

Scenario Macroeconomico

Servizio Studi e Ricerche
Marzo 2010

Indice

Lunga convalescenza	2
I mercati delle materie prime	7
Stati Uniti – Un 2010 rassicurante, ma il peso della finanza pubblica oscura lo scenario di medio termine	9
Finanza pubblica: profondo rosso	13
La Lunga Marcia della Fed per la riconquista della normalità	19
Area euro – Ciclo ancora al traino di export e scorte	26
Inflazione: appena sopra l'1%	29
BCE: un cauto sentiero di normalizzazione	34
Piccoli squilibri crescono. Vizi privati di un'unione (solo) monetaria	36
Germania: cosa resterà del tesoro dei Nibelunghi?	44
Italia: un inizio d'anno incoraggiante	50
Le esportazioni della zona euro	51
Regno Unito - Ripresa fragile, dipendente dallo stimolo fiscale	57
Asia	58
Giappone: Rischi crescenti di un altro caso di sindrome greca	58
Cina: Politica fiscale e monetaria ancora a favore della crescita	64
India: la ripresa si consolida e comincia a premere sull'inflazione	77
 Mercati valutari	85

Marzo 2010

Nota trimestrale

Intesa Sanpaolo
Servizio Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

Macroeconomic Research
Team

Luca Mezzomo
Responsabile

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Anna Maria Grimaldi
Economista – Area euro

Paolo Mameli
Economista - Area euro

Alessio Tiberi
Economista

Asmara Jamaleh
Economista – Mercati Valutari

International Economics

Silvia Guizzo
Economista - Asia Emergenti

I prezzi del presente documento sono aggiornati al 25.03.2010

Vedere l'Appendice per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni

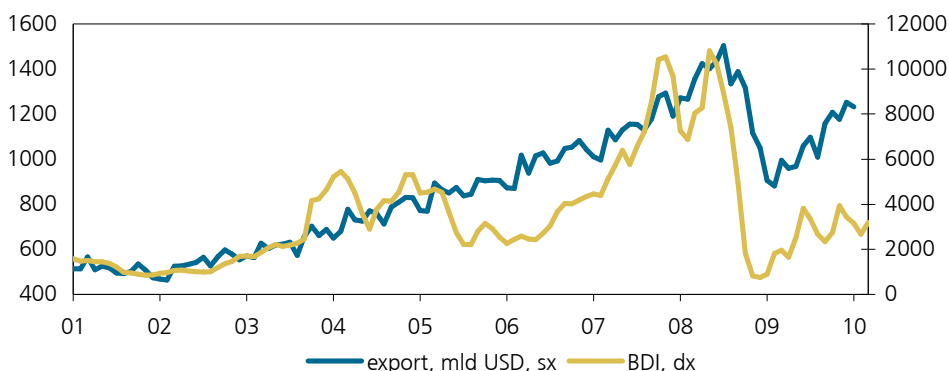
Lunga convalescenza

Nel 1° semestre 2010 la congiuntura economica mondiale appare quasi ovunque meglio delle previsioni, eccetto forse che nella zona euro. La cautela con cui vengono rimossi gli stimoli fiscali e monetari riducono i rischi di ricadute recessive nell'orizzonte di previsione, ma i problemi della correzione fiscale continuano a rappresentare una seria minaccia per le prospettive a più lungo termine.

Luca Mezzomo

Segnali di ripresa hanno continuato ad accumularsi negli ultimi mesi. In gennaio le esportazioni mondiali in dollari superavano la media del precedente trimestre dell'1,7%, per una variazione rispetto al disastroso primo trimestre 2009 del 33% circa. La ripresa dei flussi commerciali si sta accompagnando a un rincaro dei noli marittimi, che riguarda sia il Baltic Dry Index, sia il traffico petrolifero e che non può essere spiegato soltanto dal solo aumento del prezzo del petrolio. La diffusione geografica degli incrementi mensili di produzione industriale rimane elevata, sebbene più bassa rispetto al terzo trimestre 2009. Rispetto a tre mesi fa, perciò, non stupisce che le revisioni alle stime di medie di crescita siano al rialzo per tutte le aree geografiche eccetto la zona euro, e che le proiezioni per il 2011 rimangano caratterizzate da aspettative di consolidamento della ripresa economica mondiale.

Esportazioni mondiali e Baltic Dry Index



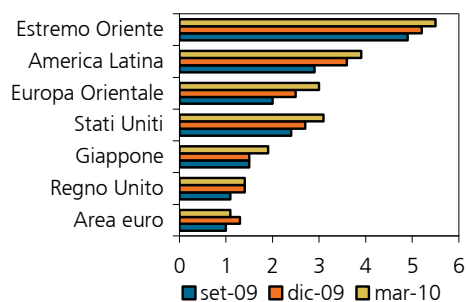
L'andamento delle esportazioni include nostre stime per il periodo dicembre-gennaio. Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters

Il quadro è, dunque, globalmente positivo. Nel 2010 la crescita mondiale misurata sull'aggregato del FMI sarà probabilmente più alta di quanto si stimava lo scorso dicembre e dovrebbe superare il 3,5%. Le nostre stime di crescita hanno subito revisioni al rialzo, abbastanza marcate nel caso degli Stati Uniti. Tuttavia, l'intensità dell'espansione economica rimane altamente disomogenea. Tassi di crescita robusti si osservano soltanto in Asia, Brasile e altri paesi emergenti, ai quali va aggiunta l'Australia (esportatore di materie prime dal ciclo economico molto correlato a quello dell'Estremo Oriente). Anche gli Stati Uniti godono di una ripresa relativamente vigorosa, mentre il recupero dell'attività produttiva è più lento nella zona euro, frenata sia dalla debolezza della domanda interna, sia da un andamento dell'export ancora poco dinamico. Conseguentemente, i livelli pre-crisi della produzione rimangono ancora lontani in Giappone, Stati Uniti, Eurozona e Regno Unito, dove gli indici sono del 12-16% inferiori rispetto a fine 2007, e sta continuando il processo di ridimensionamento della capacità produttiva nel settore manifatturiero.

Gli indici congiunturali, a cominciare dalle indagini di fiducia presso le imprese, non segnalano rischi di breve termine; al contrario, i risultati di marzo di PMI e inchiesta Ifo suggeriscono che la ripresa si dovrebbe irrobustire anche nell'eurozona, trainata dalla domanda estera. Allo stesso tempo, tuttavia, a più lungo termine la sostenibilità della ripresa stessa non è ancora garantita. Innanzi tutto, il contributo positivo del ciclo di scorte è destinato a ridursi, in particolare dove è

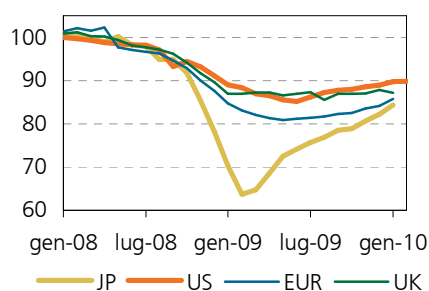
già stato importante come negli Stati Uniti e in Italia. Il sostegno dello stimolo fiscale diventerà progressivamente meno efficace nel corso dell'anno. Se negli Stati Uniti la situazione occupazionale sta iniziando a migliorare, in Europa il calo degli occupati frena i consumi delle famiglie. Il *deleveraging* è ancora in corso negli Stati Uniti e in Europa. Inoltre, il rincaro del petrolio drena reddito dai paesi industrializzati ai paesi produttori.

Crescita 2010 - Previsioni di consenso



Fonte: Consensus Economics

Indici di produzione industriale, 12/2007=100



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su fonti nazionali

Tuttavia, il rischio di ricaduta recessiva connesso a shock negativi di politica economica si è allontanato ulteriormente e potrebbe costituire un problema soltanto dal secondo semestre 2011 o nel 2012. Nella maggior parte dei paesi una vera restrizione fiscale non inizierà che nel 2011 o addirittura dopo. I rischi maggiori si avranno in Europa, dove esiste un impegno formale ad avviare il processo nel 2011 ed alcuni paesi (Grecia, Irlanda) sono già stati costretti ad adottare politiche fiscali restrittive per la pressione del mercato. Anche le banche centrali stanno gestendo con estrema cautela il ritiro delle misure non convenzionali introdotte nel biennio 2008-09, garantendo condizioni di liquidità estremamente accomodanti per tutto il 2010. Un rialzo dei tassi ufficiali quest'anno diventa sempre meno probabile e il possibile aumento dei tassi interbancari sarà limitato agli effetti del drenaggio degli eccessi di riserve; il rialzo dei tassi atteso nel 2011 manterrebbe il livello dei tassi nominali e reali relativamente basso. Unitamente al miglioramento della redditività garantito dalla ripresa, al rafforzamento patrimoniale del sistema bancario e all'esaurirsi della fase di restrizione dei criteri di erogazione del credito, il regime di tassi di interesse bassi e stabili dovrebbe garantire condizioni finanziarie favorevoli alla ripresa della domanda. I rischi del consolidamento fiscale sembrano avere più probabilità di manifestarsi oltre lo scenario corrente di previsione.

La crescita economica per area geografica

	2007	2008	2009	2010p	2011p
Stati Uniti	2,1	0,4	-2,4	3,2	2,8
Giappone	2,3	-1,2	-5,2	1,5	1,6
Area euro	2,8	0,5	-4,0	1,0	1,4
Europa Orientale	7,4	5,6	-6,2	3,1	4,7
America Latina	5,4	4,1	-2,6	3,8	5,2
OPEC	6,2	5,9	2,6	3,8	6,1
Asia Orientale	9,3	6,2	5,4	7,5	7,8
Africa	5,6	4,8	2,7	3,7	5,5
Crescita mondiale	5,0	3,0	-0,9	3,8	4,4

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Oltre lo scenario di previsione, però, la minaccia posta dagli squilibri fiscali accumulati negli ultimi anni rimane rilevante e rende molto incerta l'evoluzione dell'economia. La correzione del saldo primario necessaria a stabilizzare il rapporto debito/PIL supera il 9% per il Regno Unito (di cui almeno 5 strutturali) e la Spagna (di cui probabilmente 7 strutturali), e sfiora il 7% del PIL nel caso degli Stati Uniti (di cui oltre 5 punti strutturali). Il Giappone, che ha un debito pubblico

Scenario Macroeconomico

Marzo 2010

ormai superiore al 188% del PIL, una bassa crescita potenziale (non oltre l'1%) e un deficit primario del 5% del PIL presenta anch'esso rilevanti problemi di stabilità fiscale, peraltro non facilmente risolvibili con manovre convenzionali. Anche ipotizzando bassi moltiplicatori fiscali, è inevitabile che la correzione freni per svariati anni la crescita economica dei paesi avanzati. Come notava il FMI nel suo recente rapporto sulle prospettive delle finanze pubbliche¹, per la prima volta tanti paesi avanzati (otto) si troveranno entro qualche anno con un debito superiore al 100% del PIL e ancora di più dovranno realizzare contemporaneamente una rilevante correzione fiscale. Sempre secondo il FMI non sarà sufficiente limitarsi a stabilizzare il debito ai livelli pre-crisi: se ciò fosse vero, ciò implicherebbe target più ambiziosi per il saldo primario e impatti più forti e protratti sulla crescita economica.

Proiezioni sui prezzi delle materie prime sottostanti la previsione					
	2007	2008	2009	2010	2011
Petrolio (Brent, \$/barile)	72,7	97,9	61,6	77,1	81,3
	11,6	34,7	-37,1	25,2	5,4
Materie prime escl. combustibili (1990=100)	140,6	151,1	122,8	141,3	144,9
	14,1	7,5	-18,7	15,1	2,5
Metalli (1990=100)	183,3	168,7	120,4	164,5	168,8
	17,4	-8,0	-28,6	36,6	2,6
Agricole (1990=100)	114,2	113,3	94,3	101,4	97,5
	5,0	-0,8	-16,8	7,6	-3,9

Nota: livelli e variazioni medie annue

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il quadro per area in sintesi

Negli Stati Uniti lo scenario 2010 sarà sostenuto da diversi fattori temporanei, che renderanno la ripresa apparentemente più dinamica di quanto atteso, soprattutto nel primo semestre. La previsione per il 2010 vede una crescita poco sopra il 3% (3,2%). Nel 2011, la crescita dovrebbe assestarsi poco sotto i ritmi del 2010, al 2,8%, sotto l'ipotesi che la vera svolta delle politiche economiche, sia fiscale sia monetaria, venga attuata nel corso dell'anno, con effetti che si scaricheranno soprattutto sul 2012. La fragilità di questa svolta ciclica rimane intatta: i problemi strutturali dell'economia americana non sono stati risolti, e continuano a mettere a rischio il sentiero dei prossimi anni. Soprattutto, lo scenario di finanza pubblica degli Stati Uniti è insostenibile. Nel breve termine, sono stati adottati nuovi interventi a sostegno della spesa e dell'occupazione. L'ampio stimolo federale dovrebbe continuare a più che controbilanciare la massiccia restrizione statale e limitare ampiamente i rischi di *double dip*. Nel medio-lungo termine i conti pubblici a livello federale sono su un sentiero esplosivo e riportarli sotto controllo richiederà interventi di restrizione senza precedenti. Prima delle elezioni di metà legislatura non ci sarà la capacità politica di incidere sui trend in atto, che con il budget 2011 sono diventati anche più insostenibili di prima.

Con la fine del 1° trimestre si chiude il difficile periodo delle politiche monetarie non convenzionali attive della Fed, e si apre la fase, altrettanto difficile, della strategia di normalizzazione della politica monetaria. Il primo passo da compiere sarà modificare le indicazioni del comunicato riguardo al sentiero dei tassi: la frase secondo cui i tassi resteranno bassi per "un periodo esteso" dovrebbe essere sostituita da indicazioni gradualmente meno impegnative, come era avvenuto nel 2003. Successivamente, seguirà un lungo periodo di transizione verso la normalità, incentrato in un primo stadio sulla gestione delle riserve in eccesso. Solo più avanti i tassi di interesse torneranno a essere uno strumento importante per la politica monetaria (fra fine 2010 e inizio 2011); ancora più oltre, dalla fine del 2011 o dal 2012, ci sarà un terzo stadio della normalizzazione, legato alla riduzione della dimensione del bilancio

Stati Uniti

¹ IMF Fiscal Affairs Department, *Strategies for Fiscal Consolidation in the Post-Crisis World*, febbraio 2010.

della Banca Centrale. Anche se i tempi sono incerti, la sequenza dei cambiamenti è stata segnalata in modo abbastanza chiaro dalla Fed nell'ultimo mese.

Dopo essere uscita dalla recessione l'estate scorsa, l'economia dell'Eurozona è rimasta poco più che stagnante a fine 2009 e all'inizio del 2010. Tuttavia, la ripresa dovrebbe rafforzarsi nella parte centrale dell'anno, poiché solo alcuni dei fattori di stimolo sono di natura temporanea. In ogni caso, la domanda interna continuerà a rappresentare un freno per la crescita quest'anno, e per una ripresa delle componenti domestiche occorrerà aspettare il 2011 (e anche oltre per quanto riguarda le costruzioni). Il commercio con l'estero, assieme alle scorte, resterà il principale motore di crescita quest'anno. La volatilità tipica di queste componenti dovrebbe mantenere il profilo della ripresa assai irregolare. L'inflazione rimarrà ampiamente sotto la soglia del 2% nel biennio in corso. Le principali spinte inflative derivano dalla dinamica dei prezzi delle *commodities* e dai primi rialzi della tassazione indiretta. Si conferma il trend di moderazione dell'inflazione sottostante. Le ampie risorse inutilizzate e l'aumento della disoccupazione eserciteranno pressioni verso il basso sui prezzi di beni e servizi fino al 2011.

Area euro

La BCE ha chiaramente indicato che la seconda fase di uscita dalle misure straordinarie sarà più che graduale. La BCE riassumerà il controllo della liquidità sulle scadenze lunghe da aprile in poi, ma la piena allocazione resterà in essere fino a ottobre sull'operazione principale di rifinanziamento. Sino a fine giugno, il regime di gestione delle aste sulle scadenze corte manterrà l'Eonia schiacciato sul tasso sui depositi. Da luglio i movimenti dell'Eonia dipenderanno da quanti fondi in scadenza le banche rinnoveranno alle aste BCE. Riteniamo improbabile un rialzo dei tassi di riferimento prima che l'Eonia torni a scambiare stabilmente al refi. Il quadro macroeconomico giustifica però un moderato ciclo di rialzi a partire dal 2011.

In Giappone il 2010 dovrebbe tornare a vedere una crescita positiva, +1,5%, dopo un 2009 in calo di 5,1%. La domanda domestica dovrebbe essere spinta dai consumi privati e pubblici, a fronte di un calo degli investimenti pubblici e di un aumento relativamente debole degli investimenti privati. Le prospettive di medio termine del Giappone restano soggette a rischi concentrati verso il basso. Deflazione ed elevato debito pubblico sono una combinazione letale, soprattutto quando il risparmio privato è su un trend in calo, spinto anche dalle tendenze demografiche. La politica monetaria sarà ancora chiamata a combattere la deflazione, e la BoJ potrebbe ampliare le misure non convenzionali in atto. Le autorità fiscali per ora si concentrano sul sostegno alla crescita, con lo sguardo alle elezioni di luglio. A metà anno dovrebbe essere presentato un piano di rientro dei conti pubblici per il medio termine: in assenza di misure credibili, il finanziamento di un debito che supererà il 200% del PIL con un ampio disavanzo primario potrebbe diventare difficile anche in un paese in cui il 94% del debito è detenuto da residenti. Ma più a lungo l'insostenibilità della situazione fiscale viene trascurata, più pesanti dovranno essere le misure da adottare e maggiore è il rischio che l'aggiustamento avvenga in modo disordinato.

L'Asia: Giappone

L'economia cinese è cresciuta del 10,7% nel 4° trimestre del 2009 in accelerazione rispetto al 9,1% del 3° trimestre, chiudendo il 2009 con una crescita annua del PIL dell'8,7%, al di sopra dell'obiettivo del governo. Alla crescita ha contribuito soprattutto il settore industriale, maggior beneficiario degli investimenti statali che hanno controbilanciato il calo delle esportazioni. L'andamento del credito, delle riserve bancarie e degli investimenti, nonché un forte effetto base, puntano ancora a un 1° trimestre di crescita economica forte, ma il trend sarà gradualmente discendente nel resto dell'anno. La crescita rimarrà elevata a 9,5% nel 2010 e il graduale ma inevitabile cambio di stanchezza della politica monetaria e fiscale nella seconda parte dell'anno inciderà sulla crescita del 2011. La tenuta dei consumi privati continuerà a dipendere dagli incentivi senza una ripresa solida del mercato del lavoro. A ciò si aggiunge il rischio, rilevato anche dalle autorità, di un aumento degli incagli con conseguenze negative sulla performance del settore bancario.

