

Scenario Macroeconomico

Servizio Studi

Marzo 2007

Scenario Macroeconomico

Marzo 2007

Crescita più lenta, ma più equilibrata	3
Focus - Petrolio: torna a pesare il rischio Iran	5
Stati Uniti: crescita moderata per un considerevole periodo di tempo	8
FOMC: Una "Bernanke put" per assicurarsi contro la maggiore incertezza, ma i rischi sull'inflazione restano "predominanti"	11
Focus - Mutui <i>sub prime</i> : <i>fasten your seat belt!</i>	15
Area euro: tre anni di gloria?	17
Aumentano i rischi per la stabilità dei prezzi	21
BCE: navigazione a vista verso il 4,25%	23
Regno Unito: la crescita sorprende verso l'alto	26
L'Asia	27
Giappone: una crescita equilibrata, sostenuta dalla domanda domestica	27
Cina: abbonamento al 10%	33
Mercati valutari: differenziali di tasso e propensione al rischio rimangono determinanti	37

Crescita più lenta, ma più equilibrata

Luca Mezzomo

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com

Nei primi mesi di quest'anno l'andamento dell'economia mondiale non ha riservato grandi sorprese. Si attendeva una continuazione della fase di debolezza dell'economia americana, che si è effettivamente manifestata. Si ipotizzava un rallentamento dell'eurozona dopo il vivacissimo secondo semestre 2006, e lo si è visto. E anche l'andamento dei tassi ufficiali nelle principali aree economiche ha sostanzialmente rispettato le previsioni. Sebbene non lontani dalle aspettative, tuttavia, gli sviluppi recenti non hanno mancato di influenzare la percezione delle prospettive congiunturali in direzioni opposte in Europa e Nord America. Se, infatti, la previsione media di crescita negli Stati Uniti riportata da *Consensus Forecasts* è sostanzialmente stabile rispetto a dicembre (2,4% contro 2,3%) e la tesi più diffusa rimane quella di una riaccelerazione da fine 2007, tuttavia si riscontra una maggiore sensibilità al rischio che l'economia rimanga invischiata in una fase protratta di crescita insoddisfacente. Tale preoccupazione si palesa in attese di taglio dei tassi ufficiali Fed, in alcuni casi piuttosto aggressive. Di contro le previsioni per l'eurozona sono state oggetto di significative revisioni al rialzo (dal 2,0% al 2,3%), riflesso sia di un brillante quarto trimestre 2006, sia di stime più prudenti sull'impatto dell'aumento delle aliquote IVA in Germania; conseguentemente le attese di rialzo dei tassi ufficiali BCE si sono rafforzate.

Ciò premesso, i nodi dello scenario macroeconomico mondiale (entità e tempi del rallentamento economico americano, rischi di trasmissione al resto del mondo) sono stati sciolti soltanto in piccola parte. La valutazione che la forza della domanda interna in Europa ed Asia avrebbe compensato il rallentamento della domanda americana si è rivelato corretta – anche per la modesta reazione del dollaro al movimento potenzialmente sfavorevole dei differenziali di tasso. Però le divergenze di giudizio sull'evoluzione del ciclo economico americano rimangono quasi intatte, con alcuni (tra cui anche la Fed) convinti di un rafforzamento da metà 2007 e altri (tra i quali la maggioranza degli investitori) pronti invece a scommettere sull'instaurarsi di una lunga fase di crescita inferiore al *trend*, se non addirittura di una recessione. E tra i fattori globali di rischio, abbiamo già avuto conferma della previsione che il mercato del petrolio potrebbe essere più soggetto rispetto al 2006 a *shock* negativi di offerta di natura politica o meteorologica.

Globalmente continuiamo a prevedere ritmi di espansione economica relativamente sostenuti ed equilibrati, con Asia ed Europa a svolgere un ruolo trainante.

In **Europa** ha trovato conferma la nostra valutazione che la crescita avrebbe sorpreso al rialzo rispetto alle previsioni di tre mesi fa. Attualmente la nostra stima per il 2007 (2,4%), rivista marginalmente al rialzo, è appena superiore alla media di consenso (2,3%). Non sorprendentemente, il ritmo dell'espansione sarà più moderato rispetto al brillante secondo semestre del 2006: l'andamento delle vendite al dettaglio in Germania, molto negativo in gennaio, prospetta un contributo marginale dei consumi in questo scorcio iniziale dell'anno. Tuttavia, la perdurante crescita dell'occupazione e il livello del clima di fiducia delle imprese fanno ritenere questa battuta d'arresto transitoria. Come la BCE, prevediamo un'espansione degli investimenti ancora soddisfacente, sebbene anche in questo caso più modesta rispetto a quanto visto nel 2006.

Anche in **Asia** il quadro si presenta complessivamente positivo. In **Giappone**, il miglioramento degli indicatori congiunturali negli ultimi mesi ha dato supporto all'opinione che il rallentamento del terzo trimestre 2006 fosse sostanzialmente un fenomeno transitorio. I rischi per lo scenario, concentrati sul settore famiglie, sembrano essere ora sotto controllo, con indicazioni di ulteriore miglioramento nei

primi mesi del 2007, dopo un quarto trimestre già molto forte. Dal lato delle imprese, nel primo trimestre la necessità di smaltire un accumulo eccessivo di scorte avrà effetti negativi, ma temporanei, sull'attività delle imprese; tuttavia lo scenario degli investimenti rimane solido. La previsione per il 2007 è di una crescita di 2,3%, vicina ai ritmi del 2006 (2,2%) con un marginale rallentamento a 1,9% nel 2008. Si conferma anche che, pur in presenza di un solido ritmo di crescita delle esportazioni, l'economia giapponese crescerà ancora in gran parte grazie alla dinamica della domanda interna, sia nel 2007 sia nel 2008, con un contributo positivo di consumi e investimenti.

In **Cina**, dopo un rallentamento di qualche decimo durato un paio di trimestri i dati di 2007.T1 tornano a dare segnali di riaccelerazione, spinta dai consumi e dalla domanda estera, con conseguente ripresa della crescita degli aggregati monetari. Anche dall'inflazione ci sono segnali di surriscaldamento, con un'accelerazione del CPI negli ultimi mesi, in parte però spinta dai prezzi degli alimentari. La reazione delle autorità monetarie non si è fatta attendere, con un nuovo intervento di rialzo dei tassi (+27 pb il 19 marzo) e l'imposizione di nuovi vincoli quantitativi ai prestiti. Lo scenario di crescita rimane pressoché invariato rispetto alle previsioni di tre mesi fa: infatti, questa volta, come in passato, l'accelerazione trimestrale ha portato interventi restrittivi che probabilmente saranno efficaci semplicemente a mantenere la traiettoria della crescita sul sentiero del 10% che ha caratterizzato l'economia cinese negli ultimi anni.

Per gli **Stati Uniti** il quadro ci appare di altro segno. Il nostro scenario di riferimento si è spostato nella parte bassa del consenso riguardo alla crescita 2008 (2,5%), mentre è in linea con la media sul 2007 (2,4%). Ciò significa che si ritiene meno probabile una riaccelerazione della crescita economica nel secondo semestre. Si è deciso di dare un peso maggiore al rischio che si indebolisca il ciclo degli investimenti fissi, e che il comparto edile sperimenti una ripresa molto lenta. Sul settore edile, infatti, pesa l'aumento delle sofferenze registrate sul mercato dei mutui ipotecari, la cui crescita drogata ha contribuito al *boom* immobiliare degli ultimi anni. A breve termine, il rallentamento della crescita sarà frenato dalla tenuta dei consumi, che continuano a essere sostenuti da occupazione e salari, mentre la spesa in conto capitale delle imprese registrerà una contrazione.

Le prospettive della politica monetaria

La riunione del FOMC di marzo si è chiusa con tassi fermi e una valutazione dell'economia molto simile a quella che si era vista nel comunicato di dicembre, ma è stata apportata una significativa variazione nelle indicazioni sui tassi: i rischi sull'inflazione restano "dominanti", ma si segnala che le decisioni di *policy* risponderanno ai dati in arrivo e non sono più univocamente probabili verso l'alto. La correzione dell'orientamento è da considerare una risposta all'incertezza, e non ancora un suggello alle aspettative di taglio dei tassi. I dati del secondo e terzo trimestre diranno se lo scenario relativamente ottimistico della Fed si materializzerà. Alla luce del nostro scenario di *soft landing* per l'economia americana, manteniamo una previsione di limatura dei tassi ufficiali nella parte finale del 2007 rispetto al livello marginalmente restrittivo mantenuto nell'ultimo anno per riportare l'inflazione verso il 2%. Nel 2008 potrebbe prospettarsi un ulteriore allentamento della politica monetaria se l'andamento della domanda interna sorprendesse verso il basso.

La BCE sta invece segnalando con chiarezza l'intenzione di proseguire la restrizione monetaria. Tale orientamento è giustificato dalle previsioni di crescita, superiori al 2% sia nel 2007 sia nel 2008, dalle proiezioni di inflazione –che

incorporano un'elevata probabilità di registrare uno sfondamento dell'obiettivo il prossimo anno- e infine dall'andamento molto sostenuto degli aggregati monetari. È probabile che il consiglio direttivo intenda portare i tassi ufficiali al 4,0% alla riunione di giugno, preparandosi a un ulteriore rialzo di 25pb a settembre o ottobre se l'andamento economico rispettasse le previsioni.

Una lenta restrizione della politica monetaria è probabile anche in Giappone. La banca centrale resterà in fase di attesa per un paio di trimestri, in attesa di un rialzo dell'inflazione: prevediamo però un rialzo a 0,75% a verso fine estate e un ulteriore ritocco verso l'alto in 2008.T1 all'1%. Il persistere di un ampio differenziale con i tassi di interesse delle altre aree potrebbe rappresentare ancora un ostacolo all'apprezzamento dello yen nei confronti del dollaro.

La crescita economica per area geografica

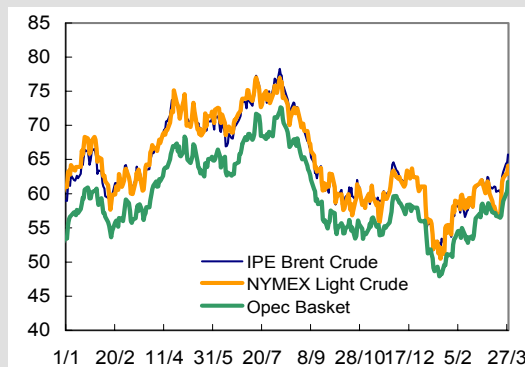
	2004	2005	2006	2007	2008
Stati Uniti	3.9	3.2	3.3	2.4	2.5
Giappone	2.7	1.9	2.2	2.3	1.9
Area Euro	1.7	1.4	2.8	2.4	2.4
Europa Orientale	6.7	5.2	6.4	5.8	5.6
America Latina	5.8	4.5	5.3	4.6	3.7
OPEC	7.0	6.8	6.2	5.1	4.4
Asia orientale	7.3	7.4	7.9	7.3	7.6
Africa	4.2	5.0	5.3	4.3	4.3

Variazioni medie annue.

Focus - Petrolio: torna a pesare il rischio Iran

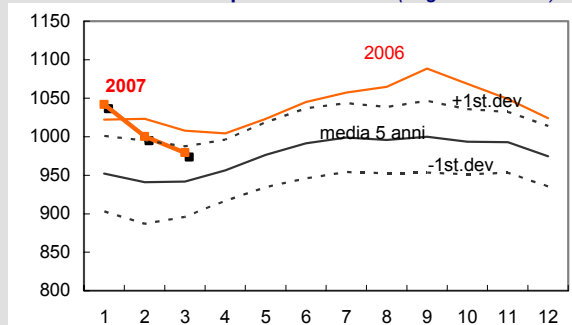
Un mese di temperature molto rigide sul continente nordamericano, problemi a livello di raffinazione e il riemergere del rischio geopolitico hanno riportato le quotazioni petrolifere sopra \$60 nel corso del mese di febbraio. In seguito, però, il mercato del greggio ha registrato una certa debolezza, accentuata soprattutto nel caso del *light crude* americano, e –proprio negli ultimi giorni- un nuovo violento rimbalzo.

Andamento delle quotazioni petrolifere (US\$/barile)



La fine della spinta rialzista è attribuibile a una pluralità di cause. In primo luogo, l'inizio della correzione ribassista dei mercati azionari, attesa da tempo, ha causato un rimbalzo dell'avversione al rischio, penalizzando anche le *commodities*. Su un piano più tecnico, diversamente dal 2006 il mercato non si attende quest'anno problemi con le benzine sul mercato statunitense, mentre la situazione del gasolio da riscaldamento perde rapidamente di interesse con l'arrivo della primavera. Un secondo fattore specifico al mercato americano è l'intensa attività di manutenzione delle raffinerie, che ha ridotto la domanda locale di greggio.

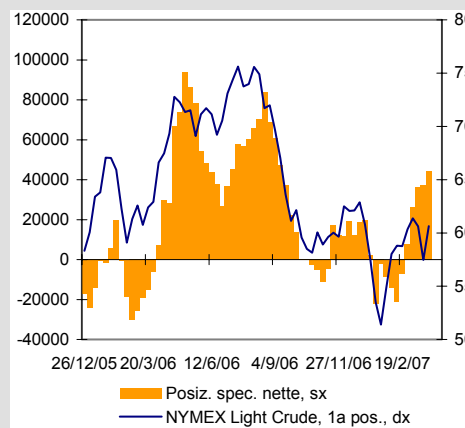
Stati Uniti – scorte petrolifere totali (migliaia di barili)



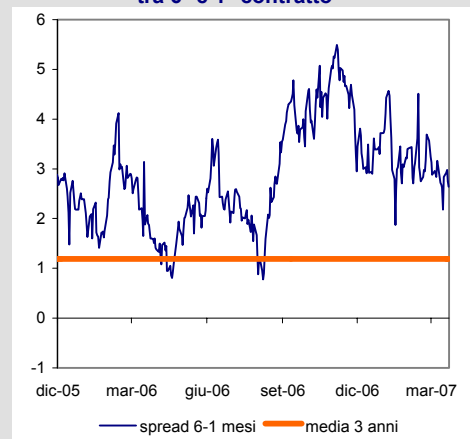
Fonte: EIA e ns. elaborazioni

Certamente anche il fattore macroeconomico potrebbe aver giocato un ruolo importante: la crisi del mercato dei mutui negli Stati Uniti ha diffuso il pessimismo sulle prospettive dell'economia americana, riaprendo una voragine tra la percezione degli investitori e il messaggio relativamente ottimistico della banca centrale. Nonostante i segnali di vigoria offerti dall'economia cinese a inizio anno e la prospettiva di una buona espansione economica in Europa, i mercati stanno probabilmente scommettendo su un aumento inferiore alle previsioni della domanda di petrolio. Se ciò non si è ancora riflesso sui metalli è probabilmente per l'effetto compensativo del calo delle scorte intervenuto su quest'ultimo mercato.

Posizioni nette sui futures Nymex e prezzo del greggio



Nymex Light Crude, Spread tra 6° e 1° contratto



L'Opec, che non ha implementato completamente i tagli produttivi annunciati alle precedenti riunioni, con il ritorno delle quotazioni a \$60 e il rallentamento degli Stati Uniti ha adottato una linea più morbida rispetto al recente passato. Il comunicato diffuso al termine della conferenza del 15 marzo fa cenno all'intenzione di garantire stabilità al mercato e sostegno alla crescita economica, nonostante i segnali di indebolimento già emersi nella dinamica dei prezzi e l'attesa di una crescita della domanda di prodotti petroliferi inferiore rispetto alle previsioni di IEA e DOE e una stima per la produzione non-OPEC più alta.

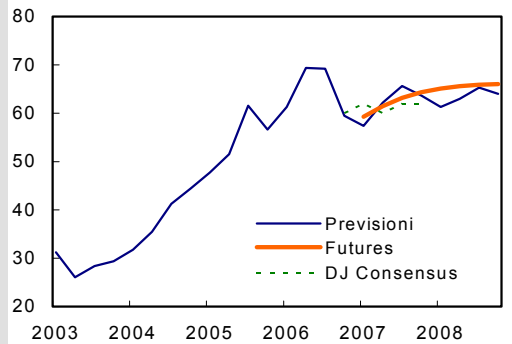
Le previsioni di breve e medio termine

Il ritorno dell'attività di raffinazione negli Stati Uniti a livelli normali dovrebbe favorire entro il mese di maggio la normalizzazione dello *spread* tra il *light crude* e il Brent. Presumibilmente tale normalizzazione avverrà in un contesto di rialzo delle quotazioni, con l'aumento della percezione del rischio meteorologico connesso alla stagione delle tempeste tropicali e la recrudescenza della tensione con l'Iran.

Di contro, la maggiore flessibilità garantita dall'aumento della capacità produttiva disponibile dovrebbe limitare i rialzi delle quotazioni associati a *shock* di offerta negativi. Inoltre, sembra probabile che l'attività economica degli Stati Uniti cresca su ritmi blandi, probabilmente di poco inferiori a quanto attualmente incorporato nelle proiezioni di domanda.

In sintesi, il rialzo dei prezzi dovrebbe essere limitato a \$67 sul *light crude*, con incrementi percentualmente modesti rispetto ai livelli attuali e possibilità di picchi temporanei più elevati a fronte di *shock* particolari.

Prezzo del Brent Crude – proiezioni, consenso e mercato



Fonte: Intesa Sanpaolo, Reuters, Dow Jones. Prezzi in US\$ al barile

Proiezioni sui prezzi delle materie prime utilizzate nello scenario

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Petrolio (Brent, \$/barile)	38.3	54.4	65.4	62.3	63.4	58.7
	+32.7	+42.1	+20.1	-4.8	+1.8	-7.5
Materie prime escl. combustibili (1990=100)	122.5	135.1	167.9	161.9	150.8	143.1
	+18.5	+10.3	+24.3	-3.6	-6.8	-5.1
Metalli (1990=100)	134.0	169.3	265.1	267.6	221.9	182.6
	+36.1	+26.4	+56.6	+0.9	-17.1	-17.7
Agricole (1990=100)	105.9	107.6	116.1	112.9	114.8	118.8
	+5.5	+1.6	+8.0	-2.8	+1.7	+3.4

Livelli e variazioni medie annue

Stati Uniti: crescita moderata per un considerevole periodo di tempo

Sergio Capaldi
sergio.capaldi@intesasanpaolo.com

Rispetto al nostro precedente scenario abbiamo lasciato al 2,4% le previsioni di crescita per il 2007. Le previsioni per il 2008 indicano un rallentamento dei consumi privati in buona parte dovuto allo svolgersi del rallentamento del settore edile ed alla stagnazione della ricchezza immobiliare. La crescita dovrebbe fermarsi al 2,5% nel 2008 valore di mezzo punto inferiore alle attese di consenso (+3,0% Consensus Economics di marzo).

