni finanziarie verranno escluse dal calcolo del saldo. Pertanto i proventi di privatizzazioni non potranno essere utilizzati per saldare eventuali gap rispetto alla norma dello 0,35%. La nuova regola entrerà in vigore dal 2011 ma l'obiettivo dello 0,35% dovrà essere raggiunto nel 2016. Il processo di consolidamento del saldo strutturale dovrà quindi cominciare già alla fine del prossimo anno.

Stando alle stime della Commissione il deficit strutturale in Germania ha toccato l'1,2% del PIL nel 2008 e per fine 2010 dovrebbe arrivare al -3,9% del PIL. In termini relativi la posizione della Germania è meno allarmante di quella di molti altri Paesi ed in particolare rispetto a Irlanda, Francia e Spagna.

Deficit strutturali (deficit corretti per il ciclo al netto delle misure one - off) in % del PIL stime della Commissione						
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Germania	-2,9	-2,1	-1,2	-1,2	-2,4	-3,9
Francia	-4,1	-3,4	-3,9	-4,3	-5,5	-5,5
Italia	-5,2	-3,9	-2,9	-3,4	-2,6	-2,8
Spagna	1,01	1,08	1,06	-3,9	-6,8	-8,2
Olanda	0,02	0,02	-1	-0,5	-2,6	-4,3
Belgio	-1	-1,5	-1,5	-2,2	-3,2	-4,0
Grecia	-5,7	-4,1	-4,5	-6,5	-5,7	-4,7
Irlanda	1,02	1,09	-1,8	-7,5	-9,8	-12,2
Austria	-1,4	-2,2	-1,8	-1,8	-3,2	-3,8
Portogallo	-5,5	-3,8	-3,3	-3,8	-5,5	-5,1

Fonte: DG Ecofin

La correzione necessaria a riportare il saldo di bilancio strutturale a -0,35% del PIL sarà di circa un 0,6% di PIL all'anno tra il 2011 ed il 2016, un tale tipo di intervento sui saldi strutturali può sembrare non mastodontica in isolamento ed è stata attuata in passato anche se quattro anni di correzione consecutiva non hanno precedenti. La regola inoltre come argomentiamo nel testo potrebbe comunque richiedere aumenti delle imposte e tagli della spesa su più anni, indipendentemente dalla posizione ciclica.

Germania													
	2006	2007	2008	2009	2010	2008		2009				2010	
						3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi 2000, a/a) t/t	3,2	2,6	1,0	-6,2	0,5	0,8	-1,8	-6,9	-6,9	-6,5	-4,4	-0,5	0,3
Consumi privati	1,2	-0,3	-0,1	0,0	-0,3	0,2	-0,3	0,5	0,1	-0,5	-0,3	-0,2	0,2
Investimenti fissi lordi	8,6	4,8	3,8	-11,8	0,3	0,3	-2,8	-8,4	-1,6	-0,5	0,0	0,1	0,5
Consumi pubblici	0,6	2,2	1,8	1,4	2,9	0,1	-0,1	0,2	0,7	0,7	0,6	0,7	0,8
Esportazioni	13,1	7,7	2,2	-15,1	1,3	-0,4	-8,1	-9,7	-4,5	0,0	1,0	2,0	2,4
Importazioni	12,2	5,2	3,9	-9,9	1,6	4,0	-4,1	-5,4	-3,5	-1,2	0,1	1,0	1,0
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0,3	-0,1	0,5	0,9	-1,6	1,2	0,8	0,0	0,2	-0,4	-0,3	-0,4	-0,7
Partite correnti (% PIL)	6,3	7,6	6,6	3,6	3,4								
Deficit (% PIL)	1,6	0,1	-0,1	-4,4	-6,3								
Debito (% PIL)	67,6	65,2	65,9	74,8	79,5								
CPI (a/a)	1,8	2,3	2,8	0,4	1,4	3,3	1,7	0,8	0,3	-0,2	0,7	1,2	1,4
Produzione Industriale	5,8	5,9	0,1	-17,4	1,0	-1,0	-6,6	-12,0	-4,1	0,0	0,2	0,1	0,4
Disoccupazione (%)	10,8	9,0	7,8	8,4	10,1	7,7	7,6	7,8	8,2	8,4	8,9	9,3	9,9
<b>Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato</b>													
Euribor a 3 mesi (%)	3,1	4,3	4,6	1,4	1,4	5,0	4,2	2,0	1,3	1,2	1,2	1,2	1,3
Tasso a 10 anni (%)	3,8	4,2	4,0	3,3	3,5	4,3	3,5	3,1	3,4	3,3	3,3	3,4	3,5

Fonte: FSO, Bundesbank e stime Intesasanpaolo.

**(b) Francia**

Secondo le stime della Commissione, **il deficit francese salirà al 6,6% del PIL quest'anno, un punto al di sopra della stima governativa.** La differenza sta principalmente nelle diverse assunzioni di crescita (-1,5% rimane la previsione del Governo contro un più realistico -3% della Commissione). Le spese sono stimate salire dal 52,7% al 55,6% del PIL, sulla scia soprattutto del deterioramento delle condizioni sul mercato del lavoro, e le entrate sono viste in calo da 49,3% a 49% del PIL. Per quanto riguarda il 2010, la Commissione stima un deficit in ulteriore aumento al 7% del PIL. Tuttavia, tali stime sono a nostro avviso già superate in quanto lo stesso Governo ha ammesso che il disavanzo sarà compreso tra il 7% e il 7,5% del PIL. Anzi secondo una fonte della Commissione Finanze dell'Assemblea Nazionale nel caso di una crescita ancora negativa nel 2010 il disavanzo potrebbe raggiungere l'8,4% l'anno prossimo (ne deriverebbe un debito all'88% nel 2010 e al 93% nel 2012).

**Deficit attorno al 7% del PIL sia nel 2009 che nel 2010**

**Ancor più significativo l'aumento del debito, visto salire dal 68% del 2008 al 79,7% nel 2009 e all'86% nel 2010, in ragione di un tasso di crescita del PIL nominale inferiore al costo del servizio del debito.** Da segnalare anche che i fondi creati dal Governo per stabilizzare il sistema bancario (uno per emissioni bancarie subordinate e l'altro a garanzia del debito bancario) peseranno per almeno l'1,5% del PIL. **I rischi su queste stime di debito sono a nostro avviso verso l'alto e potrebbero venire dall'effetto "snow-ball" di deficit più alti nonché da possibili altre iniezioni di capitale nel sistema bancario.**

Da notare che **le entrate fiscali in Francia presentano una correlazione elevata con l'andamento dei prezzi di Borsa e immobiliari.** Si stima<sup>11</sup> che per ogni 10% di aumento dei prezzi di Borsa e immobiliari il rapporto entrate/PIL salga dello 0,3% (dovuto per due terzi ai prezzi immobiliari e per un terzo alle quotazioni di Borsa), una percentuale non certo irrilevante. Pertanto, il calo ancora in corso dei prezzi impatterà ulteriormente sul gettito, dunque **la correzione dovrà avvenire principalmente attraverso un taglio delle spese.**

**Il pacchetto fiscale anti-crisi include misure di stimolo pari a quasi un punto di PIL per il 2009, principalmente attraverso maggiori spese** (investimenti pubblici, sostegno al settore immobiliare e automobilistico, misure sociali). Il grosso di queste misure ha natura temporanea e potrebbe non impattare sul bilancio oltre il 2010. Le altre misure contenute nel Budget 2009 risultano neutrali in quanto le maggiori spese sono compensate da maggiori entrate. Da notare che **il governo francese, a differenza di altri esecutivi (come quello spagnolo e quello irlandese) non accenna alla possibilità di misure restrittive per riportare su un sentiero sostenibile il deficit.** Anzi il presidente Sarkozy ha dichiarato che la Francia non adotterà una politica di austerità, e il Governo ha rivisto al rialzo la sua **previsione sul deficit 2012, dal 2,9% del PIL al 5-5,5%.**

Principali misure fiscali per il 2009 (in % del PIL)	
Misure fiscali in risposta alla crisi	
Minori entrate	Maggiori spese
Accelerazione nei pagamenti alle imprese (-0,3%)	Sostegno al settore immobiliare e automobilistico (+0,1%)
	Misure sociali a favore delle famiglie a basso reddito (+0,1%)
	Investimenti pubblici (+0,3%)
Misure fiscali contenute nel Budget 2010	
Tasse su previdenza complementare e aziende farmaceutiche (0,1%)	Reddito minimo (Revenu de Solidarité Active) (0,1%)
Nuove tasse sui capital gains (0,1%)	
Pacchetto fiscale (-0,1%)	
Modifica nella tassazione dei dividendi (-0,1%)	

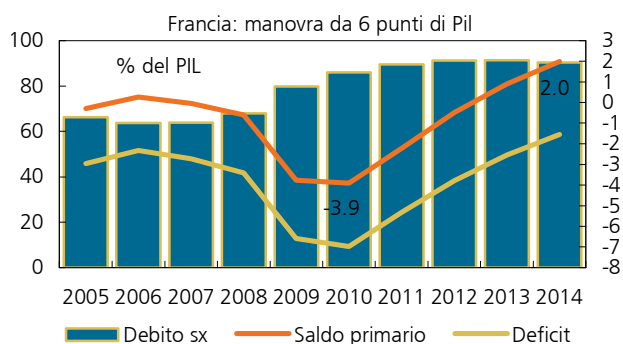
Fonte: Commissione UE

<sup>11</sup> Morris, R., and L. Schuknecht, "Structural balances and revenue windfalls: the role of asset prices revisited", Working Paper Series, ECB, March 2007

L'esercizio di sostenibilità condotto per la Francia porta a risultati in certa misura intermedi tra quelli di Germania e Spagna. Ipotizzando un costo medio del debito in graduale aumento dal 3,6% del 2010 al 4% nel 2014, un PIL in linea col potenziale (in crescita graduale dallo 0,7% nel 2010 all'1% nel 2014) e un deflatore del PIL anch'esso in graduale aumento fino all'1,5% nel 2014, si ottiene che per raggiungere l'obiettivo di stabilizzare il debito (al 91% del PIL) entro il 2014 (ovvero portare il deficit al 3% già del 2013) occorre una correzione pari al 5,7% del PIL in 4 anni (quasi un punto e mezzo di PIL all'anno), per arrivare a un avanzo primario al 2% nel 2014. Ipotizzando l'elasticità storica delle entrate al PIL nominale, la correzione dovrebbe essere attuata attraverso un taglio sensibile delle spese, dell'1,4% in ciascuno dei primi due anni e in minor misura nei due anni successivi. Tale consolidamento, in base alle elasticità storiche, potrebbe sottrarre tra mezzo punto e tre quarti di punto di crescita all'anno.

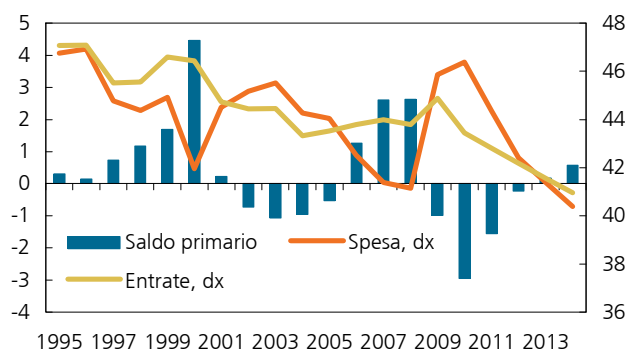
**La correzione richiesta per stabilizzare il debito è di quasi sei punti di PIL**

La Francia per stabilizzare il debito entro il 2014 dovrebbe mettere in atto una restrizione di quasi 6 punti di PIL...



Fonte: dati Eurostat, EcoWin, simulazione Intesa Sanpaolo

... che, ipotizzando che le entrate si muovano in base all'elasticità storica al PIL nominale, richiederà un deciso controllo delle spese



Fonte: dati Eurostat, EcoWin, simulazione Intesa Sanpaolo

Secondo lo studio più volte ricordato della BCE<sup>12</sup> sull'impatto dell'invecchiamento della popolazione sui conti pubblici dei Paesi dell'area euro nel lungo termine, **la Francia risulta il Paese dell'area euro, dopo la Grecia, che vedrebbe l'incremento più preoccupante per deficit e debito nel lungo termine (2050)**. Proiettando gli effetti dei cambiamenti demografici a politiche invariate, il deficit salirebbe a -15,3% del PIL e il debito al 233,7% del PIL rispettivamente.

**Sentiero esplosivo per deficit e debito nel lungo termine**

Pare di poter concludere che il governo francese nei prossimi anni dovrà muoversi tra Scilla e Cariddi, in un difficile equilibrio tra la correzione fiscale richiesta per rispondere agli effetti della crisi e quella per correggere gli squilibri di lungo termine.

### (c) Italia

**La recessione profonda che l'Italia come altri Paesi sta attraversando avrà un forte impatto sui conti pubblici.** L'ultima stima governativa è quella contenuta nella Relazione Unificata sull'Economia e la Finanza di aprile, che, nell'ipotesi di un PIL reale in calo di -4,2% quest'anno, proietta un deficit al 4,6% del PIL sia quest'anno che il prossimo. Forse ancor più importante sottolineare che ciò si rifletterà in un **aumento consistente (di 8,5 punti secondo il Governo) del debito**, atteso crescere all'114,3% del PIL quest'anno dal 105,8% del 2008. Si tratta del secondo aumento consecutivo, che porterebbe il debito **ai livelli del periodo precedente l'ingresso nell'euro, cancellando i miglioramenti degli ultimi dieci anni.**

**Non trascurabile l'aumento di deficit e debito pubblico nel 2009**

<sup>12</sup> "Fiscal sustainability and policy implications for the euro area" (Fabrizio Balassone, Jorge Cunha, Geert Langenus, Bernhard Manzke, Jeanne Pavot, Doris Prammer, Pietro Tommasino), ECB Working Paper Series No 994 / January 2009.



**Le nostre stime sono leggermente più pessimistiche.** Infatti, pur con una crescita del PIL nominale (-2,9%) circa in linea con quella del Governo, la contrazione più profonda del PIL reale (-5,3% nelle nostre ipotesi odierne contro il -4,2% allora stimato) causerà probabilmente un calo più pronunciato delle imposte sia dirette (-2,6% contro il -2,1% previsto dalla RUEF) che indirette (-4,4% vs -3%). Ne risulterebbe, coerentemente con l'elasticità dei conti pubblici alla crescita concordata in sede europea (pari a 0,5<sup>13</sup>) un **deficit al 5,2% quest'anno. Il saldo primario scenderebbe in negativo (-0,3%), ai minimi dal 1991.**

**La buona notizia è che l'aggravamento del disavanzo è quasi esclusivamente dovuto a fattori ciclici, visto che il Governo ha mantenuto la disciplina fiscale** accompagnando le misure di stimolo proposte a più riprese con equivalenti coperture. Infatti, mentre la maggior parte degli altri Governi in Europa e nel mondo ha deciso pacchetti fiscali fortemente espansivi che impatteranno sul deficit sia nel 2009 che nel 2010, l'impatto della crisi sul disavanzo in Italia si avrà principalmente attraverso l'azione degli stabilizzatori automatici, che dovrebbero toccare un picco nel 2009 con il calo delle entrate e l'aumento delle spese dovuto al punto di minimo per crescita e occupazione.

**Anche la "manovra estiva" non dovrebbe portare a modifiche di rilievo rispetto ai saldi di finanza pubblica,** visto che il decreto del Consiglio dei Ministri del 26 giugno prevede una manovra lorda di 1.334,7 milioni di euro per il 2009, 2.141,5 per il 2010 e 2.469 per il 2011, ma le minori entrate e maggiori spese previste dal decreto sono interamente finanziate da maggiori entrate e minori spese compensative. L'azione espansiva netta consiste nell'aumento della dotazione del fondo per interventi strutturali di politica economica, in misura pari a 2,4 milioni nel 2009, 3,4 nel 2010 e 3,9 nel 2011 (lo 0,0002% del PIL). Il grosso della manovra consiste nello sconto Ires del 50% per le aziende che reinvestono gli utili nell'acquisto di macchinari e attrezzature, che secondo la relazione tecnica al decreto darà un minore incasso di 2,6 miliardi a fronte di un maggior gettito di 437 milioni (in termini di cassa però l'impatto dovrebbe scaricarsi sui conti 2010 e 2011 in quanto il beneficio fiscale si applicherà a partire non dall'acconto di novembre 2008 ma dal saldo di giugno 2010). Federmacchine stima che l'impatto netto degli incentivi sul fatturato delle imprese del settore sia di 6 miliardi nel 2009 e altrettanti nel 2010. Per quanto riguarda le coperture, si punta a un giro di vite sui paradisi fiscali (415 milioni nel 2009, 650 nel 2010 e 473 nel 2011) e sul contrasto agli arbitraggi fiscali internazionali (606 milioni nel 2010), e alle compensazioni fraudolente dei crediti IVA (200 milioni nel 2009, 1 miliardo a partire dal 2010), nonché a una nuova imposta sostitutiva del 6% sulle plusvalenze su oro e metalli preziosi di società ed enti. La manovra comprende anche misure per l'occupazione: un "premio di occupazione" per l'utilizzo dei lavoratori in cassa integrazione per progetti di riqualificazione e formazione (20 milioni quest'anno e 150 milioni il prossimo), il rifinanziamento delle proroghe a 24 mesi della CIGS per cessazione di attività, l'integrazione salariale per i contratti di solidarietà (40 milioni quest'anno, il doppio l'anno prossimo); tutte queste misure sul lavoro sono finanziate attraverso l'utilizzo del Fondo sociale per l'occupazione e la formazione, previsto dal decreto anticrisi del novembre 2008 (fondo attivato dal Cipe attingendo alle risorse del Fondo Aree Sottoutilizzate). Non dovrebbe avere impatto sui saldi di competenza, ma importante anche lo sblocco di 23 miliardi di euro di debiti della pubblica amministrazione verso le imprese, di cui 18 provenienti dalla legge di assestamento del bilancio e 5 dallo sblocco "addizionale" dei pagamenti contenuto nel decreto.

---

<sup>13</sup> Vedi Programma di Stabilità dell'Italia, febbraio 2009.

Effetti decreto anti-crisi Consiglio dei Ministri 26 giugno			
	2009	2010	2011
<b>Minori entrate e maggiori spese</b>	<b>1334,7</b>	<b>2141,5</b>	<b>2469</b>
di cui:			
Detassazione utili reinvestiti		1800	2300
Ulteriore svalutazione crediti in sofferenza	19	49	81
Premio di occupazione	20	150	
Proroga a 24 mesi CIGS	25		
Integrazione salariale per contratti di solidarietà	40	80	
<b>Maggiori entrate</b>	<b>1324,7</b>	<b>2034,4</b>	<b>1371,9</b>
di cui:			
Compensazioni fraudolente dei crediti Iva	200	1000	1000
Stretta sui paradisi fiscali	415	650	473
Contrasto agli arbitraggi fiscali internazionali		606	
Plusvalenze da oro	500	500	
<b>Minori spese</b>	<b>10</b>	<b>107,1</b>	<b>1097,1</b>
<b>Saldo netto</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Fondo per interventi strutturali di politica economica	2,4	3,4	3,9

Fonte: Governo italiano, Il Sole 24 Ore

**Il mantenimento di una disciplina fiscale farà sì che, a differenza che in quasi tutti gli altri Paesi europei, il deficit potrebbe stabilizzarsi già nel 2010.** Nel nostro scenario-base, il disavanzo scenderebbe poco sotto il 5% del PIL sia nel 2010 che nel 2011. Il debito salirebbe al 114,9% del PIL quest'anno, di cui lo 0,3% dovuto al disavanzo primario, il 4,9% alla spesa per interessi, il 2,9% al calo del PIL nominale e l'1,1% all'aggiustamento stock-flussi che comprende uno 0,8% stimato di maggior debito dovuto ai cosiddetti Tremonti-bond (10-12 miliardi). Il debito salirebbe poi ulteriormente al 117,9% del PIL nel 2010 e al 119,7% nel 2011.

Scenario centrale Intesa Sanpaolo sui conti pubblici					
	2007	2008	2009p	2010p	2011p
<b>SALDO PRIMARIO</b>	<b>53,99</b>	<b>37,912</b>	<b>-3,894</b>	<b>0,779</b>	<b>8,086</b>
in % PIL	3,5	2,4	-0,3	0,1	0,5
<b>SALDO DI PARTE CORRENTE</b>	<b>35,413</b>	<b>12,965</b>	<b>-20,944</b>	<b>-24,058</b>	<b>-26,555</b>
in % PIL	2,3	0,8	-1,4	-1,5	-1,7
<b>INDEBITAMENTO</b>	<b>-23,225</b>	<b>-42,979</b>	<b>-78,723</b>	<b>-77,019</b>	<b>-76,665</b>
in % PIL	-1,5	-2,7	-5,2	-4,9	-4,8
<b>DEBITO</b>	<b>1.598,84</b>	<b>1.663,23</b>	<b>1.754,73</b>	<b>1.834,35</b>	<b>1.914,36</b>
in % PIL	103,5	105,8	114,9	117,9	119,7
var.	-2,9	2,3	9,1	3	1,8
<b>Avanzo primario</b>	<b>-3,5</b>	<b>-2,4</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,5</b>
<b>Effetto snow-ball</b>	<b>1,1</b>	<b>3,4</b>	<b>7,8</b>	<b>3,1</b>	<b>2,5</b>
- var. PIL nominale	-3,9	-1,8	2,9	-1,9	-2,8
- interessi/PIL	5,0	5,1	4,9	5,0	5,3
<b>Aggiustamento stock-flussi</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>
<b>PIL nominale</b>	<b>1.544,777</b>	<b>1.572,050</b>	<b>1.527,121</b>	<b>1.555,950</b>	<b>1.599,070</b>
%	3,9	1,8	-2,9	1,9	2,8
<b>PIL reale</b>	<b>1,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>-5,3</b>	<b>0,4</b>	<b>1,0</b>
Deflatore del PIL	2,4	2,8	2,6	1,5	1,7

Fonte: Ministero del Tesoro, previsioni Intesa Sanpaolo

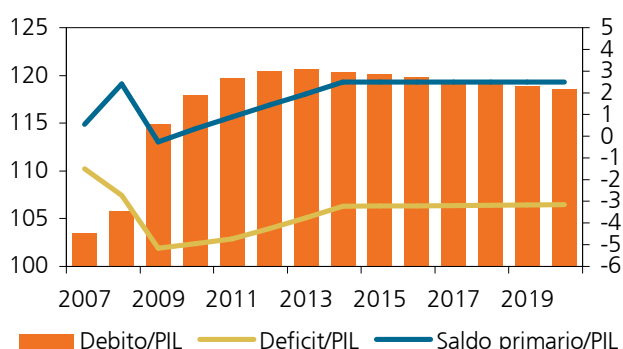
Visto che la pluriennale tendenza alla riduzione del rapporto debito pubblico/PIL sembra essersi interrotta, appare lecito domandarsi se torni ad esistere, come per altri Paesi (non solo anglosassoni, ma anche appartenenti all'Eurozona come Irlanda e Spagna) un problema di **sostenibilità del debito pubblico**. Per affrontare il tema occorre anzitutto ricordare l'equazione di sostenibilità del debito pubblico, secondo cui il rapporto debito/PIL cresce nel tempo se  $b(r-y) - x > 0$  dove  $b$  è il rapporto debito/PIL,  $r$  il tasso di interesse reale,  $y$  il tasso di crescita del PIL reale e  $x$  l'avanzo primario.