Cina

In India, la ripresa si è consolidata a cavallo d'anno e ha cominciato ad avere effetti visibili sull'inflazione, ormai non più guidata solamente dal comparto alimentare. L'ancoraggio delle aspettative d'inflazione è in questo momento prioritario per la Banca centrale che continuerà nei prossimi trimestri, con il processo di rientro della politica monetaria, su un sentiero più neutrale. Di pari passo il governo proseguirà il graduale ritiro dello stimolo fiscale e di consolidamento dei conti pubblici presentato nella recente legge finanziaria. Nonostante la progressiva normalizzazione, le politiche monetarie e fiscali continueranno ad essere favorevoli alla crescita. Le prospettive per l'economia indiana rimangono positive, con una previsione di crescita del PIL del 7,5% nel 2010 e di un'ulteriore accelerazione nel 2011.

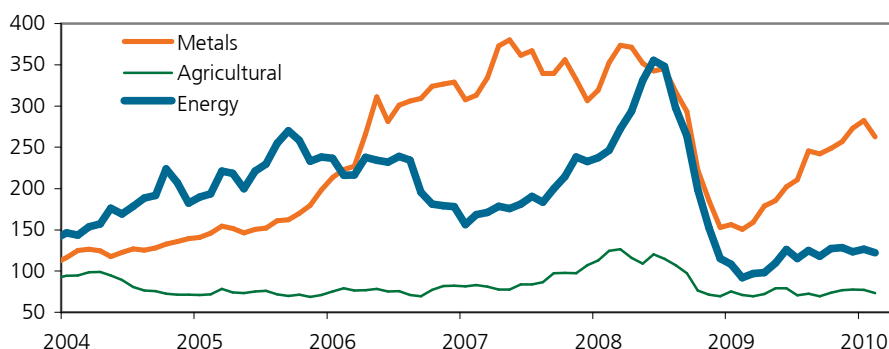
India

I mercati delle materie prime

L'andamento dei prezzi delle materie prime nei primi mesi del 2010 è stato ancora molto influenzato dagli effetti delle riallocazioni di portafoglio, che hanno apparentemente dominato sui fondamentali classici di domanda ed offerta. Le quotazioni hanno subito oscillazioni piuttosto correlate con la performance dei mercati azionari e con le variazioni del clima di fiducia degli investitori.

Luca Mezzomo

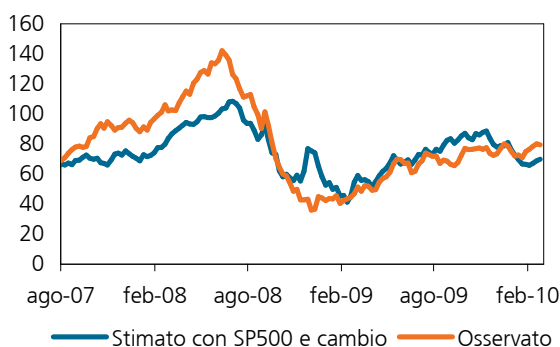
Indici GSCI Total Return (2000=100)



Fonte: EcoWin

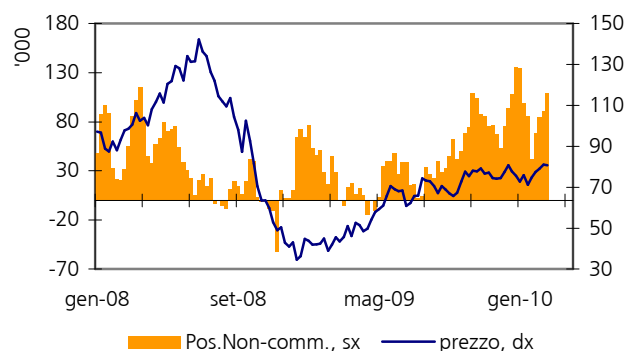
Il mercato continua ad essere sostenuto dal rafforzarsi delle aspettative di crescita economica mondiale (anche la nostra stima è salita dal 3,1 al 3,8%) e dal regime di bassi tassi di interesse, che si preannuncia più esteso rispetto a quanto incorporato nei prezzi a dicembre. La debolezza della crescita economica nell'Eurozona è relativamente meno importante rispetto alla forte dinamica evidente in Asia e alla discreta ripresa statunitense. Da notare che il rafforzamento del dollaro sui mercati valutari, menzionato a dicembre come potenziale fattore negativo, non ha avuto il previsto impatto. Di contro, il minor livello di *contango* presente nel mercato dei *futures* dovrebbe disincentivare gli stoccaggi, a cominciare da quelli in mare.

Prezzi dei metalli e crescita del PIL mondiale



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

Posizioni non commerciali nette, CFTC



Fonte: Thomson Reuters

Il flusso di investimenti in indici di materie prime rilevato dal CFTC ha continuato a crescere fino a gennaio, quando ha toccato un massimo di oltre 200 miliardi di dollari, ed è calato in febbraio durante il movimento correttivo che ha interessato anche i mercati azionari. Nel caso del petrolio, la pressione dell'operatività di origine finanziaria continua ad apparire evidente anche nell'andamento eccezionalmente robusto delle posizioni nette non commerciali in derivati. In

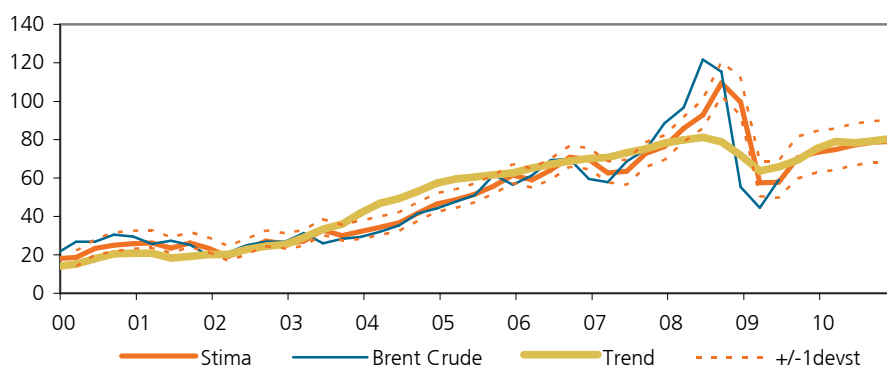
Scenario Macroeconomico

Marzo 2010

febbraio, le posizioni lunghe nette erano crollate del 40% per il complesso dei contratti in materie prime (-37% per il petrolio), ma in marzo si è verificato un rimbalzo del 28%, fino a livelli significativamente superiori alla media storica. Anche la correlazione fra metalli e petrolio è stata significativamente superiore alla media storica. Esiste un rischio di *overshooting*, che presumibilmente rientrerà quando la restrizione monetaria apparirà più vicina, o di fronte a segnali di indebolimento della ripresa economica.

Concentrandoci sul petrolio, che gioca un ruolo centrale nello scenario previsionale dell'inflazione, il modello fondamentale proietta tuttora quotazioni medie di 77 dollari al barile nel 2010, con un range di 67-88 dollari (media 2009: 61,5 dollari). Si ipotizza un incremento della produzione non-OPEC di 0,5 milioni di b/g e un aumento della produzione OPEC equivalente. Il margine di capacità libero è stimato oltre i 6 milioni di b/g, ma in calo nel 2010 e nel 2011. La stima di incremento della domanda rimane di 1,3 milioni di b/g. Il contesto di lungo termine rimane dominato da spinte rialziste connesse all'aumento dei consumi energetici procapite nei paesi emergenti, ma il notevole margine di capacità disponibile e il livello delle scorte, almeno nel 2010, dovrebbero controllare le pressioni sui prezzi.

Brent Crude, USD/barile: proiezioni



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Stati Uniti – Un 2010 rassicurante, ma il peso della finanza pubblica oscura lo scenario di medio termine

- L'economia nel 2010-11 sarà ancora sostenuta dagli effetti delle politiche economiche espansive. La crescita prevista nel 2010 è del 3,2%, nel 2011 del 2,8%. Giovanna Mossetti
- Nel 1° semestre 2010, ci saranno fattori temporanei a sostegno dei consumi (vendite di auto, assunzioni per il censimento). Tuttavia l'elevato tasso di disoccupazione e la volontà di ricostituire il risparmio manterranno i consumi su un trend vicino al 2% anche nel 2011, limitando la crescita della domanda domestica
- Il punto centrale dello scenario dell'economia americana riguarda la necessaria, ampia correzione fiscale, che però non verrà discussa prima del 2011. Il sentiero dei conti federali è insostenibile e richiederà misure politicamente difficili da attuare, con implicazioni di una crescita debole nel prossimo quinquennio.
- La politica monetaria svolgerà molto gradualmente. Gli interventi sui tassi non dovrebbero avvenire prima del 4° trimestre del 2010, con qualche rischio che vengano rimandati ulteriormente se l'economia resta fragile.

Previsioni macro	2008	2009	2010	2009			2010			2011	
				2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (US\$ 1996, a/a)	-2,4	3,2	2,8	-3,8	-2,6	0,1	2,7	3,6	3,7	2,7	2,7
- trim./trim. annualizzato				-0,7	2,2	5,9	3,5	2,8	2,4	2,1	3,4
Consumi privati	-0,6	2,2	1,9	-0,9	2,8	1,7	3,2	2,1	2,1	1,8	2,0
IFL - privati non residenziali	-17,7	2,5	9,0	-9,6	-5,9	6,5	2,1	4,6	6,6	9,1	10,2
IFL - privati residenziali	-20,4	3,1	17,4	-23,2	18,9	5,0	-5,0	3,0	12,6	14,9	19,1
Consumi e inv. pubblici	1,9	1,5	-0,4	6,7	2,7	-1,2	3,0	2,5	-1,6	-0,9	-0,4
Esportazioni	-9,6	10,5	8,9	-4,1	17,8	22,4	8,8	6,5	5,6	8,2	9,2
Importazioni	-13,9	7,7	8,6	-14,7	21,3	15,3	4,2	4,6	7,9	9,0	10,2
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0,6	0,9	0,5	-0,4	0,2	0,9	0,0	0,1	0,2	0,1	0,3
Partite correnti (%PIL)	-3,1	-3,5	-3,4	-2,8	-3,1	-3,6	-3,5	-3,4	-3,5	-3,5	-3,6
Deficit Federale (%PIL)	-9,4	-9,9	-8,7								
Debito pubblico (%PIL)	83,0	89,8	94,4								
CPI nsa (a/a)	-0,3	2,4	2,3	-1,0	-1,6	1,5	2,5	2,6	2,3	2,2	2,2
Produzione Industriale	-9,7	4,4	6,4	-10,2	6,4	6,7	5,3	4,1	5,4	5,5	7,4
Disoccupazione (%)	9,3	9,7	9,3	9,3	9,6	10,0	9,7	9,6	9,8	9,8	9,6

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

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Lo scenario 2010 sarà sostenuto da diversi fattori temporanei, che renderanno la ripresa apparentemente più dinamica di quanto atteso. Tuttavia la fragilità di questa svolta ciclica rimane intatta: i problemi strutturali dell'economia americana non sono stati risolti, e continuano a mettere a rischio il sentiero dei prossimi anni. Il punto centrale dello scenario è che **la ripresa del 2010-11 è presa a prestito dagli anni successivi.**

Il principale **fattore di rischio** per lo scenario USA è la **finanza pubblica**, che si è accollata l'onere di sostenere l'economia mentre si sgonfiava la bolla del passivo delle famiglie. A livello federale i conti pubblici sono insostenibili, con un rapporto deficit/PIL ancora a 2 cifre e il debito su un sentiero esplosivo. Il disavanzo federale richiederà una correzione massiccia, che metterà sotto pressione la crescita per i prossimi anni. Il margine di manovra dell'Amministrazione è esiguo, considerando che la riforma sanitaria porta ampi aumenti di spese e di imposte dirette sui redditi medio-alti e lascia quindi pochi strumenti per attuare una restrizione fiscale profonda e duratura. A livello statale e locale, dove i deficit devono essere ripianati in tempi rapidi per legge, la restrizione fiscale in atto nel periodo 2010-2011 ridimensionerà gli effetti della massiccia espansione fiscale federale. L'incertezza sui modi e sui tempi della correzione fiscale pesa sulle previsioni dal 2011 in poi, e genera rischi 1) sullo scenario congiunturale dopo il 2011, che

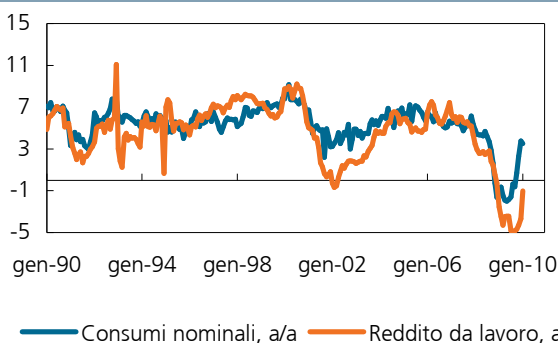
dipende dalla capacità politica di attuare la necessaria restrizione fiscale e dal mix di misure da adottare; 2) sulla politica monetaria, che potrebbe rispondere alle pressioni politiche con una disponibilità a monetizzare almeno una parte del debito federale attraverso una politica eccessivamente accomodante nei prossimi anni.

In termini più strettamente congiunturali, lo scenario è modestamente positivo. Il neo del quadro economico è l'elevato livello del **tasso di disoccupazione** che dovrebbe persistere a lungo, con ripercussioni negative sui consumi delle famiglie e sul trend dell'inflazione. Lo stimolo fiscale e monetario e la ripresa della crescita mondiale però continuano a contribuire alla svolta del settore manifatturiero e a controbilanciare i freni alla domanda domestica. La previsione per il **2010 vede una crescita poco sopra il 3% (3,2%)**, spinta anche da effetti temporanei a sostegno dei consumi nel 1° semestre. **Nel 2011, la crescita dovrebbe assestarsi poco sotto i ritmi del 2010, a 2,8%, sotto l'ipotesi che la vera svolta delle politiche economiche, sia fiscale sia monetaria, venga attuata nel corso del 2011, con effetti che si scaricheranno soprattutto sul 2012.**

I **consumi** nel 2010 dovrebbero riaccelerare, crescendo del 3,2%, aiutati da un effetto positivo nel 1° semestre, causato da due fattori temporanei: 1) forte crescita attesa delle vendite di auto a marzo e 2) assunzioni per il censimento 2010. I consumi sono stati relativamente sostenuti a gennaio, con una dinamica dello 0,3% m/m. I consumi di beni durevoli sono tornati a crescere a ritmi elevati già da ottobre, dopo un solo mese di correzione coincidente con la fine degli incentivi per il rinnovo del parco automobilistico. A febbraio, le vendite di auto sono scese rispetto a gennaio (a 10,4 mln da 10,8 mln), in parte per via delle condizioni climatiche avverse e in parte per i problemi di Toyota. Le indicazioni emerse dai concessionari nelle prime settimane di marzo segnalano una ripresa molto forte delle vendite in questo mese. J.D. Power, società che analizza i trend nel settore, ha segnalato che le vendite nel mese potrebbero aumentare del 23% a/a, salendo a 12,1 mln di autoveicoli venduti; questo rimbalzo è da attribuire a incentivi offerti da Toyota per riconquistare volumi, poi introdotti anche da altri produttori. Se queste previsioni saranno realizzate, le vendite di autoveicoli nel 1° trimestre 2010 sarebbero mediamente pari a 11,2 mln di unità (+1,4% t/t rispetto al 4° trimestre). Anche ipotizzando una dinamica ancora relativamente contenuta per i servizi, come visto a gennaio, i consumi totali potrebbero registrare un'accelerazione nel 1° trimestre passando da una crescita di 1,7% t/t ann. a fine 2009, a +3,2% t/t ann. Occorre però sottolineare che **questa non è la dinamica sottostante dei consumi** e nei trimestri successivi si dovrebbe tornare a vedere una crescita della spesa delle famiglie più in linea con le condizioni negative del mercato del lavoro e con l'obiettivo di fare aumentare ulteriormente il tasso di risparmio.

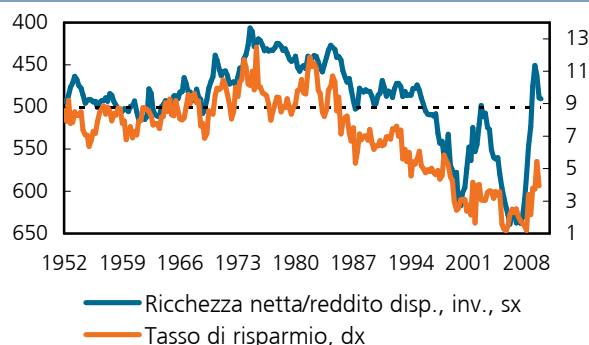
Consumi: rimbalzo temporaneo, trend debole

La ripresa dei consumi sarà frenata dalla debolezza del mercato del lavoro



Fonte: EcoWin. Ultimi due dati di consumi (febbraio e marzo) previsioni Intesa Sanpaolo

Il risparmio deve ancora salire



Fonte: EcoWin

Il secondo fattore positivo, anche se temporaneo, per i consumi riguarda l'**occupazione, per via di due sviluppi di sostegno al reddito da lavoro**. A partire da marzo si vedrà un forte aumento

delle assunzioni temporanee legate al **censimento 2010**. Secondo indicazioni emerse a inizio anno, il governo federale dovrebbe assumere circa **1,2 milioni di persone** tra gennaio e giugno, molto al di sopra delle assunzioni per il censimento passato (intorno a 500-600 mila). Il Census Bureau stima che 181 mila assunzioni avverranno fra gennaio e marzo e 970 mila nel 2° trimestre. Il Bureau of Labor Statistics riporta che a febbraio sono state assunte 15 mila persone per il censimento, un numero analogo a gennaio: pertanto marzo dovrebbe vedere un incremento di circa 150 mila posti fra gli occupati del governo federale al netto del servizio postale. Da marzo in poi si dovrebbe vedere una forte accelerazione di nuove assunzioni, con un probabile picco di nuovi posti pari a circa 750 mila a maggio, seguita da gradual declini nei mesi successivi. Questa dinamica modificherà temporaneamente anche il sentiero del tasso di disoccupazione, che potrebbe essere ridotto di almeno due-tre decimi. Questo boom di assunzioni darebbe un sostegno al livello del reddito nel 2° trimestre, con effetti decrescenti nel 3° e nulli nel 4°, quando le posizioni collegate al censimento verrebbero praticamente azzerate. Il mercato del lavoro vede un altro sviluppo positivo, anche questo di natura esogena e a tempo definito: il Congresso ha approvato **un'estensione dei sussidi di emergenza** che dovrebbe permettere agli attuali percettori di sussidi di mantenere il sussidio almeno fino a fine anno. Senza questa estensione circa 6 milioni di individui avrebbero perso il sussidio fra marzo e giugno: pertanto ci potrebbe essere un effetto positivo sulla fiducia derivante dal miglioramento, se pure temporaneo, delle prospettive di reddito per i prossimi due trimestri per coloro che avevano quasi esaurito le settimane di sussidi in base all'estensione attuata nel 2009.