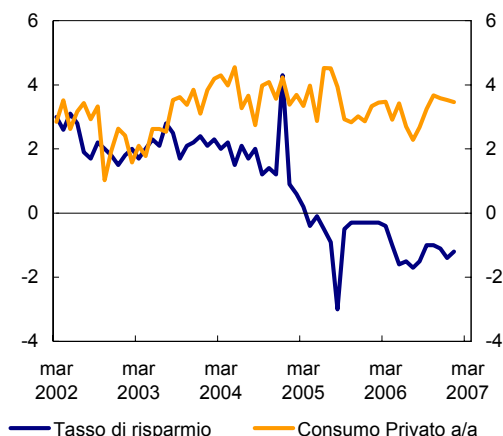
Il punto sul trimestre in corso

Le nostre stime di crescita per il trimestre in corso prevedono una crescita del 2,1% t/t (ann.) in linea con il passo tenuto nella seconda metà del 2006.

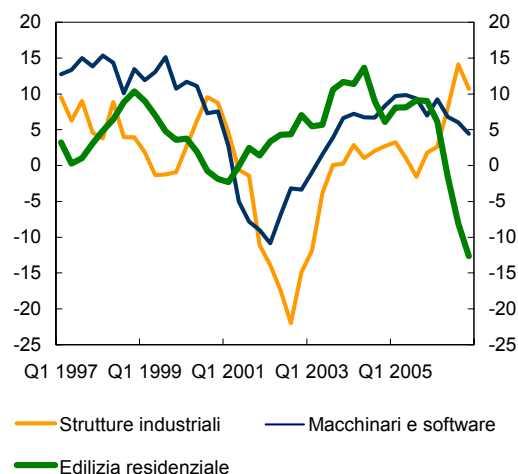
Sulla base delle ultime rilevazioni mensili abbiamo rivisto al rialzo la crescita dei consumi privati al 3,3% t/t in leggero rallentamento dopo il +4,2% t/t registrato nel 2006.T4. L'andamento positivo del mercato del lavoro ancora relativamente immune dalla crisi del settore delle costruzioni spiega il mantenimento di un elevato ritmo di crescita di questa componente. Al buon andamento dei consumi si contrapporrà invece un calo degli investimenti industriali. La frenata delle consegne di beni di investimento e della spesa in costruzioni industriali e commerciali nei primi mesi del 2007 dovrebbe preludere ad una seconda battuta d'arresto per questa componente. Al calo degli investimenti si aggiunge un'ulteriore diminuzione degli investimenti in abitazioni preannunciata dal calo della spesa privata in edilizia residenziale. Il canale estero dovrebbe contribuire negativamente alla crescita del trimestre grazie al significativo rallentamento delle esportazioni ed al rimbalzo delle importazioni.

Le indicazioni dal lato della domanda compongono un quadro di sostanziale tenuta dell'attività economica, questa previsione è sostenuta anche dall'esame degli indicatori di offerta.

Consumi sotto i riflettori



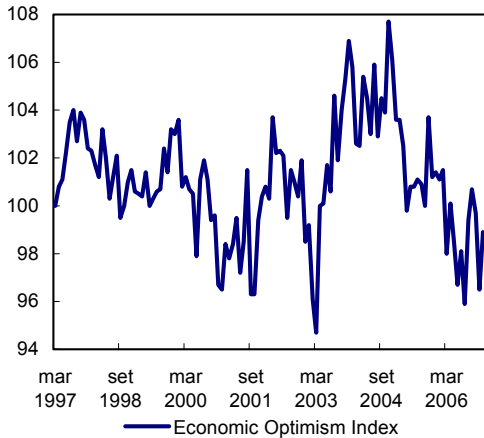
Investimenti: deboli anche quelli industriali



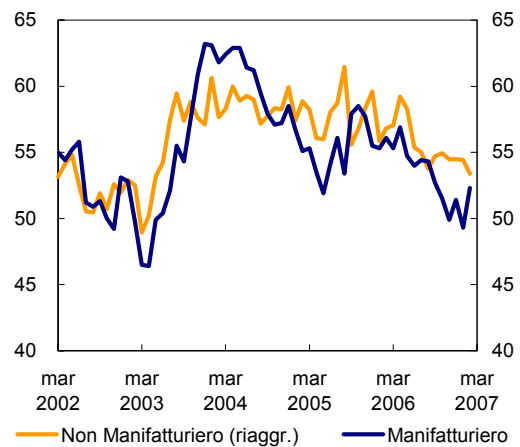
L'indice aggregato delle ore lavorate è aumentato dello 0,2% t/t (ann.) nei primi due mesi del 2007.T1. Ipotizzando un rimbalzo a marzo ed un recupero della produttività del lavoro, la crescita delle ore lavorate sarebbe coerente con una stabilizzazione della crescita nel trimestre in corso.

La produzione industriale di febbraio vede un recupero dell'output dello 1,0% m/m anche se rispetto ad un gennaio (-0,3% m/m) depresso da temperature estremamente miti che ne hanno limitato la produzione di energia elettrica. Su base trimestrale la produzione industriale dovrebbe rimbalzare con un 3,3% t/t (ann.) dal -1,2% t/t registrato nel 2006.T4.

Le piccole imprese restano pessimiste



Le indagini ISM ancora in soft landing

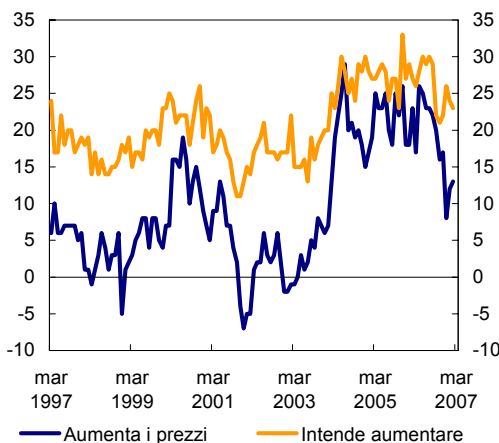


L'ISM totale (manifatturiero e non) sulla base dei dati di gennaio e febbraio cala di 0,5 punti a 53,0 nel 2007.T1, un valore coerente con un rallentamento della crescita tendenziale ben sotto la soglia del 3,0%. Il sondaggio svolto presso le piccole imprese (NFIB) rafforza la prospettiva di una stagnazione della crescita. Sul fronte edile, l'indagine svolta dall'associazione dei costruttori (NAHB) continua ad evidenziare il momento difficile che sta attraversando il settore con un indice sintetico che dopo un breve recupero invernale ha riavvicinato i minimi toccati nel corso della recessione del 1990-91.

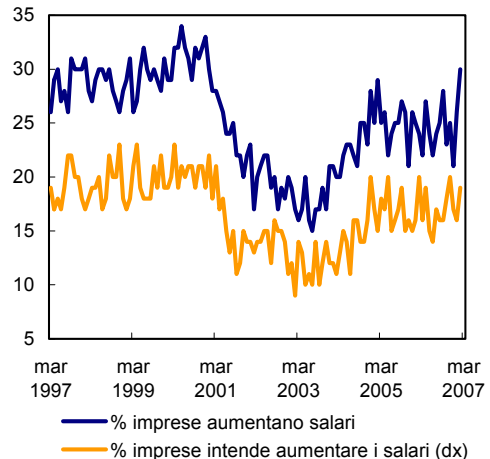
L'inflazione resta elevata ma è attesa in calo

Dopo mesi in progressivo rallentamento l'andamento dell'inflazione degli ultimi mesi è stato meno benigno. Le ultime due rilevazioni del CPI core sono state in generale superiore alle attese stabilizzando il tendenziale su livelli ancora non compatibili con la stabilità dei prezzi.

In calo il pricing power delle imprese...



...mentre tiene la dinamica salariale



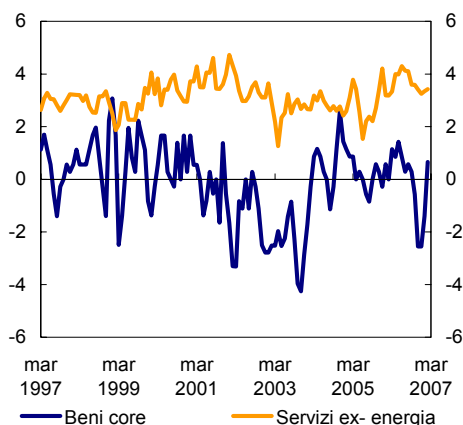
L'elevato utilizzo delle risorse produttive in particolare pone ancora qualche rischio circa il contenimento dell'inflazione nel breve termine, soprattutto se il rallentamento economico non riuscirà ad allentare le pressioni sui salari attraverso un aumento del tasso di disoccupazione. Il rallentamento osservato nella dinamica dei servizi lascia tuttavia ancora in vita le speranze di vedere un rallentamento del core già nei prossimi mesi. Questa componente è infatti poco volatile rispetto all'aggregato merci ed è stato quest'ultimo il principale responsabile della recente ripresa dell'inflazione.

Nel medio termine la crescita resterà sotto il potenziale grazie ai consumi e agli investimenti privati

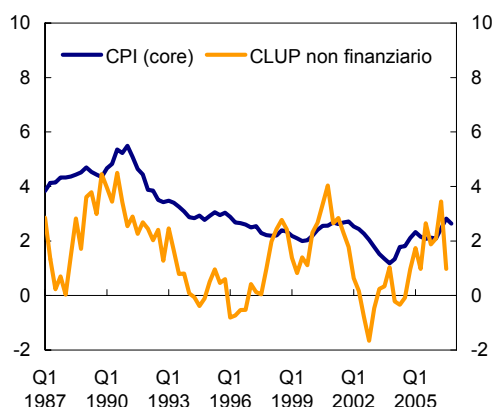
Il settore edile continua ad essere l'epicentro del rallentamento dell'economia americana. Il brusco rallentamento delle vendite e delle licenze edilizie registrato nei primi mesi del 2007 dopo qualche timido segnale di stabilizzazione preannuncia un calo della spesa in edilizia residenziale ancora nella prima metà dell'anno. Lo scenario 2008 incorpora una *view* meno ottimista sull'andamento della ricchezza immobiliare e sulle conseguenze macro che questa variabile avrà sull'andamento dei consumi delle famiglie. La crisi dei mutui *sub prime* (vedi focus sull'argomento) aggiungerà ulteriore peso all'entità dell'aggiustamento dei prezzi ed al loro impatto sulle variabili macroeconomiche. La stagnazione dei *capital gains* sulla ricchezza immobiliare inciderà sulle abitudini di spesa delle famiglie in un arco di tempo relativamente lungo, quando il ridimensionamento del valore degli immobili avrà portato ad una nuova definizione del sentiero di crescita dei consumi. Il rallentamento degli ordinativi industriali di beni capitali ha evidenziato chiari segnali di debolezza anche per gli investimenti delle imprese. La stagnazione degli ordini nei primi mesi del 2007 prelude ad un rallentamento della spesa in conto capitale su di un orizzonte di circa 6 mesi. Ciò ben si sposa con le nostre previsioni sul 2007 di un rallentamento della domanda finale e dei profitti delle imprese, in funzione di queste tendenze gli investimenti industriali dovrebbero rallentare nel 2007 all'1,7% dal 7,3% del 2006.

La crescita globale, che si manterrà su livelli storicamente elevati, e un ulteriore deprezzamento del cambio favoriranno la crescita delle esportazioni nette e la stabilizzazione del deficit commerciale sotto il 6% del Pil nel corso del 2007.

Il rimbalzo del CPI è guidato dalle voci più volatili



L'aumento del CLUP sembra alle spalle



La crescita sub-potenziale assicura contro le pressioni inflative

Il perdurare di uno stato di crescita inferiore al potenziale (3,0%) dovrebbe contribuire a sgonfiare le pressioni inflative favorendo un rientro dell'inflazione nella seconda metà dell'anno. Il permanere del tasso di disoccupazione su livelli considerati pericolosi per la dinamica salariale e l'elevato tasso di utilizzazione degli impianti industriali non consentono di sciogliere ancora del tutto la prognosi sui rischi di inflazione. Detto ciò in assenza di nuove impennate del costo del petrolio, il rallentamento sub potenziale dell'economia contribuirà nel corso dell'anno a ridurre i rischi legati a condizioni di eccesso di domanda. Le prospettive di contenimento dell'inflazione nel medio termine sembrano trovare conferma dal calo delle aspettative a 5-10 anni.

Previsioni – Stati Uniti

	2006	2007	2008	2006			2007				2008
				2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (US\$ 1996,a/a)	3.3	2.4	2.5	3.5	3.0	3.1	2.2	2.2	2.5	2.6	2.6
- trim./trim. annualizzato				2.6	2.0	2.2	2.1	2.6	3.2	2.4	2.2
Consumi privati	3.2	3.2	2.7	2.6	2.8	4.2	3.3	3.0	2.9	2.7	2.8
IFL - privati non residenziali	7.3	1.7	4.0	4.4	10.0	-2.4	-4.0	5.1	4.2	4.3	3.3
IFL - privati residenziali	-4.2	-12.7	1.2	-11.1	-18.6	-19.1	-16.2	-7.2	-2.5	-0.3	2.5
Consumi e inv. pubblici	2.1	1.7	1.2	0.8	1.7	3.3	1.6	1.1	1.2	1.2	1.2
Esportazioni	8.9	7.2	7.4	6.2	6.8	10.5	4.6	7.3	8.4	6.8	7.4
Importazioni	5.8	3.2	4.4	1.4	5.6	-2.2	4.5	3.9	5.7	4.5	3.7
Var. scorte (contrib.,% Pil)	0.2	0.1	-0.2	0.1	0.0	-0.3	0.3	0.0	0.1	0.0	-0.2
Partite correnti (% Pil)	-6.4	-5.8	-5.5	-6.7	-6.8	-5.9	-5.9	-5.9	-6.0	-5.8	-5.7
Deficit Federale (% Pil)	-1.6	-1.4	-1.7								
Debito pubblico (% Pil)	61.2	61.5	62.3								
CPI (a/a)	3.2	1.9	1.6	4.0	3.4	2.0	2.2	1.6	1.4	2.2	1.7
Produzione Industriale	4.1	1.3	2.3	6.5	4.0	-0.7	-0.5	0.6	3.1	3.2	2.4
Disoccupazione (%)	4.6	4.8	5.2	4.6	4.7	4.5	4.6	4.7	4.8	4.9	5.1
Federal Funds (%)	4.96	5.18	4.79	4.90	5.25	5.25	5.22	5.17	5.24	5.09	4.90

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

FOMC: Una “Bernanke put” per assicurarsi contro la maggiore incertezza, ma i rischi sull’inflazione restano “predominanti”

Giovanna Mossetti

giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com

La riunione del FOMC si è chiusa con tassi fermi e una valutazione dell'economia molto simile a quella che si era vista nel comunicato di dicembre.

Lo scenario centrale resta immutato, e si affronta l'accresciuta incertezza con un'indicazione diversa per i tassi: i rischi sull'inflazione restano “dominanti”, ma si segnala che le decisioni di policy risponderanno ai dati in arrivo e non sono più univocamente probabili verso l'alto.

Valutazione congiunturale - La valutazione della congiuntura ritorna a dire, come a dicembre, che gli indicatori recenti sono stati “misti” e afferma che “l'aggiustamento nel settore immobiliare continua”, senza menzionare problemi legati ai mutui subprime (di cui si leggerà invece probabilmente nei verbali); si ripete come nelle precedenti riunioni la fiducia nella previsione che l'economia cresca a un “ritmo moderato nei prossimi trimestri”, a conferma del fatto che lo scenario centrale non è cambiato nonostante le informazioni dall'economia reale più deboli che a gennaio. Anche per l'inflazione, il giudizio è simile a quello di dicembre: i dati recenti di inflazione sono stati “un po' elevati. Anche se sembra probabile che le pressioni inflazionistiche si riducano nel tempo, l'elevato livello di

utilizzo delle risorse ha il potenziale di aumentare tali pressioni”. Si evidenziano quindi esplicitamente ancora chiari rischi sui prezzi.

“Guidance” sui tassi - Nella valutazione finale, appaiono due cambiamenti rilevanti. 1) Come in passato si mantiene il bias verso l’alto sull’inflazione, ma rafforzato: si afferma che “la preoccupazione dominante di policy del Comitato rimane che l’inflazione non si modererà come atteso”, mentre in passato si diceva che “alcuni rischi di inflazione restano”. 2) Tuttavia si libera il sentiero dei tassi e lo si rende totalmente dipendente dai dati. La frase secondo cui “ulteriore restrizione potrebbe essere necessaria” viene sostituita con una linea aperta, soggetta all’informazione in arrivo: “i futuri aggiustamenti di policy dipenderanno dall’evoluzione dello scenario sia per l’inflazione sia per la crescita economica, come richiesti dalle informazioni in arrivo”.

Quindi... - In sostanza il comunicato ci dice quello che è ragionevole che la banca centrale pensi: i rischi prevalenti sono quelli sull’inflazione (resta quindi il bias verso l’alto), anche perché lo scenario centrale di crescita non è cambiato. **Ma l’incertezza intorno allo scenario centrale è aumentata** e la Fed prende atto di questo stato di cose liberandosi le mani riguardo alle indicazioni sui tassi. Il rally del mercato seguito alla pubblicazione del comunicato non riflette il fatto che questo comunicato sta essenzialmente affermando che, in base alle informazioni di oggi, i tassi potrebbero rimanere fermi molto a lungo. **Il cambiamento di “guidance” è una risposta all’incertezza, non un suggello delle aspettative di taglio dei tassi.** Ovviamente solo i dati diranno se ha ragione la cautela della Fed o il salto del mercato. Nel frattempo ogni dato di crescita e inflazione sarà sezionato con ancora maggiore attenzione, generando maggiore volatilità. Un altro modo per interpretare il cambiamento di comunicato è che lo scenario centrale della Fed rimane quello di tassi fermi a lungo, ma le code della distribuzione di probabilità intorno a quello scenario si sono allargate e si sono fatte meno asimmetriche. Al momento è più probabile un rialzo dei tassi (dovuto ai rischi espliciti sull’inflazione).