**Ma i rischi per la sostenibilità del debito appaiono contenuti sia con un'ottica di breve-medio termine...**

Considerando un costo medio del debito che, dopo essere salito al 5,1% l'anno scorso, scende al 4,5% (un decimo sotto quanto ipotizzato nel Programma di Stabilità di febbraio) per poi salire al 4,7% nel 2010 e al 4,9% nel 2011, un PIL reale che rimbalza a 0,4% l'anno prossimo e poi all'1% nel 2011 per convergere verso il potenziale (1,2%) successivamente, un deflatore del PIL che dall'1,5% del 2010 salga fino all'1,8% a regime, si ottiene che per soddisfare l'equazione di sostenibilità del debito ovvero stabilizzare il rapporto debito/PIL poco sopra il 120% entro l'orizzonte di previsione (2014) **è sufficiente ipotizzare che, attraverso manovre restrittive dal 2011 in poi, l'avanzo primario salga gradualmente dallo 0,1% del 2010 al 2,5% nel 2014**, anno in cui il debito smetterebbe di salire dopo il picco al 120,7% del PIL nel 2013.

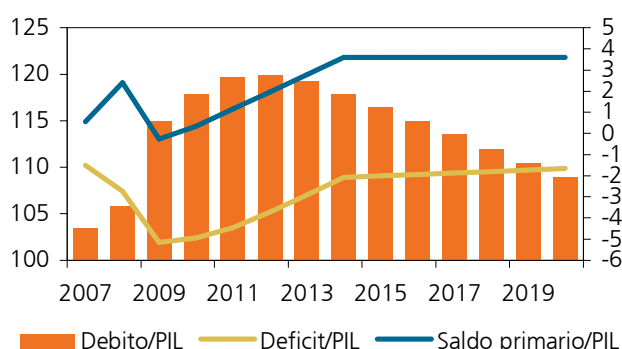
**Solo lievemente più stringente sarebbe l'obiettivo di riportare il deficit al di sotto del 3% nell'orizzonte di previsione.** Nel caso in cui si voglia raggiungere quest'obiettivo nel 2014 l'avanzo primario dovrebbe salire gradualmente fino al 2,8% in quell'anno (sempre dallo 0,1% del 2010), in altri termini già nel 2011 l'avanzo primario dovrebbe salire di appena sei decimi a 0,9%. Nel caso in cui si voglia centrare il target già nel 2013, occorrerebbe portare l'avanzo primario al 2,8% in quell'anno (e dunque già nel 2011 all'1,2%, quasi un punto sopra il 2010). **Tali simulazioni segnalano l'esigenza di una restrizione fiscale non eccezionale**, specie a confronto con quella che, per ottenere gli stessi obiettivi (sostenibilità del debito o deficit sotto la soglia del 3%) dovrebbe essere attuata negli altri grandi Paesi dell'eurozona.

Correzione fiscale necessaria per stabilizzare il debito...



Fonte: Istat, simulazione Intesa Sanpaolo

... o per riportare il deficit sotto il 3% entro il 2013



Fonte: Istat, simulazione Intesa Sanpaolo

Altre simulazioni possono essere fatte. Ad esempio **il debito non risulterebbe sostenibile se lo stato mantenesse negli anni a venire i bassi livelli di avanzo primario (vicini a zero) che caratterizzeranno il biennio 2009-10**. Proiettando il livello di avanzo primario atteso per il 2010 (0,1%), il debito continuerebbe a salire fino a superare il 150% del PIL nel 2024.

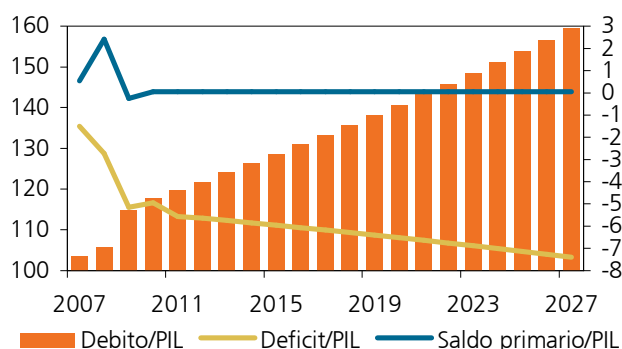
Viceversa, si può anche ipotizzare uno **scenario particolarmente virtuoso**. Ad esempio, ipotizzando che entro il 2014 l'avanzo primario raggiunga i livelli medi della seconda metà degli anni '90 (4,3% del PIL), si otterrebbe comunque un calo relativamente modesto del rapporto debito/PIL nel periodo di previsione (al 116% nel 2014). Ipotizzando che quel ragguardevole avanzo primario venga mantenuto per tutti gli anni successivi, il debito tornerebbe all'incirca ai livelli del 2007 solo nel 2020.

Per inciso, segnaliamo che tali simulazioni non cambierebbero in misura drammatica se come stima sul PIL di steady-state si utilizzasse non la stima tradizionale sul PIL potenziale italiano (1,2%) ma la stima più aggiornata, quella pubblicata dall'OCSE<sup>14</sup>, pari, per il periodo 2011-

<sup>14</sup> "Beyond the crisis: medium-term challenges relating to potential output, unemployment and fiscal positions", OECD economic outlook 85 preliminary edition, chapter 4

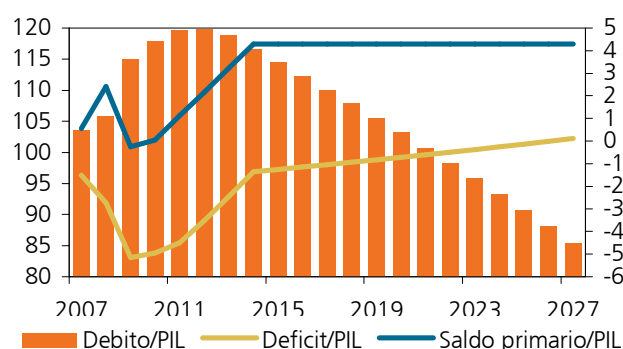
2017, a 0,9% (nello stesso documento comunque l'OCSE stima una crescita effettiva sensibilmente più alta, dell'1,7%).

Scenario pessimistico: in caso di saldo primario costante agli attuali livelli, il debito sarebbe insostenibile



Fonte: dati Istat, simulazione Intesa Sanpaolo

Scenario virtuoso in caso di mantenimento dell'avanzo primario medio della seconda metà degli anni '90



Fonte: dati Istat, simulazione Intesa Sanpaolo

Tali considerazioni circa la sostenibilità del debito si basano sull'ipotesi cruciale di assenza di mutamenti demografici. Ma tale tema risulta cruciale se si vuole indagare il problema della sostenibilità del debito nel lungo termine. **... che tenendo conto delle modificazioni demografiche**

L'aggiornamento di febbraio del Programma di Stabilità vede una **spesa pensionistica** in rapporto al PIL che (tenendo conto delle previsioni demografiche Eurostat secondo le ipotesi concordate in seno all'EPC-Ageing Working Group) sale solo moderatamente (specie nel confronto con altri Paesi europei), dal 14,7% del PIL nel 2010 al 15,6% nel 2040 (per calare poi successivamente). Infatti, **nonostante l'Italia risulti tra i paesi con il più elevato tasso di invecchiamento della popolazione e un incremento dell'indice di dipendenza degli anziani dagli attivi superiore ai 30 punti percentuali nel periodo 2005-60, il nostro è uno dei Paesi (dopo l'Austria) con il minor incremento atteso della spesa pensionistica** (appena lo 0,8% del PIL nel periodo 2010-50 contro il 3,1% della media UE-12). Ciò grazie alle riforme implementate negli ultimi 10-15 anni. Più sensibile l'incremento della spesa sanitaria, attesa crescere dal 7,1% del PIL nel 2010 all'8,7%, con un trend sempre crescente, nel 2060.

Per quanto riguarda **l'impatto dell'invecchiamento della popolazione**, considerando le previsioni macroeconomiche del *Working Group on Ageing Populations (AWG)* del Comitato sulla politica economica dell'Unione Europea<sup>15</sup>, assumendo che il saldo primario sia influenzato solo dai cambiamenti demografici (ovvero a politiche invariate), e ipotizzando un costo medio del debito che converga al 5,1% (pari alla somma di un tasso reale poco sopra il 3% e di un'inflazione al 2%, come nelle ipotesi AWG), si ottiene che il deficit di bilancio nel 2050 aumenterebbe fino al 6,8% del PIL. Il debito salirebbe fino al 130,5% del PIL. **L'Italia tuttavia sarebbe posizionata molto meglio rispetto alla media area euro** (più virtuose risulterebbero solo Finlandia, Austria, Germania e Spagna ma solo in merito ai livelli di debito e non di deficit). Un'altra indicazione viene dagli indicatori di sostenibilità della Commissione Europea<sup>16</sup>, il più significativo dei quali è a

<sup>15</sup> European Commission, "The long-term sustainability of public finances in the European Union", European, Economy Volume 4, October 2006; Economic Policy Committee and the European Commission (2006), "The Impact of Ageing on Public Expenditure: Projections for the EU25 Member States on Pensions, Health Care, Long-term Care, Education, and Unemployment Transfers", European Economy – Special Report n°1, Brussels.

<sup>16</sup> European Commission, "Public Finances in EMU – 2007", European Economy, Volume 3, June 2007.

## Scenario Macroeconomico

Giugno 2009

nostro avviso il *required primary balance* ovvero la correzione strutturale sul saldo primario (assumendo che esso sia determinato solo dalle variabili demografiche) necessaria a portare il rapporto debito/PIL al 60% entro il 2015. L'aggiustamento necessario per l'Italia, che pure parte dal livello di debito più elevato, risulta nella fascia bassa tra i Paesi europei (3,1% del PIL).

Il passo successivo è verificare gli effetti sulla crescita della manovra di consolidamento fiscale che dovrebbe essere attuata, nello scenario centrale, dal 2011 al 2014. Come detto sopra, per stabilizzare il debito occorrerà portare gradualmente l'avanzo primario da 0,1% del PIL nel 2010 a 2,5% del PIL nel 2014. **Si tratterebbe di una manovra restrittiva, rispetto allo scenario base (che già vede un deficit in tendenziale riduzione), pari a circa due punti di PIL complessivi (mezzo punto all'anno per quattro anni). Se la correzione fosse applicata unicamente dal lato delle spese comporterebbe comunque, rispetto allo scenario base, effetti sulla crescita relativamente modesti (in media -0,2% all'anno).** La stima è stata ottenuta introducendo la correzione programmata sui conti pubblici nel modello ad equazioni simultanee di Oxford Economic Forecasting e ottenendone l'effetto di retroazione sulla crescita.

**La correzione fiscale richiesta nel periodo 2011-2014 potrebbe sottrarre circa due decimi all'anno al PIL.**

Scenario base 2011-14 e correzione richiesta per stabilizzare il debito

	Scenario base					Scenario con correzione			
	2010	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014
PIL reale (%)	0.4	1.0	1.3	1.2	1.2	1.0	1.1	1.0	1.0
PIL nominale (%)	1.9	2.8	3.0	3.0	3.0	2.7	2.8	2.8	2.8
Deficit pubblico/PIL	-4.9	-4.8	-4.5	-4.4	-4.3	-4.6	-4.4	-3.9	-3.3
Saldo primario/PIL	0.1	0.5	1.2	1.3	1.4	0.7	1.3	1.9	2.5
Interessi/PIL	5.0	5.3	5.7	5.7	5.8	5.3	5.7	5.7	5.8
Entrate (%)	1.0	2.4	3.2	3.2	3.4	2.4	3.2	3.2	3.4
Uscite (%)	0.7	2.2	2.4	2.8	2.9	1.7	2.4	2.2	2.2

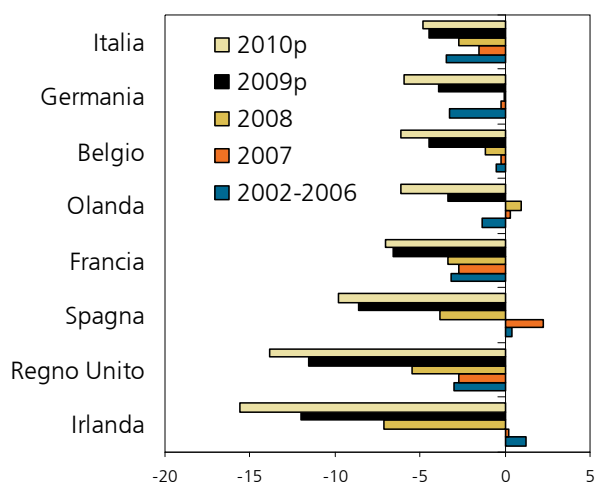
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su modello Oxford Economic Forecasting

Crescita del debito e costo della stabilizzazione finanziaria secondo il FMI

	Debito 2008 % PIL	Debito 2010 % PIL	Debito 2008-10 var. %	Costo stab. finanziaria % PIL
Canada	64	77	13	4,4
Francia	67	80	13	1,8
Germania	67	87	19	3,1
Italia	106	121	15	0,9
Giappone	196	227	30	1,7
UK	52	73	21	9,1
USA	71	98	27	12,7

Fonte: FMI, marzo 2009

Andamento del deficit pubblico secondo le proiezioni della Commissione Europea



Fonte: Commissione Europea, Spring Forecasts 2009

In sintesi, la situazione dei conti pubblici italiani rimane delicata visti gli elevati livelli di partenza del debito pubblico, ma i rischi di insostenibilità appaiono tutto sommato contenuti sia con un'ottica di breve termine (vista l'entità modesta degli interventi discrezionali espansivi e delle misure di ricapitalizzazione del sistema bancario, l'aumento del deficit rientrerà al materializzarsi della ripresa) sia con un'ottica di lungo termine (le riforme pensionistiche sembrano aver ridotto drasticamente, specie a confronto con altri Paesi europei, i rischi di lungo termine legati all'incremento delle spese legate all'invecchiamento della popolazione). Ciò non toglie che un qualche grado di restrizione fiscale dovrà essere attuato (con effetti restrittivi sulla crescita dal 2011 in poi), ma l'entità degli interventi richiesti appare assai minore che in altri Paesi che hanno adottato pacchetti di stimolo assai più rilevanti e/o che si trovino a fronteggiare costi ingenti dovuti agli interventi di stabilizzazione del sistema finanziario.

Il freno alla crescita futura rappresentato dalla necessità di stringere la politica fiscale sarà minore che in altri Paesi

## (d) Spagna

La Spagna è uno dei Paesi europei che ha sperimentato il più forte deterioramento dei conti pubblici già dallo scorso anno, essendo passata da un surplus di +2,2% del PIL nel 2007 a un deficit di -3,8% nel 2008, ben al di sotto dell'obiettivo previsto nel Budget 2008 (surplus di 1,25%). Il debito è salito al 40,3% del PIL nel 2008.

Forte deterioramento dei conti pubblici dovuto non solo al ciclo ma alle politiche discrezionali

Secondo le stime della Commissione, il deficit salirà all'8,6% del PIL nel 2009 e al 9,8% nel 2010 (molto al di sopra del 4,8% stabilito nell'aggiornamento di gennaio del Programma di Stabilità). Il debito è atteso crescere di più di 20 punti percentuali nel biennio per arrivare oltre il 62% nel 2010. Rispetto a queste stime i rischi a nostro avviso sono verso l'alto, anzi in relazione a una nostra valutazione sulla crescita più pessimistica di quella della Commissione riteniamo che quest'anno il disavanzo possa facilmente superare il 9%.

Il peggioramento del disavanzo è solo in parte dovuto al ciclo, come visibile dal fatto che il disavanzo strutturale (corretto per il ciclo ed escludendo le misure una-tantum) è stimato a -6,8% nel 2009 e a -8,2% nel 2010. Le ipotesi di crescita sottostanti ci appaiono ottimistiche per il 2009 (-3,2% contro una nostra stima a -4,2%) ma viceversa pessimistiche sul 2010 (-1% mentre noi vediamo una sostanziale stagnazione l'anno prossimo).

Lo stimolo fiscale per il 2009 ammonta a circa tre punti di PIL, di cui la metà dovuto agli stabilizzatori automatici e la metà alle politiche discrezionali. Dunque, secondo i moltiplicatori della Commissione, potrebbe avere un impatto sulla crescita di 2,25%. Il pacchetto di misure discrezionali per il 2009 è sintetizzabile nella tabella sotto.

Principali misure di stimolo per il 2009 (in % del PIL)	
Minori entrate	Maggiori spese
Riduzioni fiscali per i mutuatari (-0,2%)	Fondo Centrale Governativo per gli investimenti pubblici locali (+0,7%)
Modifiche nel sistema di riscossione dell'Iva (-0,6%)	Fondo per il sostegno di specifici settori industriali (+0,3%)
Taglio dell'imposta sul reddito (-0,5%)	
Abolizione della tassa sulla ricchezza (-0,2%)	

Fonte: Commissione UE

Il governo punta a ridurre il deficit l'anno prossimo all'8,4% del PIL dal 9,5% di quest'anno, e a riportare il disavanzo al di sotto del limite del 3% entro il 2012. Tra le misure restrittive adottate per raggiungere l'obiettivo, il Governo ha già approvato l'aumento delle imposte su sigarette e benzina, e pensa a un giro di vite sull'evasione fiscale, a misure di controllo della spesa e anche a un possibile aumento delle aliquote sulle fasce di reddito più elevate. A dire il vero, sono in discussione anche nuove misure espansive come l'allungamento dei sussidi di disoccupazione (subordinato a programmi di riqualificazione professionale) e il taglio di 1-2 punti dell'aliquota contributiva.

Misure restrittive già dal 2010?

## Scenario Macroeconomico

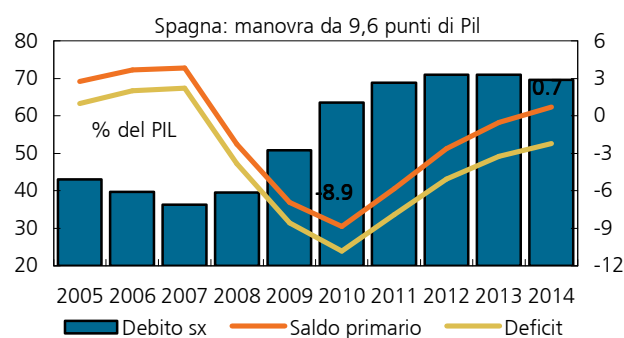
Giugno 2009

Considerando un costo medio del debito in graduale aumento dal 3,1% del 2010 al 4,3% nel 2014, un PIL in linea col potenziale (in crescita in media dell'1,6% nel periodo 2011-2014) e un deflatore del PIL in graduale aumento dall'1,8% del 2010 fino al 3,6% nel 2014, si ottiene che **per raggiungere l'obiettivo di stabilizzare il debito, ovvero di riportare il deficit sotto il 3%, entro il 2014, è richiesta per la Spagna una correzione cumulata del disavanzo primario pari a poco più di 100 miliardi ovvero in totale quasi 10 punti di PIL (il 2,4% all'anno)**. Per capire l'entità della correzione basti pensare che, ipotizzando che le entrate si muovano con una elasticità piuttosto elevata (1,2 nei primi due anni, 1 nel 2013-14) al PIL nominale (per un aumento delle entrate in media del 5,1% all'anno e una pressione fiscale in aumento dal 37,3% al 37,9% del PIL), **occorrerebbe un controllo draconiano sulle spese, che (al netto degli interessi) dovrebbero calare in termini assoluti per i primi tre anni della simulazione (in media dell'1,7%) fino ad arrivare al 37,3% del PIL nel 2014 dal 46,2% nel 2010. In questa simulazione, il debito toccherebbe un picco al 71% del PIL nel 2012-13 per calare poco sotto il 70% nel 2014.**

**Problemi di sostenibilità sia con un'ottica di breve-medio termine...**

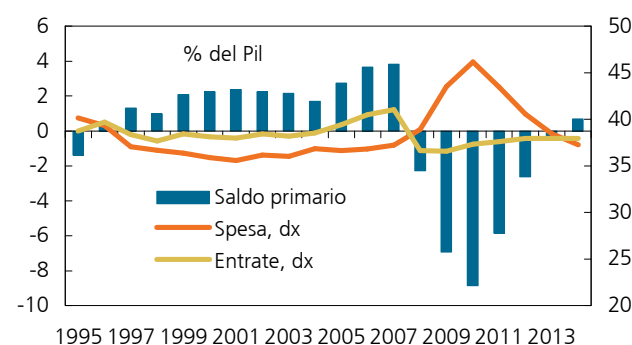
In sintesi, si tratterebbe di una correzione molto ambiziosa, che rischierebbe di sottrarre oltre un punto alla crescita annua. Poiché pare di poter dire che difficilmente essa verrà attuata in questa misura, la stabilizzazione del debito potrebbe richiedere un orizzonte più lungo di quello considerato (2014). Dunque, esistono problemi di sostenibilità del debito iberico.

La Spagna per stabilizzare il debito entro il 2014 dovrebbe mettere in atto una restrizione di quasi 10 punti di PIL...