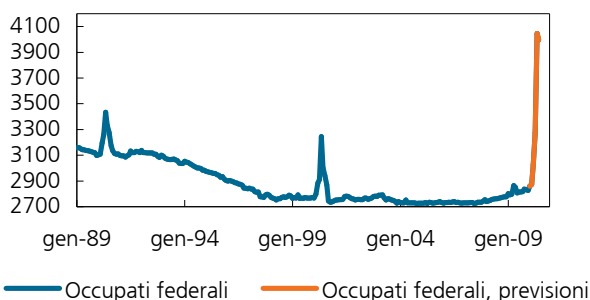
Questi elementi di sostegno per i prossimi due trimestri non modificano il quadro di medio termine del mercato del lavoro, **più negativo di quanto non appaia in superficie dagli indicatori "standard"**, come lavoratori dipendenti non agricoli e disoccupazione. Livelli record di disoccupati a lungo termine, di durata della disoccupazione, e di sotto-occupazione (vedi grafici), in presenza di un persistente calo del tasso di partecipazione, riducono gli aspetti positivi di quasi-stabilizzazione degli occupati vista da inizio 2010 e calo del tasso di disoccupazione a 9,7%. I motivi di preoccupazione e di valutazione negativa per le prospettive del reddito nei prossimi trimestri sono rappresentati in modo esplicito da altri indicatori.

- Il **tasso di partecipazione** continua a scendere e si trova su livelli che non si vedevano da metà anni '80, quando l'entrata delle donne nel mercato del lavoro era appena avviata. A febbraio 2010 il tasso di partecipazione era a 64,8%, in miglioramento di 0,2 punti rispetto a dicembre, ma ben sotto il 66,1% dell'agosto 2008, e il picco ciclico precedente di 66,2%. Nel ciclo degli anni '90, il calo del tasso di partecipazione era stato di 0,7 pp in circa 15 mesi; in quello del 2001 il calo dal massimo al minimo era stato più ampio, -1,3 pp in 4 anni. Fino a metà 2009, il pattern era stato simile a quello degli altri cicli, ma il crollo degli ultimi due trimestri è senza precedenti. **Per ogni punto di tasso di partecipazione si "liberano" 2,4 mln di disoccupati.**
- La **disoccupazione di lunga durata** e la **sotto-occupazione** hanno raggiunto livelli record e ipotizzano la crescita del reddito futuro. La percentuale di **disoccupati da più di 27 settimane** a febbraio era del 40,9% del totale. Il 58,9% del totale è senza lavoro da più di 15 settimane, contro una media del 31% da inizio degli anni '80. **I disoccupati da più di 27 settimane sono a febbraio 6,1 mln di individui, su un totale di 14,87 mln.** Il tasso di **disoccupazione allargata** aggiunge ai disoccupati definiti in modo standard (chi ha cercato occupazione nelle ultime 4 settimane e non l'ha trovata) anche altre categorie: 1) lavoratori scoraggiati; 2) lavoratori marginalmente attaccati alla forza lavoro; 3) lavoratori con impiego part-time per motivi economici. Il tasso di disoccupazione che include tutte queste categorie è pari a 16,5% a gennaio 2010 (vedi grafico sotto). **Il numero di disoccupati misurato con la definizione allargata è superiore a 25 mln di individui.** I sussidi esistenti sono pari a 4,600 mln a metà gennaio, a cui vanno aggiunti i percettori di sussidi estesi con i pacchetti di sostegno approvati in più riprese dal Congresso (circa 6 mln di individui).

Come segnala il CBO (Congressional Budget Office), l'aumento della durata della disoccupazione ha l'effetto di abbassare la probabilità di trovare un'occupazione con il livello di reddito precedente.

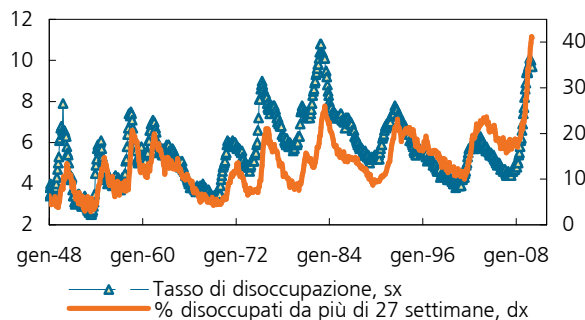
Questo è il principale motivo per continuare a prevedere che i consumi si assestino su un trend relativamente debole, nonostante lo stimolo fiscale federale ancora consistente.

Un sostegno temporaneo dal censimento



Fonte: BLS, elaborazioni Intesa Sanpaolo

...ma il mercato del lavoro non è mai stato così negativo

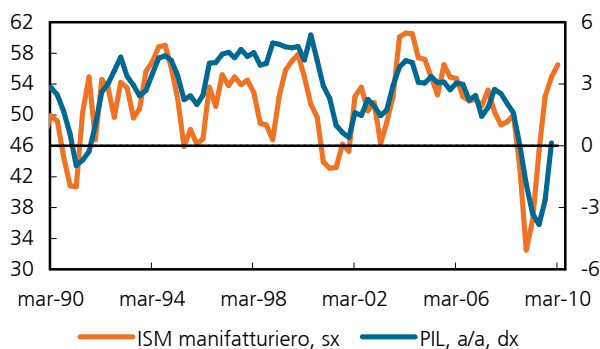


Fonte: EcoWin

Dal lato delle imprese, i segnali sono più positivi, come appare dalle indagini di settore che restano coerenti con espansione dell'attività e con una stabilizzazione del mercato del lavoro. Fra le diverse componenti degli investimenti delle imprese, **macchinari e software** contribuiranno positivamente, come già avvenuto nel 4° trimestre 2009. Anche le indicazioni prospettiche delle indagini per la spesa in conto capitale e l'andamento di ordini e consegne mantengono positivo lo scenario per questa voce. Per quanto riguarda invece **l'edilizia non residenziale** il contributo resterà negativo, come appare chiaro anche dai problemi legati ai prestiti al settore. Il 1° trimestre dovrebbe vedere un notevole ridimensionamento del contributo delle **scorte** che ha invece sostenuto in modo massiccio il rimbalzo della crescita del 4° trimestre.

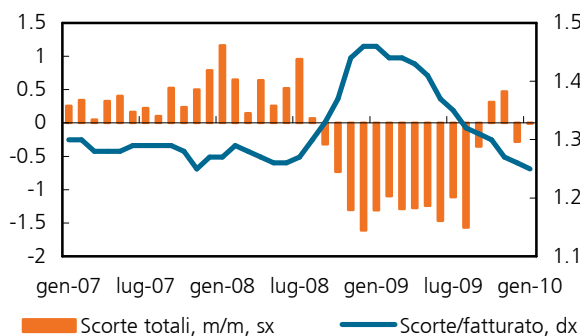
Investimenti: segnali positivi

Ripresa nel 2010, ancora drogata da fattori temporanei



Fonte: EcoWin

Imprese ancora caute nella gestione dei magazzini



Fonte: EcoWin

Lo scenario di **inflazione** rimane in linea con le previsioni precedenti: disinflazione nella parte centrale del 2010, derivante dall'eccesso di risorse inutilizzate e dalla correzione del settore immobiliare residenziale, che manterrà ancora pressioni verso il basso sulla componente abitazione. Tuttavia altre componenti degli indici dei prezzi, legati a sanità e altri servizi che hanno rilevanza per le politiche fiscali statali, metteranno pressioni di segno opposto. Per questi motivi, la presenza di un ampio *output gap* non è sufficiente a determinare un chiaro, duraturo trend verso il basso per la dinamica dei prezzi. Manteniamo una previsione di disinflazione sull'indice *core*, ma senza rischi di deflazione.

Lo scenario macro, oltre il 1° semestre 2010, rimarrà dominato dagli sviluppi delle politiche economiche. Nei prossimi trimestri, la politica fiscale resterà ingessata dalla debolezza ciclica e dall'appuntamento elettorale, rinviando l'onere e i rischi della correzione a metà 2011 e oltre. Gli effetti di una possibile restrizione fiscale dovrebbero quindi sentirsi nel 2012: essendo un anno elettorale, restano seri dubbi sulla capacità politica di attuare correzioni massicce che dovrebbero agire attraverso programmi di spesa sociale o attraverso ulteriori rialzi delle imposte. La politica monetaria scalterà i motori nella parte centrale del 2010, ma rimanderà gli interventi di restrizione monetaria veri e propri al 2011. Anche allora, il ritmo della svolta resterà molto moderato per la fragilità del ciclo e un possibile *bias* espansivo dettato indirettamente da una minore indipendenza dalle autorità fiscali.

Finanza pubblica: profondo rosso

Lo scenario di finanza pubblica degli Stati Uniti è insostenibile. Nel breve termine, sono stati adottati nuovi interventi a sostegno della spesa e dell'occupazione. L'ampio stimolo federale dovrebbe continuare a più che controbilanciare la massiccia restrizione statale e limitare ampiamente i rischi di *double dip*. Nel medio-lungo termine i conti pubblici a livello federale sono su un sentiero esplosivo e riportarli sotto controllo richiederà interventi di restrizione senza precedenti. Prima delle elezioni di metà legislatura non ci sarà la capacità politica di incidere sui trend in atto, che con il budget 2011 sono diventati anche più insostenibili di prima.

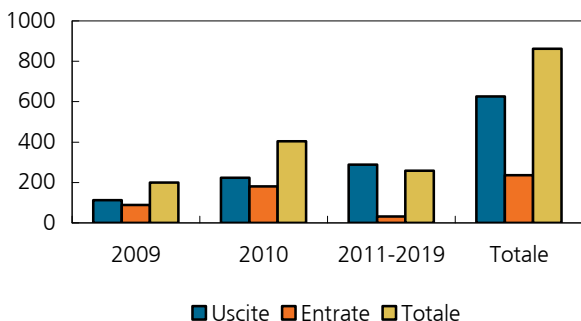
Gli obiettivi di rientro dei conti pubblici su sentieri sostenibili restano irrealistici per ora, sulla base degli scenari politicamente probabili. Il Congresso ha approvato nuovi interventi a sostegno dell'occupazione e dei bilanci degli Stati, che si aggiungono agli effetti derivanti dalle proposte dell'Amministrazione incluse nel budget. Il ritorno a una fase di crescita non sarà sufficiente a riequilibrare i conti pubblici, e in assenza di una massiccia, e relativamente rapida, correzione degli squilibri, il debito federale è su un sentiero esplosivo, certamente non coerente con un rating AAA. A inizio febbraio, Moody's ha segnalato che il rating del debito americano sarebbe messo sotto pressione in assenza di una solida crescita economica o di interventi più aggressivi per riportare sotto controllo il deficit. A marzo, Moody's ha detto che la dimensione del debito mette gli Stati Uniti a rischio di uno shock sui tassi, e "il livello dell'ambizione fiscale non assicura per certo" un rating AAA.

L'entità della manovra necessaria per almeno stabilizzare il rapporto debito/PIL, in una fase di crescita ancora fragile, è troppo ampia per essere affrontata prima delle elezioni di *midterm*. L'Amministrazione e il Congresso rimanderanno ancora interventi restrittivi, aspettando almeno il 2011. Nei paragrafi che seguono si analizza prima l'orizzonte 2010-11, e poi l'orizzonte 2010-20 alla luce delle nuove proiezioni del CBO e del budget 2011 presentato dall'Amministrazione.

1. Stimolo ciclico ancora positivo dal governo federale...

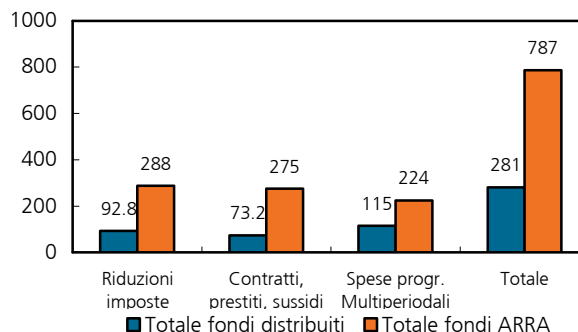
Il contributo alla crescita della politica fiscale sarà ancora significativo nel corso del 2010 e, se ci sono rischi di crisi da astinenza, riguardano il 2011. Lo stimolo fiscale a livello federale resterà ampio quest'anno, grazie alla "coda" dello stimolo fiscale approvato a inizio 2009, a nuovi interventi approvati in Congresso e alle proposte di stimolo incluse nel budget dell'Amministrazione. La massiccia restrizione fiscale che viene attuata da un anno a livello statale durerà almeno per un altro biennio, ma dovrebbe essere più che controbilanciata dalle misure federali nel 2010. Qualche rischio emerge per il 2011, ma in presenza di un nuovo pacchetto fiscale, l'effetto netto delle misure federali e statali dovrebbe essere ancora espansivo.

Pacchetto ARRA: il picco delle misure è nel 2010



Fonte: CBO. Mld di dollari, anni fiscali. La nuova stima del CBO sulle misure complessive dell'ARRA è stata portata a 862 mld (da 787 mld della versione approvata in Congresso a febbraio 2009)

ARRA: utilizzato finora il 36% dei fondi



Fonte: Recovery.gov, dati aggiornati al 05.03.2010. Mld di dollari

I dati pubblicati dall'Amministrazione mostrano che, in linea con le previsioni precedenti, **gran parte dello stimolo fiscale** legato al pacchetto di febbraio 2009 (American Recovery and Reinvestment Act of 2009, ARRA) **dovrebbe diventare operativa nel 2010**. In base ai dati ufficiali (<http://www.recovery.gov>), a marzo 2010 era stato utilizzato il 36% dei fondi stanziati con il pacchetto ARRA. Stime recenti del CBO mostrano che le misure attuate con l'ARRA ammontano complessivamente a 862 mld di dollari (invece dei 787 inizialmente approvati in Congresso) e le misure che dovrebbero ricadere sull'a.f. 2010 ammontano a 404 mld di dollari (vedi grafico qui sopra).

Il 2010 dovrebbe vedere effetti ancora ingenti dall'American Recovery and Reinvestment Act of 2009

In **Congresso sono stati approvati alcuni interventi di ulteriore supporto al ciclo**, mirati soprattutto, ma non solo, a non interrompere le misure previdenziali in atto a sostegno dei disoccupati (estensione dei sussidi di emergenza, trasferimenti agli stati per mantenere la copertura sanitaria). La legge include misure per 138 miliardi di dollari e dovrebbe avere un impatto sul deficit di 101 miliardi di dollari nel periodo 2010-2015. Le misure peserebbero per 57 mld di dollari nel 2010 e 80,9 mld di dollari nel 2011, secondo le stime del CBO. Il pacchetto è pari a circa 1% del PIL.

Nuove misure approvate in Congresso per circa 1% di PIL

L'Amministrazione ha indicato linee di intervento per il 2010-11 che portano a un'espansione del deficit rispetto allo scenario del CBO a legislazione invariata su tutto l'orizzonte 2010-20 . In termini di stimolo a breve termine, **l'Amministrazione ha presentato un suo piano di intervento diverso da quello approvato in Congresso**. Nel budget 2011, l'Amministrazione include interventi di stimolo netti per **125 mld di dollari nel 2010 e 121 mld nel 2011**. Sul **2010**, 69 mld di dollari sarebbero mirati a **stimolo per l'occupazione e sostegno ai programmi previdenziali**, e 29 mld a riduzioni temporanee di imposta. Il budget include anche 12 mld di riduzione di imposte per famiglie e imprese permanenti (in parte estensione tagli di imposta per classi di reddito medio-basse in scadenza). Il presidente ha sottolineato che una parte dell'intervento sarebbe mirato a offrire prestiti alle piccole e medie imprese. Per il **2011**, le misure di stimolo temporaneo sono pari a 147 mld, con **94 mld di spesa per creazione di occupazione e sostegno dei programmi previdenziali e 53 mld di minori imposte**. Le riduzioni permanenti delle imposte incidono per 29 mld sul 2011 (queste riguardano essenzialmente l'estensione dei tagli fiscali per i redditi medio-bassi) e sono in parte controbilanciate da **interventi permanenti sulle imposte in direzione opposta**. Queste riguardano sia le famiglie sia le imprese. Per le famiglie, il rialzo delle imposte sui redditi e dell'imposta sui *capital gains* al 20% per contribuenti con reddito elevato (> 250 mila dollari per coppie sposate, >200 mila per individui) con un aumento di gettito stimato di 41 mld di dollari nel 2010, e mediamente di 97 mld all'anno nel periodo 2011-20. Per quanto riguarda le imprese, dalla riforma del sistema fiscale internazionale si prevede un aumento di gettito di 7 mld di dollari nel 2011, e a regime di circa 12 mld all'anno, attuato attraverso l'eliminazione dei sostituti di imposta sulle società che operano all'estero. Altre misure

L'Amministrazione propone interventi netti pari a 1,6% del PIL per il biennio 2010-11

su imposte varie e di lotta all'elusione fiscale porterebbero complessivamente 28,5 mld nel 2010, e in media 48 mld all'anno nel decennio successivo.

Il CBO ha presentato una nuova **stima dello scenario fiscale** che emergerebbe se venisse approvato il **budget dell'Amministrazione**. Il risultato è un netto deterioramento dei saldi sia nel breve sia nel medio termine. Per quanto riguarda il biennio 2010-2011, il CBO stima che il **deficit nel 2010 sarebbe pari a 1.500 mld di dollari**, 10,3% del PIL, solo in modesto calo a 1.342 mld, 8,9% del PIL, nel 2011 (da 1.413 mld, 9,9% del PIL, nel 2009). Nel 2010, il peggioramento del deficit è determinato dalla congiunzione di un aumento della spesa discrezionale a fronte di entrate e spese multi-periodali essenzialmente invariate sui livelli elevati del 2009. Secondo il CBO, lo scenario con il budget vedrebbe un minimo per il deficit/PIL a 4,1% nel 2014, seguito da un trend verso l'alto sul resto dell'orizzonte previsivo (fino a 5,6% nel 2020).