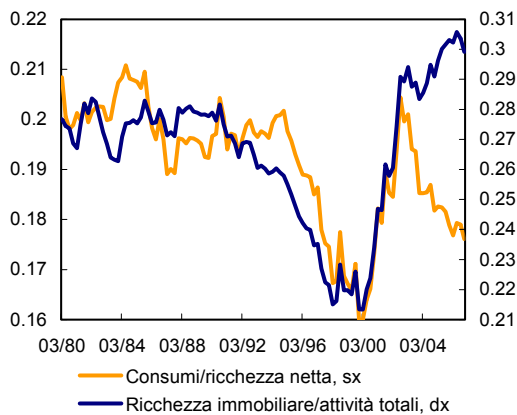
Una conferma di questa interpretazione del messaggio della Fed è venuta con l’audizione di Bernanke al Joint Economic Committee in Congresso. **Bernanke** ha ribadito quanto emerso dal comunicato dell’ultimo FOMC. Lo scenario economico per ora è invariato, con una previsione di **crescita moderata**, sostenuta da consumi in crescita e da investimenti fissi in aumento a un “ritmo moderato”. Sulla crescita, Bernanke sottolinea che per ora non si vede un trasferimento al resto dell’economia della debolezza del settore immobiliare e di quello manifatturiero. Il Chairman ha detto che la debolezza del settore immobiliare peserà ancora sulla crescita, ma che i rischi derivanti dai problemi collegati ai mutui *subprime* “saranno probabilmente contenuti”. **La previsione di crescita moderata è stata accompagnata dalla lista dei rischi, prevalentemente verso il basso**, concentrati sul mercato immobiliare e su un possibile ulteriore rallentamento della crescita degli investimenti fissi; i rischi verso l’alto sono rappresentati dalla possibilità che i consumi crescano più del previsto. Sull’inflazione, Bernanke ha affermato che rimane “spiacevolmente elevata”, termine usato già in passato dal Chairman, e che i prezzi rappresentano la preoccupazione “predominante” per la politica monetaria. I rischi sui prezzi vengono prevalentemente dall’elevato grado di utilizzo delle risorse..

Bernanke ha sottolineato che nelle ultime settimane l’incertezza intorno allo scenario centrale è aumentata e per questo il Comitato ha indicato dopo l’ultima riunione di voler determinare i prossimi interventi di *policy* in base ai dati in uscita. Nella sessione domande e risposte è venuta **la chiarificazione “ufficiale” del messaggio del comunicato: “voglio sottolineare che non ci siamo allontanati dal bias sull’inflazione”** ha detto Bernanke, chiarendo che il nuovo

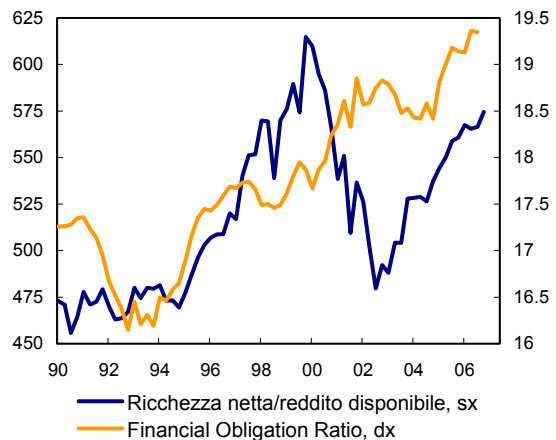
comunicato non equivale ad avere un *bias* neutrale, ma è mirato a ottenere “un po’ più di flessibilità vista l’incertezza di fronte a cui ci troviamo”. Il messaggio è quindi ancora di attesa per avere maggiori informazioni sul sentiero del secondo semestre, e **non lascia spazi per interventi ravvicinati** sui tassi, a meno di situazioni di emergenza sui mercati finanziari. In una settimana in cui si conferma la debolezza del settore immobiliare, non si vede una significativa ripresa degli ordini e quindi degli investimenti, ma si potrebbe anche vedere il secondo aumento consecutivo di 0,3% per il deflatore *core* dei consumi, si può solo concludere che la Fed starà ancora a guardare **in attesa di altri dati nei prossimi mesi, da investimenti, mercato del lavoro e inflazione.**

Un drammatico, rapido deterioramento del mercato del lavoro è al momento improbabile, alla luce delle informazioni disponibili oggi. Prima di tutto il Beige Book di marzo è piuttosto tassativo: il mercato del lavoro evidenzia “ulteriore espansione” in quasi tutti i Distretti e in quasi tutte le aree si registrano crescenti pressioni, per mancanza di manodopera qualificata, con modeste pressioni verso l’alto sui salari. Allo stesso tempo, le indagini di settore segnalano crescita dell’occupazione, evidenziando un rallentamento del ritmo di espansione nei settori deboli (auto e settore immobiliare). Gli effetti della contrazione del settore immobiliare si faranno sentire con contributi negativi alla crescita degli occupati che limiteranno la crescita complessiva dei *non farm payrolls*, portando a un graduale rialzo del tasso di disoccupazione. Come ha detto Moskow qualche giorno fa, nella seconda metà dell’anno ci saranno abbastanza risorse inutilizzate da far scendere l’inflazione e ridurre la pressione sul mercato del lavoro.

Rapporto consumi/ricchezza più equilibrato che durante la bolla azionaria



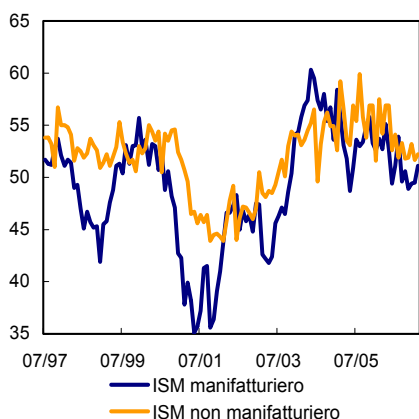
Ricchezza netta stabile su livelli elevati permette alle famiglie di continuare a risparmiare poco



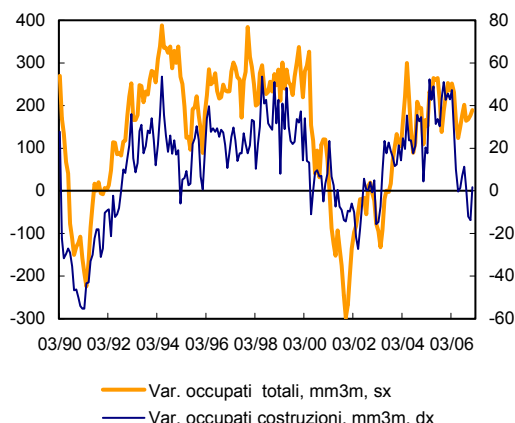
Fonte: Ecowin

Il punto principale della nostra previsione è che **la Fed non ha fretta di tagliare i tassi**, a meno di un disastro sui mercati, anche perchè il consumatore americano riuscirà probabilmente a passare quasi indenne (almeno in media) dalla tempesta immobiliare dell’ultimo anno e mezzo. Come si vede dai grafici qui sopra, il rapporto consumi/ricchezza netta non è su livelli di allarme come alla fine degli anni ’90. Inoltre, la relativa stabilità della ricchezza netta su livelli elevati, in presenza di una buona crescita del reddito disponibile, permette alle famiglie di mantenere un ritmo relativamente solido di crescita dei consumi e di aumentare il risparmio in modo graduale. Questo fattore positivo per la crescita emerge dello scenario di crescita dei consumi 2007, vicino al 3%.

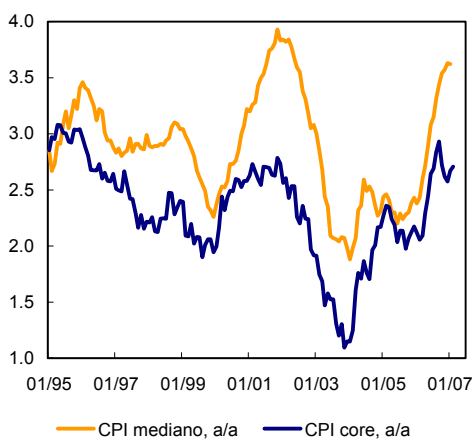
Indici ISM: componente occupazione



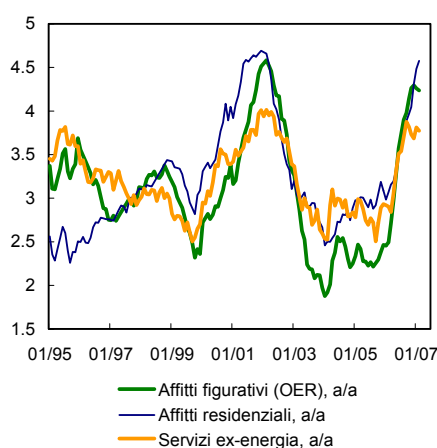
Il settore delle costruzioni deve ancora perdere occupati



La svolta dell'inflazione non è definitiva ...



... finché non c'è una svolta nei servizi



Fonte: Ecowin

Quando, fra quattro-cinque mesi, si vedrà una graduale discesa dell'inflazione e una riduzione delle pressioni sul mercato del lavoro, con un rallentamento della crescita netta di occupati, la Fed potrà portare i tassi verso il centro dell'intervallo di neutralità. Questo è lo scenario centrale: se i dati lo convalideranno, i tassi potranno scendere. Un mancato calo dell'inflazione o un veloce e ampio aumento del tasso di disoccupazione, che non si possono escludere alla luce dell'incertezza attuale, potrebbero portare a interventi molto diversi sui tassi di *policy*. Nel nostro scenario 2007 la crescita resta sostenuta dai consumi e da un moderato aumento degli investimenti fissi, determinando un aggiustamento relativamente indolore degli squilibri legati alla bolla immobiliare. Una crescita ancora sotto il potenziale, se pure non di molto, e l'inflazione ancorata intorno al 2% permetterebbe alla Fed di togliere quel margine modesto di restrizione che ha imposto finora all'economia, con un taglio a fine 2007 e uno in 2008.T1. Questa previsione particolarmente ottimistica è soggetta ad ampi rischi che come emerge dalle parole di Bernanke sono spostati verso il basso. Si può dire comunque che i dati in uscita nei prossimi due-tre mesi saranno determinanti per ridurre molto l'incertezza intorno allo scenario centrale. Per questo la Fed aspetta nuove informazioni prima di dare ai mercati una *guidance* direzionale sui tassi.

Focus - Mutui sub prime: fasten your seat belt!

Il tema delle potenziali ripercussioni sulla stabilità del sistema finanziario legate alle insolvenze sui mutui ipotecari ha occupato un ruolo centrale nella cronaca finanziaria. Le prospettive nel breve termine sono di un significativo peggioramento del merito di credito. L'entità potenziale dell'aggiustamento giustifica tutte le cautele del caso; l'andamento del merito di credito continuerà ad essere attentamente monitorato almeno sino a quando le probabilità di recessione resteranno significative.

Il tema delle potenziali ripercussioni sulla stabilità del sistema finanziario nel suo complesso legate alle insolvenze sui mutui ipotecari ha occupato un ruolo centrale nelle pagine di analisi e cronaca finanziaria. Poche settimane fa lo stesso governatore della *Federal Reserve*, Ben Bernanke, è intervenuto sull'argomento cercando di buttare acqua sul fuoco per stemperare i toni allarmistici che pure avevano trovato eco nella stampa specializzata. La domanda è stata subito incentrata sul ruolo potenzialmente destabilizzante dei mutui erogati a debitori con uno scarso e non documentato merito di credito, i così detti *sub prime mortgages*.

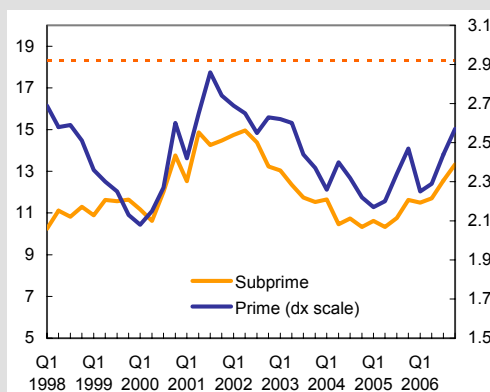
L'analisi che brevemente verrà delineata sembra giustificare una visione preoccupata dell'evoluzione di questo fenomeno. L'esplosione del mercato immobiliare degli ultimi cinque anni con una rivalutazione quasi senza precedenti delle proprietà immobiliari non rende immune il settore dagli *shocks* che potrebbero emergere in caso di un *hard landing* dell'economia americana.

Guardando i dati a livello nazionale sembra quasi che non esistano neanche le premesse per parlare di una minaccia di crisi. Sulla base dei *Flow of Funds* la ricchezza netta delle abitazioni è continuata a crescere nonostante il rallentamento dei prezzi e l'estrazione di valore dalla ricchezza immobiliare (*home equity extraction*). In effetti se i valori aggregati rispecchiassero la situazione media della totalità della popolazione non ci sarebbero stati elementi per giustificare la cautela e la necessità di seguire con attenzione l'evoluzione dell'ampia gamma di statistiche sulle percentuali di inadempienza delle diverse tipologie di mutui ipotecari.

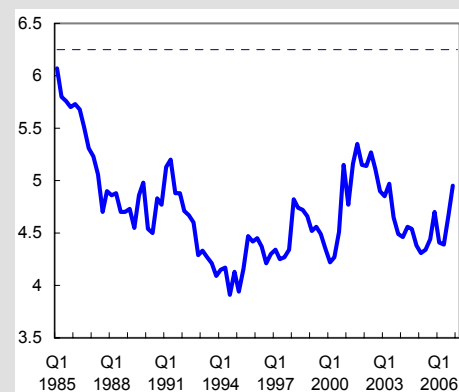
Diamo alcune cifre di sistema. Secondo la *American Housing Survey* del 2005, circa il 40% della popolazione sotto il livello di povertà ha un debito sulla propria casa; mentre l'8% di questa fetta di popolazione pagava un tasso superiore al 10% e con un *loan-to-value ratio* (LTV) superiore al 100%. Se già queste cifre possono apparire preoccupanti, l'aumento vertiginoso dei mutui classificati *sub prime* tra il 2004 ed il 2006 suggerisce che le condizioni finanziarie e patrimoniali di questa fascia di popolazione fotografate nel 2005 potrebbero addirittura essere peggiorate. Infine la percentuale dei mutui *sub prime* rappresenta circa il 16% del totale (dati riferibili al 2006), con una percentuale di oltre il 12% a tasso variabile (i *sub prime* rappresentano oltre il 50% dei mutui a tasso variabile).

Le informazioni sulle inadempienze relative al servizio dei mutui ipotecari del 2006.T4 hanno dato nuovi motivi di cautela sullo stato di salute del settore.

Prime & Sub Prime Delinquencies (% dei prestiti)



Delinquency rate totale (% dei prestiti)



Il primo fatto da rilevare è il peggioramento cross section della qualità del credito, anche di quello classificato come prime. Il delinquency rate (registra la % dei prestiti che non vede il rispetto dei termini di pagamento) per questa classe di mutui sembra assecondare il peggioramento rilevato per i sub prime.

Dopo aver toccato un minimo nel 2005.T1 la tendenza recente è quella di un peggioramento della qualità del credito per entrambe le categorie.

Il secondo fatto è che questo peggioramento non è avvenuto a causa di un peggioramento delle condizioni occupazionali, i salari continuano a crescere e la crescita sebbene in rallentamento è stata sin ora sufficiente a stabilizzare il tasso di disoccupazione. Il deterioramento del mercato del lavoro atteso nella restante parte dell'anno con un significativo aumento del tasso di disoccupazione farà emergere nuovi casi di inadempienze.

Estendendo all'intera categoria sub prime alcune caratteristiche dei mutui a carico delle famiglie sotto la soglia di povertà abbiamo ipotizzato che in termini di stock il bacino delle delinquencies potenziali per questa categoria sia circa il 5%, il tasso di delinquency sub prime potrebbe quindi passare dal 13,3% al 18,3%. Considerando un deterioramento anche nelle altre categorie non prime (FHA, VA) della stessa entità si raggiungerebbe un contributo al tasso di delinquency totale di oltre un punto percentuale. Infine ipotizzando che il tasso prime ritorni sui massimi dell'ultima recessione (2,87 appena 0,29 punti sopra il valore registrato lo scorso trimestre) l'upside potenziale del delinquency rate totale è tale da portare questa variabile ben al di sopra dei massimi assoluti al 6,25%.

Escludendo una propagazione della crisi ad altri comparti del sistema finanziario, gli effetti macroeconomici prodotti da un aumento del tasso di delinquency dipenderanno in primo luogo dall'impatto sulle condizioni di credito che verranno praticate sui nuovi mutui e dall'effetto sui prezzi immobiliari. Nel primo caso avremmo una estensione a tutto il 2007 della debolezza dell'attività cantieristica già in forte crisi. Il calo dei prezzi delle case impatterà negativamente sulla ricchezza delle famiglie diminuendo il sentiero di crescita dei consumi ed aumentando il tasso di risparmio. In estrema sintesi, pur non esercitando una minaccia per l'intero sistema del credito immobiliare l'entità potenziale dell'aggiustamento giustifica tutte le cautele del caso, l'andamento del merito di credito continuerà ad essere attentamente monitorato dal mercato e dalla *Federal Reserve* almeno sino a quando le probabilità di un hard landing non perderanno di peso.

Sergio Capaldi

sergio.capaldi@intesasanpaolo.com

Area euro: tre anni di gloria?