Fonte: dati Eurostat, EcoWin, simulazione Intesa Sanpaolo

... che richiederebbe in particolare un deciso taglio delle spese oltre che un aumento della pressione fiscale



Fonte: dati Eurostat, EcoWin, simulazione Intesa Sanpaolo

**Non certo confortanti appaiono anche le considerazioni sulla sostenibilità di lungo termine del debito in relazione ai mutamenti demografici.** La Spagna è tra i grandi Paesi quello che, assieme a Norvegia e Irlanda, sperimenterà il maggior incremento della spesa legata all'età tra il 2007 e il 2060 (il 9% di incremento in rapporto al PIL contro il 4,8% della media Ue-15). L'incremento è dovuto principalmente alla spesa pensionistica (+6,7%) e, in minor misura, alla sanità (+1,6%).

**... che di lungo termine.**

Secondo lo studio più volte ricordato della BCE<sup>17</sup> sull'impatto dell'invecchiamento della popolazione sui conti pubblici dei Paesi dell'area euro nel lungo termine, proiettando i cambiamenti demografici sul saldo primario (a politiche invariate) la Spagna non vedrebbe il suo debito esplodere visti i bassi livelli di partenza ma gli effetti sul deficit sarebbero comunque importanti (il disavanzo salirebbe al 9,4% del PIL nel 2050, e su tale stima vista la recente evoluzione esistono senz'altro rischi verso l'alto).

In sintesi, **la Spagna, pur non correndo rischi di default, mostra problemi di sostenibilità del debito sia nel breve-medio termine, a causa degli effetti della recente crisi, sia con un'ottica di lungo termine sulla scia degli effetti dell'invecchiamento della popolazione.**

<sup>17</sup> "Fiscal sustainability and policy implications for the euro area" (Fabrizio Balassone, Jorge Cunha, Geert Langenus, Bernhard Manzke, Jeanne Pavot, Doris Prammer, Pietro Tommasino), ECB Working Paper Series No 994 / January 2009.

## (e) Grecia

Quello ellenico è in percentuale del PIL (al 97,6% nel 2008), il **debito pubblico più alto tra i Paesi OCSE dopo Giappone e Italia**. La Grecia è il **Paese dell'eurozona con il rating più basso** dopo che Standard & Poor's lo scorso 14 gennaio ha declassato il debito di lungo termine ad A-. Si tratta dello stesso rating che la Grecia aveva nel 1997, che poi era stato alzato fino ad A+ (l'attuale rating di Italia e Portogallo) nel 2003. Un primo downgrading ad A c'era stato nel 2004.

Ma **come si è formato l'attuale debito pubblico?** All'inizio degli anni '90, l'economia greca era caratterizzata da elevati tassi di inflazione, elevati disavanzi fiscali e di conseguenza alti tassi di interesse. Il debito in percentuale del PIL crebbe dal 71,1% del PIL nel 1990 al 98,3% del PIL nel 1993, a causa di: 1) alti disavanzi (in media superiori al 10% del PIL a partire dalla metà degli anni '80); 2) periodiche svalutazioni della dracma; 3) trasferimento di prestiti emessi da aziende parastatali al bilancio dello Stato; 4) trasferimento al bilancio dello Stato del debito detenuto presso la Banca di Grecia.

**L'inversione di queste variabili ci fu nella seconda metà degli anni '90** con lo sforzo di correzione fiscale intrapreso per soddisfare i criteri di Maastricht. Dopo il picco toccato al 103,8% del PIL nel 2001, la maggiore disciplina fiscale e l'accelerazione della crescita economica consentirono un lieve rientro del debito fino al 94,8% nel 2007. **Già quest'anno tuttavia il debito tornerà circa attorno al picco precedente (al 103,4%), per salire ulteriormente (al 108% del PIL) l'anno prossimo. Secondo le stime della Commissione, il disavanzo salirà dal 5% del 2008 al 5,1% quest'anno e al 5,7% l'anno prossimo. A nostro avviso i rischi su queste previsioni sono verso l'alto.**

C'è da notare però che la crescita del deficit e del debito sarà inferiore a quella che verrà registrata in altri Paesi europei perché **la Grecia**, proprio a causa dei suoi alti livelli di debito e del suo basso rating che hanno causato una impennata degli spread sui tassi rispetto alla Germania, **è risultata (non a caso insieme all'Italia) tra i Paesi più virtuosi nell'attuale gestione delle finanze pubbliche.**

Quanto alle **misure adottate nell'attuale crisi per salvare il sistema bancario**, la Grecia ha stanziato 28 miliardi per uno schema di garanzia del nuovo debito emesso dalle banche che potrà anche comprendere l'iniezione di capitale (in cambio di azioni privilegiate e dell'elezione di un rappresentante nel consiglio d'amministrazione). Inoltre il Governo ha deciso di garantire fino a 100 mila euro (dai 20 mila euro precedenti) sui depositi per un periodo di almeno tre anni. Si tratta comunque di cifre che almeno in gran parte dovrebbero funzionare solo come garanzie e non tramutarsi in maggior debito.

Quanto alle **misure fiscali "core"**, il Budget per il 2009 è stato approvato con modifiche assai marginali rispetto alla prima versione nonostante l'aggravarsi della crisi economica, e prevede misure di stimolo di entità assai limitata. L'andamento dei saldi nel 2009 risentirà prima di tutto di un effetto di trascinarsi negativo dal 2008, quando il rapporto deficit/PIL si è attestato al 5%, il doppio dell'obiettivo governativo iniziale, a causa di un deciso calo delle entrate e alle maggiori spese dovute all'entrata in azione degli stabilizzatori automatici in conseguenza del rallentamento dell'attività economica, nonché in ragione di un aumento della spesa per interessi dovuto al noto aumento degli spread sui titoli ellenici. In conseguenza del peggioramento dei saldi tendenziali e tenendo conto della necessità di evitare manovre correttive vista la fase di difficoltà economica, **il deficit, che secondo l'aggiornamento di gennaio del Programma di Stabilità era visto al 3,7%, salirà nelle stime della Commissione al 5,1% quest'anno e al 5,7% il prossimo. Le stime di crescita sottostanti vedono un PIL in calo di -0,9% quest'anno e in lieve ripresa a +0,1% nel 2010. Si tratta a nostro avviso di stime non particolarmente ottimistiche, rispetto alle quali anzi potrebbero esserci rischi verso l'alto.**

L'andamento recente e previsto del debito

La politica fiscale di recente è rimasta improntata a cautela



Per raggiungere l'obiettivo di un deficit al 3,7% il prossimo anno, il Ministro dell'Economia Papathanasiou ha comunicato di voler mettere in atto **misure restrittive**, tra cui: 1) dal lato delle entrate, l'aumento (dal 75% all'80%) delle imposte su alcool e tabacco (a fronte però della reintroduzione dello scaglione di esenzione fiscale a 10.500 euro per lavoratori autonomi e PMI), nonché un giro di vite sull'evasione fiscale; 2) dal lato delle uscite, un maggior controllo sulla pubblica amministrazione con tagli selezionati di spesa e una riduzione degli straordinari e delle spese generali.

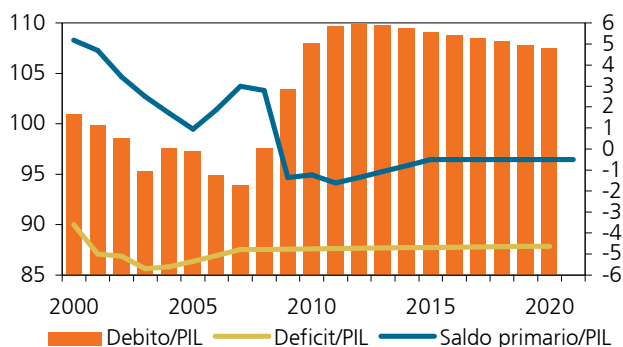
In ogni caso, il fatto che la Grecia non abbia adottato politiche discrezionali espansive (e anzi abbia già annunciato alcune misure restrittive) farà sì che la gran parte dell'aumento del disavanzo rientri nei prossimi anni in quanto dovuta al ciclo. In effetti il saldo primario strutturale (ovvero il saldo al netto degli interessi corretto per il ciclo e depurato delle *una tantum*), dopo aver toccato un punto di minimo a -2,3% nel 2008, è atteso riportarsi a zero nel 2010.

Considerando un costo medio del debito che tende verso il 4,1% (leggermente più basso che nell'aggiornamento di gennaio del Programma di Stabilità), un PIL reale che tende verso il potenziale (2,4% sempre secondo il Programma di Stabilità) e un deflatore del PIL attorno al 2,5%, si ottiene che **per raggiungere l'obiettivo di stabilizzare il debito entro il 2014 (poco sotto il 110% del PIL) è sufficiente che il disavanzo primario, dall'1,6% stimato per il 2010, si riduca allo 0,5% nel 2014**. In sostanza, il debito greco sarebbe sostenibile anche in presenza di un disavanzo primario. Si tratterebbe di una **correzione di poco più di un punto di PIL "spalmabile" su quattro anni**. Ciò grazie al fatto che già dal 2012 il tasso di crescita del PIL nominale dovrebbe tornare a eccedere il costo medio del debito e quindi far stabilizzare il rapporto debito/PIL. Di conseguenza **gli effetti sulla crescita sarebbero trascurabili (un decimo all'anno)**. **Da notare che le ipotesi da noi introdotte sono assai più pessimistiche sull'avanzo primario rispetto agli obiettivi governativi** contenuti appunto nel Programma di Stabilità, che implicherebbe un avanzo al netto degli interessi sopra l'1% già dal 2011, **e che le ipotesi di crescita non sono particolarmente ottimistiche** visto che la stima più recente dell'OCSE<sup>18</sup> vede per il periodo 2011-2017 un PIL potenziale al 2,9% e una crescita effettiva media addirittura al 3,9%.

**La sostenibilità di lungo termine del debito...**

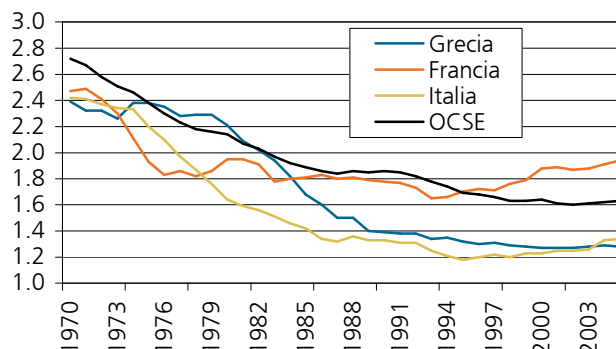
Dunque, **considerando la sostenibilità di breve-medio termine del debito** in relazione a ipotesi di buon senso su crescita, inflazione e avanzi primari, pare di poter dire che **i recenti timori circa la possibilità di insolvenza sul debito sovrano siano poco fondati**.

**Alla Grecia non è necessario un avanzo primario per stabilizzare il debito entro il 2014**



Fonte: dati Eurostat, EcoWin, simulazione Intesa Sanpaolo

**Tuttavia, i problemi di sostenibilità riguardano il lungo termine, in relazione ai cambiamenti demografici**



Fonte: OCSE, stime 2009 Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

<sup>18</sup> "Beyond the crisis: medium-term challenges relating to potential output, unemployment and fiscal positions", OECD economic outlook 85 preliminary edition, chapter 4

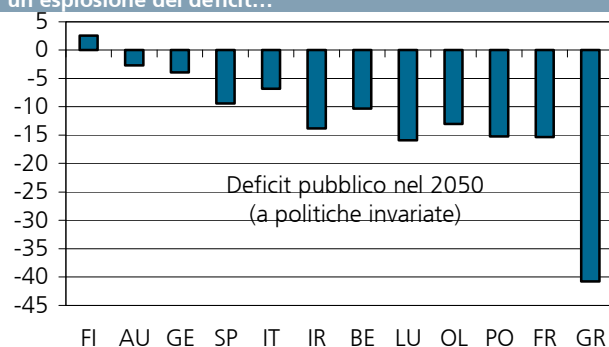
Tuttavia, maggiore preoccupazione emerge laddove si consideri la sostenibilità di lungo termine del debito in relazione ai **mutamenti demografici**. Infatti la Grecia è uno dei Paesi OCSE con il più basso **tasso di fertilità** (1,28 nel 2005 contro 1,63 della media dei Paesi sviluppati) ed il Paese OCSE (dopo l'Italia) con il più alto rapporto tra la **popolazione inattiva** sopra i 65 anni e la forza-lavoro totale (40,6 nel 2005, destinato a raddoppiare a 82 nel 2050 secondo le stime OCSE).

... è intaccata dalle  
modificazioni demografiche

Lo stesso aggiornamento di gennaio del Programma di Stabilità vede una **spesa pensionistica** in rapporto al PIL che raddoppia entro il 2040 (al 21,4% dall'11,7% del 2007). Ciò in relazione sia a un aumento del rapporto tra popolazione sopra i 65 anni e popolazione totale (dal 19% al 28%), sia a un calo del tasso di partecipazione della popolazione adulta maschile (dal 78,8% al 75,9%); quest'effetto congiunto produrrebbe un calo del tasso di crescita della produttività del lavoro (dal 2,5% all'1,7%) e del PIL (a ritmi compresi tra l'1% e l'1,5% nel periodo compreso tra il 2030 e il 2060).

Secondo lo studio della BCE<sup>19</sup> che esamina **l'impatto dell'invecchiamento della popolazione** sui conti pubblici dei Paesi dell'area euro nel lungo termine, considerando le previsioni macroeconomiche del *Working Group on Ageing Populations* (AWG) del Comitato sulla politica economica dell'Unione Europea<sup>20</sup>, assumendo che il saldo primario sia influenzato solo dai cambiamenti demografici (ovvero a politiche invariate), e ipotizzando un costo medio del debito che converga al 5,1% (pari alla somma di un tasso reale poco sopra il 3% e di un'inflazione al 2%, come nelle ipotesi AWG), si ottiene che il deficit di bilancio nel 2050 aumenterebbe fino al 40,8% del PIL, con la conseguenza che il debito salirebbe fino al 554,6% del PIL (!) La Grecia è, tra i Paesi europei, quello con la posizione di bilancio più preoccupante da questo punto di vista. Un'altra indicazione preoccupante viene dagli indicatori di sostenibilità della Commissione Europea<sup>21</sup>, tra cui  $S_1$ , definito come la correzione strutturale sul saldo primario (assumendo ancora una volta che esso sia determinato solo dalle variabili demografiche) necessaria a portare il rapporto debito/PIL al 60% entro il 2050. L'aggiustamento necessario per la Grecia sarebbe ancora una volta il più significativo tra i Paesi dell'euro (9,4% del PIL).

Proiettando gli effetti dei cambiamenti demografici sui conti pubblici (a politiche invariate) la Grecia registrerebbe un'esplosione del deficit...



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

... e del debito entro il 2050



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

<sup>19</sup> "Fiscal sustainability and policy implications for the euro area" (Fabrizio Balassone, Jorge Cunha, Geert Langenus, Bernhard Manzke, Jeanne Pavot, Doris Prammer, Pietro Tommasino), ECB Working Paper Series No 994 / January 2009.

<sup>20</sup> European Commission, "The long-term sustainability of public finances in the European Union", European Economy Volume 4, October 2006; Economic Policy Committee and the European Commission (2006), "The Impact of Ageing on Public Expenditure: Projections for the EU25 Member States on Pensions, Health Care, Long-term Care, Education, and Unemployment Transfers", European Economy – Special Report n°1, Brussels.

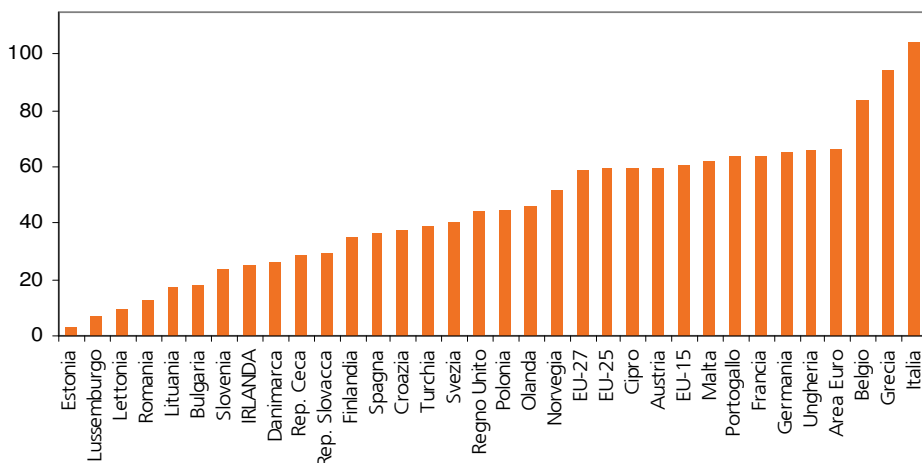
<sup>21</sup> European Commission, "Public Finances in EMU – 2007", European Economy, Volume 3, June 2007.

In sintesi, i rischi di default di breve termine in conseguenza della crisi finanziaria ci sembrano tutto sommato contenuti. Viceversa, **esistono dei rischi di sostenibilità di lungo termine** derivanti dall'invecchiamento della popolazione, che richiederanno, nel tempo, una correzione della politica fiscale con conseguenze restrittive sulla crescita.

### (f) Irlanda

L'Irlanda ha vissuto, dal 1996 al 2007, una fase di consolidamento fiscale molto forte, con una riduzione del debito irlandese dal 73,5% al 24,8% del PIL (in media di oltre nove punti all'anno). A confronto l'Unione Europea è passata da un debito del 68,6% nel 1997 al 60,4 % nel 2007. Nel 2007 l'Irlanda presentava uno dei debiti più bassi nell'Unione, preceduta solo da Lussemburgo e paesi dell'Est.

Debito/PIL, 2007



Fonte: Eurostat

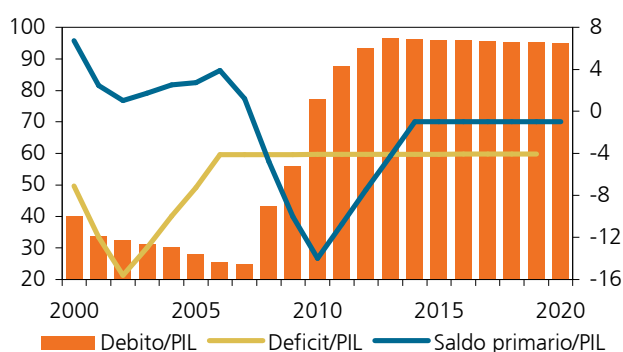
Ma la drammatica crisi economica e finanziaria che ha investito il Paese già dallo scorso anno sta avendo effetti molto pesanti sui conti pubblici. Nel Programma di Stabilità presentato solo lo scorso ottobre, il governo di Dublino aveva stimato una crescita del debito alla fine del 2011 al 47,8% del PIL e una stima per il 2008 al 36%, ben al di sotto della media europea e del vincolo al 60% imposto dal Trattato di Maastricht. Tuttavia, nell'aggiornamento di gennaio le stime sul debito sono state riviste al rialzo dato l'aggravarsi delle condizioni economiche generali, sia domestiche che estere, e la crescita sostenuta del deficit. Nel 2008 il debito era stimato al 40,6%, con una crescita del 15,8% sull'anno precedente guidata prevalentemente da misure senza effetti sul disavanzo. Il debito era visto poi superare il 60% nel 2010. Il debito netto, che tiene conto degli asset per il National Pension Reserve Fund, si colloca invece su livelli ancora bassi (25% nel 2008). Le recenti stime della Commissione sono ben più pessimistiche perché vedono un **deficit al 7,1% del PIL nel 2008 e in ulteriore ascesa al 12% nel 2009 e al 15,6% nel 2010; ne risulterebbe un rapporto debito/PIL al 61,2% quest'anno e al 79,7% il prossimo. Su tali stime esistono a nostro avviso rilevanti rischi verso l'alto. Le ipotesi di crescita sottostanti vedono un PIL in calo di -9% nel 2009 e di -2,6% nel 2010. Su tali stime a nostro avviso i rischi sono verso il basso.** L'aumento del debito è anche dovuto al costo delle misure di stabilizzazione del sistema bancario, per il quale il Fondo Monetario Internazionale stima perdite cumulative pari a 35 miliardi entro la fine del 2010.

Per valutare la sostenibilità del debito, riteniamo che le stime contenute nell'aggiornamento di febbraio del Programma di Stabilità siano assolutamente superate. Con una previsione di crescita del PIL reale che tende al 2,5% (a partire dal 2013), un costo medio del debito che tende al

3,4% e un deflatore del PIL al 2,2%, si ottiene che, **per stabilizzare il debito entro il 2014, il disavanzo primario dovrebbe ridursi dal 14% stimato per il 2010 all'1% nel 2014.** Ciò implicherebbe in 4 anni una correzione pari a 13 punti di PIL ovvero il 3,3% all'anno, con **conseguenze assai restrittive (tra l'1 e l'1,5% in meno di PIL all'anno) sul ciclo.** Ma anche una correzione di questa entità lascerebbe il debito al 96% ovvero sui livelli attuali del debito greco (sembrano esserci dunque ulteriori spazi per un downgrading del debito irlandese).

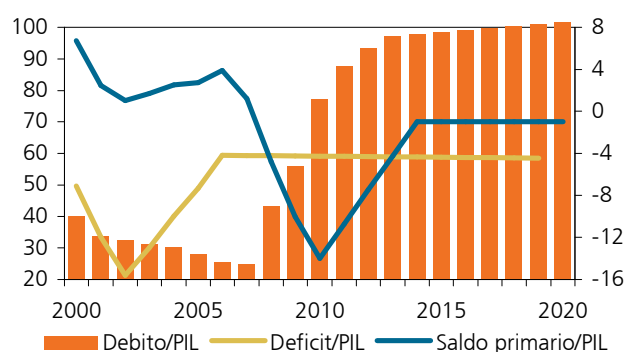
Di più, **anche una correzione di questa entità non sarebbe sufficiente se si utilizzasse come ipotesi di crescita di lungo termine la stima più recente sul PIL potenziale** contenuta nel capitolo 4 dell'OECD economic outlook<sup>22</sup>, che vede un PIL potenziale nel periodo 2011-17 all'1,6%. In queste ipotesi con la correzione ipotizzata, il debito continuerebbe a salire superando il 100% del PIL nel 2018.