Il Congresso ha approvato una versione della **riforma sanitaria** che amalgama i disegni di legge della Camera e del Senato. Una stima ancora non definitiva fatta dal CBO e dal Joint Committee on Taxation mostra effetti di riduzione del deficit cumulato nel periodo 2010-2019 di 143 mld di dollari. Le stime definitive seguiranno. Il punto da rilevare riguardo alla riforma sanitaria è che riduce i gradi di libertà per successivi interventi di restrizione fiscale, dato che impone un sentiero più elevato di spesa sanitaria e previdenziale e applica già una dose di imposizione più elevata sui redditi medio-alti, rendendo più difficili gli interventi futuri.

2. ... ma la restrizione a livello statale è senza precedenti storici e riduce gli effetti dell'espansione a livello federale

Anche se dal lato della finanza pubblica a livello federale il 2010 dovrebbe essere ancora in fase espansiva, seri dubbi sullo stimolo fiscale complessivo per il biennio in corso vengono dalla **restrizione attuata e ancora da attuare a livello statale**. La restrizione di bilancio attesa a livello statale è più che controbilanciata dalle misure ancora da attuare a livello federale?

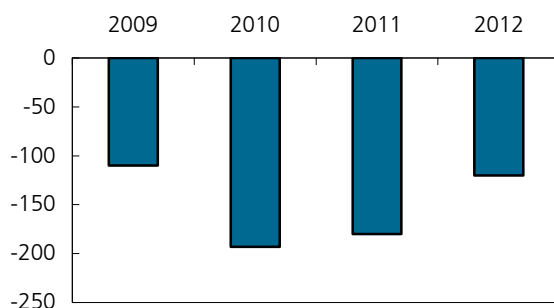
Restrizione statale senza precedenti nel periodo 2009-12

I dati sui **bilanci statali**² mostrano che nell'anno fiscale 2009 (l'a.f. inizia in gran parte degli stati il 1° luglio) il deficit complessivo a livello statale è stato di 110 mld di dollari. Le proiezioni per l'a.f. 2010 sono di un deficit totale di 193 mld di dollari (28% dei budget), in calo solo modesto nel 2011 a 180 mld di dollari. Le proiezioni per l'a.f. 2010 sono state riviste a metà anno fiscale, e hanno registrato un peggioramento complessivo di 34 mld (6% dei budget), nonostante le misure restrittive adottate nell'a.f. 2009 e nella prima parte dell'a.f. 2010. Tutti gli Stati, tranne il Vermont sono tenuti legalmente ad avere bilanci in pareggio. Per l'a.f. in corso hanno adottato misure restrittive per affrontare la stima iniziale di deficit.

I fondi allocati agli stati attraverso il pacchetto ARRA ammontano a circa 140 mld di dollari da spendere su due anni e mezzo, entro fine 2011, con l'obiettivo di salvaguardare una parte consistente dei servizi di assistenza sanitaria, previdenziale e di istruzione. Questi fondi dovrebbero coprire circa il 35% dei disavanzi stimati; per il resto gli Stati devono attuare una combinazione di tagli di servizi e di aumenti di imposte, come già avvenuto nel corso del 2009 per il budget 2010 e come dovrà essere fatto ancora per i budget 2011 e 2012. La dimensione complessiva della restrizione fiscale a livello statale è massiccia e non ha paragone con la recessione precedente. (vedi grafico).

² V. <http://www.cbpp.org>.

Deficit complessivi a livello statale (prima delle correzioni di bilancio)



Fonte: Center on Budget and Policy Priorities. Miliardi di dollari, anni fiscali

In assenza di nuovi interventi a livello federale, **le proiezioni a livello statale implicano una restrizione di circa 120 mld di dollari nell'anno in corso e nel prossimo.** Incrociando questi effetti con quanto rimane da utilizzare dal pacchetto ARRA (al netto dei trasferimenti agli stati) si rileva che lo stimolo fiscale netto atteso per il 2010 rimane ampio (circa 210 mld di dollari, 1,5% del PIL), ma nel 2011 le misure nette avrebbero un effetto restrittivo (-45 mld di dollari, pari a 0,3% del PIL). Con l'approvazione del pacchetto fiscale descritto sopra, lo stimolo fiscale risulta positivo sia per il 2010 sia per il 2011, anche se modesto nel secondo anno.

3. Lo scenario di medio-lungo termine è insostenibile

Lo scenario di breve termine per la politica fiscale limita i rischi di *double-dip*, ma conferma anche che lo scenario di finanza pubblica americana è drammatico e probabilmente incompatibile con un rating di AAA a meno di correzioni di dimensioni senza precedenti in tempi relativamente rapidi. Tuttavia, gli scenari di politica fiscale di medio termine non includono tali correzioni. Le proiezioni a dieci anni di CBO e OMB (Office of Management and Budget) non prevedono una stabilizzazione del debito e dei deficit nel decennio 2010-20, e non includono il peggioramento dei trend delle finanze pubbliche atteso oltre il prossimo decennio (vedi le previsioni di lungo termine del CBO, grafico in ultima pagina). Il sentiero dei saldi di finanza pubblica di CBO e OMB è basato su previsioni di crescita stabilmente al di sopra del potenziale: per entrambe le agenzie, la crescita è pari in media al 3,4%. Le ipotesi di crescita sono a nostro parere eccessivamente ottimistiche.

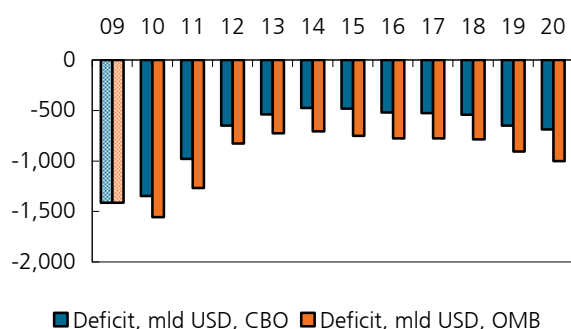
Nel budget appena presentato dall'Amministrazione si indica l'intenzione di istituire una **Commissione Fiscale** "bipartisan" (6 membri nominati dal partito democratico, 6 dal partito repubblicano e 6 dal Presidente, con 4 democratici e 2 repubblicani). L'obiettivo della Commissione dovrebbe essere quello di portare il disavanzo primario in pareggio entro il 2015, portando a una stabilizzazione del rapporto debito/PIL a "un livello accettabile", una volta stabilizzata la ripresa economica. Alla luce dei trend delineati sia dal CBO sia dell'OMB gli obiettivi della Commissione sembrano molto difficili da raggiungere in modo politicamente accettabile, soprattutto in un anno elettorale che intaccherà la maggioranza democratica in Congresso. Inoltre, per ora, i repubblicani sembrano poco inclini a collaborare, visto l'avvicinarsi della scadenza elettorale dell'autunno.

Stime dei moltiplicatori degli interventi fiscali sul PIL

	CBO	Moody's	OCSE
Acquisto beni e servizi dal Governo feder.	1-2,5	1,6	0,9
Trasfer. a stati e enti per infrastrutture	1-2,5	1,6	0,9
Trasfer. a stati e enti non per infrastrutture	0,7-1,9	1,4	0,9
Trasferimenti a persone	0,8-2,2	1,6-1,7	0,5
Riduzioni imposta temporanee a individui	0,5-1,7	1,3	0,3-0,5
Misure fiscali per le imprese	0,4	0,25	0,2-0,3

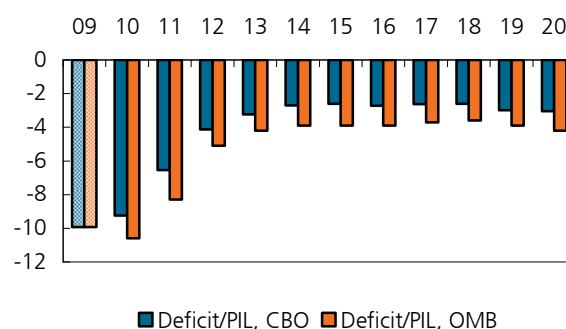
Fonte: CBO

Il deficit si riduce temporaneamente



Fonte: proiezioni CBO, OMB 2010-20, per il 2009, dati definitivi

Il deficit/PIL non si stabilizza nel medio termine, portando a un trend insostenibile per il debito



Fonte: proiezioni CBO, OMB 2010-20, per il 2009, dati definitivi

Nelle nuove **previsioni del CBO**, il deficit nel 2010 dovrebbe restringersi solo modestamente a 1.368 mld (9,3% del PIL) da 1.413 mld (9,9% del PIL) del 2009. Il sentiero del deficit dovrebbe essere di continua riduzione fino al 2014 (da 996 mld di dollari, 6,6% del PIL, nel 2011 a 463 mld, 2,6% del PIL, nel 2014). Negli anni successivi il deficit tornerebbe ad allargarsi in livello, per poi risalire anche in percentuale del PIL, al 3% negli ultimi due anni dell'orizzonte previsivo. Il debito detenuto dal pubblico scende dal 65,9% previsto per il 2014, al 65,6% del 2015, per poi tornare a salire nel 2019-20 (al 67,5% nel 2020). Le ipotesi di crescita del CBO sono caute per il biennio 2010-11 (2,1% e 2,4%), ma restano molto ottimistiche successivamente, con una previsione di crescita media nel periodo 2012-2014 di 4,4%, in rientro al 2,4% nel quinquennio successivo. **Questo scenario, con un deficit in graduale rientro verso il 2,6-3% del PIL nel prossimo decennio, e con un debito/PIL intorno al 67% nel 2020 è confortante solo in superficie.** Come fa notare il CBO, sotto ipotesi minime coerenti con esplicite promesse politiche (correzione dell'AMT, estensione dei tagli di imposta alle classi medie, crescita della spesa in linea con il PIL, vedi grafico più sotto), il rapporto deficit/PIL non scenderebbe mai nel decennio dai livelli attuali (intorno al 9%) e il debito detenuto dal pubblico arriverebbe al 100% del PIL alla fine del decennio.

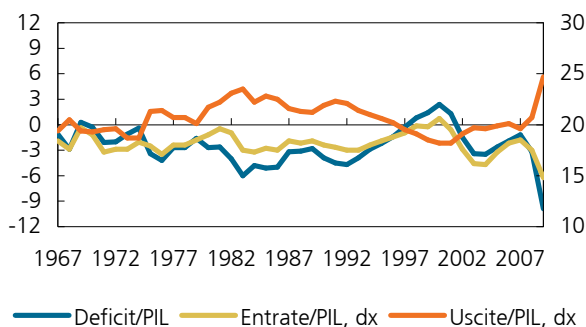
Nelle previsioni dell'**OMB**, il budget vede un deficit di 1.556 mld di dollari (10,6% del PIL) nell'anno fiscale 2009, che si conclude il 30 settembre 2010. Il deficit calerebbe a 1.267 mld di dollari nell'anno fiscale 2010 (8,3% del PIL). Negli anni successivi, il rapporto deficit/PIL dovrebbe convergere al 3,9%. Anche l'OMB, come il CBO, ipotizza una crescita vicina al 4,2% medio nel periodo 2011-13, e con questo determina un sentiero irrealisticamente virtuoso per gli indicatori di finanza pubblica. Anche sotto queste ipotesi, il debito federale salirebbe al 71% del PIL entro il 2013 e successivamente non si stabilizzerebbe benché anche le ipotesi sui tassi di interesse siano benevole (T-bills a 3 mesi a 1,6% nel 2011 e al 3% nel 2012).

I deficit record del biennio 2009-10 sono la conseguenza della recessione, ma anche delle politiche di spesa e di tassazione delle Amministrazioni Bush ed Obama. Il **rapporto entrate/PIL è stato influenzato già in modo determinante dall'Amministrazione Bush**. Nel 2009 tale rapporto è su un minimo storico per tempi di pace, al 14,8%, e secondo il CBO dovrebbe restare circa stabile (a 14,9% del PIL) nel 2010, a politiche fiscali invariate. La media storica per il rapporto entrate/PIL è del 18%. Nello scenario CBO, il rapporto entrate/PIL risale velocemente dal 2011 in poi, portandosi vicino al 20% dal 2015, per via dell'estinzione dei tagli fiscali dell'Amministrazione Bush (già rinnovati in parte da Obama) e della mancata indicizzazione all'inflazione dell'Alternative Minimum Tax. Come mostra il grafico qui sotto, il sentiero del deficit è notevolmente diverso se si modificano queste ipotesi. Nello scenario

dell'Amministrazione, il rapporto entrate/PIL risale rapidamente verso il 19%, circa un punto sotto il sentiero del CBO, ma comunque al di sopra della media storica.

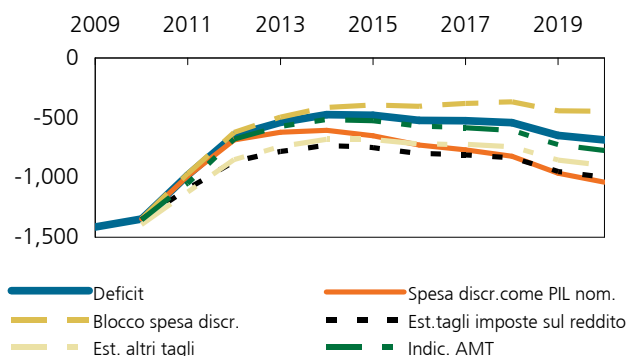
Per quanto riguarda le **spese**, il trend verso l'alto è stato influenzato maggiormente dall'Amministrazione attuale. Nel 2009, il rapporto uscite/PIL è stato pari al 24,7%, e nel periodo 2010-11 dovrebbe rimanere su questi livelli (media 24,2%). La media storica di questo rapporto è 20,5%. Nell'ultimo anno l'aumento della spesa federale è stato del 18%, e l'annuncio da parte dell'Amministrazione di un congelamento della spesa discrezionale manterrebbe comunque i livelli di spesa su un trend straordinario. Nel budget dell'Amministrazione, il rapporto uscite/PIL cresce addirittura al 25,4% nel 2010, cala al 25,1% nel 2011 e rimane al 22,9% medio nel triennio 2013-15, quando l'OMB prevede una dinamica di crescita molto sostenuta e vicina al 4%. Il miglioramento del rapporto deficit/PIL nel 2010 deriva dal rimborso dei fondi TARP, che vengono comunque impiegati in aumenti di altre spese.

Il trend delle spese è difficile da controllare senza modificare i programmi di spesa previdenziale e assistenziale



Fonte: OMB

Effetti di modifiche legislative possibili sulle proiezioni di deficit del CBO



Fonte: CBO. Scenario centrale deficit e deficit calcolati includendo gli effetti di singole misure discusse

Le **stime del CBO degli effetti del budget** sul sentiero di medio termine mostrano solo un temporaneo miglioramento dei deficit dal 10,3% del PIL del 2010 al 4,1% nel 2014 (grazie soprattutto alla ripresa della crescita) seguito da un successivo allargamento costante fino al 5,6% del 2020 (ultimo anno di previsione).

Nelle proiezioni dell'Amministrazione, il **debito detenuto dal pubblico continua a crescere senza mai stabilizzarsi nel decennio di previsione, arrivando al 77% del PIL nel 2020**, dal 46,7% nel 2009. Il debito lordo totale (includendo il debito detenuto da agenzie governative), passerebbe da 11,9 tln di dollari (83% del PIL) nel 2009 a 25,8 tln di dollari (105% del PIL nel 2020). Escludendo le attività finanziarie, il debito totale scende di 898 mld nel 2009, e di 1.896 mld nel 2020. A giugno 2009, il CBO aveva presentato uno scenario di lungo termine delle finanze pubbliche federali, in cui si estrapolavano i trend per entrate e uscite alla luce delle tendenze demografiche e dell'estensione sull'arco di 80 anni della spesa previdenziale e sanitaria secondo uno scenario base (legislazione invariata) e uno alternativo (corretto per caratteristiche non sostenibili nel medio lungo termine). In entrambe le alternative, il debito era su un sentiero esplosivo, e le proiezioni non includevano gran parte del deterioramento fiscale accumulato nell'ultimo anno.

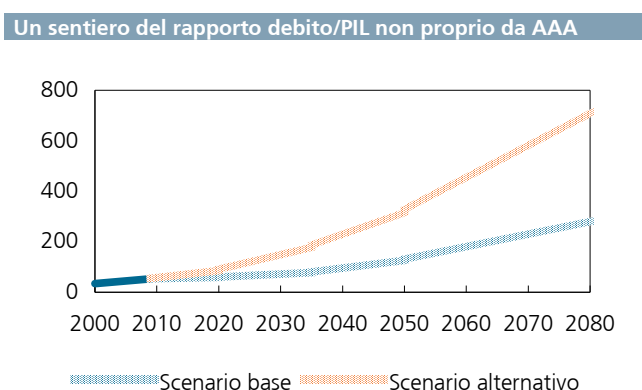
Il **sentiero di medio termine che appare dal budget 2011 include già ampi rialzi di imposte dirette, a fronte di una continua crescita della spesa per programmi multiperiodali**. Il segnale dell'Amministrazione di voler considerare un congelamento della spesa discrezionale non offre molto sollievo perché riguarda solo il 17% della **spesa**, la cui crescita nell'ultimo anno è stata del 22%. Le alternative aperte sul fronte della spesa per il controllo dei conti pubblici possono

riguardare misure politicamente difficili da attuare, come l'aumento dell'età pensionabile o la riduzione dei servizi sanitari erogati agli individui in pensione attraverso il programma Medicare. Dal lato delle **entrate**, le opzioni sono un rialzo delle aliquote sulle fasce medio-basse di reddito e/o l'introduzione di un'imposta sul valore aggiunto a livello federale. Attualmente, molti Stati impongono un'imposta sulle vendite finali (non sul valore aggiunto), con aliquote generalmente comprese fra il 4 e l'8%. Il costo di raccolta dell'imposta è relativamente elevato: stime della Commissione Europea lo pongono a circa 1% della raccolta, secondo Tait (FMI), il costo amministrativo della raccolta sarebbe pari a circa 1 mld all'anno per il governo federale e compreso fra 6-10 mld per il settore privato. Il Tax Policy Center stima che il gettito atteso da un'IVA nazionale sarebbe pari a circa 40 mld di dollari per ogni punto percentuale di imposta (una questione da definire sarebbe la base imponibile, con la probabile esclusione di un ampio insieme di servizi); un'aliquota del 5% potrebbe portare un gettito vicino a 200 mld di dollari annui, circa il 10% delle entrate del 2009 e 1,4% del PIL.

È abbastanza chiaro che una nuova imposta sul valore aggiunto o riduzione dei servizi erogati da Medicare non verranno adottate (e neppure proposte) prima delle elezioni di metà legislatura del novembre 2010. Nel frattempo però, se la ripresa economica si rivelerà sostenibile, anche se debole, si preparerà il terreno per interventi strutturali nel biennio successivo e un'IVA nazionale potrebbe essere il male minore per il contribuente americano. Alternativamente, gli Stati Uniti rischieranno la perdita del loro status di emittente AAA.