Anna Maria Grimaldi
anna.grimaldi@intesasanpaolo.com

- **L'Area Euro continuerà a crescere (2,4%) al di sopra del potenziale** nel biennio in corso, anche se più lentamente che nel 2006.
- Le ultime informazioni sono coerenti con un rallentamento a inizio 2007 meno brusco del previsto (0,45%/t dopo 0,9%/t).
- **La domanda interna sembra avanzare ad un passo più sostenuto di quanto anticipavamo** a dicembre, nonostante la stretta di politica fiscale in Germania. Ci sembra che si siano **anche ridotti i rischi verso il basso per la dinamica di consumi e investimenti**. È pur vero che non si può escludere che gli effetti delle politiche fiscali si manifestino con un ritardo più lungo.
- Il commercio estero ed in particolare la domanda dall'Asia continua a crescere a ritmi incoraggianti.
- **Le condizioni monetarie rimangono ancora favorevoli**, come testimonia l'andamento degli aggregati creditizi e l'intensa attività di M&A.
- **Ci aspettiamo che nel 2008 la crescita si mantenga invariata al 2,4%**. I passati rialzi dei tassi ufficiali saranno infatti controbilanciati da politiche fiscali meno restrittive e da una parziale riaccelerazione della crescita mondiale.
- Movimenti erratici del prezzo del greggio nonché il rientro disordinato degli squilibri internazionali continuano a rappresentare un rischio verso il basso per il nostro scenario.
- **L'inflazione è vista al di sopra del 2% anche nel 2008 ed i rischi per la stabilità dei prezzi sono verso l'alto**.
- In particolare aumentano le pressioni da *output gap* e costo del lavoro al permanere della crescita al di sopra del potenziale.
- I tassi ufficiali arriveranno al 4% a giugno anche se la resilienza dei dati ad alta frequenza accese il rischio di una mossa anticipata a maggio. La BCE probabilmente proseguirà nella normalizzazione di tassi ancora "moderati" portandoli in area marginalmente restrittiva (4,25%) dopo l'estate, ma "appropriata" in un contesto di crescita al di sopra del *trend* per tre anni consecutivi, rischi verso l'alto per la stabilità dei prezzi e dinamica a due cifre della massa monetaria. In questa fase la BCE naviga a vista. Come sempre avviene alla fine di un ciclo di rialzi la comunicazione da Francoforte diventerà di meno facile interpretazione. L'evolvere dello scenario macro sarà centrale nel determinare il punto di arrivo del refi.

Atterraggio morbido nel 2007.S1

Crescita meno volatile del previsto al volgere del 2007

Il 2006 si è chiuso in bellezza. A sorpresa la crescita del Pil ha riaccelerato allo 0,9%/t, ampiamente al di sopra del potenziale, lasciando la crescita media per l'anno al 2,8%. Alla brillante performance ha contribuito una crescita ancora vigorosa della domanda interna ed in particolare degli investimenti in macchinari e costruzioni. Una spinta significativa è venuta anche dal recupero dell'export in tutta l'area ed in particolare in Germania e Italia. Poca dell'accelerazione ciclica dell'area è riconducibile ad anticipo di spesa delle famiglie tedesche in vista dell'aumento dell'IVA entrato in vigore a gennaio di quest'anno.

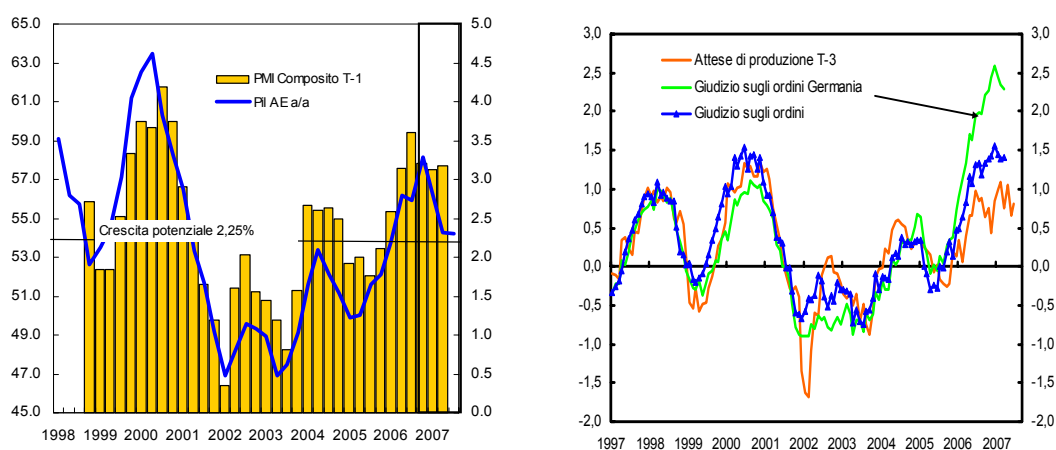
Le prospettive per i primi mesi del 2007 sono per un atterraggio 'morbido'. Le indagini congiunturali PMI composito e indice di fiducia della Commissione Europea dopo una temporanea correzione a gennaio sono risalite tra febbraio e

marzo attestandosi in media sui livelli di fine 2006. È risultato particolarmente sorprendente l'andamento dell'IFO che dopo il calo di gennaio è tornato a salire riportandosi su di un livello di 107,7 solo un punto al di sotto del massimo storico (108,7) toccato a dicembre scorso.

Il continuo ottimismo delle imprese europee è riconducibile al massiccio afflusso di ordini

L'imperturbabile ottimismo delle imprese europee è riconducibile al continuo afflusso di ordini, in particolare in Germania, e ad un livello del magazzino ancora largamente insufficiente. L'inarrestabile afflusso di ordini risulta particolarmente sorprendente visto il rallentamento della crescita americana, l'apprezzamento del cambio nei mesi finali del 2006 e la stretta fiscale in Germania e Italia. Principale indiziato è la domanda dall'Asia ed in particolare di beni d'investimento dalla Cina. Ciò spiegherebbe il *lead* della Germania che come è noto presenta un vantaggio comparato nella produzione di beni d'investimento.

Fig. 1 – Le imprese europee rimangono ancora ottimiste sulla crescita 2007. L'inarrestabile afflusso di ordini offrirà sostegno all'attività nei prossimi mesi



Fonte: NTC; Eurostat, Commissione UE e Intesa Sanpaolo

Gli indici di fiducia sono coerenti con una crescita al di sopra del potenziale anche a inizio 2007

Sui livelli attuali, gli indici di fiducia sono coerenti con una crescita ampiamente al di sopra del potenziale a inizio 2007. Abbiamo pertanto rivisto la nostra stima per la crescita 2007.T1 allo 0,4%/t da un precedente 0,3%/t. Il profilo per la restante parte dell'anno è invariato. La più forte entrata nell'anno lascia la crescita 2007 al 2,4% da un precedente 2,3%.

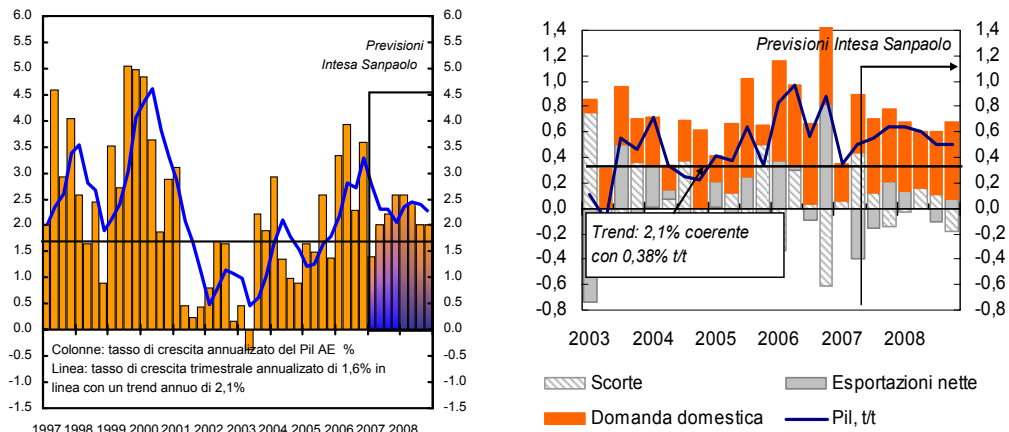
La revisione riflette in particolare un profilo di crescita meno volatile per la Germania. Gli indicatori disponibili dal lato della domanda suggeriscono, tuttavia, un brusco rallentamento quantomeno dei consumi: le vendite al dettaglio dopo il calo di 4,1%/m sono in rotta per una contrazione di 2,5%/t nel primo trimestre anche assumendo un rimbalzo di circa due punti tra febbraio e marzo. Ci aspettiamo quindi un calo di almeno un punto secco della spesa delle famiglie. Il livello dell'indice IFO è però coerente con una crescita del Pil solo marginalmente inferiore allo 0,9%/t di fine 2006.

Nella restante parte dell'anno ci aspettiamo una crescita dei consumi di 0,4%/t in media. Le prospettive per il reddito disponibile rimangono buone data la forte crescita dell'occupazione ed l'accelerazione dei salari. Gli investimenti industriali, come i consumi, potrebbero essere stati penalizzati dall'aumento dell'IVA, ma le condizioni creditizie ancora ampiamente favorevoli e la crescita sostenuta dei profitti dovrebbero assicurare una ripresa della spesa in macchinari già dal secondo trimestre. Un contributo alla crescita del Pil nei mesi iniziali del 2007

potrebbe venire dal ciclo delle scorte, che hanno sottratto più di un punto nel 2006.T4. **Alla luce delle indicazioni disponibili sul fronte della domanda e dell'offerta ci sembra ragionevole assumere una crescita di almeno 0,2%/t nel T1, rivista al rialzo da una precedente stima di stagnazione.**

Nel resto dell'area euro la crescita sarà ancora trainata dalla domanda interna. In particolare ci aspettiamo una tenuta della spesa in macchinari da parte delle imprese. Questo è anche il messaggio dall'ultima indagine trimestrale sugli investimenti elaborata dalla Commissione Europea.

Fig. 2 – La domanda interna garantirà una crescita del Pil al di sopra del potenziale su tutto lo scenario di previsione.



Fonte: Eurostat, Commissione UE e Intesa Sanpaolo

Consumi e investimenti spingeranno il Pil nell'anno in corso

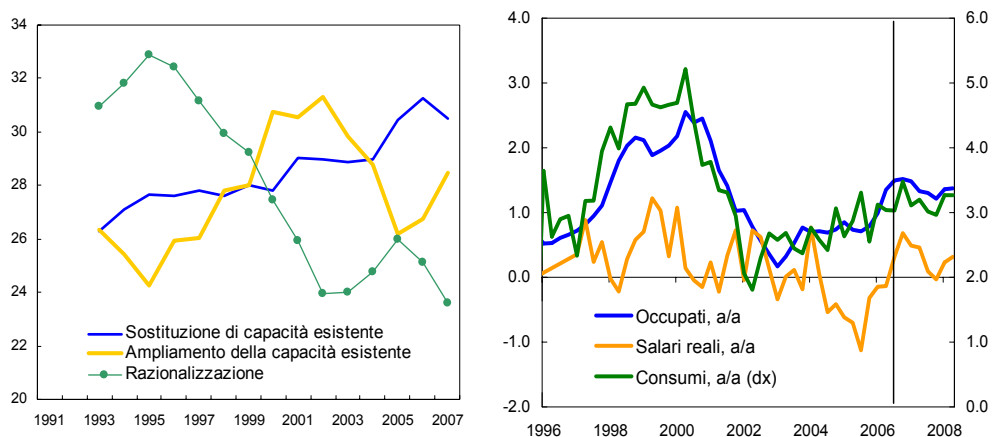
Le imprese stimano una crescita degli investimenti fissi del 5% in media annua in accelerazione rispetto al 2006. Stando alle indicazioni dell'indagine la spesa sarà destinata non soltanto al rinnovo di capacità produttiva esistente, ma anche all'ampliamento delle strutture, come è tipico di una fase espansiva più matura.

La fase di prolungata espansione è imputabile non solo a fattori ciclici ma anche a miglioramenti strutturali

I consumi privati dovrebbero rimanere orientati positivamente nell'anno in corso, grazie ai miglioramenti occorsi nel mercato del lavoro dell'area. La favorevole evoluzione degli indicatori di opinione relativi alle famiglie conferma che la spesa per consumi possa crescere ad un ritmo solido nel 2007.

La fase di prolungata espansione al di sopra del potenziale è in parte riconducibile ad un momento congiunturale migliore delle attese. Ma è evidente che **hanno contribuito alla ripresa anche fattori strutturali.** La dinamica della produttività del lavoro per addetto nell'eurozona sembra aver toccato il minimo a fine 2004. Secondo le nostre stime la produttività per addetto dovrebbe aver accelerato all'1,7% nel 2006, circa un punto al di sopra della media dei cinque anni precedenti. Il recupero di efficienza è particolarmente evidente in Germania e l'andamento del mercato del lavoro tedesco ne è un chiaro riflesso. Quel che conta è che il recupero di produttività sia strutturale e non meramente ciclico. Riteniamo che larga parte del miglioramento sia strutturale. L'impatto negativo sull'offerta delle politiche volte a riportare sul mercato del lavoro i lavoratori non qualificati e i disoccupati di lunga durata dovrebbe essere ormai rientrato. La maggiore esposizione alla concorrenza internazionale ha infatti accelerato un processo di ristrutturazione aziendale in particolare nell'industria. La forza lavoro si sta ampliando grazie ad un maggiore assorbimento di immigrati, come testimoniano le frequenti revisioni alle statistiche sull'occupazione in particolare in Spagna, Francia e Italia.

**Fig.3 – Più interesse ad ampliare la capacità produttiva.
La dinamica occupazionale offrirà sostegno alla spesa per consumi**



Fonte: Eurostat, Commissione UE e Intesa Sanpaolo

Ancora sopra potenziale nel 2008

Il miglioramento dei fondamentali dovrebbe assicurare una tenuta della crescita al di sopra del potenziale anche nel 2008.

Sebbene i passati rialzi dei tassi d'interesse e condizioni creditizie meno favorevoli faranno da freno alla spesa per consumi ed investimenti, la politica fiscale allenterà la presa. In Germania, si prospettano tempi più facili per le imprese che vedranno una riduzione della tassazione sui profitti dal 40% al 38%. Anche in Italia, dove i saldi di bilancio hanno mostrato un inatteso miglioramento già a fine 2006 e l'esecutivo fronteggia un netto calo di consensi presso l'opinione pubblica, è più che probabile che la politica di rigore sia in parte allentata. Difficilmente il nuovo esecutivo in Francia ingaggerà in una brusca correzione di bilancio.

Il commercio estero dopo una fase di rallentamento nei mesi centrali del 2007 dovrebbe ritrovare in parte vigore grazie anche al recupero della domanda statunitense.

Anche nel 2008 rimarrà un'ampia dispersione all'interno dell'area in termini di performance di crescita in larga misura riconducibile al differenziale di competitività. La Germania è attesa riaccelerare al 2,2% una volta riassorbito lo *shock* di politica fiscale. **In Francia, la crescita potrebbe rallentare marginalmente al 2,1%**, dal momento che la perdita di competitività degli ultimi anni comincia a pesare sulla performance economica. Nel prossimo anno difficilmente si avranno aiuti significativi dalla politica economica dal momento che nessuno dei candidati alle prossime elezioni presidenziali ha definito un'agenda aggressiva sul fronte delle riforme. **Anche in Spagna ci aspettiamo un rallentamento della crescita nel 2008 al 3,5%** da un atteso 3,7% nell'anno in corso: il venir meno dei fondi strutturali da Bruxelles peserà progressivamente sull'andamento della domanda interna. La spesa per consumi potrebbe essere penalizzata dai passati rialzi dei tassi d'interesse in considerazione dell'elevato grado di indebitamento a tasso variabile delle famiglie spagnole. **In Italia, la crescita dovrebbe mantenersi all'1,7%, ancora al di sopra del potenziale stimato nell'intorno dell'1,3%.**

Il miglioramento dei fondamentali dovrebbe assicurare una tenuta della crescita al di sopra del trend anche nel 2007

Permane una forte dispersione all'interno dell'area nella performance di crescita

**Tabella 1 – Crescita del Pil 2007 – 2008
per i principali paesi dell'Area Euro**

	Pil %			
	2005	2006	2007	2008
Area Euro	1,5	2,8	2,4	2,4
Belgio	1,5	3,0	2,1	2,3
Francia	1,2	2,0	2,1	2,1
Germania	1,1	2,9	2,1	2,2
Italia	0,2	1,9	1,7	1,7
Olanda	1,5	2,9	2,8	2,6
Spagna	3,5	3,9	3,5	3,4

Fonte: Eurostat e stime Intesa Sanpaolo

In conclusione, rispetto allo scenario macroeconomico di dicembre **la nostra valutazione delle prospettive per l'eurozona è marginalmente più ottimista per il 2007**; ciò è in parte spiegabile con fattori ciclici e con l'affievolirsi di fattori di rischio per la domanda interna. **Il miglioramento dei fondamentali in alcuni paesi dell'Area ci induce a ritenere che la crescita del Pil AE possa rimanere al di sopra del trend anche nel 2008.**

Movimenti erratici del prezzo del greggio nonché il rientro disordinato degli squilibri internazionali continuano a rappresentare **un rischio verso il basso** per il nostro scenario.

Aumentano i rischi per la stabilità dei prezzi

L'abile smoothing dell'aumento dell'IVA da parte dei dettaglianti tedeschi ha contribuito a mantenere l'inflazione al di sotto del 2% a inizio 2007

L'inflazione si è mantenuta al di sotto del 2% da settembre dello scorso anno grazie in parte al calo delle quotazioni petrolifere. Un contributo significativo tra la fine dello scorso anno e i primi due mesi del 2007 è venuto dal sapiente *smoothing* dell'aumento dell'IVA attuato dai dettaglianti tedeschi. Si tratta, tuttavia, solo di un fenomeno temporaneo. A meno di ulteriori pressioni sul prezzo del greggio l'inflazione dovrebbe aggirarsi al di sotto del 2% fino a fine estate, quando un effetto base sfavorevole sospingerà la dinamica dei prezzi al consumo nuovamente al di sopra del target BCE. **Il più debole punto di entrata nell'anno in corso lascia la nostra stima per l'inflazione al 2,1% da un precedente 2,3%.**

Nel corso del 2008, l'inflazione dovrebbe aggirarsi in media ancora marginalmente al di sopra del 2% ma i rischi per la stabilità dei prezzi rimangono verso l'alto.

Pur prevedendo pressioni dalla componente energia mediamente limitate, (il prezzo del petrolio dovrebbe muoversi su di un sentiero piuttosto blando (in media intorno ai 63.4 \$ a barile rispetto al valore medio di 62.2\$ del 2007), anche transitoriamente violente, **i prezzi delle materie prime sono ancora elevati e mostrano un impatto crescente sui beni di consumo.**

La nostra modellistica suggerisce che **al netto delle politiche fiscali e dell'energia la dinamica sottostante dei prezzi al consumo è in netta accelerazione** e il prezzo dei beni è visto in salita in salita fino a inizio 2008.