Una correzione fiscale molto ambiziosa è richiesta per stabilizzare il debito (nell'ipotesi di crescita di medio-termine al 2,5%)



Fonte: Programma di Stabilità

Ma tale correzione non sarebbe sufficiente in caso di crescita del PIL all'1,6% (stima PIL potenziale OCSE 2011-17)



Fonte: Commissione Europea, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**L'obiettivo governativo è ancora più ambizioso perché prevede un calo del disavanzo al 3% nel 2013.** Le misure programmate includono un risparmio dell'ordine del 2,5% del PIL sia nel 2010 che nel 2011 (ottenuto tramite un mix di taglio delle spese e aumento delle entrate), e una ulteriore correzione nel 2012 e 2013. Portare il disavanzo al 3% nel 2013 equivarrebbe ad azzerare in quell'anno il disavanzo primario. **Ma anche in questo scenario, a nostro avviso estremamente ottimistico, il debito salirebbe comunque sopra l'89% nel 2012, per calare successivamente.**

Un ulteriore elemento di criticità del sistema Irlanda, non considerato nell'analisi precedente, è rappresentato dalla **sostenibilità di lungo periodo delle finanze pubbliche** dovuta al cambiamento del profilo demografico (sia in termini di dimensione che composizione). Gli effetti dell'invecchiamento sulle finanze sono più preoccupanti che nella media europea. Secondo le stime dell'AWG (Aging Working Group) la popolazione irlandese è stimata crescere a 5,5 milioni nel 2050 dai 4 milioni attuali. La popolazione è cresciuta con ritmi superiori alla media europea, ma ora è la popolazione sopra i 65 anni che sostiene la crescita, mentre declina la popolazione in età da lavoro, e la recessione rischia di accentuare tali tendenze attraverso i flussi migratori. Le proiezioni segnalano un aumento (più del triplo) della popolazione sopra i 65 anni che implicherebbe una **crescita dell' "old-age dependency ratio" (rapporto tra popolazione sopra i 65 anni e forza lavoro) da 16,5% a 45,2% nel 2050.** Questo incremento necessariamente implicherà un aumento della spesa per pensioni, sanità e prestazioni sociali varie. La Commissione stima che, proiettando gli effetti sulla spesa pubblica dell'invecchiamento della

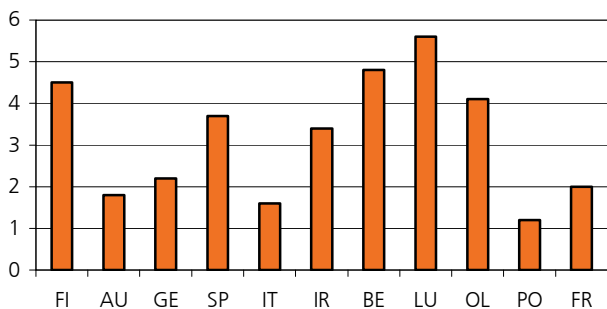
<sup>22</sup> "Beyond the crisis: medium-term challenges relating to potential output, unemployment and fiscal positions", OECD economic outlook 85 preliminary edition, chapter 4

popolazione, a politiche invariate il deficit salirebbe al 13,8% del PIL nel 2050 (e tali stime sono per difetto in quanto precedenti il deciso deterioramento delle finanze pubbliche conseguente all'attuale crisi).

Il Governo ha, negli anni, implementato delle riforme volte a sostenere il sistema pensionistico, trasferendo fondi al National Pension Reserve Fund. Ora, la necessità di rientrare dal deficit e risanare le casse dello stato nel medio periodo costringerà ad una revisione delle spese e delle priorità. Il successo delle politiche starà nel far fronte alle esigenze di breve-medio periodo, senza perdere di vista la visione nel lungo periodo. La situazione irlandese si conferma particolarmente critica, con preoccupanti previsioni di deterioramento degli indicatori congiunturali e di sostenibilità delle finanze pubbliche. Gli obiettivi prioritari rimangono il ripristino delle finanze pubbliche e il risanamento del sistema bancario, condizioni necessarie per recuperare fiducia e reputazione a livello internazionale. Rimane il dilemma sulla capacità del Governo di implementare, negli anni a venire, le politiche fiscali restrittive necessarie alla stabilizzazione.

**L'Irlanda è tra i Paesi che registreranno la maggior crescita della spesa pubblica legata all'età...**

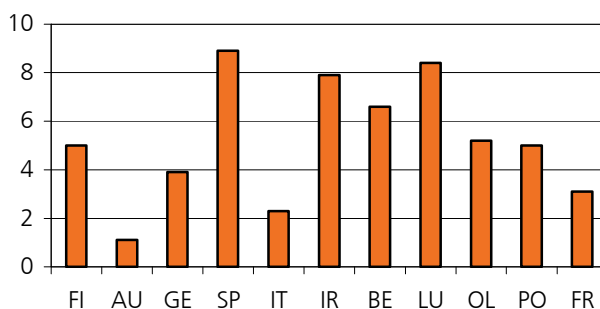
Var. spesa legata all'età (in % PIL) 2010-2030



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

**... soprattutto nel lungo termine**

Var. spesa legata all'età (in % PIL) 2010-2050



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

## Regno Unito – Acque tempestose

**Drastica revisione al ribasso della crescita dell'economia britannica per il 2009, dal -2,8% di marzo ad un -4,0% circa adesso.** Mentre la ripresa nel 2010 dovrebbe essere solo leggermente più flebile, e viene rivista dal precedente 0,9% a 0,7% circa. La grossa delusione è venuta dal 1° trimestre 2009, che ha registrato un pesantissimo -2,4% t/t, la più grave contrazione dal 1958, venendo dopo un -1,8% nell'ultimo quarto del 2008 ed essendo stata rivista al ribasso più delle attese solo alla terza revisione della stima.

Asmara Jamaleh  
Luca Mezzomo

**La performance peggiore è stata registrata dagli investimenti** che, crollando del 7,5% hanno tolto l'1,3% alla crescita. I consumi si sono contratti dell'1,3% togliendo lo 0,8% alla crescita, mentre il canale estero ha contribuito con un misero +0,1%, semplice sottrazione algebrica di due ampie contrazioni dell'export e dell'import. Negativo il contributo delle scorte, un segnale che può anche far pensare che il 2° trimestre possa presentare solo segnali di miglioramento rispetto al 1° trimestre. In parte è vero, le stime per il 2° trimestre mostrerebbero ancora una contrazione ma molto meno grave rispetto al 1° trimestre. Questo però difficilmente sarà da considerarsi come l'anticamera della ripresa, anche perché comunque uno 0,7% circa di crescita del PIL l'anno prossimo non rappresenta che 1/3 del potenziale dell'economia britannica.

Con i tassi ufficiali allo 0,50% e le misure di *easing* quantitativo intraprese la BoE, che nel trimestre scorso era tornata ad avere dei dubbi sui rischi verso l'alto dell'inflazione per il medio termine, sembra stia rivedendo la propria *view*. **Dalle ultime dichiarazioni del Governatore Mervyn King è emerso infatti che il nodo centrale resta il sistema bancario e fino a che questo non torna a funzionare a regime, la crescita non può ripartire** (considerazione ripresa anche da Haldane, responsabile per la stabilità finanziaria all'interno della BoE). Le ultime due "Credit Conditions Survey" della BoE hanno fatto registrare dei miglioramenti, ma nell'ultima, appena pubblicata, restano almeno un paio di punti di potenziale preoccupazione: (i) negli ultimi tre mesi la domanda di credito da parte di imprese private non finanziarie è rimasta pressoché stabile, e (ii) i tassi di default e perdite annesse sono andati aumentando e se ne attende un ulteriore incremento nel 3° trimestre. Dal punto (i) si può inferire che: (a) le imprese non vedono segnali di miglioramento della domanda a valle, oppure (b) ritengono ancora troppo sfavorevoli le condizioni di accesso al credito.

**Se dunque il problema non viene affrontato partendo dal nodo del credito, rischia di generarsi un circolo vizioso** dal quale teoricamente non si verrebbe fuori. Coerentemente l'inflazione dopo qualche mese sotto lo zero risalirà nel 2010 restando verosimilmente ancora sotto il *target* centrale del 2% (dall'1,6% circa previsto nel 2009 allo 0,7% circa atteso nel 2010, al di sotto quest'ultimo del limite inferiore della banda obiettivo a  $2\% \pm 1\%$ ). Nonostante il deterioramento in atto del mercato del lavoro e aumento della disoccupazione (dal 4,8% di maggio prevista in aumento verso il 6,5% circa entro fine 2010 - inizio 2011 al massimo), le ricadute negative sui consumi possono venire attutite sia dalle misure fiscali adottate a favore delle famiglie sia dai segnali di possibile stabilizzazione dell'inflazione dei prezzi delle case, altrimenti in calo da tempo.

**Per gli investimenti la situazione rischia di restare difficoltosa a lungo, mentre la ripresa della sterlina ha già eroso al minimo il contributo positivo del canale estero** nel 1° trimestre a +0,1% dal +0,5% del 3° trimestre. Entro i prossimi mesi la sterlina dovrebbe quindi deprezzarsi parzialmente dai livelli correnti sia contro dollaro che contro euro (v. sez. "Mercati Valutari") e mentre i tassi dovrebbero stare fermi almeno per tutto il resto dell'anno, non è improbabile invece che la BoE debba stanziare fondi aggiuntivi per le misure di *easing* quantitativo.

Visti i risultati delle elezioni europee, con i laburisti attualmente al governo in calo, stabili i conservatori e in ascesa i partiti minori anche di posizioni estremiste, la gestione della fase post-

## Scenario Macroeconomico

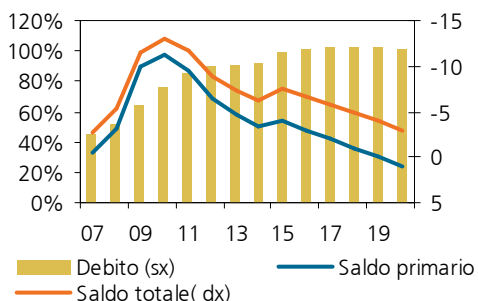
Giugno 2009

recessione rischia di non riportare ad una vera ripresa, quanto piuttosto ad una sorta di stagnazione protratta, e comunque a **ritmi di crescita più bassi di quelli che il Regno Unito si era abituato a vedere dopo l'ultima recessione del 1991 e la crisi del 1991-92 (2,8% medio tra il 1993 e il 2008**, ovvero 3,0% se si esclude il magro 0,7% del 2008). Il deficit pubblico è passato dal 2,4% del 2007 al 6,3% del 2008 e quest'anno è stimato al 12,4% del PIL. L'incremento è dovuto per 1,7 punti a misure discrezionali anticicliche e per 2,6 punti a stabilizzatori ciclici automatici. Il costo complessivo delle misure di stabilizzazione finanziaria è stato stimato dal FMI nel 18,9% del PIL, di cui però soltanto una parte transita per il conto economico: nel budget 2009 il governo britannico, infatti, ha imputato perdite virtuali pari al 3,5% del PIL., descritte come prudenziali. Per effetto dei massicci interventi di ricapitalizzazione delle banche e dell'esplosione dell'indebitamento, il debito pubblico del settore pubblico è salito dal 36,5% del PIL al 46,5%, e si stima che salirà entro un anno al 59%. Nonostante le similitudini con il caso americano, tuttavia, se non fosse per la debolezza dell'esecutivo e l'incertezza politica la gestione del consolidamento fiscale apparirebbe più gestibile.

Già il Budget 2009 prevede un piano di graduale stabilizzazione del rapporto debito/PIL, imperniato su un miglioramento del saldo corretto per il ciclo pari a 0,8% del PIL ogni anno e meno dipendente rispetto allo scenario statunitense da proiezioni di robusta crescita economica. Oltre che implementando alcune misure di aumento delle entrate già previste dal Budget, il taglio sarebbe conseguito frenando la crescita reale della spesa corrente allo 0,7% a/a e riducendo gli investimenti pubblici all'1,25% del PIL per l'anno fiscale 2013-14. Sulla base delle ipotesi macroeconomiche del governo, la realizzazione del programma stabilizzerebbe il debito all'80% del PIL nel 2014. Ipotesi più conservative riguardo alla crescita economica di medio termine, implicano che la stabilizzazione avvenga a livelli di debito più elevati (100%) e più tardi (2018): assumendo una crescita del 2,5%, per esempio, la correzione fiscale necessaria diventa dell'1% all'anno e consegue un saldo primario nullo nel 2018. Un simile sentiero di consolidamento può essere attuato riportando la pressione fiscale ai livelli del 2006 e abbattendo la quota della spesa pubblica al netto degli interessi al 41% del PIL, il livello del 2008. Una simile correzione fiscale potrebbe ridurre la crescita economica di 0,3-1,0% all'anno a seconda del mix di misure adottate.

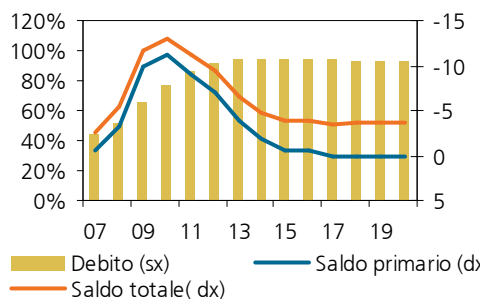
Questo scenario non esclude del tutto il rischio di declassamento del debito sovrano britannico, vista la dinamica sostenuta del debito. Tuttavia, un piano credibile di consolidamento fiscale potrebbe alla fine rivelarsi sufficiente a mantenere il rating AAA.

### Scenario di consolidamento fiscale – Budget...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

### ... e con ipotesi alternative



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

## Asia

### Giappone: l'eredità della crisi peserà per anni

- Il crollo della crescita nel 2009 è determinato dalla performance disastrosa di fine 2008 e inizio 2009. Dal 2° trimestre la crescita del PIL dovrebbe tornare positiva, ma resterà debole per il futuro prevedibile.
- Il ritorno a variazioni positive non deve dare illusioni: il livello del PIL rimarrà per anni al di sotto del picco toccato nel 2007.
- Con un ampio *output gap* i rischi di deflazione aumentano. Il calo del PIL esaspera gli squilibri fiscali: dal 2011 anche il Giappone dovrà mettere mano al riequilibrio dei conti pubblici.
- Fino ad allora politica monetaria e politica fiscale resteranno accomodanti per mitigare i rischi sui prezzi.

Giovanna Mossetti

Previsioni macro	2008	2009	2010	2008		2009				2010	
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	-0,7	-5,9	0,5	-0,3	-4,3	-8,4	-6,8	-6,0	-2,3	1,4	0,3
- trim/trim annualizzato				-2,8	-13,5	-14,2	4,6	0,6	0,8	-0,4	-0,1
Consumi privati	0,6	-1,1	0,6	0,5	-3,1	-4,3	4,1	0,4	0,4	0,4	0,4
IFL - priv. non residenziali	-4,1	-18,3	-0,8	-15,8	-23,4	-31,0	-13,9	-1,8	1,2	-0,3	0,9
IFL - priv. residenziali	-8,0	-4,5	-2,4	13,2	23,7	-20,6	-11,2	-9,5	-5,5	0,7	1,4
Investim. pubblici	-6,9	5,8	7,8	3,9	-0,4	0,5	3,1	36,0	12,6	2,4	2,0
Consumi pubblici	0,8	2,3	2,2	-0,7	6,4	0,1	5,2	2,4	2,0	1,8	1,8
Esportazioni	1,9	-27,7	4,0	4,0	-47,1	-70,0	58,5	6,2	0,2	0,8	1,0
Importazioni	0,9	-14,7	1,5	6,3	13,1	-47,8	-3,9	-6,7	-1,6	3,1	6,1
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0,2	-0,2	-0,8	-0,2	0,2	0,5	-0,8	-0,5	-0,1	-0,2	-0,1
Partite correnti (% PIL)	3,2	0,7	0,1	3,2	1,7	1,4	0,7	0,5	0,4	0,2	0,1
Deficit (% PIL)	-4,9	-9,5	-10,7								
Debito/PIL (% PIL)	166,9	183,1	193,2								
CPI (a/a)	1,4	-1,2	-0,4	2,2	1,0	-0,1	-0,9	-2,2	-1,6	-0,5	-0,5
Produzione Industriale	-3,4	-24,2	7,3	-12,3	-38,0	-63,3	43,9	9,6	5,3	2,4	2,7
Disoccupazione (%)	4,0	5,0	5,7	4,0	4,0	4,4	5,1	5,2	5,3	5,6	5,7
Tasso a 3 mesi - CD (%)	0,92	0,26	0,06	0,80	1,36	0,78	0,21	0,02	0,02	0,12	0,02
Dollaro/Yen (Yen)	103,4	99,0	102,7	107,6	96,1	93,6	98,6	101,2	102,7	103,2	103,1
Cambio effettivo (1990=100)	133,0	145,8	137,0	125,8	151,2	156,8	146,2	141,5	138,5	137,4	136,6

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

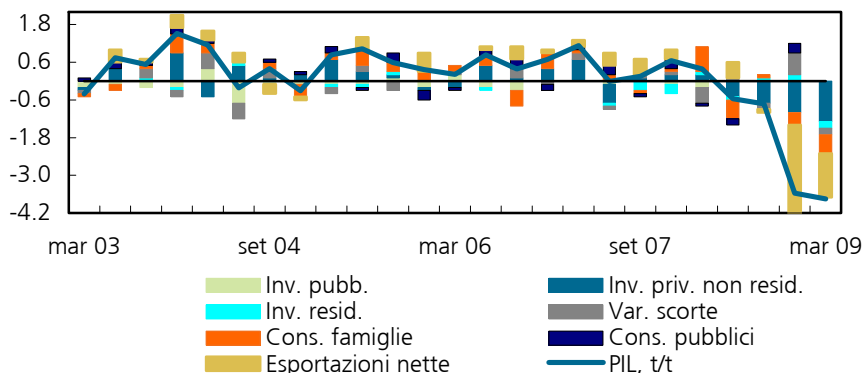
L'economia giapponese ha subito una correzione senza precedenti nelle statistiche economiche del secondo dopoguerra. Il 2° trimestre vedrà un rimbalzo della crescita in territorio positivo, ma è un segnale di svolta o solo un fuoco fatuo? Il ritorno alla crescita positiva dal 2° trimestre di quest'anno in parte è un recupero dopo il crollo precedente, e in parte è il risultato dello stimolo fiscale. La dinamica sottostante resterà estremamente debole, con variazioni trimestrali in media nulle nella prima metà del 2010 e appena positive nella seconda metà del prossimo anno. La deflazione rimarrà un elemento di rischio per lo scenario e manterrà la politica monetaria aggressivamente espansiva forse più a lungo che in altri paesi. Una crescita mondiale contenuta, una domanda domestica debole, scarso margine di manovra per la politica fiscale e i rischi della deflazione mantengono fragile lo scenario giapponese, anche se rispetto agli altri grandi paesi industrializzati i problemi congiunturali, non sono esacerbati nel caso giapponese dal dissesto del sistema bancario.



## Scenario Macroeconomico

Giugno 2009

### Una contrazione spettacolare: nessun contributo positivo a inizio 2009



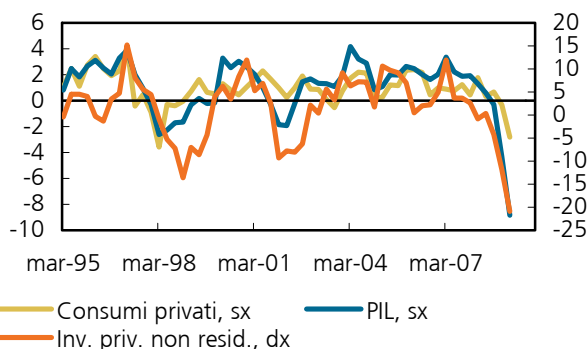
Fonte: Ecowin

Nel 2009 il PIL dovrebbe registrare una contrazione record, di -5,9%, con una ripresa modesta (+0,5%) nel 2010. Gli **elementi centrali** dello scenario restano **la dipendenza della crescita dalle esportazioni**, vista la debolezza della domanda domestica privata, e i rischi derivanti dalla **deflazione**.

Nonostante la debolezza di fondo, l'economia giapponese dovrebbe vedere una crescita positiva già nel 2° trimestre, ed essere così la prima economia fra quelle avanzate a tornare a crescere nel 2009 (dopo l'Australia, che aveva già registrato un PIL in aumento nel 1° trimestre 2009). Le ragioni di questa svolta sono in gran parte da ricondurre a due motivi. Il primo è la velocità e l'intensità del crollo precedente; il secondo è il fatto che la contrazione giapponese è stata importata dal resto del mondo e non il frutto di squilibri strutturali come quelli dei paesi anglosassoni, e non è aggravata dalla sovraesposizione del sistema bancario ad asset tossici come in Europa.

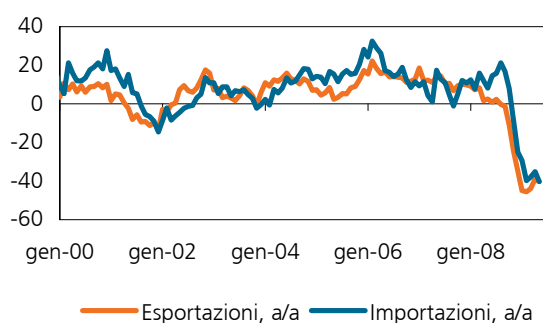
Gli sviluppi recenti testimoniano la svolta dell'attività. Nel valutare la ripresa occorre però ricordare che, **nonostante il miglioramento su base mensile o trimestrale, i livelli di attività restano ampiamente depressi** e al di sotto di quelli del 2008. I dati del PIL parlano da soli: il PIL su base tendenziale nel 1° trimestre è in calo dell'8,4% a/a, e la crescita su base annua resterà negativa per tutto il 2009 (-2,3% a/a a fine anno). Nello scenario previsto, **il livello del PIL reale ritornerà sui valori del 2007 solo nel 2013**. L'eredità della crisi mondiale peserà a lungo su tutti i paesi, anche su quelli che non devono attuare manovre draconiane per ripristinare la sostenibilità dei conti pubblici.