Debito federale per detentore (% totale)		
Investitori residenti	2004	2009
Individui	10,2	10,6
Federal Reserve	16,3	10,2
Fondi di investimento	6,0	8,5
Governi locali o statali	8,8	6,7
Fondi pensione	6,5	6,6
Altro	9,2	9,8
Totale residenti	57,0	52,5
Investitori non residenti		
Cina	4,9	10,6
Giappone	16,3	10,0
UK	1,4	3,3
OPEC	1,3	2,5
Banche Caraibi	1,9	2,3
Altro	17,2	18,9
Totale non residenti	43,0	47,5
Totale debito detenuto dal pubblico (mld)	4296	7544

Fonte: CBO



Fonte: CBO. I sentieri del debito/PIL sono stati stimati dal CBO a giugno 2009: le ipotesi dello scenario alternativo sono considerate più credibili dal CBO rispetto allo scenario base a legislazione invariata. Si noti che il punto di arrivo sull'orizzonte 2080 è 716%, dal 321% del 2050

La Lunga Marcia della Fed per la riconquista della normalità

La **riunione del FOMC di marzo** si è conclusa senza novità di rilievo, a parte alcune modifiche alla valutazione della situazione congiunturale, che è migliorata ma resta essenzialmente fragile. Il comunicato ripete che è probabile che i tassi restino su livelli eccezionalmente bassi per un **periodo esteso**. Sul sentiero dei tassi, Hoenig ha di nuovo dissentito affermando che questo impegno non ha più ragion d'essere perché potrebbe generare squilibri finanziari e rischi di instabilità macroeconomica e finanziaria. Sulle politiche monetarie non convenzionali si conferma la chiusura di tutti i programmi di liquidità e di acquisto titoli, ma non si accenna a interventi attivi per la strategia di uscita: maggiori informazioni su questo punto arriveranno dai verbali.

Si sta facendo strada la possibilità di un altro **rialzo del tasso di sconto da parte del Board della Fed fra un meeting e l'altro**. Le decisioni sul tasso di sconto sono prese dal Board con una revisione bisettimanale, su richiesta delle Fed regionali. Il 18 febbraio il Board aveva annunciato un rialzo del tasso di sconto di 25pb, al di fuori della riunione del FOMC di fine gennaio. La Fed potrebbe volere ripetere la mossa per segnalare in modo inequivocabile la separazione delle decisioni sul tasso di sconto, legate alla politica della liquidità, da quelle direttamente collegate alla politica monetaria in senso stretto. Il Board si è riunito per discutere questioni relative al tasso di sconto il 15 marzo, e ha riportato la discussione al FOMC. Il nuovo rialzo sarebbe di 25pb e potrebbe avere luogo in qualsiasi momento prima del prossimo meeting (27-28 aprile), più probabilmente però potrebbe avvenire prima della pubblicazione dei verbali relativi al tasso di sconto che escono poco dopo quelli della riunione FOMC.

La mancanza di azione a marzo segnala che **la Banca centrale è ancora incerta sui tempi della svolta**. Sulla base delle indicazioni date da diversi presidenti di Fed regionali, mantenere il riferimento al "periodo esteso" segnala tassi fermi per circa 6 mesi, o 3/4 riunioni. L'esito di questa riunione dà quindi supporto all'aspettativa di tassi fermi fino al 4° trimestre. La Fed evidentemente non ha fretta di cambiare rotta: **il 2° trimestre sarà un periodo di transizione**, da usare per preparare la svolta che diventerà attiva dal 3° trimestre in poi, se pure in modo graduale.

Con la fine del 1° trimestre si chiude il difficile periodo delle politiche monetarie non convenzionali attive della Fed, e si apre la fase, altrettanto difficile, della strategia di normalizzazione della politica monetaria. Il primo passo da compiere sarà modificare le indicazioni del comunicato riguardo al sentiero dei tassi: la frase secondo cui i tassi resteranno bassi per "un periodo esteso" dovrebbe essere sostituita da indicazioni gradualmente meno impegnative, come era avvenuto nel 2003. Successivamente, seguirà un lungo periodo di transizione verso la normalità, incentrato in un primo stadio sulla **gestione delle riserve** in eccesso. Solo più avanti i **tassi di interesse** torneranno a essere uno strumento importante per la politica monetaria (fra fine 2010 e inizio 2011); ancora più oltre, dalla fine del 2011 o dal 2012, ci sarà un terzo stadio della normalizzazione, legato alla **riduzione della dimensione del bilancio** della Banca centrale. Anche se i tempi sono incerti, la sequenza dei cambiamenti è stata segnalata in modo abbastanza chiaro dalla Fed nell'ultimo mese.

1. Preliminari verbali. La strategia di comunicazione è la decisione più semplice, perché almeno inizialmente avrà effetti contenuti. La vera complicazione su questo punto deriva dal fatto che ci sono opinioni piuttosto diverse all'interno del FOMC riguardo ai rischi per lo scenario e quindi ai tempi previsti per l'uscita. L'arrivo probabile entro qualche mese di tre nuovi membri³ nel Board dovrebbe rafforzare il centro del Comitato dando supporto alla leadership di Bernanke, che in questa fase segue una strategia attendista e cauta.

È poco produttivo speculare su quale sarà la forma precisa che prenderà la comunicazione verbale nei prossimi mesi. Si può solo avere come indicazione generale il sentiero utilizzato alla fine del ciclo scorso, con il passaggio segnato da tre cambiamenti. Il comunicato affermava che lo stimolo monetario "può essere mantenuto per un periodo considerevole" fino al dicembre 2003, 6 mesi prima della svolta sui tassi, e viene modificato con "il FOMC può essere paziente nel rimuovere lo stimolo di policy" nel gennaio 2004, 5 mesi prima del rialzo. Successivamente, si dice che "lo stimolo monetario può essere rimosso a un ritmo che è probabile che sia misurato" a maggio, un mese e mezzo prima del rialzo avvenuto alla riunione successiva, a fine

³ J. Yellen è un candidato molto probabile per sostituire il dimissionario D. Kohn alla Vice presidenza della Fed, con un mandato che scade nel 2016. Per le altre due posizioni vacanti sembra possibile la candidatura di P. Diamond (economista all'MIT) e di S. Bloom Raskin, (commissario per la regolamentazione finanziaria del Maryland).

giugno. Questa volta è probabile che il primo cambiamento di indicazione avvenga nel corso del 2° trimestre, o spostandosi su una forma più morbida, per esempio tassi fermi “per un certo tempo” come hanno indicato esplicitamente diversi esponenti del FOMC nelle ultime settimane o più probabilmente con qualche versione anche meno impegnativa. In ogni caso la Banca centrale non vorrà dare un senso di urgenza al cambiamento verbale, ma liberarsi da un impegno implicito, che è particolarmente osteggiato da diversi membri del FOMC.

2. Gestione delle riserve. Lo stato attuale del bilancio della Fed è il punto di partenza per la strategia di uscita. Fino a metà 2007, il bilancio della Fed era rimasto essenzialmente stabile, con un totale vicino a 880 miliardi di dollari. A fine 2008, l'attivo si era gonfiato a 2,241 trilioni di dollari, per via dell'esplosione dei programmi di emergenza sulla liquidità, mentre i titoli detenuti erano complessivamente 496 miliardi; dal lato del passivo, le riserve delle banche erano a 860 miliardi di dollari. Nel corso del 2009, i programmi di emergenza per la liquidità si sono sgonfiati, mentre il programma di acquisto titoli ha determinato la dinamica espansiva dell'attivo. A fronte di questa espansione dell'attivo, il passivo è cresciuto attraverso le riserve. Queste sono nella quasi totalità riserve in eccesso (si veda grafico più sotto).

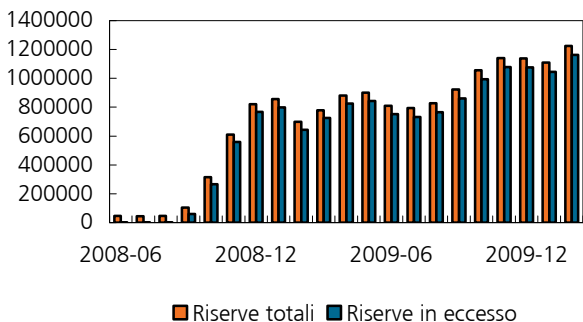
Il bilancio della Fed a marzo 2010			
Attivo	10 marzo 2010	Passivo	10 marzo 2010
Titoli	1.974,77	Circolante	934,11
- Treasuries	776,59		
- Agenzie	169,01		
- MBS	1.029,17		
Repos	0	Reverse repos	55,90
Finestra di sconto	13,78	Depositi e altro	
Prestiti primary dealer	0	- Riserve (banche)	1.187,68
Term Auction Credit	15,43	- Tesoro	23,29
Carta commerciale	7,76	- SFP	49,99
Oro e SDR	16,24	- Estero e servizi	5,65
Swap valuta	0	- Altro (IMF, ONU;GSE)	0,29
Altro	295,90	Altro e capitale	67,25
Totale	2.323,88	Totale	2.323,88

Fonte: Federal Reserve, tabella H.4.1. Dati in miliardi di dollari

La riduzione delle riserve in eccesso come primo passo della strategia di uscita è una necessità e un prerequisito per tornare ad avere il controllo degli strumenti della politica monetaria. L'impossibilità di usare i tassi come strumento di politica monetaria fino a quando le riserve non saranno normalizzate deriva dal fatto che con un eccesso di riserve pari a circa 1,2 trilioni di dollari e con la presenza di asimmetrie nel pagamento di interessi sulle riserve in eccesso, la Fed non ha il controllo dei tassi a breve termine.

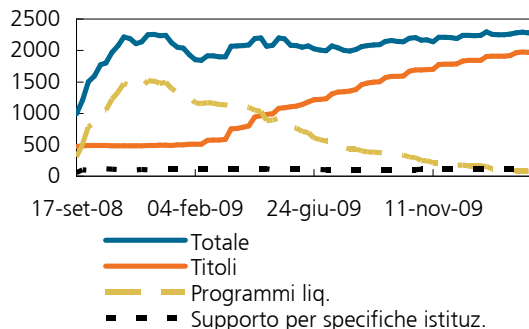
Una variazione delle riserve può avvenire esclusivamente attraverso un intervento attivo della Fed, con operazioni di drenaggio. Infatti, le riserve sono una passività della Fed e un'attività delle banche. Se una banca decide di modificare l'utilizzo delle proprie riserve, per esempio per erogare un prestito a un'entità non bancaria, si registra uno spostamento di riserve all'interno del settore bancario, ma la quantità di riserve complessiva del sistema non cambia.

Riserve in eccesso vicine a 1,2 trilioni di dollari



Fonte: Federal Reserve. Miliardi di dollari

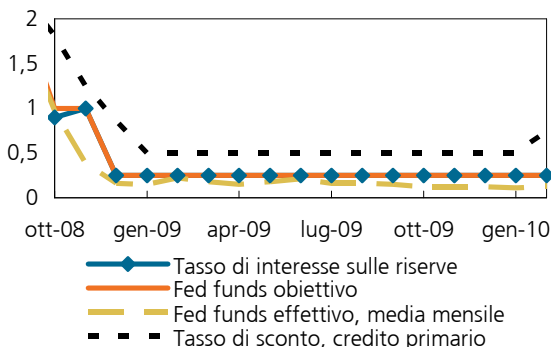
Bilancio della Fed: tendenze opposte fra programmi di liquidità e programmi di acquisto titoli



Fonte: Federal Reserve. Miliardi di dollari

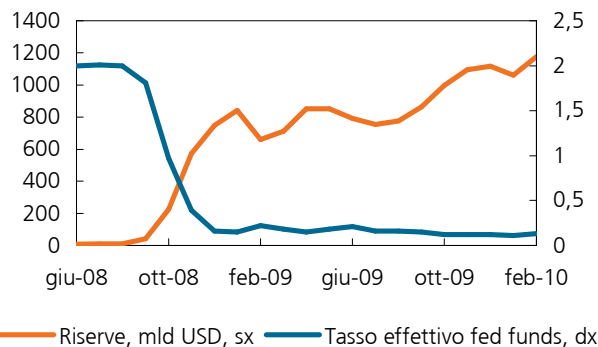
L'autorità accordata alla Fed dal Congresso di pagare interessi sulle riserve delle banche ha lo scopo di controllare il tasso di equilibrio sul mercato dei fed funds, anche in presenza di riserve in eccesso. Tuttavia, nelle condizioni attuali, come si può osservare dal persistente differenziale fra fed funds obiettivo e fed funds effettivo (circa 10-15pb), il pagamento degli interessi sulle riserve in eccesso non è sufficiente a dare alla Banca centrale il controllo dei tassi, per due motivi. Prima di tutto la domanda di riserve è probabilmente molto inelastica con riserve in eccesso oltre 800-1.000 mld⁴. In secondo luogo, l'insieme delle istituzioni che, oltre al Tesoro e ad autorità ufficiali estere, possono detenere depositi presso la Fed (banche commerciali, GSEs) non coincide con quello delle istituzioni a cui vengono pagati gli interessi (solo le banche commerciali).

La Fed non controlla più il tasso sui fed funds



Fonte: EcoWin

Riserve e tasso effettivo sui fed funds



Fonte: EcoWin

Il risultato è che mentre le banche commerciali mantengono le loro riserve sul conto della Fed, remunerate a 25pb, le agenzie azzerano i loro conti overnight prestando sul mercato e portando il tasso sui fed funds al di sotto del tasso pagato sulle riserve alle banche commerciali. A fine 2009, Fannie Mae aveva liquidità per 9,9 miliardi di dollari e operazioni di repo con fed funds pari a 53,7 miliardi. Freddie Mac aveva invece un ammontare irrisorio a bilancio nelle voci rilevanti. La mancanza di controllo del tasso di interesse a breve termine da parte della Fed in presenza dell'attuale eccesso di riserve conferma che prima di considerare una svolta sui tassi la Fed vorrà assicurarsi una più stretta influenza sul mercato dei fed funds, anche se è probabile che l'asimmetria fra chi può detenere depositi e chi può ricevere interessi manterrà un

⁴ J. Taylor, An exit rule for monetary policy, febbraio 2010.

differenziale fra fed funds obiettivo e fed funds effettivo, a meno di qualche cambiamento istituzionale. Per questo fra l'altro la Fed ha già indicato la possibilità di utilizzare il tasso pagato sulle riserve come tasso di policy in una fase di transizione verso la normalità.

Gli strumenti per drenare riserve sono tre: operazioni di *reverse repo*, depositi a termine e Supplementary Financing Program del Tesoro. I primi due strumenti consistono nell'interazione diretta fra la Fed e controparti del settore privato; il terzo invece modifica le consistenze debitorie fra Tesoro e Banca centrale.

Operazioni di drenaggio. La Fed ha iniziato ad attuare operazioni di drenaggio su piccola scala (55,9 miliardi di dollari nel bilancio del 10.03.2010). Con questo strumento le riserve si riducono per la durata dell'operazione, tipicamente compresa fra 7 e 28 giorni. Questo strumento è stato usato in passato piuttosto frequentemente, ma mai per importi ingenti: queste operazioni possono creare difficoltà per i bilanci delle banche che dovrebbero aumentare la loro leva, prestando alla Fed fondi e mettendo pressione sui loro bilanci nel caso in cui le operazioni fossero, come probabile, di grande entità. Per questo motivo la Fed ha annunciato la volontà di espandere l'insieme di controparti che possono operare in questo ambito, includendo nella conduzione di *reverse repos*, oltre ai *primary dealers*, intermediari che tipicamente offrono un ampio ammontare di fondi a breve termine ai mercati finanziari. L'8 marzo sono stati inclusi nella lista delle controparti i fondi monetari domestici, e successivamente l'insieme delle controparti verrà ulteriormente ampliato. Nella lista degli intermediari accettati la Fed potrebbe includere in un secondo tempo le agenzie governative (GSE), riducendo in questo modo il problema evidenziato sopra riguardo alla mancanza di controllo sui fed funds. Nel comunicato della NY Fed si sottolinea che l'espansione delle controparti è una questione di "prudente programmazione preventiva" da cui non bisogna inferire nulla riguardo al timing di qualsiasi operazione di politica monetaria futura. La NY Fed specifica che i termini e le dimensioni delle operazioni di drenaggio verranno definiti dal FOMC.

È probabile che la Fed **non utilizzi i *reverse repos* come unico strumento** per portare le riserve verso gli 800 miliardi di dollari. Le operazioni di drenaggio di dimensione più ampia potrebbero essere condotte verso la fine del 2° trimestre, ma più probabilmente nel corso del 3° trimestre. Il primo passo nel processo di drenaggio sarà più neutrale e meccanico, e consiste nell'utilizzo del Supplementary Financing Program (SFP) (vedi sotto), per drenare 200 miliardi di riserve entro fine aprile. Operazioni di drenaggio e depositi a termine verranno utilizzati in modo più attivo successivamente.

I **depositi a termine** sono un altro strumento per la riduzione delle riserve attraverso prestiti da parte delle istituzioni finanziarie alla Fed. La Fed offrirebbe "grandi blocchi" di depositi in asta. In questo modo una parte delle riserve delle banche verrebbe trasformata temporaneamente in depositi che non possono essere usati per altre attività. La Fed ha detto che non appena sarà approvata una proposta dettagliata per questa *facility*, saranno condotti dei test di operatività nella primavera. Secondo la Fed, attraverso le operazioni di drenaggio e i depositi a termine, la Banca centrale sarebbe in grado di "drenare centinaia di miliardi di dollari di riserve dal sistema bancario abbastanza in fretta".

Il terzo strumento per la riduzione delle riserve è il **Supplementary Financing Program** del Tesoro, che è stato riaperto a febbraio, ed era incluso nella lista di strumenti identificati nel Monetary Policy Report come "non un elemento necessario". Secondo il comunicato del Tesoro del 23 febbraio, entro due mesi il programma dovrebbe tornare sui livelli del 2009, a 200 miliardi, dagli attuali 5 miliardi. Il SFP consiste nell'emissione di T-bills da parte del Tesoro sul mercato e nell'accredito dei proventi su un conto presso la Fed, trasformando il passivo con uno spostamento da riserve delle banche (che verrebbero utilizzate per l'acquisto dei titoli) a deposito del Tesoro nel conto dedicato al programma presso la Fed. Il SFP era stato istituito a settembre

2008 in concomitanza con gli interventi straordinari della Fed nel pieno della crisi. In autunno 2009, il Tesoro aveva lasciato scadere i titoli e praticamente azzerato il conto collegato al SFP per evitare di sfondare il tetto sul debito federale. Recentemente, il Congresso ha provveduto ad alzare il limite sul debito di 1,9 trilioni di dollari, portandolo a 14,3 trilioni. La ripresa del SFP porterebbe, nel giro di 2 mesi, a una ricomposizione del passivo della Fed, "spostando" 200 miliardi dalle riserve delle banche al conto del Tesoro, sempre che la Fed non sterilizzi gli effetti di drenaggio. Questo drenaggio di riserve avviene senza modificare l'ammontare di titoli nell'attivo della Fed, come invece avverrebbe con una normale operazione di drenaggio, perché i titoli immessi sul mercato sono di nuova emissione. Se la Fed non sterilizzerà gli effetti del SFP, entro 2 mesi le riserve in eccesso, pari ora a circa 1,1 trilioni di dollari, scenderanno di 200 miliardi di dollari, riducendo in parte il compito per gli altri due strumenti. Con i dati del 10 marzo si rileva dal bilancio della Fed che il programma pesa sul passivo per 55,9 miliardi di dollari.