Fig. 4 – L'inflazione tornerà al di sopra del 2% da dopo l'estate

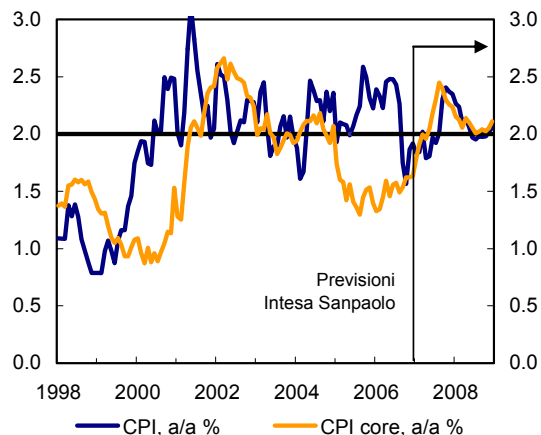
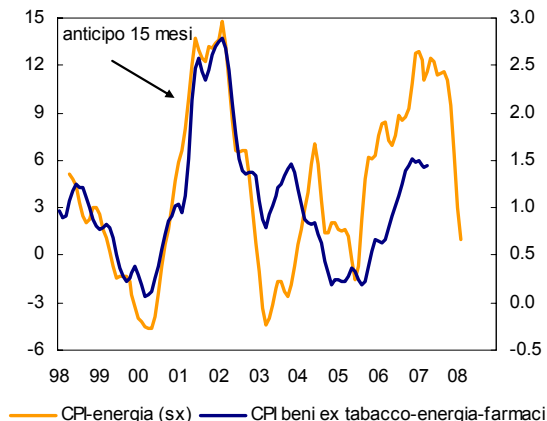


Fig. 5 – Limitate pressioni dalla componente energia ma il prezzo dei beni salirà fino a inizio 2008



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nel 2008, l'inflazione è attesa in media al 2,1%, ma la fase di prolungata espansione aumenta i rischi per la stabilità dei prezzi nel medio termine

Sono in aumento le pressioni domestiche. Sia la dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) che l'output gap sono entrati in territorio inflazionistico a inizio 2007 secondo le nostre stime. Al consolidarsi dell'espansione economica aumenta infatti il rischio di effetti di seconda battuta via prezzi e salari il che potrebbe esacerbare le pressioni dai fondamentali. Vi è stato un coro di raccomandazioni da Francoforte perché le negoziazioni salariali tengano in considerazione la crescita della produttività e la disoccupazione ancora alta. L'esito delle negoziazioni dell'IG Metall non è ancora noto, ma se l'accordo finale dovesse essere vicino alla richiesta ufficiale di aumenti del 6,5%, la BCE potrebbe assumere un tono più aggressivo. Abbiamo stimato che guadagni del 4% sarebbero neutrali per il manifatturiero ma potrebbero ancora rappresentare un rischio per la dinamica salariale in altri settori dove la crescita della produttività è stata meno sostenuta (si veda la Bussola della BCE del 2 Febbraio *Fortemente Vigili*).

Fig. 6 – Ancora pressioni dalla politica fiscale

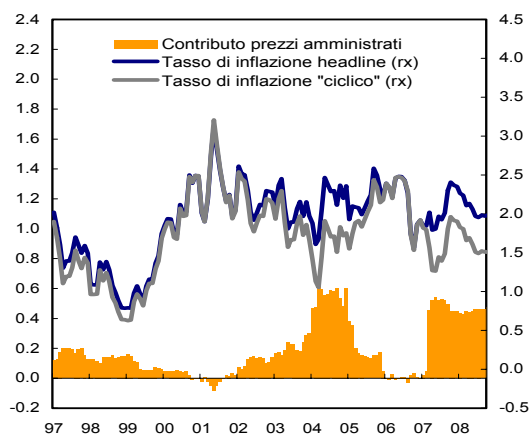
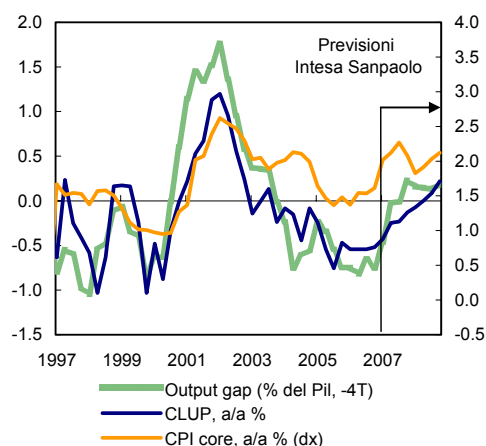


Fig. 7 – Pressioni crescenti dai fondamentali



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Sebbene quindi l'inflazione si manterrà marginalmente al di sopra del 2,0% nel biennio in corso i crescenti rischi per la stabilità dei prezzi richiedono, come sottolineato dai membri del Consiglio Direttivo, un attento monitoraggio.

BCE: navigazione a vista verso il 4,25%

Nonostante la mossa di marzo, i tassi d'interesse ufficiali non hanno ancora raggiunto il picco. Come dichiarato da Monsieur le Président nell'ultima conferenza stampa la "politica monetaria è ancora sul lato accomodante" anche se non più accomodante *tout court*. Ma soprattutto i tassi sono ancora moderati anche se non più bassi.

Come più volte ribadito dai banchieri centrali nelle ultime settimane "in un contesto di prolungata espansione ciclica, di crescenti pressioni domestiche sulla dinamica dei prezzi al consumo e liquidità abbondante su tutte le misure possibili e' necessario agire in modo fermo e repentino per assicurare l'ancoraggio delle attese di inflazione".

È quindi evidente che la BCE ritiene di dover procedere ad un'ulteriore normalizzazione dei tassi d'interesse anche se il *timing* e l'entità sono in questa fase largamente dipendenti dall'evolvere dello scenario macro, come sempre avviene alla fine di un ciclo di rialzi. Per il momento lo scenario macroeconomico presentato dallo staff BCE a marzo scorso giustifica ampiamente un ulteriore ritocco dei tassi di *policy* da moderati ad appropriati.

La crescita del Pil nel 2007 è stata rivista al rialzo di ben due decimi al 2,5% e la crescita 2008 al 2,4% da un precedente 2,3%. Ma quello che più conta è che la crescita della domanda interna è attesa rimanere solida ed i consumi delle famiglie sono visti crescere ad un passo più sostenuto che nelle previsioni di dicembre, grazie alla forte crescita dell'occupazione.

Le nuove previsioni rivedono verso il basso le stime d'inflazione 2007 all'1,8% da un precedente 2,0% mentre la stima 2008 è rivista al rialzo al 2,0%.

Le revisioni al rialzo alle stime di crescita e inflazione 2008 e l'espresso riferimento a tassi d'interesse ancora moderati giustificano il permanere di un orientamento restrittivo.

Tabella 2 - Le revisioni al rialzo dello scenario macro preparano un ulteriore ritocco ai tassi per giugno ed il permanere di un tightening bias

Proiezioni macroeconomiche							
	Anno	BCE		Consensus fcast (feb 07)		Intesa San Paolo	
		IPCA	Pil	IPCA	Pil	IPCA	Pil
Marzo 2007	2006	2.2	2.8	2.2	2.7	2.2	2.8
Settembre 2006	2007	2.4	2.1	2.2	1.8	2.3	1.9
Dicembre 2006	2007	2.0	2.2	2.1	2.0	2.3	2.3
Marzo 2007	2007	1.8	2.5	2.0	2.1	2.1	2.4
Dicembre 2006	2008	1.9	2.3			2.2	2.3
Marzo 2007	2008	2.0	2.4	1.9	2.1	2.1	2.3

Fonte: ECB e Intesa Sanpaolo

Riteniamo che in questo contesto e dato il tono della comunicazione delle ultime settimane che tassi al 4% a giugno sono una certezza. Una mossa a maggio dopo la pubblicazione delle indagini di marzo non è da escludere, ma rimane un evento a bassa probabilità.

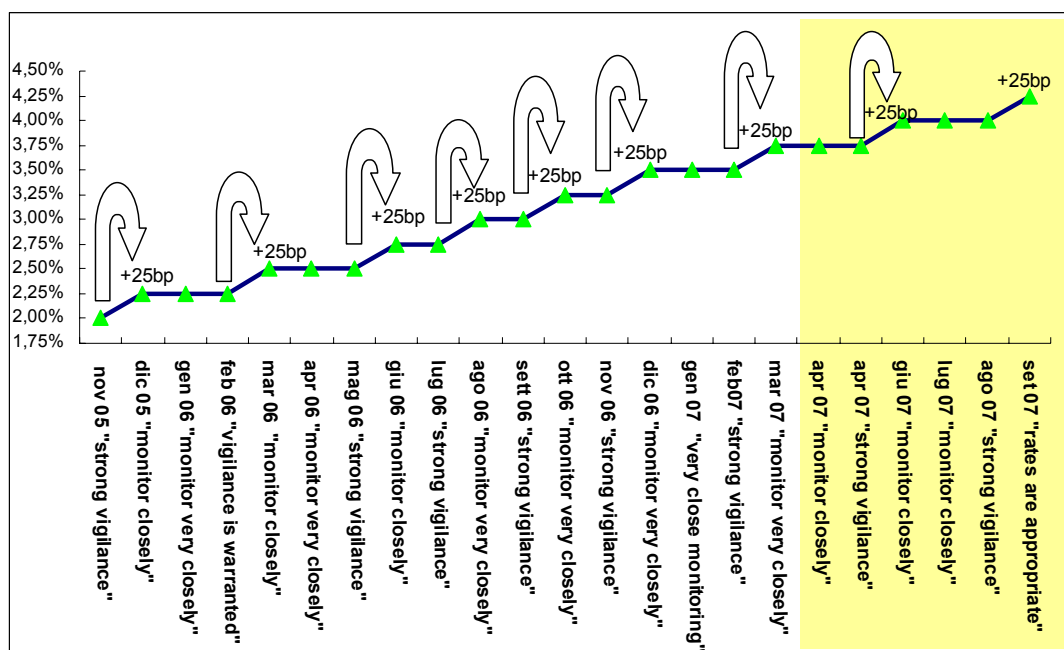
- Il fatto che la BCE abbia usato nell'ultimo comunicato l'espressione "monitor very closely" non prepara un'accelerazione nel sentiero dei rialzi. Tale

espressione era già stata usata a dicembre scorso ed i tassi sono stati aggiustati alla riunione di marzo.

- Inoltre, soltanto a maggio si avranno maggiori informazioni sulla crescita nel T1 e sull'effettivo impatto delle politiche fiscali sulla dinamica della domanda interna in particolare in Germania.
- Infine, per maggio ci sarà maggiore visibilità sulla profondità del rallentamento americano.

La solidità dello scenario macro e i crescenti rischi per la stabilità dei prezzi ci inducono a ritenere che la BCE potrebbe non fermarsi al 4%, e che vorrà invece portare i tassi in area leggermente restrittiva (4,25%). Dopo il rialzo di giugno la BCE vorrà prendersi una pausa in estate per valutare l'andamento del ciclo nell'Area Euro. Se i dati dovessero confermare una crescita al di sopra del potenziale riteniamo sia probabile che la BCE possa agire già a settembre, ma non escludiamo che il ritocco finale sui tassi possa essere rimandato all'autunno se si dovessero addensare nubi sulla crescita.

Fig. 8 – Come la comunicazione della BCE preparerà tassi al 4,25% per settembre

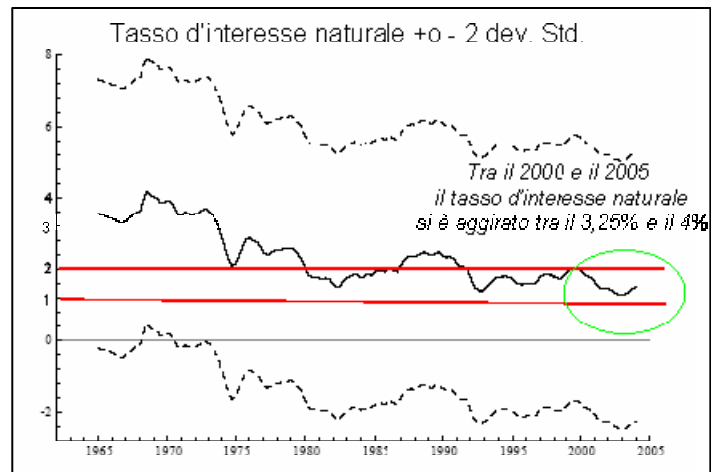


Fonte: Intesa Sanpaolo

Con il rialzo di marzo al 3,75% i tassi ufficiali sono entrati in un area che può considerarsi neutrale. Un recente *working paper* della BCE¹ stima infatti che il tasso di interesse naturale reale (quello che prevarrebbe in una condizione di perfetta flessibilità dei prezzi) si è aggirato tra l'1,25% e il 2% dalla seconda metà degli anni '90 (vedi il grafico 1).

¹ The Natural Real Interest Rate and the Output Gap in the Euro Area, a Joint Estimation. J.Garnier & B.R. Wilhelmsen. ECB Working paper No. 546, November 2006.

Fig. 9 - Quale il tasso neutrale per l'Area Euro



Fonte: ECB Working paper No.546

Nel lungo periodo, il tasso di interesse nominale dovrebbe tendere verso il tasso d'interesse naturale reale più un fattore di aggiustamento che tiene conto dell'inflazione attesa. Il tasso d'interesse naturale fornisce un *benchmark* importante per i policy makers dal momento che consente di valutare la stance di politica monetaria. Tassi di interesse reali al di sopra o al di sotto del tasso d'interesse naturale determinano aumenti (riduzioni) dell'inflazione. Da un punto di vista empirico il tasso d'interesse naturale è una variabile non osservata e le stime sono caratterizzate da un ampio margine d'incertezza. A riguardo, Trichet ha esplicitamente indicato che la BCE non fa riferimento a un *range* di neutralità per i tassi di policy nell'Area Euro ma tiene conto di una serie di elementi e dell'evolversi complessivo dello scenario macroeconomico.

Quanto la BCE vorrà spingersi in area restrittiva dipenderà dai dati ed in particolare dalla dinamica della domanda interna.

Previsioni – Area Euro

	2006	2007	2008	2006			2007				2008
				2	3	4	1	2	3	4	1
Pil (prezzi costanti, a/a)	2.8	2.4	2.4	2.8	2.7	3.3	2.8	2.3	2.2	2.0	2.3
- t/t				1.0	0.6	0.9	0.4	0.4	0.6	0.6	0.6
Consumi privati	1.8	1.8	1.9	0.3	0.7	0.6	0.2	0.5	0.4	0.5	0.5
Investimenti fissi	4.3	3.4	3.6	2.1	0.6	1.2	0.7	0.4	0.7	1.3	1.2
Consumi pubblici	2.3	1.7	1.7	0.0	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
Esportazioni	8.1	5.7	6.7	0.9	1.8	3.7	-0.7	2.0	1.2	1.5	1.9
Importazioni	7.5	4.9	6.8	0.8	2.2	1.9	-0.9	2.8	1.1	1.5	1.7
Var. scorte (contrib., % Pil)	0.0	-0.2	0.1	0.3	0.0	-0.6	-0.1	0.3	0.0	0.0	-0.1
Partite correnti (% Pil)	-0.2	-0.1	-0.3	-0.2	-0.5	0.2	0.2	0.2	-0.2	-0.2	-0.2
Deficit pubblico (% Pil)	-1.7	-1.4	-1.4								
Debito pubblico (% Pil)	68.8	68.5	66.3								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	2.2	2.1	2.0	2.5	2.1	1.8	1.9	1.8	2.0	2.3	2.1
Produzione industriale (t/t)	3.8	2.7	2.0	1.3	0.9	0.5	0.7	0.6	0.5	0.7	0.3
Disoccupazione (ILO, %)	7.9	7.2	7.1	7.8	7.8	7.6	7.3	7.2	7.2	7.2	7.1
Euribor 3 mesi	3.08	4.22	4.40	2.89	3.22	3.59	3.95	4.15	4.30	4.50	4.45
EUR/USD	1.26	1.30	1.27	1.26	1.27	1.29	1.31	1.33	1.29	1.26	1.28

Variazioni % sul periodo precedente, se non diversamente indicato

Regno Unito: la crescita sorprende verso l'alto

Asmara Jamaleh

asmara.jamaleh@intesanpaolo.com

È stato un **2006 brillante** per il Regno Unito. La crescita ha sorpreso verso l'alto con un 2,8% in media annua, ben al di sopra del potenziale. Anche se il quarto trimestre è stato rivisto al ribasso da 0,8% a 0,7% t/t per un contributo negativo delle scorte (-0,5%), a fare la parte del leone è stata la domanda interna, consumi e investimenti soprattutto. Negativo è stato il contributo del canale estero. **Per il 2007 ci attendiamo un rallentamento** verso il 2,5%, visibile soprattutto nel secondo semestre. Primi segnali di decelerazione si stanno già manifestando. I consumi, dopo un ottimo 1,0% t/t nel 2006.IV dovrebbero moderare il passo. La contrazione delle vendite al dettaglio di gennaio è stata recuperata dal rimbalzo di febbraio, ma la dinamica del credito al consumo suggerisce che i passati rialzi dei tassi (da 4,50% a 5,25% tra novembre e gennaio) stanno iniziando a sortire effetto. La performance del mercato immobiliare dovrebbe aver raggiunto il picco. Considerazioni simili anche per gli investimenti. Nonostante i segnali dal lato dell'offerta abbiano sorpreso verso l'alto, il processo di recupero dei margini attraverso la trasmissione a valle degli incrementi dei costi a monte dovrebbe rientrare. L'accelerazione della dinamica inflazionistica – che aveva indotto la Banca d'Inghilterra (BoE) ad alzare i tassi a gennaio cogliendo di sorpresa i mercati – è destinata a venire presto riassorbita.

Il 2007. Il vedrà infatti un'altra stretta. Le condizioni sul mercato del lavoro sono abbastanza tirate. Ci attendiamo però che il ciclo restrittivo si chiuda con questa mossa **che porterebbe la base rate a 5,50%**. La decelerazione della crescita è la principale motivazione che giustifica un simile scenario sui tassi. Riteniamo infatti che i rialzi precedenti non abbiano ancora trasmesso interamente al sistema i propri effetti. E questo ci sembra ancora più vero e lampante per quanto riguarda la sterlina. È ormai un anno che la divisa britannica sale senza soluzione di continuità ad un passo medio dell'1,5% circa a trimestre. L'effetto restrittivo di tassi più elevati e di un cambio troppo forte dovrebbe esprimersi pienamente nei prossimi trimestri. Nella seconda metà dell'anno la sterlina dovrebbe iniziare a ridiscendere la china, soprattutto contro dollaro, ma anche contro euro. **Il rischio di questo scenario centrale potrebbe essere di sottostimare il sentiero di inflazione.** Le attese sono per un rientro a *target* entro i prossimi mesi. Ma se il recente rimbalzo del petrolio avesse un seguito più pesante di quanto generalmente atteso al momento, la BoE non esiterebbe ad aggiungere un rialzo in più. In poco più di due settimane la probabilità implicita (*futures* di settembre) di un'ulteriore stretta fino a 5,75% è salita da zero all'80%.