### PIL e domanda privata domestica



Fonte: EcoWin. Variazioni a/a

### Dove è finito il commercio estero?



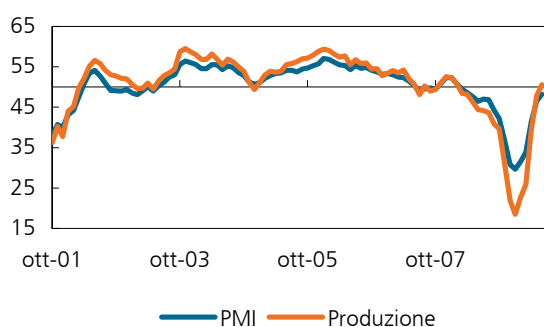
Fonte: EcoWin. Variazioni a/a

Venendo al sentiero congiunturale, gli indici di fiducia delle imprese e la produzione industriale sono un evidente segnale di miglioramento, coincidente e prospettico, già dalla fine del 1° trimestre. La **produzione industriale**, dopo cinque mesi di contrazioni straordinarie, culminate in un -10% m/m a gennaio, è tornata a crescere da marzo e ha segnato un rimbalzo straordinario su base mensile nei primi due mesi del 2° trimestre, +5,9% m/m ciascuno, anche se rimaneva ancora in calo del 25,9% a/a in maggio. Le indicazioni del METI vedono ancora un aumento dell'output a giugno e luglio (3,1% a giugno e +0,9% a luglio). Nel 2° trimestre, la crescita della produzione industriale dovrebbe assestarsi intorno a +8,5% t/t se le proiezioni METI sono corrette e non sarebbe comunque inferiore al 7,6% in caso di variazione nulla in giugno. Quindi le indicazioni dal lato dell'offerta segnalano chiaramente una elevata probabilità di variazione positiva del PIL nel 2° trimestre.

Le **indagini** presso le imprese sono tutte concordi nel dare un messaggio analogo, sostenuto da due componenti: la ripresa degli ordini, e in particolare di quelli alle esportazioni, e il ridimensionamento dei magazzini su livelli più accettabili per le imprese. Su questo punto, il calo della produzione attuato nel 1° trimestre ha portato a una normalizzazione delle scorte di prodotti finiti che a partire da marzo non erano più giudicate eccessive dalle imprese. Rimangono tuttavia ancora in aumento i livelli del rapporto scorte/fatturato per il comparto dei beni capitali, mentre negli altri comparti, il rapporto si sta normalizzando grazie all'ampia correzione concentrata nel settore dei beni di consumo durevoli, guidata dalle auto. La normalizzazione nel settore auto è confermata dall'aumento massiccio della produzione nel settore a maggio (+34% m/m).

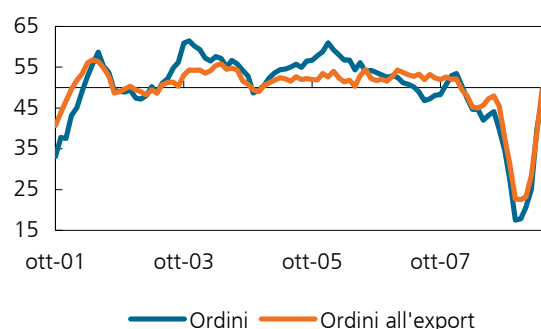
La svolta netta del settore manifatturiero è accompagnata da **un'inversione di tendenza nel settore dei servizi meno marcata**. Il gap fra l'indicatore di output delle due indagini a maggio era di quasi 7 punti, con l'indice di attività dei servizi a 41,1. Le indicazioni positive per il prossimo trimestre vengono non solo dai segnali degli ordini, ma anche dalle componenti aspettative delle indagini. Le condizioni future rilevate con la Business Survey del Cabinet Office sono risalite a 43,3 a maggio, su livelli che non si vedevano dall'autunno 2007, e in ininterrotto miglioramento dai minimi a 17,6 di dicembre 2008. In questo quadro, gli **investimenti fissi delle imprese** dovrebbero restare in calo per gran parte del 2009, anche se con un marcato rallentamento del ritmo di contrazione a partire dal 2° trimestre. Il calo complessivo nel 2009 dovrebbe essere del 19%, seguito da un declino dell'1% nel 2010. Il sentiero trimestrale dovrebbe vedere ancora un ampio calo nel 2° trimestre (-5,9% t/t, dopo -8,6% t/t nel 1° trimestre), per poi avvicinarsi alla stabilizzazione nel 3° trimestre (-0,3% t/t) e tornare appena positivo a fine anno (+0,2% t/t).

PMI manifatturiero: l'attività torna a crescere...



Fonte: Markit

... guidata dalla ripresa degli ordini



Fonte: Markit

Anche gli **investimenti residenziali** resteranno in calo per gran parte del 2009: i nuovi cantieri sono in calo da ottobre 2008 e si stanno riportando verso i minimi del 2007 (che erano stati

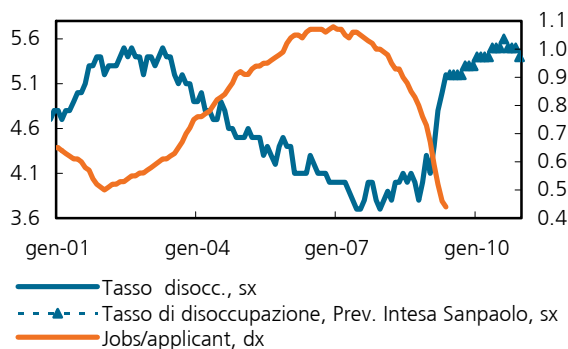
## Scenario Macroeconomico

Giugno 2009

determinati da modifiche regolamentari alle certificazioni degli immobili). I cantieri sono scesi del 30% da settembre 2008 ad aprile 2009 e per ora non ci sono indicazioni di una svolta nel settore. Gli ordini nel settore costruzioni sono in miglioramento ma restano in calo del 25% a/a ad aprile. Gli investimenti residenziali nel 2009 dovrebbero registrare una contrazione di -4,4%, il terzo anno consecutivo in calo, con la previsione che il 2010 veda un declino del 2,5%. La svolta che era avvenuta sui prezzi dei terreni su base nazionale a partire dal 2005 si è arrestata e le variazioni dei prezzi (sempre negative) sono tornate ad aumentare in valore assoluto. La svolta sui prezzi è stata anche più netta per i terreni delle 6 grandi città che dopo aver registrato variazioni positive da fine 2005 a fine 2008, sono tornati a crollare in termini tendenziali a un ritmo di -10% a giugno 2009 per la media di tutti i tipi di terreni, con un calo del 7,8% per i terreni residenziali e un minimo di -15% a/a per i terreni commerciali.

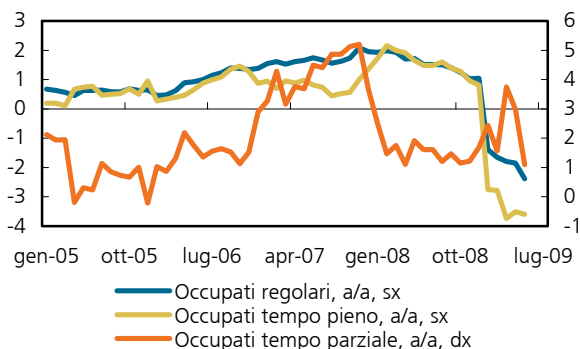
La correzione duratura al livello di attività delle imprese si riflette in misura massiccia sul **mercato del lavoro**. Il tasso di disoccupazione è tornato sui massimi dell'autunno 2003, salendo a 5,2% a giugno 2009 da un minimo al 3,8% toccato a ottobre 2008. La violenta correzione sull'occupazione mette in risalto uno sviluppo inusuale per l'economia giapponese. Il calo degli occupati totali iniziato nell'autunno 2008 sta interessando anche il comparto dei lavoratori dipendenti, e in particolare gli occupati a tempo pieno. Le prospettive per gli occupati restano negative. La componente occupazione delle indagini si sta riportando vicino a 50 per i servizi (a 48,5 a maggio, da un minimo di 44,4 a febbraio), ma resta a 41 nel settore manifatturiero da un minimo di 38,7 a febbraio. Il Tankan segnala da fine 2008 una valutazione di eccesso di occupati che indica la volontà di ridurre l'organico in tutti i settori e in tutte le dimensioni di impresa. Le indagini presso le famiglie vedono solo un modesto rimbalzo per quanto riguarda la valutazione del mercato del lavoro (a 18 a marzo 2009 dal minimo storico di 16 a dicembre 2008), media storica 38,2). Il **tasso di disoccupazione dovrebbe toccare il picco al 5,5% a metà 2010** e cominciare a scendere sotto il 5% solo nella parte finale del 2011.

Il tasso di disoccupazione ritornerà sui livelli del ciclo precedente



Fonte: Ecowin, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Crollo dell'occupazione

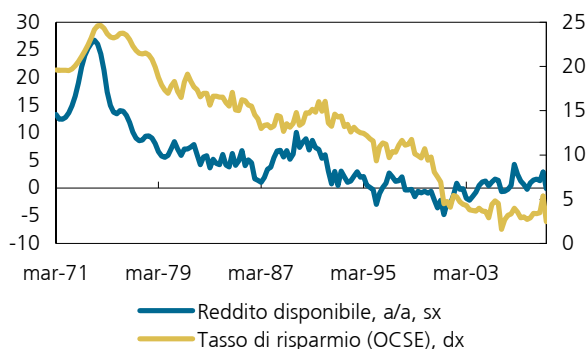


Fonte: Ecowin

La riduzione permanente, o almeno molto duratura, del livello di attività per l'economia nel suo complesso implica una correzione permanente anche sul livello dell'occupazione, con un peggioramento prospettico del reddito delle famiglie e della dinamica dei consumi. **Il reddito da lavoro è in calo del 2,6% a/a ad aprile**. Anche per la fiducia delle famiglie, come per gli indicatori di attività delle imprese, il miglioramento riscontrato negli ultimi sei mesi è in gran parte il riflesso dei livelli straordinariamente bassi toccati a inizio 2009. La conseguenza è un nuovo rallentamento della dinamica dei **consumi**, pur in presenza di un persistente calo del tasso di risparmio, che si è assestato intorno al 3% dalla recessione scorsa e non è più tornato sui livelli a due cifre che avevano caratterizzato l'economia giapponese fino a metà degli anni '90. I consumi nel 2009 dovrebbero essere in calo del 2%, con un ritorno a una crescita positiva dal 3°

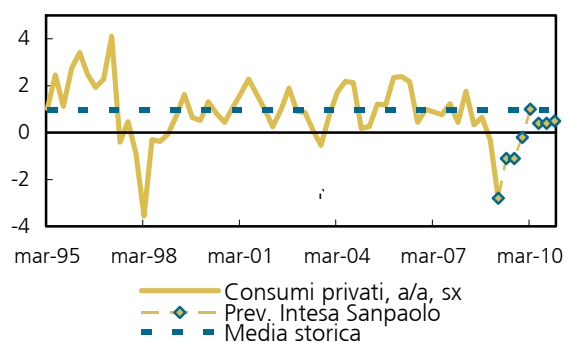
trimestre in poi. Nel 2010 i consumi sono previsti in aumento dello 0,3%, per poi ritornare sulla media storica del passato solo nel 2011, con una crescita attesa dell'1%.

#### Il tasso di risparmio resta sui minimi storici



Fonte: OCSE

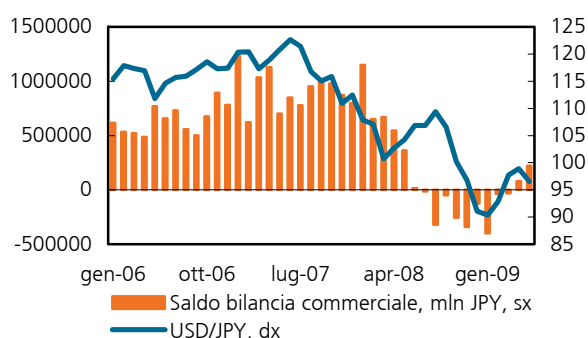
#### Consumi: graduale miglioramento grazie al supporto della politica fiscale



Fonte: EcoWin, elaborazioni Intesa Sanpaolo, variazioni a/a

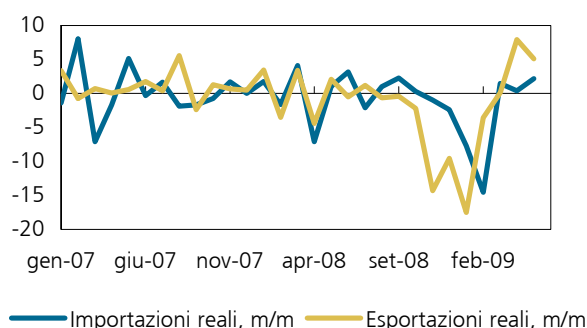
Dal 2005 a metà 2008, il **canale estero** ha contribuito positivamente alla crescita giapponese. Il crollo delle esportazioni nella seconda metà del 2008 ha segnato una svolta rilevante e ha rappresentato circa la metà del calo del PIL nel 4° trimestre 2008 e il 40% della contrazione del 1° trimestre 2009. La bilancia commerciale in termini nominali non era negativa dall'ottobre del 1980. Il saldo commerciale, diventato negativo nell'estate 2008 con l'enorme contrazione delle esportazioni, si è ridotto in valore assoluto nel 2009, grazie prima a un'ampia correzione dell'import, e poi, nei mesi più recenti, il saldo è tornato positivo. I dati di maggio hanno segnalato un calo dell'export e dell'import su base mensile in termini nominali; tuttavia, in termini reali, i volumi del commercio estero restano in aumento, grazie agli scambi con il resto dell'Asia (-35,5% a/a a maggio). Le esportazioni verso gli Stati Uniti (-45,4% a/a a maggio) restano schiacciate dal settore automobilistico (con un calo delle esportazioni di auto del 53% m/m dopo -69% m/m ad aprile). Nel 2° trimestre il netto miglioramento della bilancia commerciale dovrebbe riportare in territorio positivo il contributo del canale estero alla crescita nella parte centrale dell'anno. In media d'anno tuttavia le esportazioni nette non dovrebbero essere una spinta significativa alla crescita complessiva e dovrebbero essere circa neutrali nel 2010.

#### Bilancia commerciale in deficit per la prima volta dagli anni '80



Fonte: EcoWin

#### Il commercio estero si riprende



Fonte: EcoWin

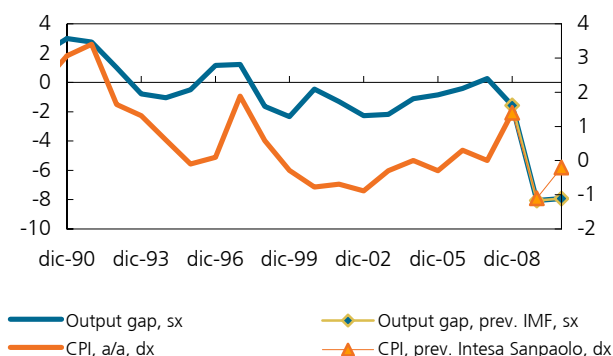
L'**inflazione** sta ritornando rapidamente in territorio negativo. I dati più recenti mostrano un calo dei prezzi su base tendenziale per ora dovuto al confronto statistico con il 2008. Per il momento l'effetto principale sul calo dei prezzi complessivo è concentrato sui prezzi energetici, ma anche l'inflazione al netto di alimentari ed energia è già tornata negativa da gennaio (a -0,5% a/a a

## Scenario Macroeconomico

Giugno 2009

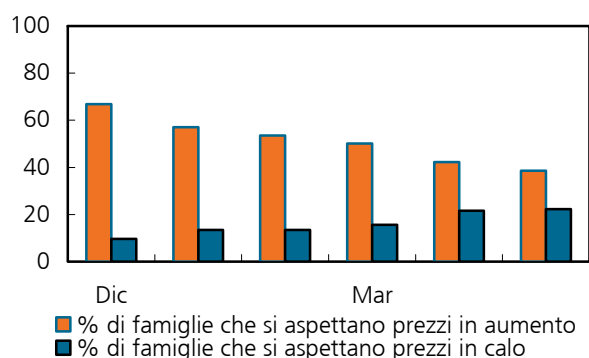
maggio). Il rallentamento della dinamica dei prezzi dei servizi e l'ampio output gap metteranno pressione verso il basso ancora nei prossimi mesi. L'inflazione *headline* dovrebbe essere negativa sia nel 2009 (-1,1%) sia nel 2010 (-0,2%). Il sentiero dei prezzi dovrebbe toccare il minimo nella parte centrale di quest'anno con -2% a/a nel 3° trimestre ed essere in graduale rientro nei trimestri successivi (-1,5 a/a a fine 2009), pur restando negativa per tutto il prossimo anno, ritornando a una variazione nulla su base tendenziale a fine 2010.

### La deflazione torna sui livelli del 2005...



Fonte: IMF, previsioni IMF, Intesa Sanpaolo

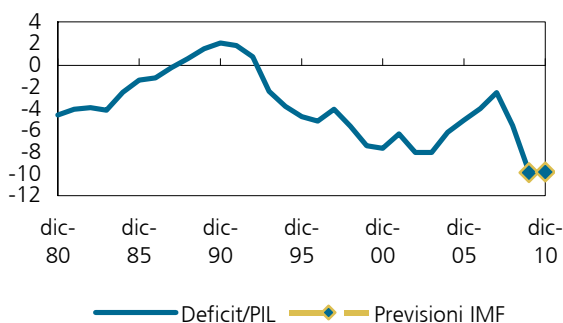
### ... e le famiglie adattano le aspettative



Fonet: EcoWin

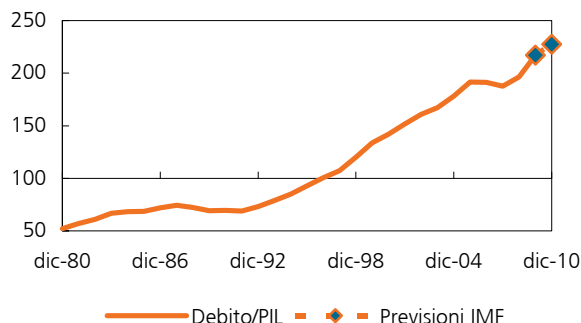
Le **politiche economiche** stanno contribuendo a limitare il crollo della crescita. La **politica fiscale** dovrebbe dare un supporto a partire dal secondo semestre, con gli effetti delle misure di intervento decise a fine 2008. Rispetto ad altri paesi industrializzati che vedono la crescita futura ipotocata dalla correzione necessaria sui conti pubblici a partire da fine 2010 per diversi anni, il Giappone si trova paradossalmente in una situazione privilegiata. Nonostante un debito lordo/PIL al 190% a fine 2008, previsto dall'IMF in aumento al 220% nei prossimi anni, la quota elevata di debito governativo detenuto a livello domestico da istituzioni finanziarie, fondi pensione e autorità rende meno pressanti le difficoltà di rifinanziamento che invece rappresentano uno dei timori principali per lo scenario a medio termine degli Stati Uniti. Negli anni recenti le correzioni fiscali e la crescita avevano riportato il deficit su livelli sostenibili (intorno al 3%, vedi grafico), ma gli interventi in risposta alla crisi hanno riportato le finanze pubbliche sui record del 2003 e con il 2009-2010 il deficit dovrebbe avvicinarsi al 10% del PIL. Il basso livello di imposizione fiscale lascia dei margini per intervenire correggendo le entrate e riducendo il deficit dopo il 2011, quando la crescita si sarà ristabilita su livelli positivi. I rischi sono ampi vista la dimensione della correzione richiesta a livello domestico, e la necessità di correzioni di analoga entità negli altri principali paesi industrializzati, primo fra tutti gli Stati Uniti.

### La tregua sui conti pubblici è durata poco...



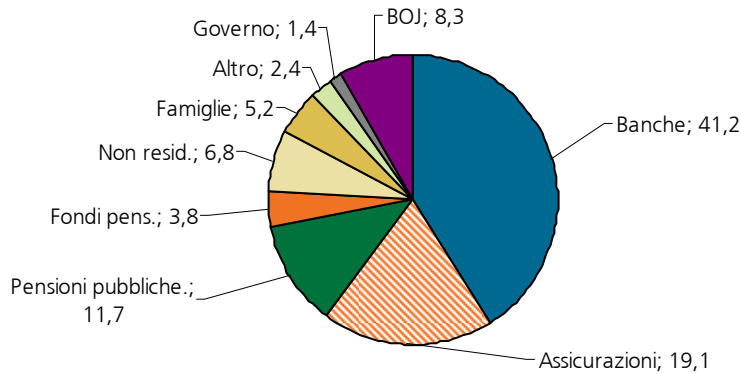
Fonte: IMF, World Economic Outlook

### ... e il sentiero della politica fiscale torna insostenibile



Fonte: IMF, World Economic Outlook

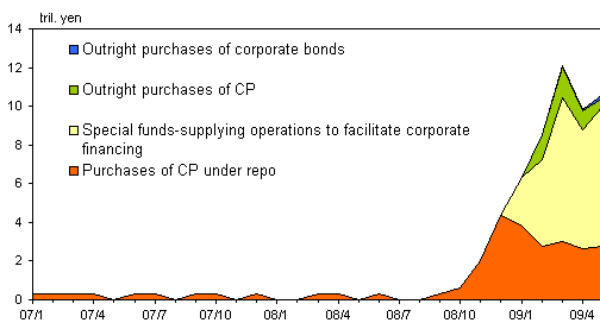
JGB per detentore (% sul totale)



Fonte: MoF

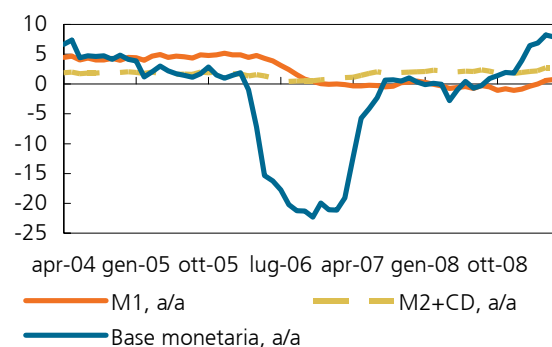
La politica monetaria è intervenuta con gli strumenti disponibili, tagliando i tassi fino a 0,1% e attuando un'ampia serie di misure di *credit easing* e di stimolo quantitativo. Le misure adottate dalla BoJ riguardano sia acquisti di titoli dalle banche (JGB, carta commerciale, titoli azionari, prestiti a imprese) sia estensione del *collateral* accettato nelle operazioni di rifinanziamento, oltre alle operazioni di swap in valuta con la Fed. La BoJ ha esteso la durata di alcune delle misure straordinarie e ha comunicato che a settembre darà indicazioni chiare sui tempi di una eventuale *exit strategy*. La banca centrale ha sottolineato che gli acquisti a titolo definitivo di strumenti emessi dal settore privato comportano un rischio di credito per il proprio bilancio e per tale motivo sono misure "eccezionali" che verranno rimosse appena possibile. Gli acquisti di carta commerciale hanno una durata limitata dalla scadenza dei titoli stessi (fino a 1 anno) e possono essere effettuati fino a settembre 2009. La BoJ ha detto che a settembre darà indicazioni precise al mercato riguardo ai tempi dell'*exit strategy*, precisando la durata delle misure straordinarie in atto.