3. Rialzo dei tassi. Per quanto riguarda i tassi, il primo passo, come già visto nel mese di febbraio, riguarda il **tasso di sconto**. I rialzi del tasso di sconto dovrebbero gradualmente riportare il differenziale con il tasso sui fed funds alla normalità. L'intervento di rialzo annunciato fra una riunione e l'altra a febbraio è stato principalmente segnaletico, e non modifica direttamente le condizioni finanziarie, visto lo scarso utilizzo attuale della finestra del credito primario presso la Fed. Lo spread fra tasso di sconto e tasso sui fed funds era di 100pb prima di questo ciclo. Nella prima fase di riduzione dei tassi in questo ciclo, fra agosto 2007 e gennaio 2008, lo spread tasso di sconto-fed funds era stato portato a 50pb, e successivamente ridotto ancora a 25pb da marzo 2008 in poi. Inoltre, la durata dei prestiti alla finestra di sconto, già ridotta a 28 giorni dai 90 prevalenti nel periodo centrale della crisi, verrà ulteriormente ridotta. E' stato detto che il rialzo di febbraio non deve essere interpretato come l'inizio di una serie, ma come il lavoro preparatorio per avere un corridoio dei tassi da utilizzare per la politica monetaria nella fase di transizione, quando la Fed avrà un controllo impreciso del tasso sui fed funds. Come segnalato sopra, il Board potrebbe annunciare un nuovo rialzo fra una riunione e l'altra del FOMC per confermare che questo strumento non è legato alle decisioni sulla politica monetaria, ma riguarda strettamente la gestione della liquidità.

Se verranno drenate riserve per circa 300-400 miliardi entro l'estate e si sarà definito un corridoio di tassi (tasso sulle riserve come pavimento, tasso di sconto come tetto) di circa 100pb, si saranno preparate le condizioni per considerare rialzi sui tassi a breve termine, con effetti sulle condizioni finanziarie. Alla luce dell'ultimo comunicato e delle condizioni cicliche, i rialzi dei tassi potrebbero avvenire dal 4° trimestre in poi, ma resteranno determinati dalle prospettive dell'economia. Nella transizione verso la normalità, la Fed ritiene che il **tasso sui fed funds** potrebbe diventare "per un certo tempo" poco affidabile. Pertanto potrebbe essere utilizzato come indicatore privilegiato il **tasso di interesse pagato sulle riserve in eccesso**. Come nota Bernanke, visto il volume di riserve nel sistema bancario, il mercato dei *fed funds* si è ampiamente ridotto. Per questo, la Fed considera "nel periodo di transizione (...) di comunicare la stance di politica monetaria in termini di un altro obiettivo operativo, come un altro tasso di interesse a breve termine". La Fed potrebbe usare per un certo periodo **l'interesse pagato sulle riserve in combinazione con obiettivi sulla quantità di riserve**, come guida di *policy*. Per quanto riguarda i tassi obiettivo, la Fed indica anche che potrebbe annunciare **un corridoio di tassi**, con il tasso di sconto e quello sulle riserve come estremi superiore e inferiore e il tasso dei fed funds all'interno di tale intervallo. In questo framework, la possibilità delle banche di prendere a prestito al tasso di sconto potrebbe limitare eccessivi rialzi del tasso sui fed funds, mentre l'interesse pagato sulle riserve limiterebbe i movimenti verso il basso dei tassi di mercato interbancario.

4. Vendita di titoli. L'unico modo per ridurre la dimensione del bilancio consiste nel ridurre lo stock di titoli nel portafoglio della Fed. Gli strumenti elencati nei punti precedenti hanno solo

l'effetto di ridurre le riserve, trasformandole in un'altra voce del passivo. I membri del FOMC hanno opinioni divergenti riguardo alla vendita di titoli, ma gran parte del Comitato considera la vendita uno strumento da utilizzare in un secondo tempo. Secondo Sack (NY Fed), la vendita di titoli rischierebbe di portare a un aumento improvviso dei rendimenti a lungo termine (la Fed stima che gli acquisti abbiano compresso i rendimenti sul tratto lungo di circa 50-100pb). La strategia migliore, secondo Sack, è un rientro "passivo e graduale" ottenuto soprattutto attraverso la scadenza naturale dei titoli detenuti in portafoglio. Secondo la Fed verranno a scadenza MBS per circa 200 miliardi di dollari e Treasuries per circa 140 miliardi nel 2011. Sack ha detto che la Fed non ha bisogno di utilizzare le vendite di titoli per attuare una restrizione della politica monetaria, perché ha a disposizione altri strumenti: i tassi di interesse a breve termine saranno lo strumento "più attivo" di policy da utilizzare. Sack ha aggiunto che nel medio termine tuttavia la gestione passiva del portafoglio titoli, appropriata ora, potrebbe non essere sufficiente, quando la ripresa economica si sarà assestata in modo più duraturo. Questa valutazione dell'opportunità di vendere titoli solo in un secondo tempo trova probabilmente il consenso di gran parte dei membri del FOMC e segnala che per tutto il 2011 il bilancio verrà sgonfiato solo attraverso le scadenze naturali dei titoli nell'attivo.

Area euro – Ciclo ancora al traino di export e scorte

- Dopo essere uscita dalla recessione l'estate scorsa, l'economia dell'eurozona è rimasta poco più che stagnante sia a fine 2009, sia a inizio 2010. Tuttavia, poiché solo alcuni dei fattori di stimolo sono di natura temporanea, la ripresa dovrebbe rafforzarsi nella parte centrale dell'anno.
- In ogni caso, la domanda interna continuerà a rappresentare un freno per la crescita quest'anno, e per una ripresa delle componenti domestiche occorrerà aspettare il 2011. Il commercio con l'estero, assieme alle scorte, resterà il principale motore di crescita quest'anno. La volatilità tipica di queste componenti dovrebbe mantenere il profilo della ripresa assai irregolare.
- L'inflazione rimarrà ampiamente al di sotto della soglia del 2% nel biennio in corso. Le principali spinte inflative derivano dalla dinamica dei prezzi delle *commodities* e dai primi rialzi della tassazione indiretta. Si conferma il trend di moderazione dell'inflazione sottostante: le ampie riserve inutilizzate e l'aumento della disoccupazione eserciteranno pressioni verso il basso sui prezzi di beni e servizi fino al 2011.
- La BCE ha chiaramente indicato che la seconda fase di uscita dalle misure straordinarie sarà più che graduale. La BCE riassumerà il controllo della liquidità sulle scadenze lunghe da aprile in poi. La piena allocazione resterà in essere fino a ottobre sull'operazione principale di rifinanziamento. Sino a fine giugno, il regime di gestione delle aste sulle scadenze corte manterrà l'Eonia schiacciato sul tasso sui depositi. Da luglio i movimenti dell'Eonia dipenderanno da quanti fondi in scadenza le banche rinnoveranno alle aste BCE. Riteniamo improbabile un rialzo dei tassi di riferimento prima che l'Eonia torni a scambiare stabilmente al refi. Il quadro macroeconomico giustifica un moderato ciclo di rialzi a partire dal 2011.

Anna Maria Grimaldi e
Paolo Mameli

Previsioni macro	2009	2010	2011	2009			2010			2011	
				2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti, a/a)	-4,0	1,0	1,4	-4,9	-4,1	-2,1	0,6	1,1	1,1	1,3	1,4
- t/t				-0,1	0,4	0,1	0,2	0,3	0,4	0,3	0,3
Consumi privati	-1,0	0,2	0,8	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,2	0,1	0,3	0,1
Investimenti fissi	-11,0	-1,1	2,0	-1,7	-0,9	-0,8	-0,4	0,0	1,0	1,4	-0,4
Consumi pubblici	2,2	1,1	1,1	0,6	0,8	-0,1	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3
Esportazioni	-13,2	6,0	5,6	-1,1	2,9	1,7	1,4	1,5	1,2	1,2	1,1
Importazioni	-11,8	5,0	5,4	-2,9	2,8	0,9	1,0	1,8	1,5	1,7	1,2
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0,7	0,5	0,1	-0,7	0,5	0,0	0,0	0,3	0,3	0,0	0,3
Partite correnti (% PIL)	-0,7	0,3	0,2	-0,6	-0,2	-0,1	0,1	0,1	0,6	0,2	-0,1
Deficit pubblico (% PIL)	-6,3	-7,4	-6,5								
Debito pubblico (% PIL)	78,3	83,5	88,2								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	0,3	1,3	1,5	0,2	-0,4	0,4	1,1	1,3	1,5	1,7	1,6
Produzione industriale (a/a)	2,7	4,3	1,4	-16,4	-13,0	-4,1	4,1	6,0	4,1	3,1	1,3
Disoccupazione (ILO, %)	9,4	10,1	10,5	9,3	9,6	9,9	9,9	10,0	10,2	10,4	10,7
Euribor 3 mesi	1,23	0,81	1,85	1,31	0,87	0,72	0,67	0,68	0,80	1,10	1,30
EUR/USD	1,39	1,39	1,45	1,36	1,43	1,48	1,39	1,35	1,39	1,43	1,44

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

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

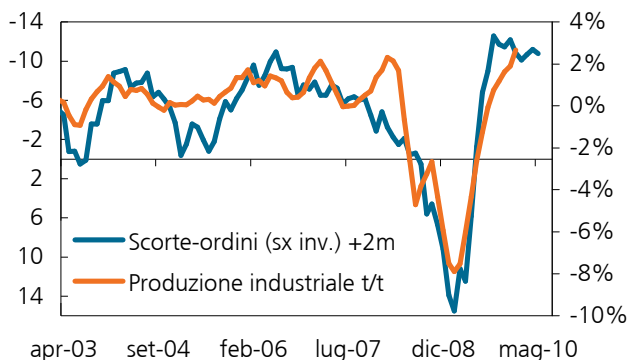
Dopo che finalmente l'annus horribilis 2009 è stato consegnato agli annali (con un calo del PIL del 4% nell'Eurozona, ben più marcato che negli Stati Uniti che pure erano stati l'epicentro della crisi finanziaria), il 2010 non si è aperto con dati particolarmente confortanti circa il consolidamento della ripresa. Il principale rischio per la congiuntura non deriva tanto dal caso della Grecia (non solo il suo PIL è meno del 3% del totale, ma la crisi greca ha provocato un sensibile deprezzamento dell'euro, con effetti positivi per l'export), ma piuttosto dal fatto che il rimbalzo produttivo nell'industria, guidato dal ciclo delle scorte nel settore automobilistico, pare già perdere slancio prima che il testimone sia passato a una "genuina" ripresa della domanda

Il PIL è rimasto poco più che stagnante anche a inizio 2010...

finale. Nelle ultime settimane, infatti, si sono moltiplicati i segnali non incoraggianti per quanto riguarda in particolare la spesa delle famiglie. In Germania e Italia i consumi, che erano rimasti stagnanti (specie se depurati dall'effetto-incentivi) nel secondo semestre 2009, non sembrano aver cambiato tendenza a inizio 2010, visto il calo della fiducia dei consumatori e le indicazioni assai deboli giunte dalle imprese del commercio al dettaglio. L'assestamento in atto nelle economie più colpite dalla crisi (Spagna, Irlanda e Grecia) impedirà una ripresa dei consumi in quei Paesi ancora a lungo. L'unico paese in cui la domanda interna aveva mostrato un'ottima tenuta a fine 2009, la Francia, ha subito all'inizio del nuovo anno un calo delle vendite al dettaglio e della fiducia delle famiglie. Insomma, **complice l'impatto delle condizioni meteorologiche sui già fragili settori del commercio e delle costruzioni, il PIL dell'eurozona, dopo essere cresciuto a stento a fine 2009, nel 1° trimestre del 2010 dovrebbe rimanere poco più che stagnante** (a 0,1/0,2% t/t).

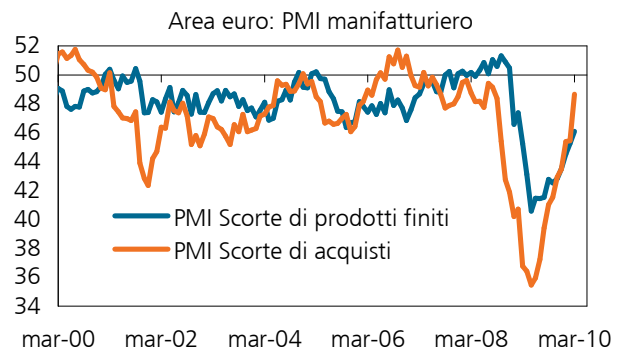
Il forte recupero della produzione a inizio anno, specie in Francia e Italia, appare parzialmente distorto dal settore automobilistico che in risposta al massiccio aumento di ordini a fine 2009 (per effetto della fine degli incentivi) ha incrementato la produzione e le scorte. Di conseguenza, nei prossimi mesi non ci aspettiamo né che il trend di forte rimbalzo dell'output manifatturiero possa mantenersi intatto, né, d'altra parte, che possa dar luogo a una decisa flessione.

Sembra essere pressoché completato il grosso del rimbalzo dell'attività produttiva nell'industria...



Fonte: Eurostat, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

... principalmente guidato dal ciclo delle scorte



Fonte: Eurostat, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tuttavia, la tornata di indagini congiunturali di marzo ha dato indicazioni più positive del previsto, segnalando la possibilità di un consolidamento della ripresa già dal trimestre primaverile. In base alla stima preliminare, il PMI composito è salito per la prima volta negli ultimi tre mesi, accelerando ben più del previsto a 55,5 a marzo, ai massimi dall'agosto del 2007. Un miglioramento marcato si è avuto sia nel manifatturiero (a 56,3), sia nei servizi (a 53,7). **Riteniamo che anche nei prossimi mesi l'industria, favorita dal rimbalzo della domanda estera, possa mantenere più vivacità dei servizi, legati a una domanda interna ancora stagnante.** In ogni caso, gli indici PMI (gli indicatori più forward-looking nell'anticipare il ciclo europeo) sono coerenti con incrementi del PIL dell'ordine di 0,5% t/t, e segnalano che, dopo la crescita poco più che stagnante registrata a fine 2009 e probabilmente a inizio 2010, il ciclo potrebbe vedere una accelerazione nel trimestre primaverile a 0,3/0,4% t/t, ritmo di crescita che potrebbe essere mantenuto anche nel trimestre estivo.

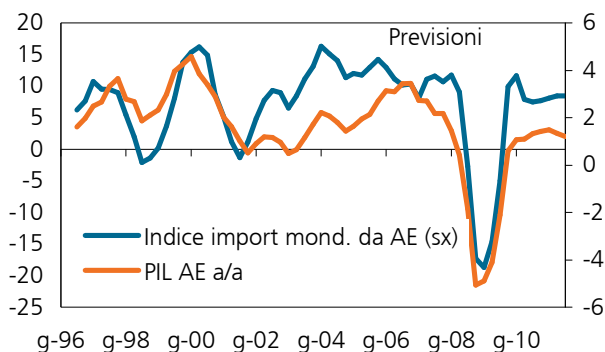
In ogni caso, **la ripresa è attesa rafforzarsi nel corso dell'anno, giacché solo alcuni dei fattori di stimolo sono temporanei. Nell'ordine: 1) il supporto fornito dagli incentivi auto si è già esaurito** nella maggior parte dei paesi (in alcuni si vede solo una coda degli ordini di fine 2009); **2) il ciclo delle scorte sembra ancora lungi dall'essere terminato**, visto che, secondo la survey della

... ma potrebbe accelerare già del trimestre primaverile

Solo alcuni dei fattori di supporto sono temporanei

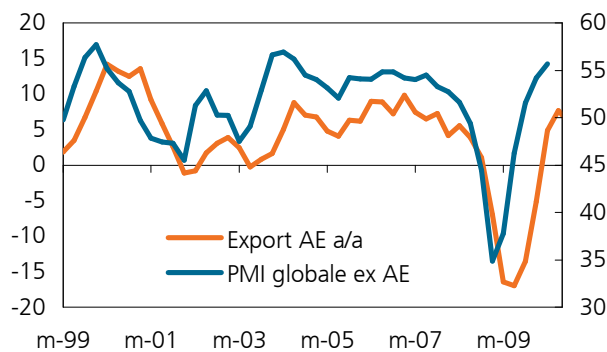
Commissione, le imprese giudicano che il livello dei magazzini sia ben inferiore al normale e secondo l'indagine PMI le imprese hanno continuato a tagliare i magazzini, anche se a un ritmo inferiore rispetto a un anno fa. Pertanto, le scorte possono continuare a dare un contributo positivo alla produzione probabilmente per la maggior parte del 2010 (si veda l'analisi contenuta nel numero di Settembre 2009 di questa pubblicazione, che segnalava come il supporto alla produzione derivante dal ciclo delle scorte potesse esaurirsi in una data tra luglio e dicembre 2010); **3) la coda degli stimoli fiscali e monetari è ancora significativa**, visto che la BCE non invertirà i tassi prima dell'inizio del 2011 (e la liquidità in circolazione rimarrà più che accomodante per tutto quest'anno), e il 2010 vedrà, a nostro avviso, per il complesso dell'area un ulteriore allargamento non soltanto del deficit ma anche del disavanzo strutturale (a -5,3% dal -4,9%). Tenendo conto degli usuali ritardi (fino a 4-5 trimestri) con cui le politiche economiche impattano sul ciclo, si può pensare che gli eccezionali stimoli messi in campo delle autorità sostengano il ciclo per tutto il 2010 e probabilmente per almeno la prima metà del 2011; **4) ancor meno "transitorio" appare il recupero in atto del commercio mondiale**, che, forte soprattutto del dinamismo delle economie "emergenti", andrà probabilmente consolidandosi nel corso dei prossimi anni. Stimiamo che l'indice composito di domanda mondiale per l'export area euro (costruito come media ponderata dell'import dei vari Paesi utilizzando come pesi le quote del commercio con l'eurozona), dopo essere crollato di oltre il 14% nel 2009, possa rimbalzare di circa il 9,5% quest'anno e di quasi l'8% l'anno prossimo.