Previsioni – Regno Unito

	2006	2007	2008	2006			2007				2008
				2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi cost., a/a) t/t	2,8	2,5	2,4	2,7	2,9	3,0	2,8	2,7	2,5	2,2	2,2
Consumi privati	1,9	2,8	2,0	1,0	0,4	1,0	0,7	0,6	0,6	0,5	0,6
Investimenti fissi	6,5	5,8	5,2	0,9	1,9	2,5	1,3	0,8	0,9	1,4	2,0
Consumi pubblici	2,4	2,5	2,5	0,5	0,6	0,4	0,6	0,7	0,8	0,7	0,6
Esportazioni	11,6	-5,8	4,8	2,6	-11,2	-1,0	-0,6	-0,2	1,5	1,0	2,0
Importazioni	11,8	-3,7	4,7	4,1	-11,4	-0,2	0,4	0,6	1,0	0,8	1,5
Var. scorte (contrib., % Pil)	0,2	-0,3	-0,2	0,3	0,3	-0,2	0,1	0,1	-0,3	-0,3	-0,3
Partite correnti (% Pil)	-2,8	-3,0	-3,4	-2,6	-3,0	-2,5	-2,7	-3,0	-3,1	-3,2	-3,2
Deficit (% Pil)	-2,9	-2,7	-2,6								
Debito (% Pil)	42,8	43,4	43,9								
RPIX (a/a)	2,9	3,1	2,7	2,8	3,2	3,5	3,6	3,1	3,0	2,7	3,0
Produzione Industriale	-0,1	0,1	1,3	0,1	0,2	-0,1	0,1	-0,1	-0,2	0,7	0,6
Disoccupazione (%)	3,0	3,0	3,2	3,0	3,0	3,0	2,9	2,9	3,0	3,1	3,2
Eurosterlina a 3 mesi	4,80	5,61	5,48	4,64	4,85	5,17	5,51	5,66	5,65	5,60	5,55
Long Gilt	4,50	4,91	5,04	4,61	4,62	4,60	4,87	4,90	4,95	4,90	4,95
Sterlina/dollaro	1,84	1,90	1,81	1,83	1,87	1,92	1,95	1,95	1,88	1,81	1,80
Cambio effett. (1990=100)	101,0	102,0	98,5	99,5	102,1	103,6	104,5	103,2	101,2	99,1	97,3

Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato.

L'Asia

Giappone: una crescita equilibrata, sostenuta dalla domanda domestica

Giovanna Mossetti

giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com

Il miglioramento degli indicatori congiunturali negli ultimi mesi ha dato supporto all'opinione che il rallentamento del terzo trimestre 2006 fosse sostanzialmente un fenomeno transitorio. I rischi per lo scenario, concentrati sul settore famiglie, sembrano essere sotto controllo, con indicazioni di ulteriore miglioramento nei primi mesi del 2007, dopo un quarto trimestre molto forte. Dal lato delle imprese, si deve ancora smaltire il ciclo delle scorte, con effetti negativi, ma temporanei, sull'attività delle imprese; tuttavia lo scenario degli investimenti rimane solido, come emerge dalle indagini congiunturali di settore e come verrà confermato dai dati dell'indagine Tankan di marzo.

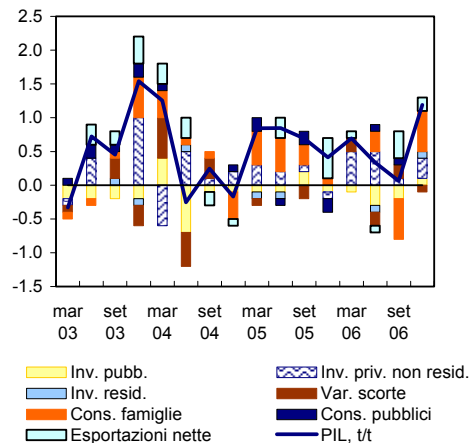
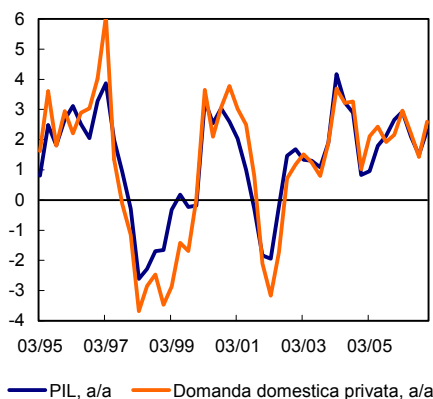
La **previsione per il 2007 è di una crescita al 2,3%, sui ritmi del 2006 (2,2%)** con un marginale rallentamento a **1,9% nel 2008**. Si conferma anche che, pur in presenza di un solido ritmo di crescita delle esportazioni, l'economia giapponese crescerà ancora in gran parte grazie alla **dinamica della domanda interna**, sia nel 2007 sia nel 2008, con un contributo positivo di consumi e investimenti. Se il trend recentissimo di consumi in crescita molto sostenuta (ben superiore allo 0,4% t/t medio che prevediamo ora) trovasse conferme anche nei dati successivi, allora le previsioni per l'anno dovrebbero essere riviste verso l'alto.

La **politica monetaria** continua a dare ampio stimolo all'economia, anche se il calo dell'inflazione in territorio negativo muove temporaneamente i tassi reali verso l'alto. Il rialzo dei tassi di intervento attuato a febbraio sarà seguito da una pausa determinata essenzialmente dall'aspettativa che fra il primo e il secondo trimestre l'inflazione giapponese resti a zero o marginalmente negativa, per poi risalire nella seconda metà dell'anno. Il trend dei tassi di intervento rimane verso l'alto e la nostra previsione vede un rialzo fra il terzo e il quarto trimestre e un altro nel primo trimestre 2008, quando l'*overnight* dovrebbe arrivare all'1%.

La **politica fiscale** prosegue sul sentiero del risanamento. Il parlamento ha approvato a marzo il budget proposto dal governo, con un netto calo del deficit e del disavanzo primario. Per ora il miglioramento delle finanze pubbliche resta determinato dal miglioramento (ciclico) delle entrate. Il governo ha annunciato che entro fine 2007 si metterà mano a una riforma tributaria e a una più efficace politica di contenimento della spesa.

Il PIL continua a crescere intorno al potenziale

... pur con un contributo negativo dai consumi privati



Fonte: Ecowin

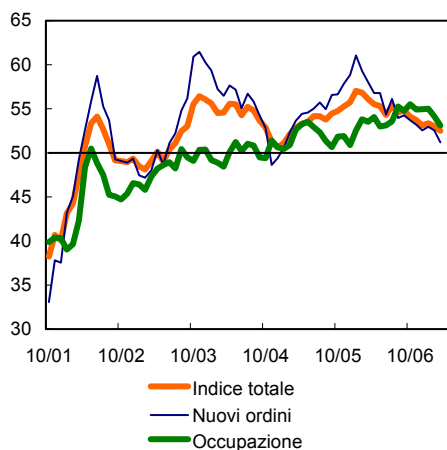
La spesa per interessi è ora vicina al 25% della spesa complessiva e un rialzo dei tassi, inevitabile con la stabilizzazione della crescita e dell'inflazione su livelli soddisfacenti, diventerà un problema cruciale per la politica fiscale dei prossimi anni.

1. Investimenti solidi

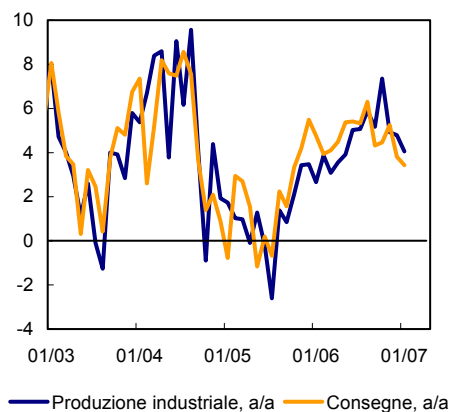
La crescita degli **investimenti fissi** si è mantenuta solida nel 2006 e le previsioni per il 2007 sono ancora positive, con l'aspettativa di una variazione annua intorno al 7%. Le **indagini di settore** si mantengono su livelli elevati e non ci sono indicazioni di inversione di tendenza. Il PMI del settore manifatturiero resta intorno a 53, con la componente ordini sopra 50 e con segnali di accelerazione degli ordini dall'estero. Questo scenario sarà confermato con la pubblicazione dell'indagine Tankan a inizio aprile, che dovrebbe mostrare una stabilizzazione sui livelli di dicembre per le imprese manifatturiere e un incremento per l'indice delle imprese non manifatturiere.

La **produzione industriale** fra fine 2006 e inizio 2007 è stata depressa dalla necessità di decumulare scorte, ma già con i dati di gennaio il rapporto scorte/fatturato è ridisceso, segnalando che la correzione dell'output dovrebbe essere di breve durata. A conferma delle prospettive positive per gli investimenti, le consegne di beni capitali sono in accelerazione a inizio anno. Gli ordini di gennaio sono risaliti, con un aumento di 2,6% a/a, dopo diversi mesi di stagnazione o di variazioni negative. Anche gli ordini di macchine utensili, più volatili della serie degli ordini di macchinari, ha segnato una netta accelerazione con i dati di gennaio e febbraio.

PMI: moderazione su livelli elevati



Produzione industriale: calo temporaneo per smaltire le scorte

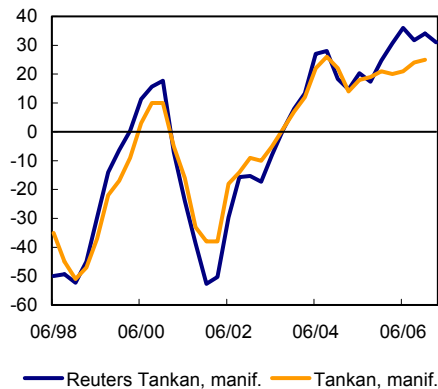


Fonte: Ecowin

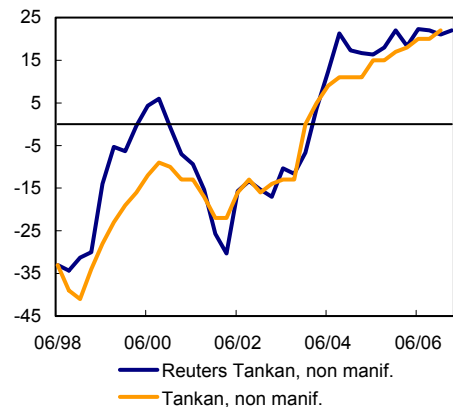
Il **Tankan** di marzo, in pubblicazione il 2 aprile, dovrebbe confermare lo scenario ottimistico per le imprese giapponesi. L'indice di diffusione per le **grandi imprese manifatturiere dovrebbe scendere a 24 da 25 di dicembre**, per via del calo della produzione in atto nel primo trimestre, ma pur sempre al di sopra dell'indice aspettative del quarto trimestre (22) e su livelli compatibili con il proseguimento di una crescita aggregata marginalmente al di sopra del potenziale. Si dovrebbe invece vedere un miglioramento delle condizioni di attività delle **grandi imprese non manifatturiere, da 22 a 23**, in linea con le indicazioni positive emerse dall'indice di attività del settore terziario che ha registrato una forte accelerazione a gennaio, dopo un paio di mesi deboli a cavallo di fine anno, e dal buon andamento dei consumi nei primi mesi dell'anno.

Le previsioni per il Tankan di 2007.T1 sono coerenti con quanto emerso dai dati di marzo dell'indagine Reuters Tankan (v. grafici), con un calo dell'indice per il settore manifatturiero e un miglioramento per quello non manifatturiero. L'indagine di marzo darà anche la prima previsione per i **piani di spesa in conto capitale** nel nuovo anno fiscale. I piani di spesa per investimenti sono su un chiaro trend verso l'alto dal 2004: le previsioni iniziali di marzo 2007 dovrebbero attestarsi sui livelli elevati dello stesso periodo dello scorso anno e preludere a un sentiero sostenuto per l'intero anno fiscale.

Tankan: manifatturiero circa stabile...



...non manifatturiero in miglioramento



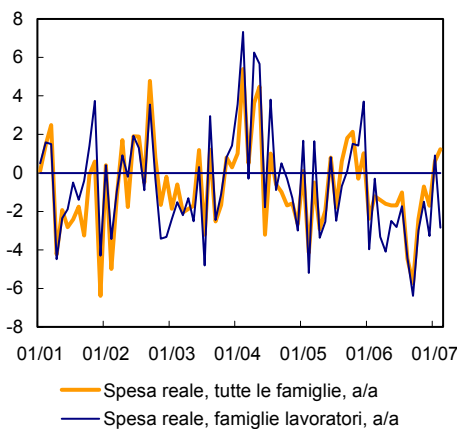
Fonte: Ecowin

2. I consumi sono ripartiti, occorrono conferme dai salari

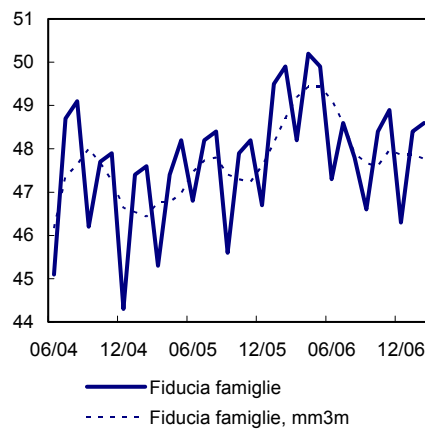
La maggiore incertezza nello scenario 2007 era concentrata dal lato dei consumi, come sottolineato nello Scenario Trimestrale di dicembre 2006, ma **i dati di inizio anno su consumi e salari sono stati positivi** e riducono significativamente i rischi verso il basso per la crescita del 2007.

Per i **consumi**, tutte le indicazioni dei primi due mesi dell'anno sono state più brillanti delle attese e mettono addirittura rischi verso l'alto alla previsione di crescita dei consumi di 1,4% t/t ann. (che segue il 4,8% t/t ann. di 2006.T4) per il primo trimestre di quest'anno.

Consumi in ripresa...



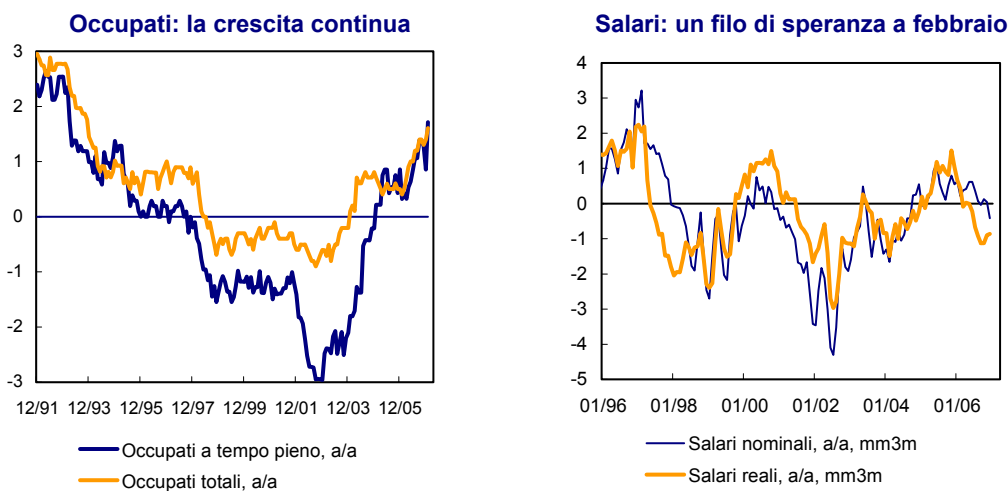
...e segni di miglioramento anche per la fiducia



Fonte: Ecowin

Le spese delle famiglie in termini reali sono aumentate nei primi due mesi dell'anno dello 0,6% a/a, situandosi su un trend verso l'alto dopo la debolezza del 2006. Anche l'indice di fiducia delle famiglie è migliorato a gennaio e febbraio.

I dati del **mercato del lavoro** di inizio anno non hanno modificato lo scenario positivo in termini di crescita degli occupati, mentre dal lato dei salari i dati di febbraio danno qualche indicazione ottimistica. Il **tasso di disoccupazione** è stabile al 4% da qualche mese e il *jobs/applicant ratio*, intorno a 1,06, è solo di poco sotto i massimi ciclici dell'estate scorsa. La **crescita degli occupati** ha registrato un'ulteriore accelerazione nei primi mesi dell'anno, con una variazione vicina al 2% per gli occupati a tempo pieno. I dati confermano che le imprese continuano a preferire contratti a tempo pieno, riducendo nettamente la quota degli occupati a tempo parziale, per far fronte al calo della forza lavoro dovuta al pensionamento dei *baby boomers*. Di conseguenza la dinamica del monte salari rimane molto solida, indipendentemente dalla debolezza persistente della crescita salariale. Nelle negoziazioni salariali appena concluse, alcune grandi imprese hanno concesso **aumenti di bonus e/o di salari**. Gli aumenti, pur essendo modesti e al di sotto delle richieste sindacali, sono i primi dopo molti anni di congelamento assoluto dei salari contrattuali e dovrebbero contribuire a sostenere la dinamica dei consumi. Le imprese stanno rispondendo al declino della forza lavoro già iniziato con varie misure: oltre agli aumenti citati sopra, stanno offrendo maggiore flessibilità e bonus per dipendenti con famiglie numerose. Si evidenzia quindi che nei prossimi trimestri il **mercato del lavoro dovrebbe diventare più dominato dal lato dell'offerta con conseguente miglioramento del debole trend salariale** che ha frenato la crescita dei consumi nel 2007.



Fonte: Ecowin

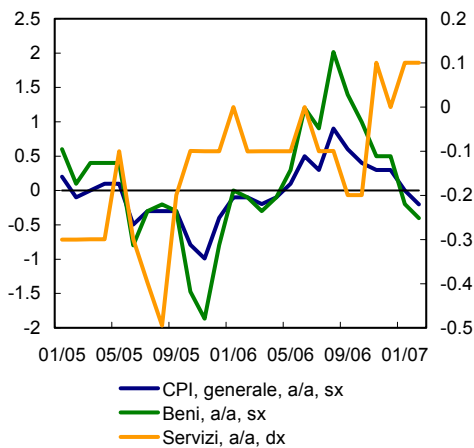
3. L'inflazione al consumo rallenta temporaneamente, ma il trend sottostante è positivo. Attenzione ai prezzi immobiliari!