Bank of Japan – Interventi con debito corporate



Fonte: BoJ

Gli aggregati monetari restano quasi fermi



Fonte: EcoWin

Lo scenario economico non lascia molto spazio per una *exit strategy* in tempi ravvicinati, alla luce dei rischi di deflazione e della necessità nel medio termine di apportare pesanti correzioni fiscali. Inoltre, la crescita degli aggregati monetari rimane moderata (vedi grafico qui sopra) e al contrario di quanto avvenuto negli altri paesi industrializzati anche la base monetaria ha registrato un'espansione contenuta soprattutto se paragonata con le misure attuate nel corso della crisi dei primi anni 2000 quando, nel pieno del periodo di *quantitative easing* (2002), la base monetaria cresceva fra il 20 e il 35% a/a. Sembra probabile che a settembre la banca centrale estenda i programmi straordinari almeno fino a marzo 2009 per non aggiungere

pressioni sui mercati oltre a quelle naturali della chiusura dell'anno fiscale. I tassi non verranno mossi almeno fino al 2011. Come indicato sopra, le pressioni sui rendimenti saranno meno marcate rispetto a quanto prevedibile per i paesi anglosassoni, considerando l'ampia quota di debito governativo detenuto da istituzioni domestiche. Inoltre, l'ampio *output gap* e il livello strutturalmente più basso dell'inflazione giapponese rendono remoto il rischio di una ripresa dell'inflazione derivante dall'iniezione di riserve in eccesso.

**In conclusione** lo scenario giapponese è tornato a mostrare tutti gli elementi di rischio che avevano caratterizzato la fine del "decennio perduto", con una differenza rilevante: il settore bancario non è strutturalmente in crisi e le difficoltà sui bilanci bancari sono la conseguenza della recessione e non l'eredità di una bolla speculativa sugli *asset*. La correzione fiscale che sarà necessaria dopo il 2010 eserciterà comunque un freno persistente alla crescita di medio periodo e si intreccerà, come per molti altri paesi, con gli effetti dell'invecchiamento sulla crescita potenziale.

## Cina

- L'adozione di una politica fiscale e monetaria fortemente espansiva sta avendo effetti positivi sulla crescita. Investimenti e consumi privati hanno invertito il trend di rallentamento dei primi mesi dell'anno, contrastando la debolezza della domanda internazionale che continua a pesare negativamente sulle esportazioni.
- La crescita degli investimenti continua ad essere concentrata nei settori a forte presenza statale che beneficiano di un piano di stimolo fiscale orientato soprattutto delle opere infrastrutturali. Segnali di miglioramento si notano comunque anche in settori a presenza privata, come in alcuni comparti del settore manifatturiero, tuttavia ancora legati al ciclo di ricostituzione delle scorte.
- Rivediamo pertanto al rialzo la stima della crescita del PIL nel 2009 a 6,6%, da un precedente 5,9%.
- I consumi hanno mostrato miglioramenti estesi non solo ai comparti che beneficiano degli incentivi fiscali; tuttavia il peggioramento del mercato del lavoro manterrà la crescita dei consumi su ritmi più contenuti nei prossimi trimestri, con un tasso di crescita medio stimato del 7,7% nel 2009, rispetto all'8,4% del 2008.
- Nonostante il brillante andamento del credito stia fornendo un forte sostegno agli investimenti delle imprese, potrebbe altrettanto facilmente alimentare bolle speculative sul mercato azionario e immobiliare. A maggior ragione, in presenza di un aumento degli incagli, questo pone, insieme al mancato miglioramento della domanda internazionale atteso nell'ultima parte dell'anno, un rischio al ribasso sulla crescita nel 2010.

Silvia Guizzo

Previsioni macro						
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
PIL (prezzi costanti)	10,4	11,6	13	8,9	6,6	8,6
Consumi privati	7,9	9,6	10,2	8,4	7,7	9,8
Consumi pubblici	12,7	11,2	11,2	10,8	13,5	12,5
Investimenti fissi	13,1	12,8	12,8	7,7	6,6	7,7
Esportazioni	20,3	21,02	18	10,9	-10,9	7,4
Importazioni	7	11,08	13,6	8,7	-13,5	8,8
Produzione industriale	11,7	13	14,7	9,3	5,3	9,5
Inflazione (CPI)	1,8	1,8	4,8	5,9	-1,1	1,3
Tasso di disoccupazione	4,2	4,1	4	4,1	4,6	4,2
Salari medi	12,4	12,8	17,1	9,8	6,9	10,8
Tasso sui prestiti a 1 anno	5,6	5,9	6,9	6,9	4,6	5
Cambio USD/CNY (media)	8,2	8	7,6	7	6,8	6,6
Saldo delle partite correnti	1317,9	1992,3	2828,6	2960,5	2952,2	2645,8
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	7,4	9,8	11,4	10,2	9,3	7,6
Saldo di bilancio in % del PIL	-1,3	-0,8	0,7	0,8	-3,1	-4

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

### La domanda internazionale continua a pesare negativamente sulle esportazioni...

La domanda internazionale rimane debole e continua a pesare sulle esportazioni cinesi, nonostante alcuni segnali di miglioramento. La componente "ordini dall'estero" dell'indice PMI ha mostrato continui miglioramenti negli ultimi mesi, ed è salita poco sopra 50 in giugno, sia per l'indice calcolato dalla CFL (*China Federation of Logistics*, 51,4), sia per l'indice calcolato da CLSA-Markit (50,9). Il miglioramento delle componenti nuovi ordini di ISM e PMI negli Stati Uniti e in Europa continua a puntare ad un recupero delle esportazioni cinesi che finora non ha ancora avuto riscontro nei dati. Le esportazioni sono calate del 26,4% a/a in maggio, di circa il 20,9% se correggiamo il dato per i giorni lavorativi, tasso sostanzialmente invariato rispetto ad aprile, anche se le variazioni m/m sono state positive (corrette per i giorni lavorativi) tra maggio e marzo.



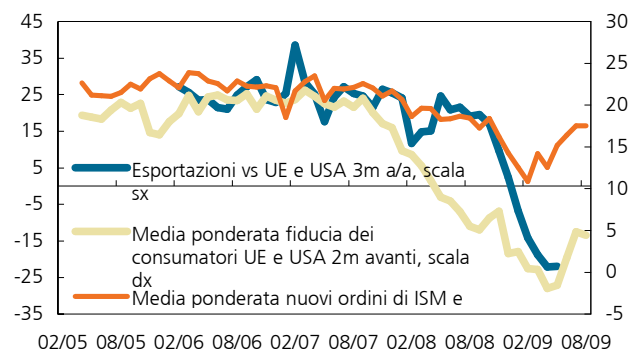
## Scenario Macroeconomico

Giugno 2009

Le esportazioni di alcuni prodotti più legati alle attività delle imprese, quali i motori e i generatori elettrici, hanno mostrato variazioni mensili positive negli ultimi mesi e cali meno marcati su base tendenziale rispetto ai minimi di inizio anno. Le esportazioni di beni di largo consumo, come l'abbigliamento e l'arredamento, invece, continuano a rimanere deboli. Il miglioramento continuo dei PMI sia cinesi sia dei paesi industrializzati, nonché quello degli indici di fiducia dei consumatori negli Stati Uniti e in Europa quantomeno puntano ad una stabilizzazione delle esportazioni nei prossimi mesi. È difficile, infatti, che data la situazione del mercato del lavoro nelle economie occidentali, l'aumento di fiducia dei consumatori si tramuti in maggiori consumi, come dimostra il recente aumento del tasso di risparmio negli Stati Uniti.

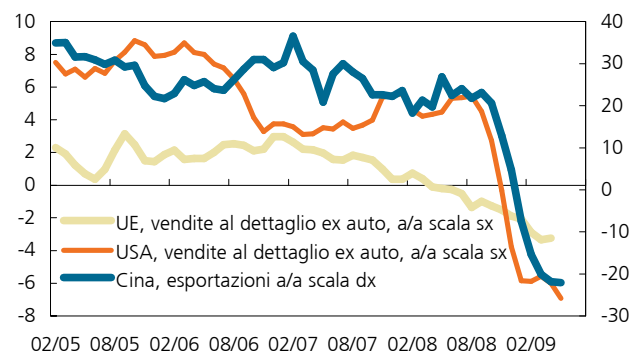
Le esportazioni continuano a godere del sostegno del governo che, con decorrenza dal 1° giugno, ha deciso un ulteriore aumento dei rimborsi fiscali sull'IVA di alcuni prodotti esportati, quali macchinari e prodotti elettronici, giocattoli, arredamento, calzature, alcuni prodotti dell'acciaio e zucchero grezzo e altri prodotti alimentari. Il governo, inoltre, ha recentemente approvato una diminuzione dei dazi alle esportazioni su alcuni fertilizzanti, in vigore dal 1° luglio.

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



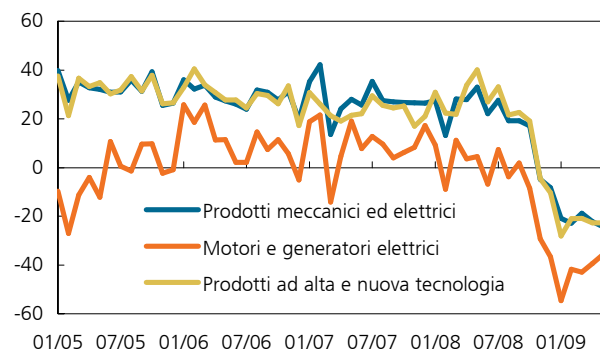
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, medie mobili a 3 mesi

**... ma i consumi internazionali continuano ad essere deboli...**



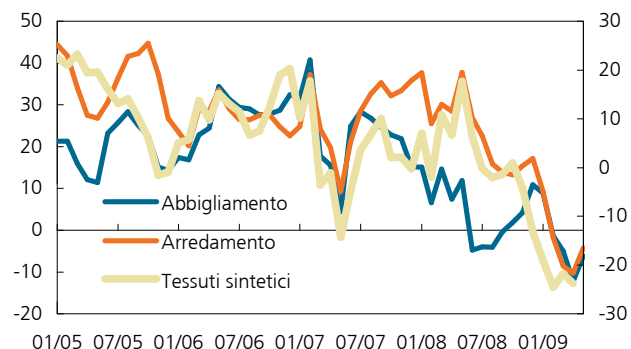
Fonte: Bloomberg, medie mobili a 3 mesi

**Migliorano le esportazioni di alcuni beni legati all'attività industriale...**



Fonte: EcoWin, variazioni a/a

**... mentre rimangono deboli le tradizionali esportazioni di beni di largo consumo**



Fonte: EcoWin, variazioni 3m a/a

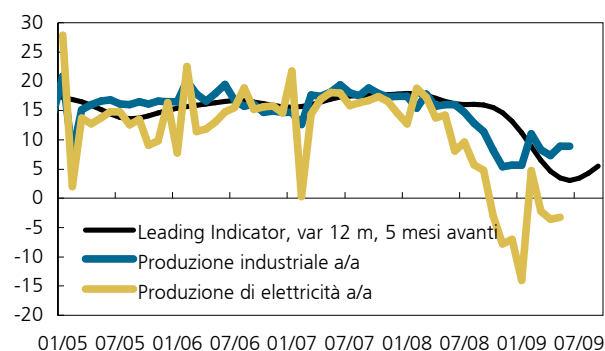
... ma la domanda interna tiene

Le importazioni sono calate a maggio del 25,2%, 20,3% corretto per i giorni lavorativi, e risultano in miglioramento rispetto ai minimi di inizio anno, ma stabili rispetto ad aprile e marzo. Mostrano segni di miglioramento le importazioni di alcuni metalli e di stabilizzazione, le importazioni di prodotti e macchinari elettronici.

**Il calo delle importazioni si stabilizza e la produzione industriale tiene anche se rimane legata alla ricostituzione delle scorte**

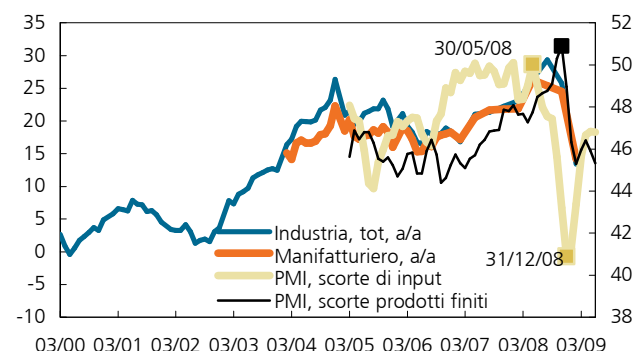
La produzione industriale continua a mostrare segni di ripresa in linea con il recupero dei PMI e con l'andamento del *leading indicator* (LEI) OCSE. La produzione di elettricità, invece, è calata da luglio 2008 a febbraio 2009 e, dopo il recupero di marzo, è rimasta sostanzialmente invariata continuando a mostrare variazioni negative e uno scollamento ampio rispetto all'andamento della produzione industriale.

La produzione industriale tiene, ma la produzione di elettricità continua a calare



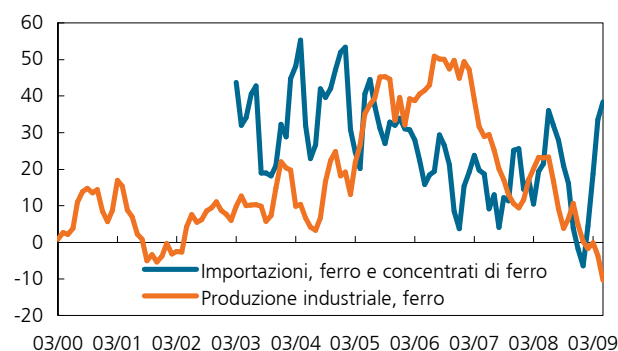
Fonte: Bloomberg

Le imprese stanno ricostruendo le scorte di materie prime



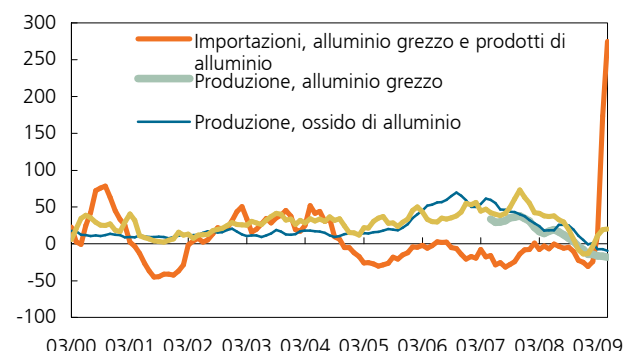
Fonte: Aggregazioni Intesa Sanpaolo su dati EcoWin

La produzione di alcuni metalli...



Fonte: EcoWin, variazioni 3m a/a

... viene sostituita dalle importazioni



Fonte: EcoWin, variazioni 3m a/a

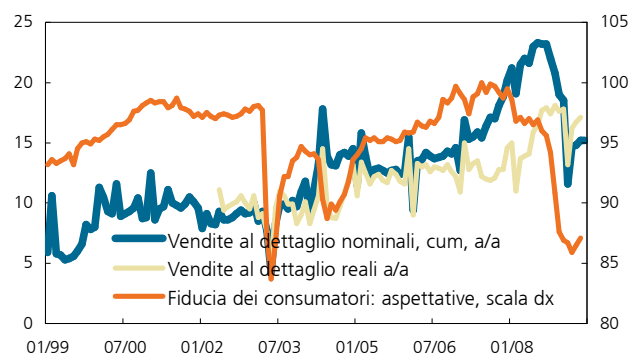
In parte questo è riconducibile al rallentamento e in alcuni casi al calo della produzione di metalli pesanti grezzi, come ad esempio il ferro e l'alluminio, sostituita negli ultimi sei mesi con un massiccio aumento delle importazioni. La produzione industriale di questi metalli è ad alta intensità energetica: se guardiamo ai dati medi dell'Unione Europea nel 2006 per avere un termine di paragone, l'intensità energetica del settore della metallurgia è 33 volte più alto di quello del settore della meccanica e 10 volte più alto di quello del settore tessile. Questo spiegherebbe l'andamento più negativo della produzione di energia elettrica. Poiché, tuttavia, anche gli altri settori non possono definirsi a bassa intensità energetica, soprattutto in un paese emergente, e tenendo conto del funzionamento della rete ferroviaria, cali della produzione dell'elettricità rimangono poco compatibili con tassi di crescita positivi della produzione

industriale. La Commissione Nazionale per lo Sviluppo e le Riforme ha dichiarato che a giugno la produzione di elettricità tornerà a salire, visto che al 23 del mese la produzione era salita del 2,37% rispetto all'anno precedente.

Il miglioramento della produzione industriale sembra per ora ancora legato al processo di ricostituzione delle scorte e ai settori beneficiari del pacchetto di stimolo fiscale e solo marginalmente a una ripresa della domanda. La produzione di altri tipi di metalli, quali il ferro utilizzato per i binari ferroviari e l'acciaio per le navi civili, ha infatti visto tassi di crescita a tre e due cifre a partire da fine anno. La produzione di importanti comparti del settore manifatturiero però, come il tessile o la seta, oppure i motori a combustione o altri tipi di macchinari continuano a mostrare dei cali. Gli unici settori in cui si notano forti miglioramenti sono quelli della produzione di elettrodomestici, sostenuta dai sussidi agli acquisti, e della produzione di motori elettrici o apparecchiature legate all'elettronica e alle comunicazioni, in linea con analoghi miglioramenti nel comparto dell'elettronica in altri paesi asiatici.

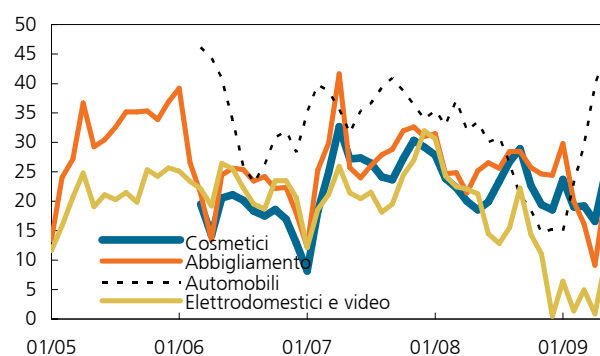
Il processo di ricostituzione delle scorte continua, come dimostra l'andamento della componenti "scorte di input" e "scorte di prodotti finiti" dei due indici PMI in miglioramento sin da gennaio. La seconda componente, tuttavia, è salita molto meno della prima e in entrambe le rilevazioni e la componente "scorte di input" è rimasta sostanzialmente stabile tra marzo e giugno. Non è detto che la ricostituzione delle scorte di input si trasformi completamente in prodotti finiti, se non è supportata dalla solidità della domanda. Il continuo miglioramento della componente nuovi ordini, salita a 54,6 nella rilevazione CLSA e a 55,5 nella rilevazione CFL, nonché la svolta del LEI OCSE, prefigurano il miglioramento della produzione industriale nei prossimi mesi.

**Le vendite rimbalzano e migliora lievemente la fiducia dei consumatori**



Fonte: Bloomberg

**Le vendite migliorano anche nei comparti non sostenuti dagli incentivi fiscali**



Fonte: EcoWin, variazioni 3m a/a

Le vendite al dettaglio (che includono però anche vendite all'ingrosso e le vendite alle agenzie governative e unità militari) sono salite del 15,2% a maggio, in progressivo miglioramento rispetto al minimo di 11,6% registrato a febbraio. Gli aumenti sono estesi a tutti i comparti e non solo a quelli degli elettrodomestici e delle auto che beneficiano ancora degli incentivi fiscali. Il governo ha inoltre deciso, a metà maggio, di prolungare il programma di incentivi in nove tra province e città per subsidiare l'acquisto di auto ed elettrodomestici per il 10%, per un totale di 2 miliardi di yuan (ca. 292 milioni di dollari).

**I consumi reali invertono il trend di rallentamento di inizio anno...**

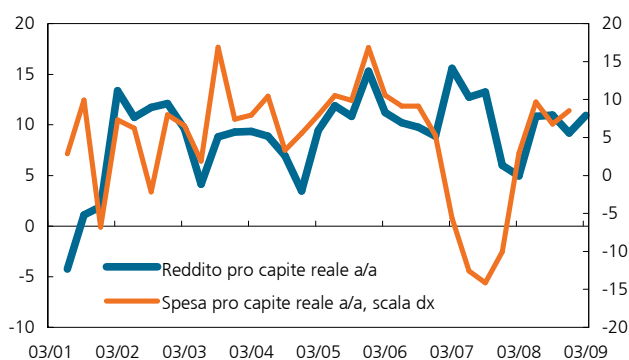
La tenuta dei consumi privati si evince anche dai dati sulla spesa pro-capite urbana e rurale dell'Indagine sulle famiglie (*Household Survey*). Nel 1° trimestre del 2009 i redditi reali pro capite sono saliti tra il 10 e l'11% sia nelle città che nelle campagne grazie al calo dell'inflazione, favorendo una tenuta della spesa. Il miglioramento della fiducia dei consumatori, dove l'indice

delle aspettative è passato dal minimo di 85,1 a marzo, a 87,1 a maggio, continua a puntare a una tenuta dei consumi nei prossimi mesi.

Tuttavia il tasso di crescita dei redditi nominali è rallentato, così come quello delle retribuzioni. Le retribuzioni totali sono infatti salite del 14,1%, in netto rallentamento rispetto al 21,9% del 3° trimestre del 2008, una dinamica simile mostrano le retribuzioni medie. Il calo è andato di pari passo all'aumento del tasso di disoccupazione nelle aree urbane, salito al 4,3% nel 1° trimestre del 2009 dal 4,2% in media del 2008. Nonostante in alcuni settori dei servizi, quali quello bancario, la pubblica amministrazione e quello della ricerca scientifica, l'occupazione sia salita, il tasso di crescita degli occupati continua a rallentare. In particolare gli occupati del settore manifatturiero, che impiega il 28,1% degli occupati (2008), sono scesi del 2,4% nel 1° trimestre, dopo un calo dello 0,9% nel 4° trimestre del 2008. L'indagine Manpower sulle intenzioni di assunzione nel 3° trimestre è scesa a 2%, il minimo da quando è disponibile la serie (settembre 2005). La componente "occupazione" dell'indice PMI, è costantemente migliorata dai minimi di fine 2008 rimanendo sostanzialmente invariata intorno a 50 in entrambe le rilevazioni tra aprile e giugno.