La crescita sarà trainata soprattutto dall'export...



Fonte: Eurostat, OEF, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

... che ha ampi margini di rimbalzo in relazione alla ripresa della domanda mondiale.



Fonte: Eurostat, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

In sintesi, nonostante l'impatto addizionale da alcuni fattori di supporto (le politiche economiche e il ciclo delle scorte) stia cominciando a diminuire, il sostegno derivante dalla domanda estera si va anzi rafforzando. Perciò **manteniamo la nostra previsione di crescita del PIL area euro dell'1% nel 2010** (anzi i rischi su questa previsione appaiono oggi verso il basso in relazione alla debole partenza d'anno). **Solo nel 2011 la crescita dovrebbe rafforzarsi, stimiamo all'1,4%. Viceversa, non è da escludere un nuovo rallentamento ciclico nel 2012**, in relazione all'inversione delle politiche economiche (e in particolare alla necessità di forte correzione del saldo del bilancio pubblico).

In ogni caso, ci aspettiamo che quest'anno la domanda interna continui a rappresentare un freno per la crescita, e che per una ripresa delle componenti domestiche occorrerà probabilmente aspettare il 2011.

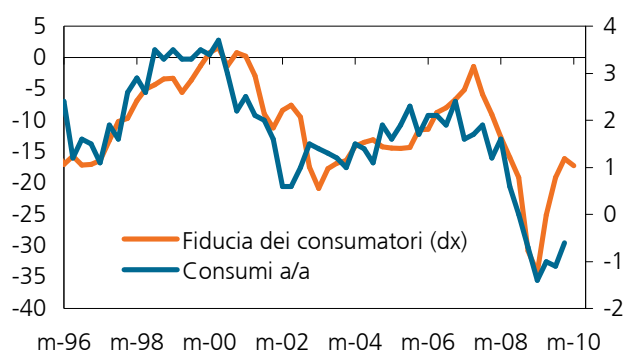
Per il complesso del 2010, continuiamo a stimare una **sostanziale stagnazione dei consumi delle famiglie** (0,2%) dopo il calo dell'1% registrato lo scorso anno. Riteniamo che il trend al rialzo per la disoccupazione sia ben lungi dall'essere esaurito, **anzi stimiamo che il tasso dei senza-lavoro possa continuare ad aumentare per tutto il 2010 e toccare un picco nella prima metà del 2011**, al 10,7%. Inoltre, l'aumento della disoccupazione non si è ancora riflesso pienamente in

Crescita ancora modesta nel 2010 e più consistente nel 2011

La domanda interna quest'anno continuerà a rappresentare un freno per la crescita

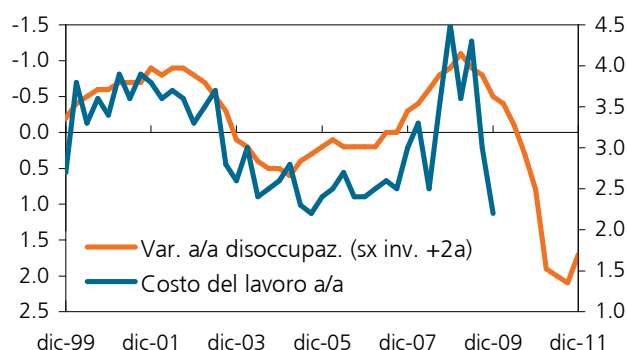
un rallentamento dei salari, che hanno ampi margini di calo e che si muovono come sempre con un certo ritardo nei confronti del tasso di disoccupazione. Il calo dei redditi da lavoro, che colpisce una platea più ampia rispetto all'aumento della disoccupazione, e che è destinato a caratterizzare il prossimo anno e mezzo, potrebbe avere un impatto sui consumi più significativo di quello della disoccupazione, e costituire perciò nel 2010 e forse per parte del 2011 il principale freno alla ripresa dei consumi. In sintesi, il venir meno di alcune misure di stimolo fiscale e la (per quanto lieve) risalita dell'inflazione dovrebbero causare un'ulteriore contrazione del reddito disponibile reale delle famiglie, che impedirà una sostanziale ripresa dei consumi nonostante un livello della fiducia che nel 2010 si attesterà su livelli nettamente più alti rispetto al 2009.

L'andamento della fiducia segnala la possibilità di una ripresa per i consumi...



Fonte: Eurostat, Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

... che tuttavia saranno frenati dal rallentamento dei redditi che segue con ritardo l'aumento della disoccupazione



Fonte: Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Ancor peggio andrà per gli investimenti, attesi contrarsi per il terzo anno consecutivo nel 2010 (di -1,1% dopo il -11% dello scorso anno). Gli investimenti in macchinari e attrezzature dovrebbero rimanere all'incirca stabili, mentre la flessione riguarderà in particolare gli altri tipi di investimenti (sostanzialmente, costruzioni), che stimiamo in calo di -2,3%. Solo nel 2011 si potrà avere una ripresa per gli investimenti (anche in questo caso comunque la ripresa sarà più marcata per gli investimenti in macchinari che non per le costruzioni, che potrebbero rimanere poco più che stagnanti anche nel 2011-12).

Dunque il **commercio con l'estero, assieme alle scorte (da ciascuno dovrebbe venire un contributo di quasi mezzo punto, che spiegherebbe interamente la crescita dell'1% che ci aspettiamo quest'anno), continuerà ad essere il principale motore di crescita nel 2010.** L'altro contributo positivo (ma di entità inferiore) dovrebbe venire dalla spesa pubblica. **La volatilità tipica di queste componenti potrebbe mantenere il profilo della ripresa assai irregolare.**

Inflazione: appena sopra l'1%

L'inflazione area euro è risalita all'1,0% a fine 2009 per poi ridiscendere a 0,9% a/a a febbraio. I dati a cavallo di fine anno hanno esibito un profilo più volatile di quello che avrebbe suggerito la dinamica stagionale. I coefficienti di stagionalità per dicembre e gennaio (calcolati con Tramo Seats) indicano un aumento della stagionalità, probabilmente per effetto di sconti più aggressivi che negli anni precedenti.

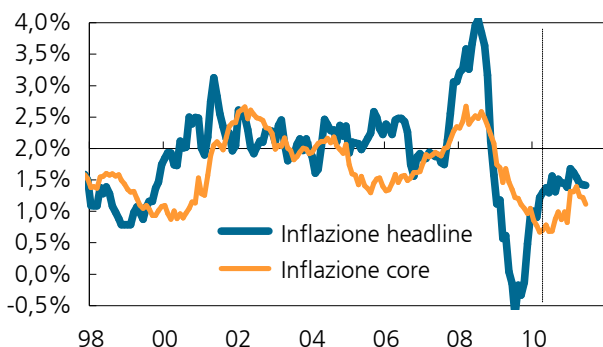
Il rimbalzo dell'inflazione nell'area euro si conferma dovuto al venir meno dal confronto annuale dell'effetto base da energia ed alimentari. Sono, inoltre, ormai rientrate quasi del tutto le pressioni deflazionistiche a monte della catena produttiva. La dinamica dei prezzi alla produzione al netto dell'energia è ormai tornata positiva; stanno anzi riemergendo spinte verso l'alto, come segnala l'indice PMI prezzi pagati sopra quota 60 a febbraio, e il costante recupero (quasi due

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

deviazioni standard) dell'indice sulle attese di prezzo delle imprese manifatturiere e servizi della Commissione Europea negli ultimi 8 mesi.

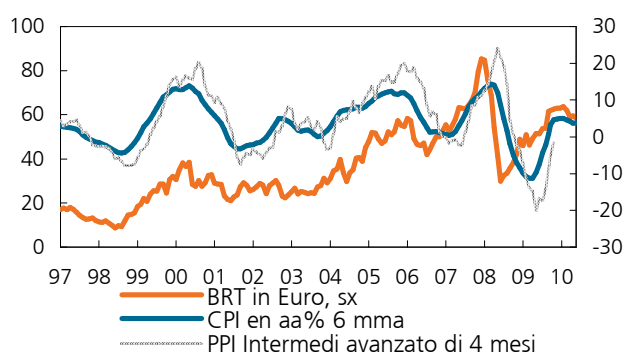
Nella restante parte dell'anno prevediamo ulteriori aumenti dell'inflazione, ma in media la dinamica dei prezzi al consumo rimarrà all'1,3%, ampiamente sotto il target BCE. Nel corso del 2011 l'inflazione dovrebbe arrivare a toccare in media l'1,5%. La dinamica dell'energia è attesa accelerare ancora fino a maggio, ma dall'estate in avanti ci attendiamo un rientro delle pressioni sul greggio in linea con la nostra stima annua di 77 dollari a barile a fronte di un cambio euro/dollaro a 1,39. Nel 2011, prevediamo un rialzo del greggio a 84 dollari con un cambio che riteniamo sopra 1,40. Sostanzialmente quindi l'inflazione che si vedrà nel biennio in corso sarà da energia e *commodities*, mentre la dinamica sottostante rimarrà frenata dall'eccesso di offerta nell'economia: dopo l'1,3% del 2009, essa toccherà in media lo 0,9% quest'anno e risalirà marginalmente sopra l'1,0% nel 2011.

Area euro - Inflazione di nuovo positiva, ma ampiamente sotto target BCE per tutto il 2010



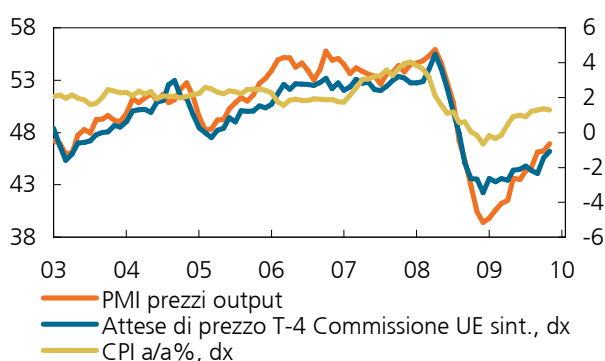
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Per ora il rialzo è riconducibile al rimbalzo del prezzo del greggio



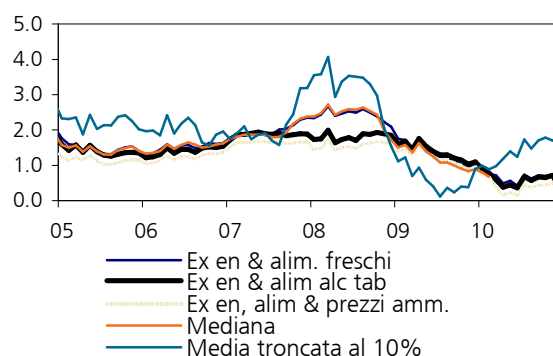
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rialzo dei prezzi a monte della catena produttiva coerenti con la nostra stima di progressivo recupero del CPI



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Inflazione sottostante ancora in frenata



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

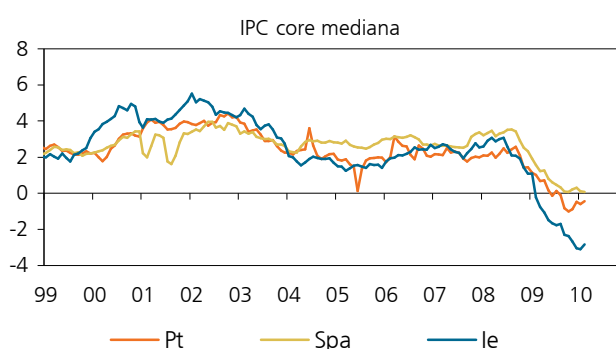
A fronte di un graduale rialzo dell'inflazione calcolata sull'indice generale, le diverse misure di dinamica sottostante hanno continuato a frenare a cavallo del nuovo anno. Sulla misura preferita dalla BCE, l'inflazione *core* è arrivata a toccare un nuovo minimo a 0,8% a/a a febbraio (precedente minimo 1,0% nel 1998-99). La mediana calcolata su diverse misure di inflazione sottostante è passata a 0,7% a/a a febbraio, dal picco di 2,6% dell'ottobre 2008. La media troncata al 15%, utilizzata anche dalla BCE, ha guadagnato ulteriormente quota a inizio anno per effetto del rincaro dell'energia. Generalmente, come mostra il grafico, la media troncata tende ad anticipare le svolte degli altri indicatori d'inflazione sottostante.

L'inflazione core ha frenato meno in media

Si confermano ampie differenze all'interno dell'Eurozona nella dinamica sottostante dei prezzi al consumo. La mediana di diverse misure di inflazione sottostante rimane in area deflazione in Spagna, Portogallo e Irlanda, ha frenato sotto l'1,0% in Germania e Francia, mentre rimane sopra l'1,0% in Italia, Grecia, Belgio e Olanda. Le differenze geografiche si spiegano, in parte, con la crisi particolarmente profonda e con i seri problemi di competitività che affliggono Spagna e Irlanda. Inoltre, l'Irlanda ha tagliato i salari nella pubblica amministrazione per far fronte ai problemi di finanza pubblica.

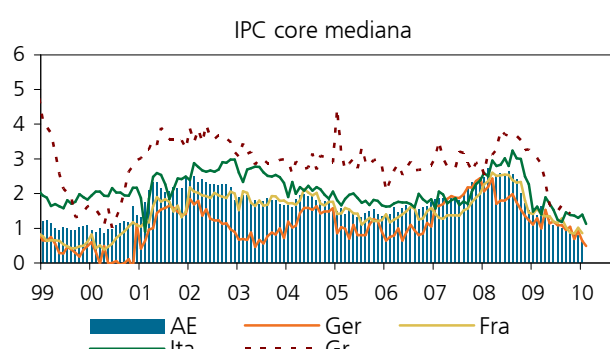
Ma in Irlanda, Spagna e Portogallo è deflazione

In Irlanda, Portogallo e Spagna è deflazione



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Germania, Francia e Olanda in linea con la media



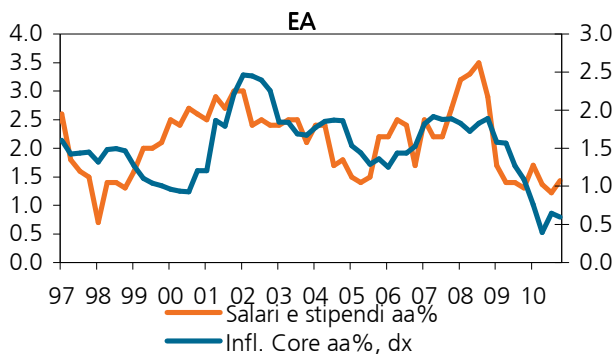
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il nostro profilo di previsione vede un minimo per l'inflazione *core* in primavera a 0,7% a/a e quindi risalire gradualmente verso l'1,0% nella seconda parte dell'anno. Solo nel 2011, al rientrare di parte delle pressioni dal ciclo, può ipotizzarsi una dinamica più sostenuta.

I rischi per la dinamica sottostante dei prezzi al consumo continuano a essere verso il basso. L'eccesso di offerta nell'economia e in particolare le condizioni del mercato del lavoro manterranno ancora sotto pressione la dinamica salariale, che stando alle stime BCE ha frenato all'1,3% a/a a dicembre scorso dal 2,9% a/a di fine 2008. Il forte calo è in parte spiegato dalla dinamica dei salari contrattuali in Germania, che a dicembre si contraevano di 0,6% a/a. Sebbene una contrazione persistente dei salari in Germania sia improbabile, la Bundesbank stima un rallentamento dal 2,25% del 2009 all'1,3%, dal momento che gli accordi siglati nella seconda parte del 2009 e validi per il biennio in corso prevedono solo modesti incrementi contrattuali e scarse misure una tantum. In Francia, Spagna, Italia e Olanda si è visto un rallentamento dei salari contrattuali rispetto a un anno fa, ma questi rimangono in crescita. Soltanto in Irlanda i salari sono calati su base annua per effetto del taglio degli stipendi nel settore pubblico. In media nell'area euro prevediamo che la dinamica salariale rimarrà su livelli piuttosto modesti, dal momento che nel nostro scenario di previsione la disoccupazione è attesa toccare un picco al 10,7% nella primavera del prossimo anno. Tuttavia, ci sembra improbabile che si possa verificare un periodo di deflazione salariale in senso stretto, date le rigidità che caratterizzano le retribuzioni. In ogni caso, anche a fronte di una chiara moderazione salariale, difficilmente le imprese taglieranno significativamente i prezzi. Il quadro più probabile è quello di una strisciante disinflazione. Di riflesso, le retribuzioni reali sono attese ristagnare con ripercussioni negative sulla dinamica dei consumi.

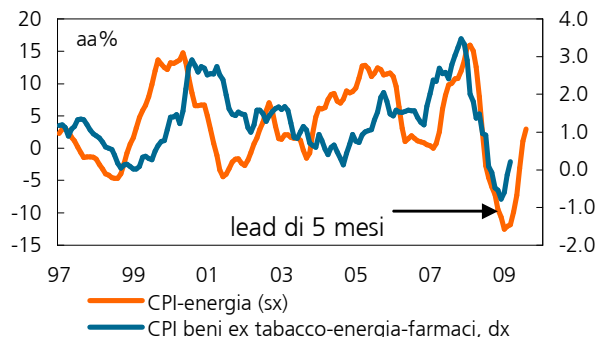
I rischi per l'indice *core* sono ancora verso il basso dato l'ampio eccesso di offerta nell'economia

Disinflazione salariale persisterà nei prossimi mesi e contribuirà a tenere bassa la frenata del core



Fonte: Eurostat, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Anche se si vedono segnali di recupero dei prezzi dei beni

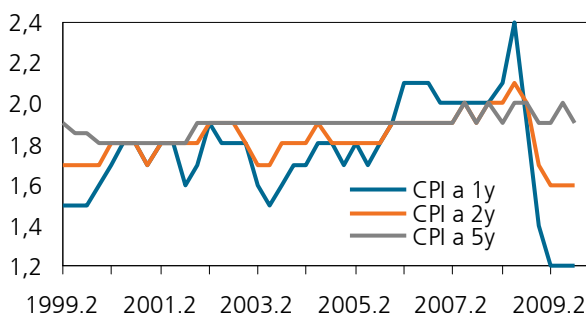


Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Quel che conta per le decisioni della BCE è la stabilità delle attese d'inflazione. Le stime di consenso sono rimaste sostanzialmente invariate nell'intorno dell'1,2% (a marzo erano all'1,1% per il 2010 e all'1,4% per il 2011). Le indagini congiunturali hanno cominciato a segnalare un progressivo rientro delle pressioni verso il basso sui prezzi e delle attese delle famiglie. La BCE nel bollettino di marzo mostra che la dinamica dell'inflazione derivabile dalla percezione e dalle attese di prezzo delle famiglie non è così lontana dalla dinamica effettiva dei prezzi al consumo. Le attese di più lungo termine si sono mantenute in linea con la definizione della BCE di stabilità dei prezzi: le previsioni a 5 anni nell'indagine dei Professional Forecasters sono rimaste all'1,9% negli ultimi due anni nonostante le forti fluttuazioni dell'inflazione effettiva e dai movimenti delle attese di breve termine derivabili dalla stessa indagine. Anche le attese di inflazione a 5 anni derivabili dai *forward* sono rimaste stabili.