I dati di **inflazione** stanno confermando la previsione condivisa da mercato e banca centrale di un possibile ritorno temporaneo in deflazione. Il rallentamento dell'inflazione è stato determinato dal calo dei prezzi dei beni su base tendenziale, mentre dal lato dei servizi, la dinamica è finalmente tornata positiva, dopo più di due anni e mezzo di territorio negativo. Sui dati di febbraio ha pesato anche la riduzione delle tariffe della telefonia mobile, che comunque va vista in ottica positiva visto che rappresenta un movimento verso una maggiore concorrenzialità del settore.

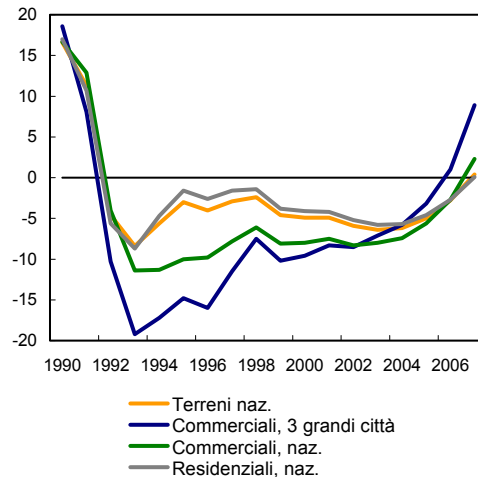
L'effetto negativo sul **CPI** derivante dal calo dei prezzi dei beni energetici dovrebbe durare pochi mesi, come ha ripetuto la BoJ nell'ultimo rapporto sull'economia e nei verbali della riunione di febbraio: Nei verbali emerge infatti un ampio consenso sulla previsione di inflazione "temporaneamente" a zero o "appena sotto lo zero" nel brevissimo termine. Alcuni membri del Comitato hanno sottolineato che anche per il settore telecomunicazioni ci potrebbero essere effetti verso il basso sui prezzi per alcuni mesi. Il trend dell'inflazione viene comunque ancora previsto su un sentiero positivo, rilevando la dinamica dei prezzi dei servizi e dell'abitazione. Inoltre si sottolineavano rischi verso l'alto nel medio termine derivanti dal rialzo dei prezzi energetici, dei metalli e delle importazioni, oltre che dall'elevato grado di utilizzo delle risorse.

Appaiono invece diverse le pressioni sui prezzi degli asset: i prezzi immobiliari creano crescenti preoccupazioni alla banca centrale per la velocità del trend recente. La pubblicazione a metà marzo dei prezzi dei terreni ha confermato i trend verso l'alto già evidenti da un paio d'anni, che ha portato le variazioni dei prezzi su livelli molto elevati (v. grafico), che non si vedevano dai primi anni '90. **Fukui** ha detto che la BoJ sta guardando con attenzione i dati dei prezzi dei terreni, che hanno mostrato incrementi positivi per l'aggregato a livello nazionale, dopo anni di deflazione. I prezzi dei terreni delle grandi città e soprattutto quelli commerciali, già positivi nelle rilevazioni precedenti, continuano ad accelerare a ritmi sostenuti. Fukui ha detto che per ora non ci sono segnali di rialzi "eccessivi": la BoJ è vigile, anche se aumenti dei prezzi dei terreni non porteranno "automaticamente" a rialzi dei tassi. Sull'argomento sono intervenuti esponenti del governo che hanno detto che in alcune aree si registra surriscaldamento dei prezzi, anche se per ora non si segnala l'emergere di una bolla.

CPI: prezzi dei beni in temporanea deflazione, servizi finalmente con prezzi in aumento



Prezzi dei terreni: non c'è più traccia di deflazione, rischi di bolla?



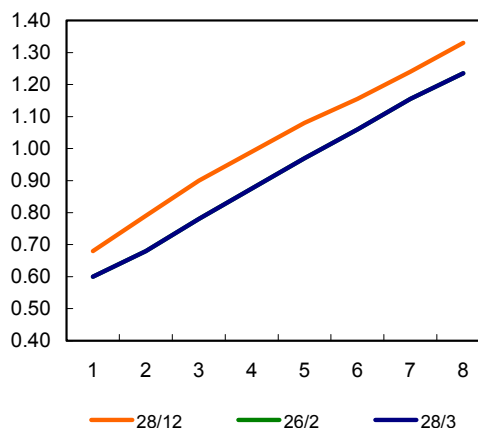
Fonte: Ecwin

BoJ: pausa di riflessione, in attesa che l'inflazione risalga

Dopo il rialzo di febbraio, che era avvenuto in un clima di grande confusione sul fronte della comunicazione della banca centrale, la **riunione della BoJ** a marzo si è conclusa senza novità, con tassi fermi e una valutazione invariata dell'economia. Nella conferenza stampa Fukui ha ripetuto che i tassi resteranno bassi per qualche tempo e che l'inflazione, dopo un breve periodo di variazioni anche negative nei prossimi mesi, ritornerà sul suo trend crescente. Fukui ha anche aggiunto che sarà molto importante seguire da vicino i prezzi dei terreni e i

prezzi del mercato azionario. Fukui ha detto che la decisione di mantenere i tassi invariati è stata presa guardando con attenzione i dati economici. Fukui aveva anche affermato che le decisioni della BoJ resteranno determinate da fattori domestici e che la banca centrale **non segnalerà in anticipo cambiamenti di politica monetaria**, che derivano da una discussione (e da un voto) che coinvolge nove partecipanti e sono quindi impossibili da prevedere con anticipo.

Contratti euroyen: attese di rialzi ridimensionate rispetto a fine 2006



Fonte: Ecwin

Alla riunione di aprile la BoJ pubblicherà le **revisioni allo scenario macroeconomico**, dove probabilmente si vedrà un miglioramento delle prospettive di crescita basate soprattutto su uno scenario più favorevole per i consumi e possibili revisioni verso il basso dello scenario di inflazione per la parte centrale dell'anno. Per ora lo scenario è in linea con l'aspettativa di **una pausa di un paio di trimestri per i tassi** di intervento, in attesa di vedere la ripresa dell'inflazione al consumo e segnali stabili di crescita positiva dei consumi: verso fine estate il terreno dovrebbe essere pronto per un nuovo rialzo dei tassi, seguito poi da un altro nel primo trimestre del 2008. Occorrerà monitorare comunque anche i prezzi degli asset, oltre alle tradizionali variabili macroeconomiche.

Previsioni – Giappone

	2006	2007	2008	2006			2007				2008	
				2	3	4	1	2	3	4	1	
PIL (prezzi costanti, a/a)	2,2	2,3	1,9	2,2	1,5	2,5	2,2	2,4	2,8	1,9	1,9	
- trim/trim annualizzato				1,4	0,3	5,5	1,7	2,1	2,1	1,7	1,7	
Consumi privati	0,9	1,4	2,0	2,3	-4,2	4,3	2,2	0,8	1,7	2,0	2,2	
IFL - priv. non residenziali	7,6	7,8	4,9	13,7	3,4	13,2	7,3	6,5	6,0	5,6	4,4	
IFL - priv. residenziali	1,0	1,7	1,6	-8,1	-0,3	9,1	-1,4	3,2	2,6	1,7	2,1	
Investim. pubblici	-7,7	-3,2	1,1	-22,9	-17,8	15,6	-8,6	1,2	1,2	1,2	1,1	
Consumi pubblici	0,3	2,0	1,4	3,0	2,6	0,5	3,3	1,3	2,3	1,2	1,8	
Esportazioni	9,6	6,3	6,4	2,8	10,0	2,4	10,0	3,7	7,4	6,6	6,1	
Importazioni	4,5	5,2	10,4	5,7	-1,8	-2,4	9,5	8,7	9,2	6,5	15,0	
Var. scorte (contrib., % Pil)	0,0	-0,3	-0,1	-0,2	0,2	-0,1	-0,3	0,2	-0,1	-0,2	0,0	
Partite correnti (% Pil)	3,9	3,9	3,6	3,4	3,7	4,6	4,2	3,9	3,8	4,0	3,9	
Deficit (% Pil)	-6,6	-6,1	-5,7									
Debito/PIL (% Pil)	164,0	167,1	170,0									
CPI (a/a)	0,2	0,1	0,6	0,2	0,6	0,3	0,2	0,0	-0,1	0,3	0,7	
Produzione Industriale	4,2	3,5	2,1	3,5	4,0	11,0	0,5	1,3	2,4	2,5	3,8	
Disoccupazione (%)	4,1	3,8	3,8	4,1	4,1	4,1	3,9	3,8	3,8	3,8	3,8	
Tasso a 3 mesi - CD (%)	0,33	0,65	1,32	0,25	0,45	0,48	0,56	0,55	0,68	0,80	0,95	
Tasso a 10 anni (%)	1,76	1,80	1,99	1,92	1,67	1,68	1,71	1,60	1,80	2,00	2,00	
Dollaro/Yen (Yen)	116,4	115,8	107,9	114,5	116,3	117,8	119,6	118,2	114,7	110,9	107,9	
Cambio effettivo (1990=100)	124,6	123,7	134,4	126,7	123,9	121,6	119,2	119,9	125,1	130,7	133,9	

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

Cina: abbonamento al 10%

Giovanna Mossetti

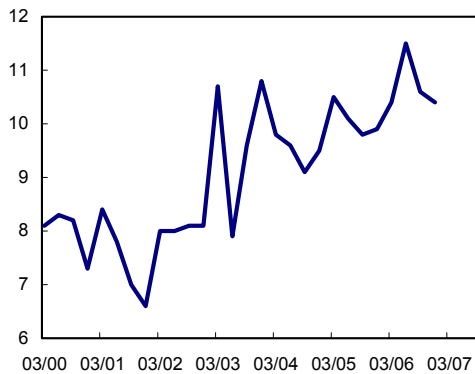
giovanna.mossetti@intesanapaolo.com

Dopo un rallentamento di qualche decimo durato un paio di trimestri, i dati di 2007.T1 tornano a dare segnali di riaccelerazione, spinti dai consumi e dalla domanda estera, con conseguente ripresa della crescita degli aggregati monetari. La reazione delle autorità monetarie non si è fatta attendere, con un nuovo intervento di rialzo dei tassi (+27 pb il 19 marzo) e l'imposizione di nuovi vincoli quantitativi ai prestiti. Lo scenario di crescita rimane pressoché invariato rispetto alle previsioni di tre mesi fa: infatti, questa volta, come in passato, l'accelerazione trimestrale ha portato interventi restrittivi che probabilmente saranno efficaci per mantenere la traiettoria della crescita sul sentiero del 10% che ha caratterizzato l'economia cinese negli ultimi anni.

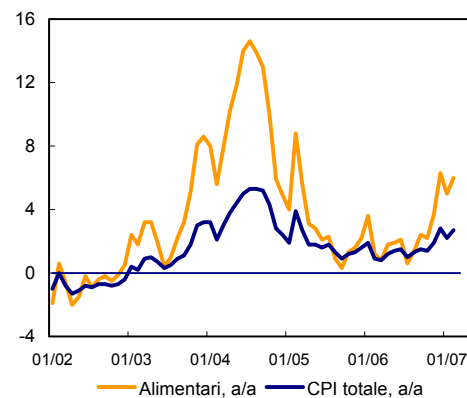
Gli interventi delle autorità monetarie sono in linea con le indicazioni emerse dalla sessione di apertura del Congresso per l'anno in corso. L'obiettivo per l'economia cinese è ora esplicitamente un **ribilanciamento della crescita, dagli investimenti ai consumi**. Questo obiettivo passa attraverso una restrizione del credito alle imprese per nuovi progetti, punto su cui le autorità sono già intervenute nelle ultime settimane. Dal lato sociale, si è evidenziata la necessità di attuare interventi su previdenza, assistenza sanitaria per le famiglie, istruzione pubblica. Oltre a questi interventi, il Congresso ha segnalato la priorità di apportare interventi legislativi per la tutela della proprietà e per l'unificazione del sistema tributario in tutta la Cina. L'imposta sui profitti dovrebbe essere del 25% per tutte le società, senza più discriminare fra società nazionali e estere.

Il 2006 si è archiviato con una crescita del 10,7%. Il PIL dovrebbe aumentare del 10% quest'anno, con una marginale accelerazione al 10,2% nel 2008. Il 10% sembra essere un tasso di crescita ineluttabile per l'economia cinese, nonostante i tentativi delle autorità di portare la crescita verso l'8%, obiettivo (mancato) dei piani economici da anni.

PIL a/a: ritorno al 10%



Inflazione in modesto rialzo, come sempre per il comparto alimentare



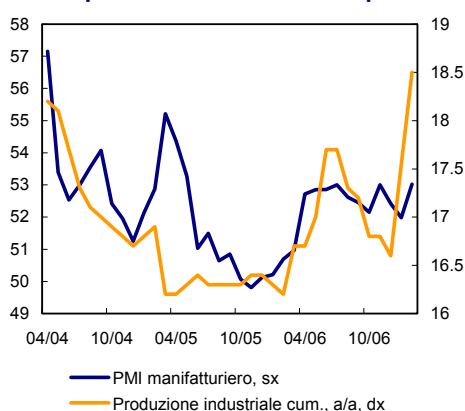
Fonte: Ecwin

Nei dati di inizio 2007, l'attività delle imprese rimane come ogni anno soggetta alla data del capodanno cinese. La **produzione industriale** a febbraio è aumentata del 14,6% a/a, in marginale calo rispetto ai dati del quarto trimestre. Tuttavia, i dati cumulati per il primo bimestre mostrano un'accelerazione al **18,5% a/a**, da una media intorno al 16,5% in 2006.T4. A fronte della ripresa della produzione, gli **investimenti fissi** sono aumentati nel bimestre gennaio-febbraio del 23,4%, circa in linea con la crescita del 2006 (24,5%). Si registra un rallentamento nell'industria e nell'agricoltura, compensato da una dinamica più sostenuta degli investimenti nel settore servizi (25,1% da 21 in 2006, con una forte accelerazione

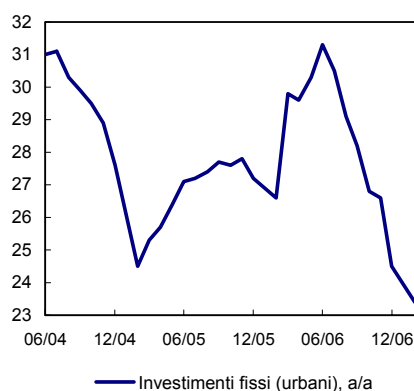
nel settore trasporti ferroviari). Non accennano a rallentare gli investimenti in costruzioni residenziali (+24,3% genn.-febb. 2007 da 21,8% per il 2006).

Le **vendite al dettaglio** hanno segnato una riaccelerazione nel bimestre gennaio-febbraio, crescendo del 14,7% a/a. Le vendite sono trainate da spese voluttuarie (abbigliamento, +28% a/a, gioielleria, +39% a/a). Anche le vendite legate al settore costruzioni, attualmente in forte espansione, hanno visto una dinamica solida (arredamento +40% a/a). Sull'andamento delle vendite nominali ha anche pesato l'accelerazione dell'inflazione, soprattutto quella del comparto alimentare. Il trend positivo delle vendite conferma il graduale spostamento della composizione della crescita dagli investimenti ai consumi, essenziale per scongiurare rischi di crescita eccessiva della capacità produttiva. La crescita della **spesa delle famiglie** dovrebbe passare dal 9% del 2006 al **12,5% del 2007 e del 2008**.

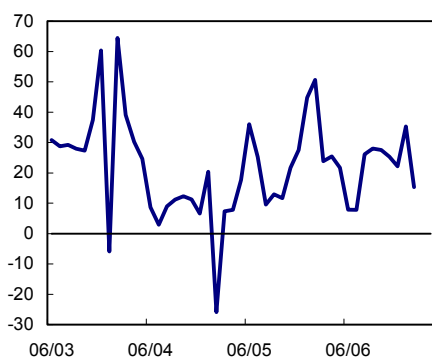
La produzione industriale riparte



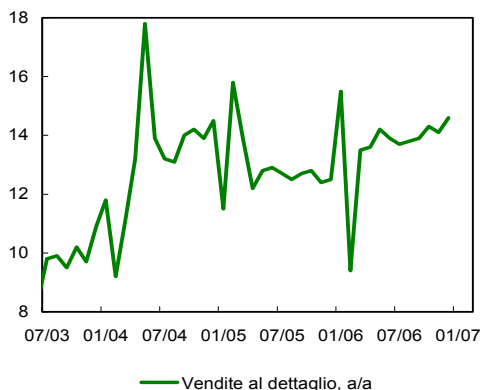
Crescita degli investimenti fissi in frenata, verso il 20%



Vendite di autoveicoli ancora forti...



...mentre le vendite accelerano

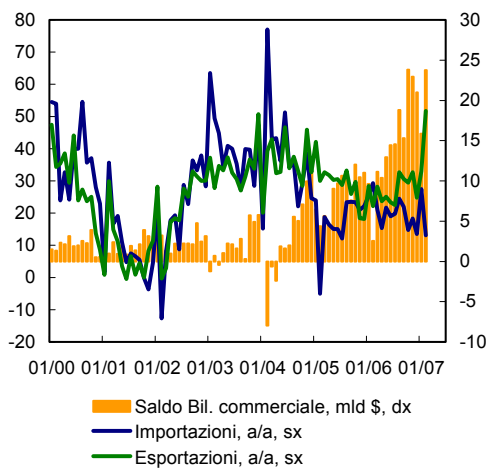


Fonte: Bloomberg, Ecwin

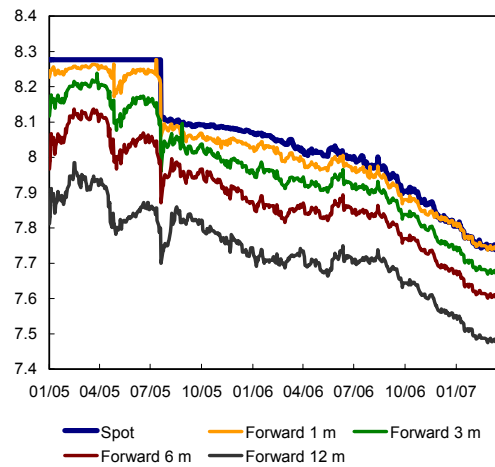
L'**inflazione** a febbraio è tornata ad accelerare, salendo al 2,7% da 2,2% di gennaio. L'inflazione media sul bimestre gennaio-febbraio, più informativa perché febbraio è influenzato dal calendario cinese, è stata del 2,4%. I dati del bimestre febbraio sono fortemente influenzati dagli aumenti dei prezzi degli alimentari (5,5%) a fronte di aumenti molto più moderati per il comparto ex-alimentari (0,9% a/a, contro 1% nel 2006). Per quanto riguarda i servizi, le informazioni del bimestre mostrano una dinamica in linea con quella complessiva del 2006 (1,8%). Le indicazioni di inizio 2007 danno supporto a una previsione di inflazione più alta nel 2007 (2,1%) rispetto all'1,5% del 2006, in gran parte in seguito a un'inflazione degli alimentari sui livelli di inizio anno, ma in parte spinta anche da un aumento della dinamica degli altri comparti, stimolata dall'**accelerazione dei consumi**.