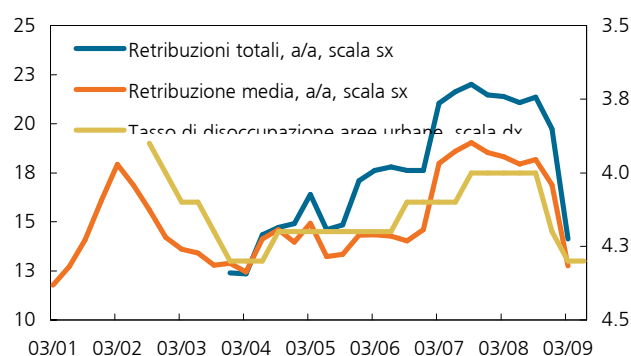
... ma il peggioramento del mercato del lavoro manterrà la crescita dei consumi contenuta

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



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

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



Fonte: Bloomberg, Datastream

Il calo dell'inflazione compenserà il rallentamento dei salari nominali sostenendo i redditi reali nei prossimi mesi. Questo, insieme al miglioramento della fiducia dei consumatori e agli incentivi fiscali, dovrebbe contribuire a mitigare il rallentamento dei consumi, inevitabile con un ulteriore peggioramento del mercato del lavoro.

#### Investimenti in forte aumento...

Gli investimenti stranieri diretti hanno continuato a scendere per il quinto mese consecutivo, registrando un calo del 20,4% a maggio, mentre gli investimenti fissi urbani hanno mostrato una forte crescita salendo, in termini nominali, del 32,9% a maggio, rispetto al minimo del 26,1% in dicembre.

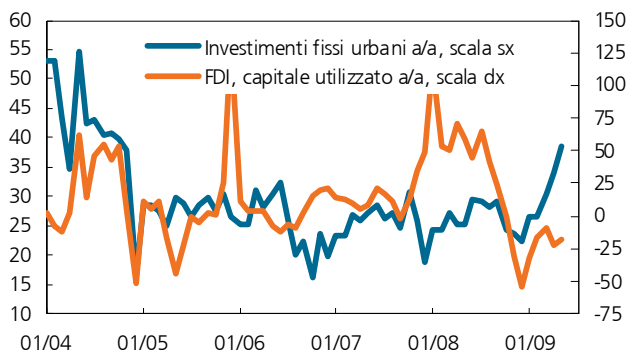
Il contributo maggiore è arrivato dagli investimenti governativi, sostenuti in maniera massiccia dal pacchetto di stimolo fiscale varato a fine anno e dallo stimolo monetario. Gli investimenti di origine governativa sono infatti cresciuti del 51,2% cumulato a/a in maggio, rispetto al 25,3% cum. a/a registrato dagli investimenti a prevalenza privata. Nel complesso gli investimenti nel settore manifatturiero hanno registrato una crescita solida del 29,9% cum. a/a in maggio, anche se in alcuni settori particolarmente orientati alle esportazioni, come quello dell'abbigliamento e dell'arredamento, i tassi di crescita rimangono più contenuti. Gli investimenti a competenza amministrativa locale, che costituiscono quasi il 90% del totale, accelerano rispetto a quelli a

Gli investimenti a prevalenza governativa crescono di più

competenza amministrativa centrale. Gli investimenti in costruzioni e installazioni sono saliti del 35,2% in maggio, rispetto al 26,0% di dicembre e una dinamica simile hanno mostrato gli investimenti in attrezzature e strumenti.

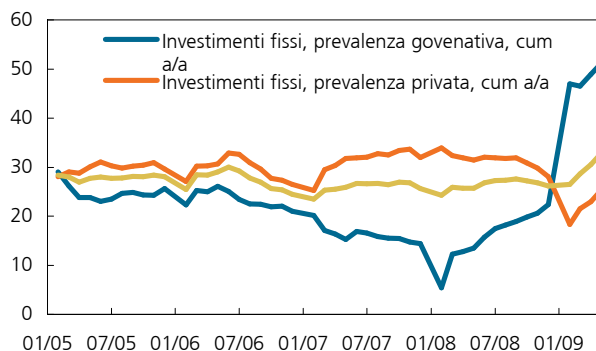
Gli investimenti continuano a mostrare anche a maggio tassi di crescita molto più elevati nelle regioni occidentali (48,5%), nord orientali (47,0%) e centrali (38,9%) rispetto alle regioni orientali (26,3%), le cui esportazioni costituiscono quasi il 90% del totale. La debolezza delle esportazioni potrebbe avere effetti ancora più rilevanti sulla crescita di queste ultime e, in ultima analisi, a livello nazionale, a causa degli effetti indiretti di ricaduta che le esportazioni hanno su investimenti privati, occupazione, redditi e consumi. La *Hong Kong Monetary Authority* HKMA<sup>23</sup>, tenendo conto di questi fattori e utilizzando dati a livello regionale, stima che un 10% di calo della crescita delle esportazioni è associato in media a un calo del PIL cinese del 2,5%, molto più rispetto al calo ottenuto dalla stima dell'impatto diretto delle esportazioni sul PIL, che è intorno all'1-1,3%.

**Rimbalzo degli investimenti fissi totali...**



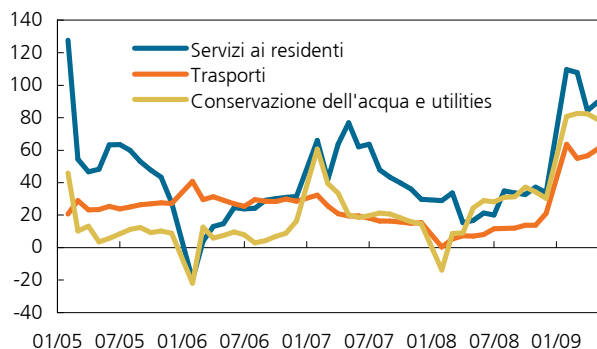
Fonte: Bloomberg

**... grazie soprattutto alla spesa governativa**



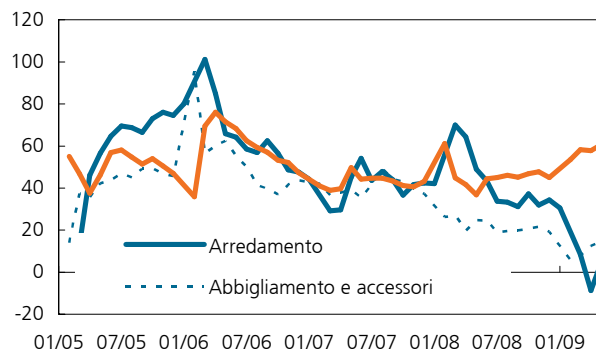
Fonte: EcoWin, variazioni su dati a prezzi correnti, ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Investimenti del settore statale**



Fonte: EcoWin

**Investimenti del settore privato nel settore manifatturiero**



Fonte: EcoWin

Il settore immobiliare, nonostante rimanga in forte rallentamento rispetto ai ritmi di espansione del 2008, sta mostrando alcuni segnali di miglioramento. Gli investimenti in progetti immobiliari sono saliti del 6,8% in maggio, in recupero rispetto all'1% di gennaio, mentre gli investimenti in edilizia residenziale salgono del 6,8%. I dati sui volumi degli edifici venduti, sia residenziali sia ad

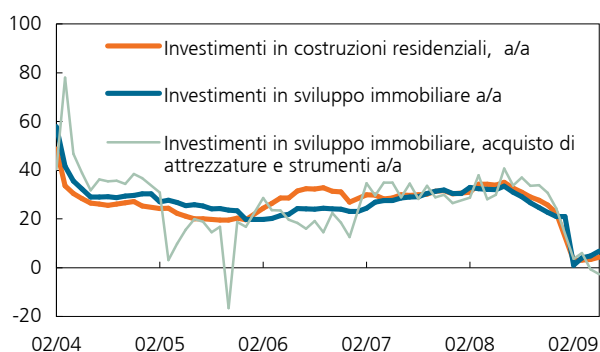
**Il settore immobiliare mostra segni di miglioramento anche se non univoci**

<sup>23</sup> Vedi "How Much Do Exports Matter for China's Growth?" in HKMA China Economic Issues #1/09, marzo 2009.

uso commerciale, hanno mostrato forti tassi di crescita positivi (25,5% e 26,7% rispettivamente) dopo variazioni negative che hanno caratterizzato gran parte del 2008. Ciò è in linea con il lieve recupero dell'indice di fiducia dei costruttori, che pur rimanendo al di sotto della soglia di 100, che indica un peggioramento dell'attività, è salito a 95,4 a maggio rispetto al minimo di 94,74 toccato in marzo. Tuttavia, nonostante il recupero delle vendite e del numero di edifici completati e in costruzione, gli edifici iniziati e gli acquisti di terreni mostrano ancora dei cali, sia in valore sia soprattutto in volume e i prezzi delle case, pur con differenze tra città e città, in media a livello nazionale registrano ancora variazioni tendenziali negative.

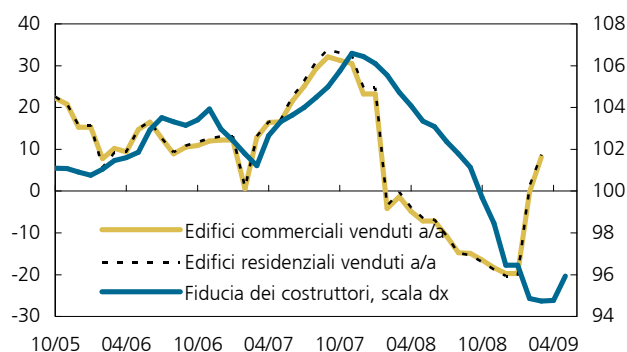
Inoltre, ad un forte aumento dei nuovi investimenti nel settore immobiliare, che rappresentano i progetti completati, balzati a tassi tra il 44 e il 36% tra febbraio e maggio, non è corrisposto un aumento degli investimenti per l'acquisto di attrezzature e strumenti, scesi del 2,6% in maggio.

**Gli investimenti in costruzioni recuperano lievemente...**



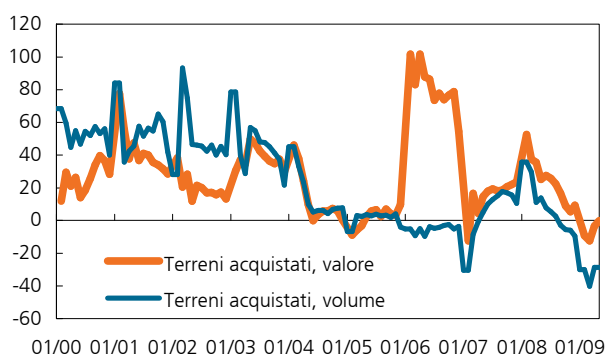
Fonte: EcoWin

**... insieme alle vendite e alla fiducia dei costruttori**



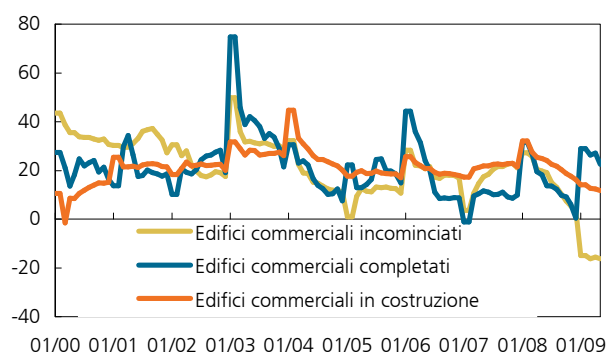
Fonte: Bloomberg variazioni a/a di dati espressi in milioni m<sup>2</sup>

**Tuttavia le compravendite di terreni rimangono deboli ...**



Fonte: EcoWin e CEIC, variazioni a/a

**... così come i nuovi edifici incominciati**



Fonte: CEIC, variazioni a/a di dati espressi in milioni m<sup>2</sup>

**... sostenuti anche da una massiccia accelerazione del credito**

L'aumento degli investimenti fissi si concilia con un aumento dell'offerta monetaria e degli aggregati creditizi. M2 è salita del 25,7% in maggio, poco meno di aprile e i crediti delle istituzioni finanziarie sono aumentati del 30,6%. L'aumento del credito non è più guidato principalmente dai finanziamenti a breve e dagli sconti di portafoglio: questi ultimi continuano a salire a tassi elevati (+174,4% a maggio), ma la crescita dei finanziamenti a medio-lungo termine, stabile intorno al 17-18% tra dicembre e febbraio, continua a migliorare e ha raggiunto il 25,8% a maggio. Continuano ad aumentare soprattutto i crediti al settore agricolo e a quello commerciale, mentre quelli al settore industriale e costruzioni sono in fase di lieve rallentamento.

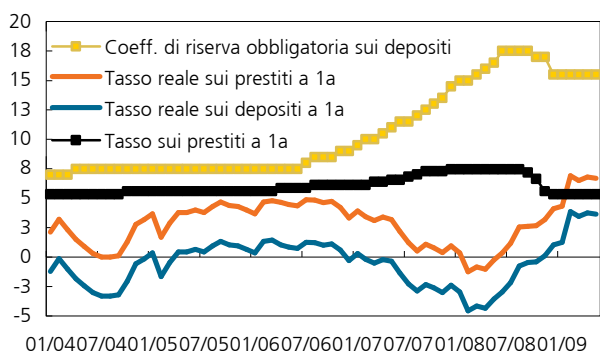
## Scenario Macroeconomico

Giugno 2009

Come ricordato più volte, la maggior parte degli investimenti sono finanziati dalle imprese con mezzi reperiti autonomamente e da altri tipi di fondi diversi dai prestiti bancari. Secondo i dati annuali dell'ufficio statistico, nel 2007 la percentuale di mezzi reperiti autonomamente e altri tipi di fondi è stata del 77,4%, contro un 15,3% del finanziamento bancario. I dati mensili pubblicati, che offrono una scomposizione più ampia, mostrano come percentuale di mezzi reperiti autonomamente un 76,6%, dunque ancora elevata. Tuttavia la percentuale di finanziamento con soli mezzi propri, pur tenendo conto dell'andamento stagionale, è scesa dal 32,4% a dicembre, a 26,7% in aprile, mentre quella dei finanziamenti bancari è salita dal 15,7% a dicembre al 19,0% in aprile, per scendere poi leggermente a 17,9% a maggio. Ciò testimonia che le imprese stanno cominciando ad utilizzare di più il credito bancario come fonte di finanziamento in un momento di forte difficoltà. I profitti delle imprese industriali sono infatti calati del 22,9% nel 2° trimestre, dopo un calo del 37,3% nel 1° trimestre dell'anno.

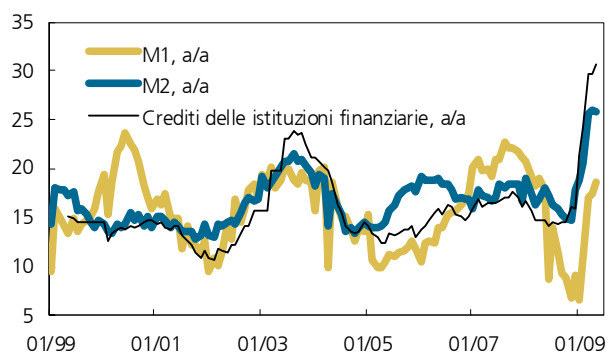
Nonostante il brillante andamento del credito stia fornendo sostegno alle imprese, potrebbe facilmente rialimentare bolle speculative sul mercato azionario e immobiliare, ponendo dei rischi sulla crescita nel medio termine, a maggior ragione in presenza di un aumento degli incagli. Per il momento, tuttavia, la PBOC (People Bank of China) non sembra voler intervenire.

### Tassi ufficiali: il calo dell'inflazione fa salire i tassi reali



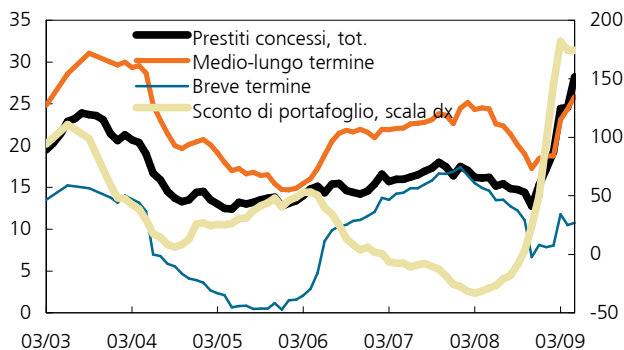
Fonte: Bloomberg

### L'offerta di moneta e il credito delle istituzioni finanziarie aumentano



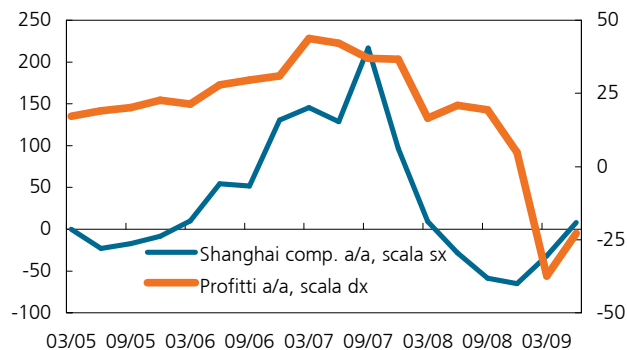
Fonte: Bloomberg, Monetary and Financial Institutions Survey

### L'aumento del credito si è esteso anche sulle scadenze del medio-lungo termine



Fonte: EcoWin, Monetary and Financial Institutions Survey

### I profitti delle imprese continuano a calare, anche se il minimo sembra superato

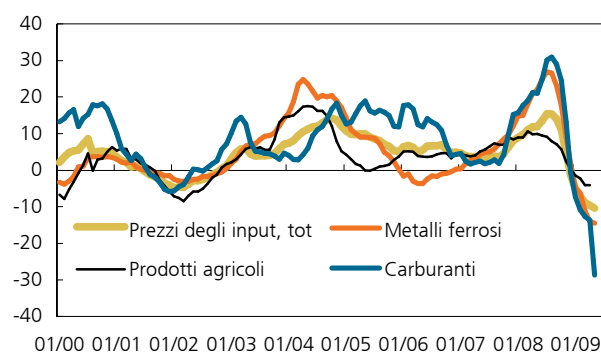


Fonte: Bloomberg, dati trimestrali

Dopo i massicci tagli di fine 2008, la PBOC ha lasciato i tassi invariati nel 1° trimestre del 2009, tuttavia il calo dell'inflazione ha fatto salire sensibilmente i tassi reali sia sui prestiti sia sui depositi, portandoli a livelli superiori ai massimi della seconda metà del 2006. L'inflazione dei

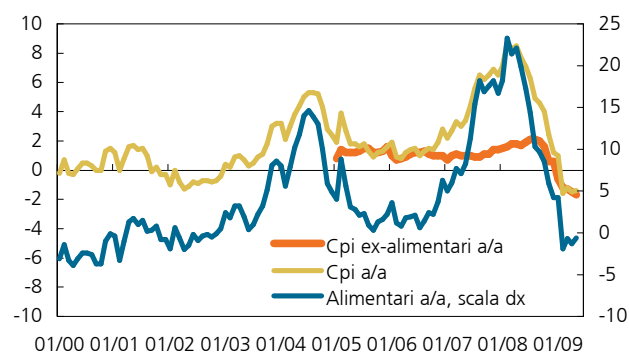
prezzi al consumo è infatti in calo da febbraio ed è scesa dell'1,4% a maggio. Al netto degli alimentari è scesa dell'1,7% nonostante forti aumenti in alcuni comparti quali le verdure fresche e la frutta. Il calo dei prezzi alla produzione del 7,2% e dei prezzi degli input del 10,4%, guidato in primo luogo dalla discesa del prezzo dei carburanti e delle materie prime, non punta ancora ad un'inversione di tendenza nei prezzi al consumo nel breve termine. Questo lascia spazio per ulteriori tagli dei tassi, anche se dubitiamo che la PBOC voglia procedere ad un ulteriore allentamento della politica monetaria in un contesto in cui i dati macro continuano a mostrare miglioramenti.

Prezzi degli input a/a



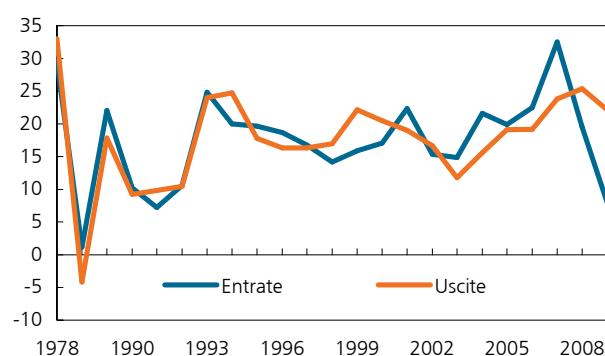
Fonte: Bloomberg

Prezzi al consumo a/a



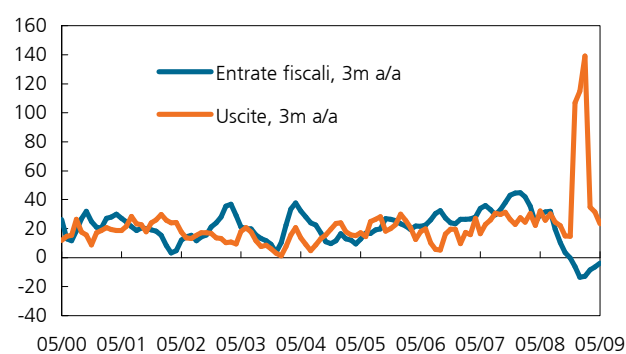
Fonte: Bloomberg

La crescita delle entrate e delle uscite fiscali è prevista in calo nel 2009



Fonte: Bloomberg e NBS, dati annuali e previsioni per il 2009

Le entrate fiscali sono state già in calo negli ultimi tre mesi



Fonte: Bloomberg

### Politica fiscale più attenta a famiglie e piccole medie imprese

Il governo ha presentato il bilancio per il 2009 durante la sessione annuale del Congresso del Popolo che si tiene all'inizio di marzo, reiterando gli obiettivi di sostegno crescita, di promozione delle misure di assistenza sociale e di supporto ai consumi, ma dando pochi dettagli sull'implementazione delle misure stesse. Il governo prevede un aumento del deficit nazionale (che include il governo centrale e i governi locali) dallo 0,3% nel 2008 al 3% nel 2009, con un deficit di 950 miliardi di yuan finanziato con l'emissione di titoli, di cui 200 miliardi da parte dei governi locali. Il governo mantiene inoltre un obiettivo di crescita dell'8% nel 2009, livello ritenuto necessario per espandere l'occupazione, con un'inflazione media annua del 4% e un tasso di disoccupazione al di sotto del 4,6% rispetto al 4,2% del 2008.