Gli interventi restrittivi di politica monetaria dell'ultimo mese non hanno risposto tanto alle condizioni della domanda domestica, quanto agli **indicatori di forte espansione derivanti dal canale estero**. Nel bimestre gennaio-febbraio, le esportazioni hanno registrato un vero boom, con un aumento del 41,5% a/a, come appare dal grafico qui sotto, contro un aumento medio nel 2006 del 27,2%. Le importazioni invece hanno rallentato il passo a febbraio (13% a/a) da gennaio (27,5% a/a), mantenendo il tasso di crescita del bimestre sullo steso periodo dell'anno precedente al 20% in linea con il risultato del 2006. Il rallentamento delle importazioni in \$ in febbraio risente in gran parte del calo del prezzo del petrolio nel mese scorso. Il risultato è stato un forte allargamento dell'avanzo commerciale, a 23,8 mld \$ in febbraio e a 39,6 mld \$ nel bimestre rispetto a un avanzo di 177 mld \$ per l'intero 2006.

Il canale estero continua a contribuire alla crescita...



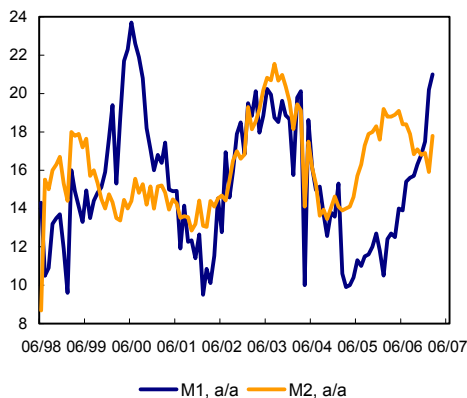
... mentre il cambio si apprezza gradualmente



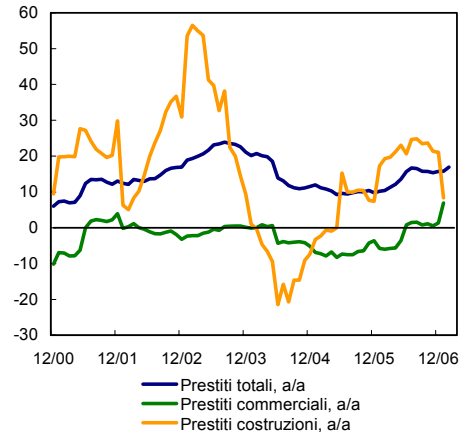
Fonte: Bloomberg, Ecowin

L'ampliamento dell'avanzo commerciale si è riflesso nei dati di crescita degli aggregati monetari, con un'accelerazione della crescita di M2 a 17,8% a/a, da 15,9% in gennaio, al di sopra dell'obiettivo di crescita della banca centrale (16%). Anche i dati dei prestiti mostrano un'accelerazione a febbraio (i dati disaggregati per tipologia sono fermi a gennaio).

Aggregati monetari: la crescita resta sostenuta, spinta dal canale estero



I prestiti accelerano ancora trainati dal settore costruzioni



Fonte: Bloomberg, Ecowin

I dati della moneta e dell'avanzo commerciale hanno senz'altro contribuito in maniera decisiva all'intervento della banca centrale sui tassi. Il proseguimento dei trend attuali porterà ad altri interventi restrittivi da parte delle autorità, sia sul fronte dei tassi sia sul fronte del coefficiente di riserva obbligatoria.

Previsioni 2007-2008

Alla luce dei trend in atto a inizio 2007, le **previsioni per l'anno restano quindi ancora nettamente al di sopra degli obiettivi del governo** e in linea con la crescita media degli ultimi anni. **Il PIL nel 2007 dovrebbe crescere del 10%, dopo una variazione per il 2006 del 10,7%**. Anche nel 2008 la crescita del PIL dovrebbe rimanere vicina al 10% (10,3%).

È importante notare che dietro questa apparente stabilità della crescita dovrebbero adesso materializzarsi dei cambiamenti importanti nella composizione della domanda, con un minore contributo degli investimenti fissi e una dinamica più forte per consumi e investimenti residenziali. Infatti la crescita dei consumi dovrebbe accelerare di circa 1,5 punti percentuali (a 12,5% nel 2007 da 11% nel 2006), mentre gli investimenti fissi non residenziali dovrebbero rallentare (dal 20,3% del 2006 al 16,3% nel 2007). Gli investimenti residenziali sono previsti in accelerazione a +18,5% nel 2007 (da 11,6% nel 2006), a meno di imposizioni di nuovi vincoli sui prestiti al settore. Gli interventi di politica monetaria e di tipo amministrativo, oltre a un graduale apprezzamento del cambio dovrebbero portare a un rallentamento della dinamica delle esportazioni. L'economia cinese dovrebbe vedere nei prossimi anni un ribilanciamento della crescita verso la domanda domestica e, all'interno di questa voce, verso i consumi.

L'**inflazione** nei prossimi anni dovrebbe essere su un trend crescente, dall'1,5% del 2006, al 2% del 2007 e al 2,9% del 2008.

Previsioni – Cina

		2003	2004	2005	2006	2007	2008
PIL (prezzi costanti)	a/a	10.0	10.1	10.4	10.7	10.1	10.4
Consumi	a/a	6.5	8.1	9.1	9.2	12.5	12.5
Investimenti fissi	a/a	24.6	20.2	20.0	19.7	16.0	12.0
Consumi pubblici	a/a	6.5	8.3	10.2	9.4	8.6	7.7
Esportazioni	a/a	33.8	22.8	20.2	21.3	15.0	16.6
Importazioni	a/a	37.3	21.7	7.0	11.2	21.1	25.0
Produzione industriale	a/a	26.2	21.5	13.8	10.6	11.1	10.7
Tasso di disoccupazione	%	4.2	4.2	4.2	4.2	4.1	4.0
Inflazione (CPI)	a/a	1.1	3.9	1.8	1.5	2.0	3.0
Tasso d'interesse (b/t)	%	5.3	5.4	5.6	5.9	6.4	6.4
USD/CNY (media)		8.28	8.28	8.19	7.97	7.67	7.42
	a/a		0%	-1%	-3%	-4%	-3%
USD/CNY (fine periodo)		8.3	8.3	8.1	7.8	7.6	7.3
EUR/CNY (fine periodo)		9.6	10.6	9.7	10.0	9.7	9.2

Fonte: Intesa Sanpaolo.

Note: tasso di interesse: lending rate, short-term (fonte IMF, serie IFS i60p.). Le componenti della domanda interna sono ricostruite e non sono da considerarsi ufficiali.

Mercati valutari: differenziali di tasso e propensione al rischio rimangono determinanti

Asmara Jamaleh
asmara.jamaleh@intesaspaolo.com

Fino a febbraio il *driver* principale dei cambi sono stati senza dubbio i tassi di interesse, che hanno alimentato flussi di capitale dalle aree dove erano bassi (come il Giappone) a quelle dove erano più alti, talora nella forma di *carry trade* puri (prevalentemente con finanziamento in yen o franco svizzero). Ma di recente è entrata in gioco una seconda variabile, che per le valute può agire in direzione opposta ai tassi: l'avversione al rischio (v. Box 1), associata a un rimbalzo delle misure di volatilità. Poco importa che a rendere gli investitori meno propensi al rischio sia il troppo elevato livello dei P/E in alcuni mercati (come quello cinese) piuttosto che la mina vagante dei mutui *subprime* o il riaccendersi di un focolaio di crisi geopolitica che in realtà non si era mai spento. Gli effetti sono analoghi: ne vengono penalizzate le divise ad alto rendimento, e se ne avvantaggiano quelle a basso ritorno. Così verso fine febbraio si è assistito ad una precipitosa correzione della sterlina a vantaggio del bistrattato yen.

Quando torna l'avversione al rischio gli investitori non vanno più a caccia di rendimento

Questa è in sintesi la trama della vicenda. Ma poi qual è la fine della storia? Se per fine della storia si intende il calo dell'avversione al rischio sui livelli pre-crisi (caso 1), tra yen e sterlina probabilmente vince l'euro; se invece per fine si intende l'esaurimento di questo lungo macro-ciclo globale di restrizione monetaria rispetto a condizioni giudicate troppo accomodanti (caso 2), allora a beneficiarne potrebbe essere il quarto *player*, ovvero il dollaro.

I due casi possono essere opzioni alternative, o eventi collegati nel tempo, con il calo dell'avversione al rischio seguito dall'esaurirsi della restrizione monetaria. Quest'ultima è l'ipotesi che preferiamo.

Questa è una fase di transizione "laterale"

Per il momento il mercato è in una fase transitoria, o "laterale", in cui gli investitori sono "combattuti" tra:

- (A) ricerca di rendimento residuale (sterlina nel nostro caso) quando percepiscono che le banche centrali stanno finendo di alzare i tassi o già si apprestano ad abbassarli, e
- (B) minimizzazione del rischio al primo sentore di crisi (geopolitica o finanziaria) con ridimensionamento dell'esposizione agli *asset* più rischiosi che avviene sia ripagando il debito contratto precedentemente in valuta a basso tasso di finanziamento (yen nel nostro caso) per investire sui settori ad alto rendimento, sia con ingresso sugli *asset* in divisa a basso rendimento in prospettiva di tassi che possono solo salire nel tempo consentendo anche un guadagno in conto valutario (ancora yen nel nostro caso), o anche soltanto perché cresce l'*home bias* dell'investitore giapponese.

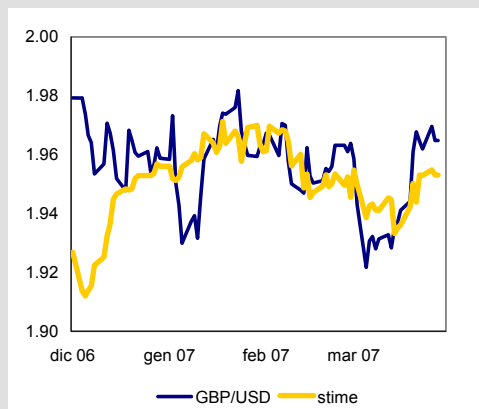
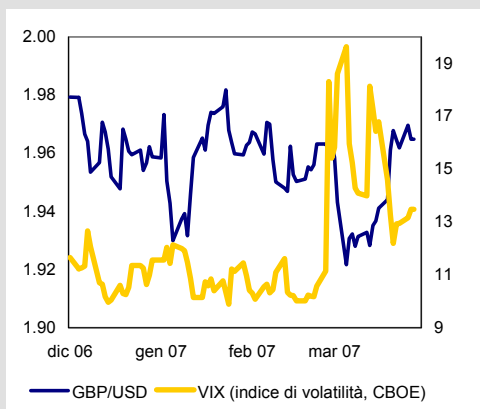
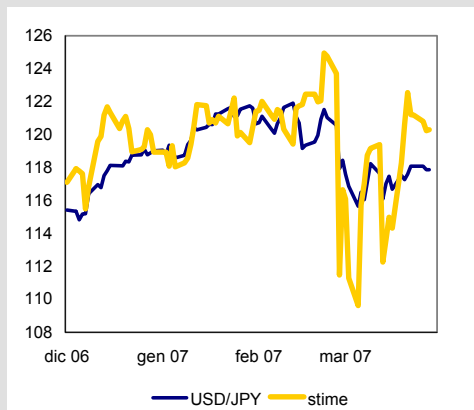
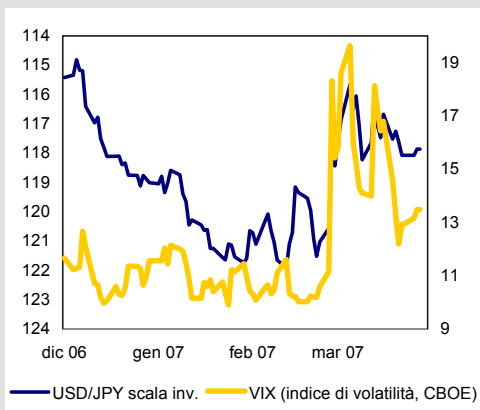
Potrebbe essere il momento dell'euro. Per il dollaro sarà "quiete" (non "bufera") "dopo la tempesta"

Passato questo periodo di transizione, che dovrebbe risolversi entro e non oltre il secondo trimestre, si dovrebbe passare alla summenzionata fase (1), quella potenzialmente più favorevole all'euro sia perché le condizioni di crescita dell'area sono più positive e i tassi ancora in salita sia perché l'area dollaro è "disturbata" da maggiori incertezze sul fronte macro e da criticità in senso lato di carattere finanziario e/o geopolitico. Successivamente, a secondo semestre inoltrato, si passerà alla fase (2). In questa fase le incertezze dell'economia USA si saranno almeno in parte chiarite, l'avvio di un ciclo di ribasso dei tassi sarà stato ormai pienamente "acquisito" dai mercati e inizieranno ad aprirsi le scommesse su tempi e modi con cui le altre banche centrali seguiranno l'esempio statunitense. Allora il cambio euro/dollaro, danneggiato in precedenza più da una sorta di *horror vacui* che da fondamentali realmente sfavorevoli, dovrebbe ritrovare un equilibrio dinamico su livelli più elevati, risalendo almeno in parte la china.

Cosa ne sarà stato nel frattempo di yen e sterlina, protagonisti assoluti nella prima parte della nostra storia? In quella che abbiamo chiamato fase (1) la sterlina avrà presumibilmente ripreso un po' di slancio aiutata dalla prospettiva di un altro rialzo "primaverile" dei tassi da parte della *Bank of England*, mentre lo yen si sarà tirato un po' indietro schiacciato dall'inerzia della BoJ. L'opposto dovrebbe invece avvenire durante la fase (2) quando anche l'economia britannica inizierà a fare i conti con qualche primo segnale di rallentamento guidando il cambio verso livelli più bassi. A quel punto l'unica banca centrale che controcorrente (o terribilmente in ritardo, se si preferisce) continuerà ad alzare i tassi sarà la BoJ ed il processo di normalizzazione monetaria andrà di pari passo con quello di riequilibrio valutario con la tanto attesa rimonta dello yen non solo nei confronti del dollaro, ma anche dell'euro.

Box 1

Per verificare l'impatto effettivo della componente di avversione al rischio in quanto contrastante rispetto a quella della ricerca di (alto) rendimento abbiamo stimato la relazione di breve termine tra cambio USD/JPY e indice VIX di volatilità (come *proxy* di *risk aversion*) + differenziale tassi JPY 12m-3m (come *proxy* delle attese di politica monetaria). La stessa regressione è stata effettuata per il cambio GBP/USD, mantenendo l'indice VIX ma sostituendo il differenziale tassi JPY con quelli GBP. I risultati delle stime e i grafici confermano che i cambi di yen e sterlina sono stati fortemente influenzati sia dal livello dei tassi (correlazione positiva) sia dall'evoluzione dell'avversione al rischio (correlazione positiva per lo yen e negativa per la sterlina). Invece, la stessa analisi condotta sul cambio EUR/USD ha mostrato che non vi è una relazione significativa tra cambio ed evoluzione della *risk aversion*.



SERVIZIO STUDI

Responsabile

Gregorio De Felice

Gruppo di lavoro:

Luca Mezzomo

Macroeconomia

Sergio Capaldi
Anna Maria Grimaldi
Giovanna Mossetti

Mercati valutari

Asmara Jamaleh

Database Management

Simonetta Melotto

Nucleo Editoriale

Sonia Papandrea
Aldo Perego

IMPORTANTI COMUNICAZIONI

Il presente documento è stato preparato, nell'ambito della propria attività di ricerca studi e analisi, da Intesa Sanpaolo S.p.A. ("Intesa Sanpaolo") banca di diritto italiano iscritta all'Albo delle Banche al n. 5361 e capogruppo del "Gruppo Intesa Sanpaolo" iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari, autorizzata da Banca d'Italia alla prestazione dei servizi di investimento.

Il presente documento è stato pubblicato da Banca Caboto S.p.A. ("Caboto") banca di diritto italiano iscritta all'Albo delle Banche al n. 5570 società appartenente al "Gruppo Intesa Sanpaolo" iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari, autorizzata da Banca d'Italia alla prestazione dei servizi di investimento.

Le informazioni fornite e i dati qui contenuti sono tratti da informazioni fornite al pubblico dalle società oggetto del presente studio (le "Società"), o da notizie altrimenti pubbliche e si riferiscono alla data del presente documento.

Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di Intesa Sanpaolo e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede; in nessun caso si potrà ritenere che siano state rilasciate attestazioni o garanzie, esplicite o implicite, in merito alla loro attendibilità, completezza o correttezza. La società, i dirigenti, i rappresentanti o i dipendenti del Gruppo non assumono alcuna responsabilità per eventuali danni – diretti o indiretti, patrimoniali e non – derivanti dall'uso delle informazioni qui riportate. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari.

ALTRE COMUNICAZIONI

Il presente studio è distribuito da Banca Caboto, ed è reso disponibile alle società del Gruppo, che potranno metterlo a disposizione dei propri clienti in ragione dei preventivi accordi e del preventivo assenso di Intesa Sanpaolo. Costituiscono canali di diffusione la posta cartacea, la posta elettronica e il sito internet di Caboto (www.caboto.it).

Il presente documento è di esclusiva proprietà di Intesa Sanpaolo a cui appartiene ogni diritto di proprietà intellettuale su dati, informazioni, opinioni e valutazioni. Esso non può essere riprodotto né ridistribuito, direttamente o indirettamente, a nessun'altra persona ovvero pubblicato, in tutto o in parte, per nessuno scopo, senza specifica autorizzazione di Intesa Sanpaolo.