Il governo stesso, tuttavia, nonostante l'aumento di spesa, ipotizza una notevole decelerazione delle entrate, il cui tasso di crescita è previsto passare da 21,7% nel 2008 a 6,7% nel 2009 a



## Scenario Macroeconomico

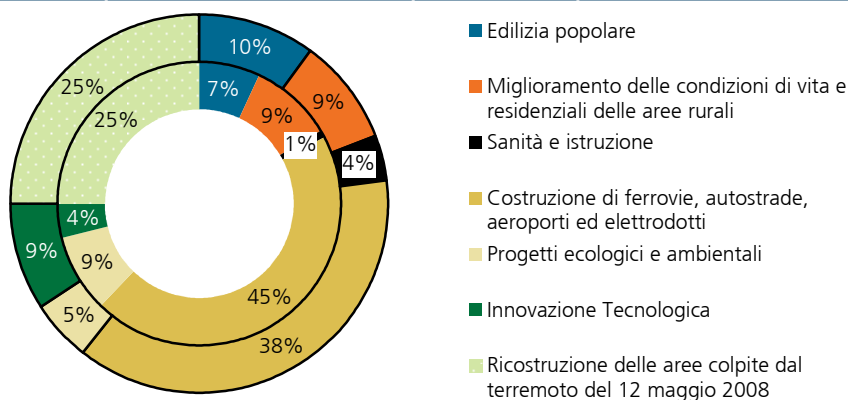
Giugno 2009

livello nazionale, e anche una decelerazione del tasso di crescita delle spese, benché minore. La decelerazione delle entrate in atto da agosto 2008 è dovuta in parte alla riduzione di alcune imposte, come l'imposta sugli acquisti di azioni, prima ridotta da 0,3 a 0,1% nell'aprile del 2008 e poi eliminata lo scorso settembre, e in parte alla riduzione delle entrate su alcuni comparti importanti come le entrate provenienti dai redditi delle imprese. Queste ultime hanno mostrato variazioni negative da gennaio in linea con il calo dei profitti delle imprese negli ultimi due trimestri (marzo – maggio 2009 e dicembre 2008 – febbraio 2009), ma mostrano segnali di miglioramento nelle variazioni mensili.

Inoltre, secondo le stime dell'IIF, il bilancio del 2009 prevede 500 miliardi di yuan di tagli fiscali per imprese e famiglie. L'attenzione del governo infatti, pur rimanendo focalizzata sugli investimenti in opere strutturali, si è progressivamente allargata anche alle piccole e medie imprese e alle famiglie, come dimostrano alcune recenti misure, se pur a discapito della protezione ambientale.

Nel 2009 il governo intende spendere 487,5 miliardi di yuan nelle 10 aree di intervento previste dallo stimolo fiscale (pari all'1,4% del PIL secondo la Banca Mondiale) e intende allocare 908 miliardi di yuan per spese in investimenti dei 1,8 trilioni previsti nell'arco 2009-11. Il governo ha tuttavia leggermente modificato la composizione delle spese annunciata a fine dicembre diminuendo gli investimenti per la salvaguardia ambientale e per la costruzione di infrastrutture a vantaggio dell'edilizia popolare, di sanità e istruzione e soprattutto dell'innovazione tecnologica.

Variazione nella composizione dello stimolo fiscale per il 2009-10 rispetto a dicembre 2008



Fonte: <http://www.gov.cn> e Banca Mondiale "China Quarterly Update" marzo 2009

A fine marzo 2009 il Ministero delle Finanze ha approvato un aumento dei rimborsi fiscali, reiterato poi a giugno 2009, alle esportazioni di prodotti delle industrie del settore tessile, ferro e acciaio, metalli non ferrosi, petrolchimico, elettronica e industrie leggere e ha inoltre ribadito il sostegno alle piccole e medie imprese orientate alle esportazioni e interessate al miglioramento tecnologico. Infine, il Consiglio di Stato ha emanato le linee guida per la riforma del sistema sanitario, con l'obiettivo di fornire un sistema di servizi sanitari di base nelle città e nelle campagne entro il 2020. Per il piano di implementazione sono stati stanziati 850 miliardi di yuan nel periodo 2009-11. Gli effetti benefici sul reddito disponibile e sulla spesa per consumi si vedranno tuttavia solo nel medio-lungo termine. Difficile pensare che anche gli effetti positivi sul reddito disponibile a breve termine si tramutino in tempi brevi in una diminuzione del tasso di risparmio a vantaggio dei consumi, soprattutto in una situazione di peggioramento del mercato del lavoro.

## Conclusioni

L'adozione di una politica fiscale e monetaria fortemente espansiva sta avendo effetti positivi sulla crescita. Il miglior andamento degli investimenti e la tenuta dei consumi nella prima metà dell'anno ci inducono a rivedere al rialzo la stima della crescita del PIL nel 2009 a 6,6%, da un precedente 5,9%.

I consumi hanno mostrato miglioramenti estesi non solo nei comparti che beneficiano degli incentivi fiscali; tuttavia il rallentamento delle retribuzioni nominali e l'aumento del tasso di disoccupazione manterrà la crescita dei consumi privati su ritmi più contenuti nei prossimi trimestri, con un tasso di crescita medio stimato del 7,7% nel 2009 rispetto all'8,4% del 2008.

Nonostante il brillante andamento del credito stia fornendo un forte sostegno agli investimenti delle imprese, potrebbe allo stesso tempo alimentare bolle speculative sul mercato azionario e immobiliare. A maggior ragione, in presenza di un aumento degli incagli questo pone, insieme al mancato miglioramento della domanda internazionale atteso nell'ultima parte dell'anno, un rischio al ribasso sulla crescita nel 2010.

## Mercati valutari – Poca direzionalità

### DOLLARO

Asmara Jamaleh

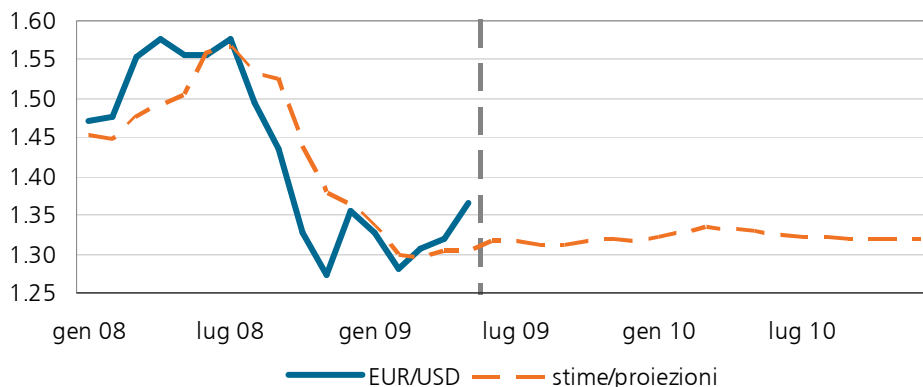
Nel 2° trimestre il dollaro (cambio effettivo nominale) si è deprezzato mediamente del 3,7% rispetto al 1° trimestre, quando invece aveva inaugurato il nuovo anno al rialzo. I fattori che hanno determinato questo indebolimento sono principalmente quattro: (i) il calo della *risk aversion*, in atto già dal 1° trimestre; (ii) il riemergere dei dubbi sul fatto che il biglietto verde possa continuare a mantenere il proprio primato come valuta di riserva e di scambio internazionale, unitamente al grave deterioramento del quadro di finanza pubblica statunitense e conseguente necessità di emissione crescente di *Treasury*; (iii) l'emergere anche nelle principali aree al di fuori degli Stati Uniti di segnali di miglioramento (o "di minor peggioramento") economico-finanziario, che ha favorito il recupero delle rispettive valute contro il dollaro; (iv) ultimo fattore, anche in ordine di tempo, maggiore incertezza sul fronte macro innanzitutto sugli Stati Uniti, ma di conseguenza anche nelle principali aree al di fuori degli Stati Uniti. Ovvero: se fino a qualche tempo fa sembrava chiaro che nel 2° trimestre ci sarebbe stato un generale miglioramento rispetto al 1° trimestre, dal 3° trimestre in poi vi sono invece diverse variabili, anche esogene, che indurrebbero a pensare che la probabilità che prevalgano i rischi verso il basso sia più o meno uguale a quella che prevalgano i rischi verso l'alto.

E' probabile che i fattori (iv), (i) e (ii) – in ordine di importanza – permangano per una parte almeno del 3° trimestre. Questo, in un contesto di sostanziale incertezza (ma condivisa) sul versante macro, dovrebbe contribuire a mantenere la divisa statunitense nella parte bassa o al più medio/bassa del range in cui ha oscillato nel 1° semestre 2009. Nella stessa direzione conduce la considerazione che, finché l'incertezza prevalente resta di carattere macro, nel frattempo, in un'ottica di breve e comunque temporanea, riprenderà da parte degli investitori la tendenza – intanto – a trarre valore dai differenziali di tasso. Per quanto, infatti, non è detto che i cicli di taglio dei tassi si siano conclusi del tutto, in diversi casi anche una volta raggiunto il *floor*, lo *spread* sui fed funds dovrebbe rimanere sufficientemente ampio almeno per un po', o almeno fino a che la Fed non deciderà di iniziare ad alzare i tassi, prospettiva non in vista a breve.

### EURO

La globalizzazione della crisi economico-finanziaria sembra complicare in questa fase l'instaurarsi di trend che siano allo stesso tempo marcati e protratti, e soprattutto durevoli.

Fig. 1 - Scarsi segnali di un trend marcato e durevole nei prossimi mesi per l'EUR/USD



Fonte: EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

È il caso dell'euro, che ha spesso un andamento speculare a quello del dollaro, anche in quanto, trattandosi di una valuta importante, molto liquida e scambiata, è candidata, presumibilmente, a condividere nei prossimi anni, insieme al biglietto verde, un ruolo leader come valuta di riserva e di scambio internazionale. Ma, tornando ad un orizzonte temporale più vicino, abbiamo stimato un modello che bene ne catturi l'andamento di fondo nonché i livelli che siano mediamente compatibili con i fondamentali che hanno fatto da driver nel passato recente e ancora lo siano attualmente. In tal caso sono emerse come **variabili esplicative** importanti:

- (1) i rendimenti a breve europei (molto significativi);
- (2) i rendimenti a breve statunitensi (molto significativi) - presi individualmente, non in spread con quelli europei e
- (3) i differenziali di inflazione (poco significativi).

Il modello coglie bene la dinamica di fondo del cambio (v. *fitting* in Fig. 1). Immettendo per le variabili esplicative il sentiero atteso nel nostro scenario centrale, le proiezioni mostrano una dinamica di *trading range* sul 2009-10. Chiaramente, non trattandosi di un modello dinamico, coglie perlopiù la tendenza di fondo e quindi vi saranno delle oscillazioni intorno al trend. Ma il messaggio principale parrebbe quello dell'assenza di un trend marcato e prolungato, rialzista o ribassista che sia. Dal punto di vista fondamentale, almeno in parte, questo è coerente con il mantenimento di politiche monetarie sia da parte della Fed, sia da parte della BCE, che tenderanno a tenere i livelli dei tassi ufficiali molto bassi per lungo tempo. L'assenza di un trend marcato e prolungato potrebbe anche esprimersi attraverso l'alternanza di brevi fasi con una tendenza nell'una o nell'altra direzione o di trading range che approssimativamente ricalcherebbero gli andamenti recenti. Soprattutto non appare molto probabile che si vadano a rivisitare i massimi 2008 (1,60 EUR/USD) o i minimi 2008 (1,23 EUR/USD) o addirittura li si superi. Questo non dovrebbe però impedire che nel frattempo l'EUR/USD possa intraprendere almeno temporaneamente un ritracciamento ribassista verso 1,35-1,30, in funzione soprattutto dell'evolversi dei differenziali di crescita e di tassi a favore degli Stati Uniti già fra il 3° trimestre e il 4° trimestre 2009, scenario centrale che manteniamo. In generale lo scenario alternativo sembrerebbe presentare comunque rischi verso l'alto. Una delle ragioni per cui questo potrebbe accadere è che, se il sentiero e i livelli di fair value indicati dal modello qui proposto (v. Fig. 1) sono compatibili con quelli di questa fase (che potrebbe essere una fase di transizione contenente un break strutturale rispetto al passato di anche solo un paio d'anni fa), ebbene una permanenza provvisoria (v. Tab. 1) su livelli non particolarmente eccessivi (celle evidenziate in Tab. 1) non dovrebbe generare un disequilibrio di breve insostenibile.

		Range di <i>fair-value</i> individuato dal modello	
		1,30	1,35
Ipotesi di valori verso l'altro che l'EUR/USD potrebbe assumere	1,45	11,5%	7,4%
	1,50	15,4%	11,1%
	1,55	19,2%	14,8%

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Se invece il livello di equilibrio di lungo periodo (che non è quello risultante dal modello qui proposto, che è un modello di fair value – non di equilibrio – e non di lungo periodo, bensì di breve periodo) dovesse essere diverso e più basso di quello individuato dal modello impiegato in questa analisi (v. Fig. 1), allora un aggiustamento ribassista significativamente più ampio di quello ipotizzato nelle nostre previsioni potrebbe verificarsi, ma non nel breve, quanto semmai più in là nel tempo. E questo varrebbe (i) sia perché generalmente i periodi di disequilibrio sono più lunghi di quelli di permanenza in prossimità dell'equilibrio, (ii) sia perché comunque si è notato negli ultimissimi anni, così come negli ultimi mesi o settimane, che di tanto in tanto riemerge il tema della possibile (probabile!?) perdita di primato del dollaro, a favore (ma non a

nostro avviso con piena sostituzione quanto semmai in affiancamento) dell'euro in quanto valuta di riserva e di scambio internazionale.

#### STERLINA

Anche la sterlina nel 2° trimestre si è apprezzata contro dollaro, come ha fatto l'euro, ma molto più di quest'ultimo (+7,8% contro il +4,3% della moneta unica). Infatti, la divisa britannica si è apprezzata del 3,3% circa anche contro euro, nonostante i tassi BCE siano il doppio di quelli BoE. In base alle attese di crescita 2009-10 - che vedono quest'anno una recessione più profonda nel Regno Unito che negli Stati Uniti e che anche per l'anno prossimo prospettano una ripresa più flebile dell'economia britannica - ai livelli recenti, in particolar modo al di sopra di 1,58-1,60 GBP/USD la sterlina appare sopravvalutata rispetto al biglietto verde. La dinamica della sterlina trova come ottima variabile esplicativa nei modelli che utilizzano dati a frequenza mensile l'inflazione dei prezzi delle case (variabile realmente importante per la struttura dell'economia britannica). Dallo scoppio della crisi infatti fino allo scavalco dell'anno è andata deprezzandosi, salvo iniziare a riprendersi di recente fra il 1° e il 2° trimestre 2009 sia contro dollaro sia contro euro. Questo perché il mercato sembra pensare che il peggio sia alle spalle, vedendo ad esempio assestarsi in range, piuttosto che scendere ancora, l'inflazione dei prezzi delle case.

Ma le più recenti dichiarazioni rilasciate dagli esponenti della Bank of England sembrano voler suggerire maggiore cautela, soprattutto ai mercati che ancora forse stanno eccedendo in ottimismo, almeno nelle quotazioni della sterlina. Il governatore della BoE Mervyn King ha infatti dichiarato che la strada verso la ripresa sarà lunga e faticosa a causa dei problemi nel settore bancario (tallone d'Achille per l'economia britannica durante questa specifica crisi). Miles, membro della BoE, ha affermato che il livello attuale dei tassi a breve non è abbastanza per fornire un contributo positivo alla stabilità finanziaria, e che sarebbe utile inserire anche i prezzi delle case nel paniere dell'inflazione, a suggerire che i rischi verso l'alto sull'inflazione (endogenamente generata!) oltre il breve termine potrebbero essere inferiori a quanto attualmente ipotizzato (per effetto di una debolezza della crescita, domanda interna soprattutto, maggiore del previsto o di quanto comunque incorporato dai livelli di cambio del mercato). E Haldane, responsabile della BoE della stabilità finanziaria, ha sottolineato come la ripresa dell'economia nel Regno Unito dipenda *in primis* dalle banche. La "profittabilità" del sistema bancario deve infatti risalire, velocemente e durevolmente, e nello specifico è cruciale che le banche riprendano a concedere prestiti. Tali considerazioni offrono sostegno all'idea che forse già entro il trimestre in corso (o al massimo poco più tardi) la sterlina dovrebbe correggere (seppure non definitivamente) rispetto ai valori recenti.

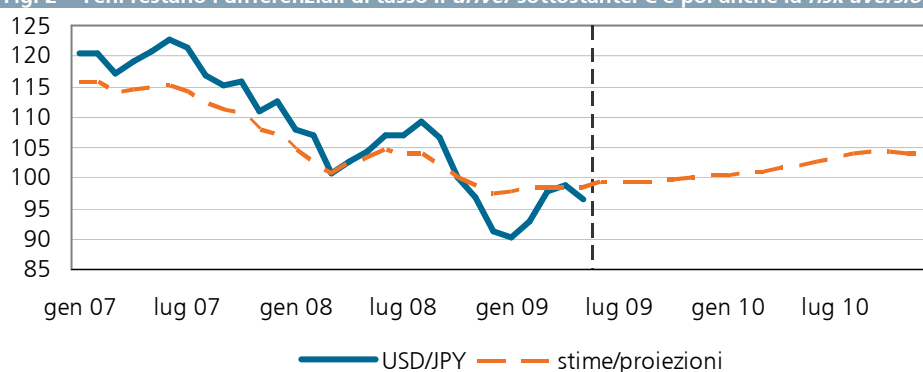
Sia in base a queste considerazioni di carattere economico-fondamentale, ma anche in base alle indicazioni di analisi tecnica, la correzione potrebbe spingersi verso il range 1,60-1,55 GBP/USD. Contro euro, in base alle stime di un nuovo modello che abbiamo specificato - che utilizza come variabili esplicative i differenziali di rendimento a breve EUR-GBP, nonché l'inflazione dei prezzi delle case nel Regno Unito - la sterlina dovrebbe indebolirsi almeno provvisoriamente verso 0,88-0,90 EUR/GBP.

#### YEN

In contro-tendenza rispetto ad euro e sterlina, ma identicamente a come aveva fatto allo scoppio della crisi nell'estate 2008 e anche successivamente (ovvero correlazione positiva dello yen con il dollaro, in ascesa come il dollaro nel 2° semestre 2008 e in discesa come il dollaro nel 1° semestre 2009), lo yen si è deprezzato mediamente nel 2° trimestre, rispetto al 1° trimestre del 3,8% contro dollaro e del 7,8% contro euro. Questo è principalmente imputabile all'evoluzione della *risk aversion*, soprattutto per quanto riguarda la seconda metà dell'anno

scorso. Mentre con riferimento al tendenziale indebolimento in corso quest'anno, seppure molto arduo e tortuoso, è andata aggiungendosi una seconda variabile, di carattere fondamentale, che si esprime sinteticamente in previsioni di una recessione in Giappone nel 2009 molto più grave che negli Stati Uniti, area euro e Regno Unito, non inferiore ad una contrazione pari a -6,0% per l'anno in corso. Mano a mano che l'avversione al rischio dovesse andare stabilizzandosi su livelli bassi fra 3° e 4° trimestre, anziché iniziare a scendere ma oscillando (come ha fatto ultimamente) all'interno di un range di valori considerabili di medio/bassa e non di bassa avversione al rischio, tale fattore, unitamente ai deboli fondamentali, con tassi più bassi che altrove (Stati Uniti compresi), porterebbe finalmente lo yen a cedere.

Fig. 2 – Yen: restano i differenziali di tasso il *driver* sottostante. C'è poi anche la *risk aversion*...



Fonte: EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Infatti, per la divisa nipponica, stimando un modello di cointegrazione, si è ottenuto che le stime di equilibrio di lungo periodo continuano a rilevare la significatività elevata dei differenziali di rendimento (v. Fig. 2), che per molti anni hanno mantenuto la divisa nipponica come valuta di *funding* nei *carry trades*. In assenza di un cambio di rotta anticipato e vigoroso della politica monetaria da parte della BoJ anche il ruolo di divisa di finanziamento nei *carry trades* dovrebbe contribuire ad irrobustire la tendenza ribassista e ricollocare temporaneamente il cambio USD/JPY all'interno del range 100-105 USD/JPY, coerentemente con quanto mostrano le proiezioni del modello stimato (v. Fig. 2) in questo caso. Il rischio è che tale riposizionamento possa venire rinviato nel tempo qualora l'avversione al rischio non si riassetasse relativamente presto e stabilmente su livelli bassi in assoluto e più bassi di quelli registrati recentemente, fattore che spiega la recente vischiosità verso il basso dello yen e che ha permesso quattro fasi riconoscibili di apprezzamento registrate nei primi mesi del 2009.

## Scenario Macroeconomico

Giugno 2009

Intesa Sanpaolo Servizio Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice		
Tel. 02 879+(6) – 02 8021 + (3)		
<b>Macroeconomic &amp; Fixed Income Research</b>		
Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
<b>Fixed Income Strategist</b>		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasanpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasanpaolo.com
<b>Macroeconomia</b>		
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
<b> Mercati Valutari</b>		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com
<b>Commodities</b>		
Enrico Bernini	62057	enrico.bernini@intesasanpaolo.com
<b>Research Assistant</b>		
Serena Fumagalli	32270	
Simonetta Melotto	62102	simonetta.melotto@intesasanpaolo.com
<b>International Economics</b>		
<b>Economista Macro - Asia Emergenti</b>		
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](http://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.