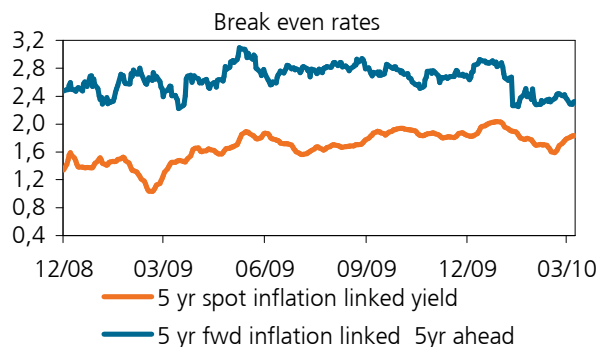
Attese d'inflazione di medio termine stabili

Attese di medio periodo dei Professional Forecasters e di...



Fonte: Consensus Economics ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... mercato stabili



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

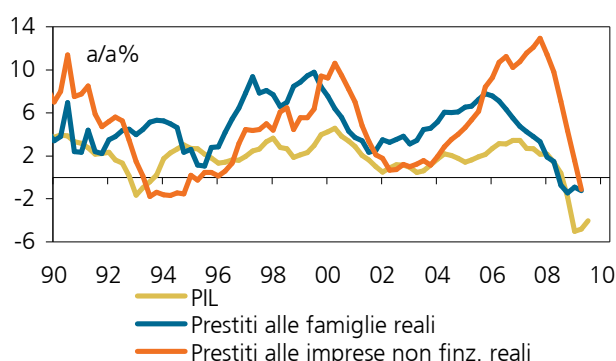
La dinamica degli aggregati monetari risultava ancora debole a gennaio e sicuramente non suggerisce che si possano accumulare pressioni inflative nel medio periodo. A gennaio, M3 viaggiava allo 0,1% a/a in lieve salita dal -0,1% a/a di fine 2009. La BCE nota nel bollettino di marzo che la debolezza degli aggregati monetari è probabilmente esacerbata dalla pendenza della curva dei rendimenti, che determina uno spostamento di fondi da M3 verso depositi a lungo termine. È comunque più che probabile che una tale tendenza persista nei prossimi mesi.

Tra le controparti di M3, permane una dinamica più che depressa dei prestiti alle imprese non finanziarie (-2,7% a/a a gennaio). Il trend è spiegato dalle dinamiche cicliche. Gli impieghi alle

imprese tendono a muoversi con ritardo rispetto al ciclo e alla dinamica del credito alle famiglie che ha svolto già a fine 2009.

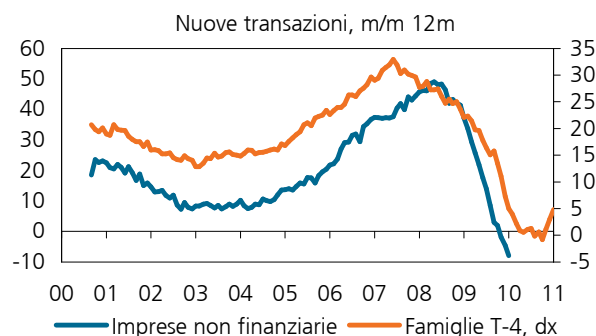
Le condizioni al credito per le imprese non finanziarie potrebbero diventare marginalmente più restrittive nei primi mesi del 2010, stando all'ultima *Bank Lending Survey* della BCE, anche se la tendenza è decisamente migliorata rispetto alla prima metà del 2009. Tuttavia, a oggi non si riscontra evidenza di fenomeni di razionamento del credito nell'area euro.

Dinamica del credito ancora in linea con il ciclo



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

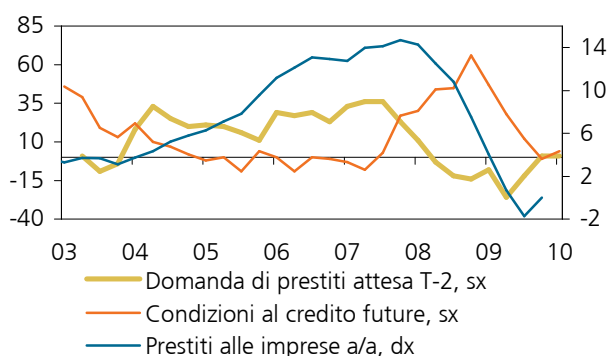
I prestiti alle famiglie hanno già svolto



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

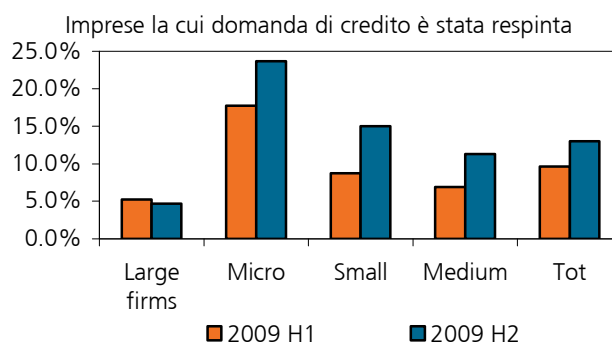
L'indagine della BCE sull'accesso al credito indica che nella seconda metà del 2009 circa il 75% delle imprese che hanno fatto richiesta di credito bancario l'anno vista totalmente o in gran parte soddisfatta, a fronte di un 78% nella prima metà dello scorso anno. Tuttavia, l'indagine mostra un tasso di rifiuto più elevato, con il 18% delle imprese che hanno visto respinta la domanda di credito a fronte di un 12% nel primo semestre del 2009. Il tasso di rifiuto rimane negativamente correlato con la dimensione d'impresa, come già emergeva nella prima edizione dell'indagine.

Le condizioni al credito per le imprese potrebbero diventare marginalmente più stringenti nel 1° trimestre del 2010



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Ma rimane basso il tasso di rifiuto del credito bancario



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nel complesso, quindi, anche se depressa la dinamica degli impieghi sembra in linea con le prospettive cicliche. Non è possibile escludere del tutto ripercussioni più negative e una dinamica del credito inferiore alla norma, dal momento che le perdite derivanti dal peggioramento della qualità del credito non sono ancora totalmente emerse nei bilanci bancari europei. Il processo di *deleveraging* potrebbe determinare una restrizione del credito particolarmente accentuata in quei paesi dove la crescita è stata ampiamente alimentata tramite il credito bancario, quali Spagna e Irlanda.

BCE: un cauto sentiero di normalizzazione

Alla riunione di marzo la BCE ha fornito indicazioni dettagliate sulla prossima fase di rimozione delle misure non convenzionali. Le decisioni sono state anche più caute di quel che ci aspettavamo dal momento che la BCE non si riapproprierà del controllo della liquidità fino ad almeno ottobre 2010.

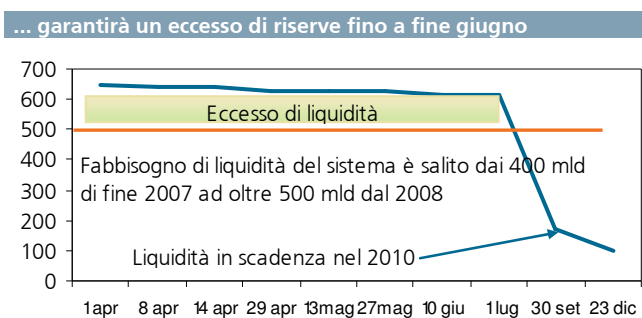
La piena allocazione rimarrà in essere sulle operazioni di rifinanziamento ordinarie e su quelle mensili almeno fino al 12 ottobre 2010, nono periodo di mantenimento di riserva. Solo sulle scadenze più lunghe la BCE ha ripreso il controllo della liquidità. Difatti a partire dal 28 aprile, le operazioni di rifinanziamento a 3 mesi saranno condotte a quantità prefissate e a tasso variabile. La BCE ha specificato che le quantità saranno fissate in modo tale da minimizzare lo spread tra il tasso prevalente e il tasso prevalente sulle MRO. La BCE comunicherà un ammontare indicativo all'inizio del periodo di riserva. Il tasso minimo sarà il tasso sulle MRO. Si tratta di una misura tecnica di transizione che mira a evitare tassi inferiori al MRO in un periodo di abbondante liquidità. **La decisione di mantenere l'allocazione piena di fondi sulle aste corte consente alla BCE una transizione graduale e di smussare i salti di liquidità di fine giugno (442 miliardi di euro) e fine settembre (75,2 miliardi di euro) dal momento che le banche potranno rinnovare parte dei fondi nelle aste settimanali.** La BCE ha anche annunciato che per meglio gestire il salto di liquidità di fine giugno indirà un'asta straordinaria il 1° luglio con scadenza in data 7 luglio, data di regolamento dell'operazione ordinaria del 5 luglio.

La decisione di riassumere in modo graduale il controllo della liquidità consentirà alla BCE di verificare quanto effettivamente le banche hanno ancora bisogno del supporto illimitato della Banca Centrale e quante invece troveranno per quella data più conveniente ricorrere al mercato. In questo senso va letta la frase di Trichet "la BCE sta gradualmente accompagnando i mercati verso la normalizzazione". Per normalizzazione si intende una BCE che riprende progressivamente il controllo della liquidità e quindi un tasso Eonia che torni progressivamente al centro del corridoio. Trichet ha specificato che non si aspetta che questo avvenga nel breve periodo. Del resto fino a fine giugno prevarrà un eccesso di liquidità ben superiore ai 100 miliardi di euro e lo stesso Trichet ha concesso che il calo dell'Eonia sotto il refi dipenda dall'eccesso di riserve.

Quel che succederà all'Eonia al rientro dei 442 miliardi di euro immessi a giugno 2009 dipenderà in larga misura da quanti fondi le banche decideranno di rinnovare con le aste ordinarie, e in particolare con l'asta del 1° luglio.

L'abbondante liquidità presente nel sistema (miliardi di euro)...		Duration			
Sett. date	Maturity date	1m	3m	6m	12m
17/12/09	01/04/10		2.6		
08/10/09	08/04/10			2.4	
10/03/10	14/04/10	9.3			
28/01/10	29/04/10		3.3		
12/11/09	13/05/10			0.8	
25/02/10	27/5/10		10.2		
10/12/09	10/06/10			1.7	
25/06/09	01/07/10				442.2
01/10/09	30/09/10				75.2
17/12/09	23/12/10				96.9
Totale		9.3	16.0	4.9	614.4

Fonte: BCE



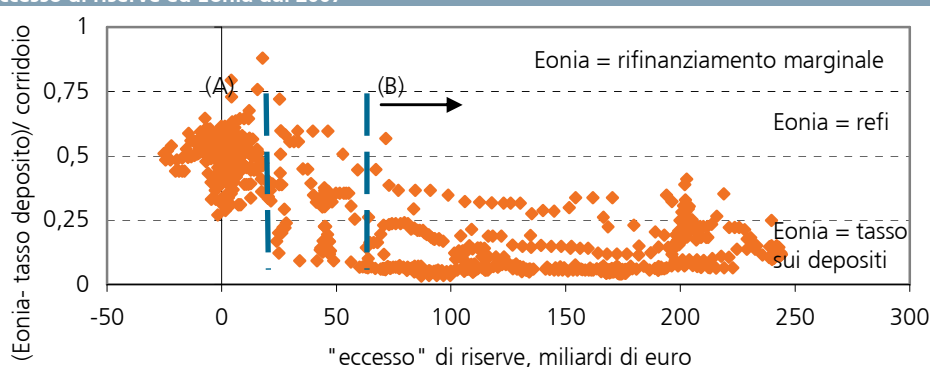
Fonte: BCE

È difficile anticipare i movimenti dell'Eonia in uscita da questa crisi, giacché probabilmente neanche la BCE sa con certezza quale riduzione dell'eccesso di riserve riporterà l'Eonia verso la parte centrale del corridoio.

Non necessariamente l'inizio del drenaggio delle riserve in eccesso sarà associato a un aumento lineare dell'Eonia. Il comportamento del mercato negli ultimi anni sembra suggerire l'esistenza di effetti "soglia", per cui il tasso rimane insensibile al livello delle riserve in eccesso e schiacciato

sul pavimento del corridoio se queste superano un livello abbastanza ampio, che pare ora collocarsi intorno ai 50-60 miliardi di euro. Tale livello dipende essenzialmente dalla capacità del mercato interbancario di ridistribuire le riserve in eccesso, che è stata parzialmente compromessa dalla crisi finanziaria; in situazioni di minore e maggiore stress potrebbe perciò risultare rispettivamente più basso e più alto di quanto appare oggi nei dati, e non si può considerarlo stabile nel tempo. L'implicazione è che il drenaggio delle riserve in eccesso da parte della BCE potrebbe incidere inizialmente molto poco sul livello dei tassi interbancari più corti, e che l'Eonia dovrebbe iniziare a salire verso il centro del corridoio soltanto quando la BCE avrà ricondotto l'eccesso di riserve a meno della metà rispetto al livello odierno. Sotto tale soglia, però, l'assestamento potrebbe essere più rapido di quanto scontato oggi e presumibilmente dovrà essere saggiato con cautela dalla BCE per evitare eccessiva volatilità del tasso o/n.

Eccesso di riserve ed Eonia dal 2007



Corridoio = tasso di rifinanziamento marginale – tasso sui depositi. (A) stato "normale"; (B) le riserve alte schiacciano l'Eonia sul pavimento del corridoio, eccetto che alla fine del periodo di riserva. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Se valesse il regime post-crisi dovrebbe quindi aversi una riduzione dell'eccesso di liquidità a meno della metà rispetto ai livelli attuali prima che l'Eonia torni nella parte centrale del corridoio. Se così fosse, significherebbe che poche banche hanno bisogno di sovrafinanziarsi in BCE per compensare problemi di accesso al mercato. Se la BCE riscontrasse che il sistema non ha più bisogno di un eccesso strutturale di liquidità per funzionare, potrebbe ripristinare il meccanismo d'asta standard su tutte le operazioni a partire dal decimo periodo di riserva. Il mercato sembra ancora molto scettico su questo punto: il mese Eonia implicito nella curva risulta stabilmente sotto l'1% ben oltre il mese di ottobre.

Sebbene Trichet abbia reiterato, anche nella conferenza stampa, che la decisione sulle misure non convenzionali è indipendente dalla decisione sui tassi ufficiali, **ci sembra improbabile che la BCE possa intervenire sui tassi di policy prima che l'Eonia torni a scambiare stabilmente intorno al refi. Diventa più probabile che il ciclo di rialzi possa prendere avvio a marzo, piuttosto che dicembre. Le previsioni dello staff BCE non mettono nessuna urgenza al Consiglio.** Le stime d'inflazione per l'anno in corso sono state riviste marginalmente al ribasso all'1,2% da un precedente 1,3%. L'intervallo per le previsioni di crescita è stato ristretto, ma la stima centrale rimane a 0,8%. Le previsioni di crescita per il 2011 sono state riviste al rialzo all'1,5% da un precedente 1,4%, dato un quadro globale più favorevole, mentre la stima d'inflazione rimane invariata all'1,5%. Una crescita nominale implicita nelle stime BCE del 2,0% nel 2010 e di circa 2,9% nel 2011, giustifica un moderato rialzo dei tassi ufficiali nel corso del prossimo anno.

Quando il punto d'inizio del ciclo di rialzo?

Proiezioni macroeconomiche BCE vis-a-vis Consensus e Intesa Sanpaolo

Data previsione	Anno	BCE		Consensus		Intesa Sanpaolo	
		IPCA	PIL	IPCA	PIL	IPCA	PIL
dic-09	2009	0,3	-4,1/-3,9	0,3	-4,0	0,3	-4,0
set-09	2010	0,8/ 1,6	-0,5 / 0,9	1,2	1,0	1,6	0,8
dic-09	2010	0,9/1,7	0,1/1,5	1,2	1,3	1,4	1,0
mar-10	2010	0,8/1,6↓	0,4/1,2	1,1	1,1	1,3	1,0
dic-09	2011	0,8/2,0	0,2/2,2	1,5	1,6*	1,5	1,3
mar-10	2011	0,9/2,1	0,5/2,5 ↑	1,4	1,5	1,5	1,3

Fonte: BCE, Consensus Forecast e Intesa Sanpaolo. *Consensus: previsioni 2011 riferite a gennaio 2010

Lo scenario macro supporta un moderato ciclo di rialzi da inizio 2011

Piccoli squilibri crescono. Vizi privati di un'unione (solo) monetaria

La crisi greca ha sollevato l'attenzione sul rischio di insolvenza di altri Paesi membri, che hanno visto un netto deterioramento dei conti pubblici dopo una fase di eccessivo indebitamento privato. Un'analisi più approfondita mostra che, focalizzarsi esclusivamente sui saldi di finanza pubblica può fornire una valutazione fuorviante e tardiva di quanto a rischio sia un Paese. Un indicatore composito che considera sia l'equilibrio esterno, sia la leva finanziaria domestica offre un quadro più tempestivo dell'accumularsi di fragilità finanziarie. L'indicatore per il 2009 valuta una maggiore rischiosità per Irlanda e Grecia, mentre i Paesi più solidi risultano Germania e Austria. L'Italia è tra i Paesi a medio rischio. L'indicatore appare affidabile in quanto già nel 2007 individuava i quattro paesi più instabili: Portogallo, Irlanda, Grecia e Spagna.

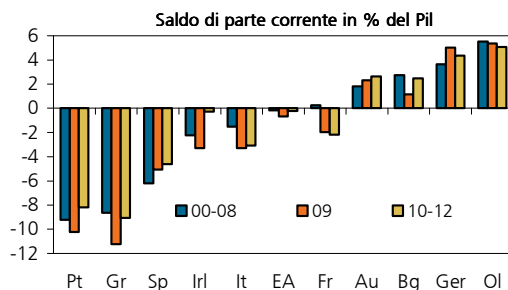
Anna Maria Grimaldi
Paolo Mameli

La crisi ha innescato un processo di correzione degli squilibri interni all'Unione Monetaria

Il caso Grecia è il primo test sulla capacità dell'Unione Monetaria di gestire una possibile crisi di insolvenza di un Paese membro. Come è noto, **l'impianto di Maastricht aveva deliberatamente ignorato il problema** per concentrarsi interamente sui meccanismi di prevenzione; introducendo sanzioni così pesanti da non essere credibili in caso di inadempienza e sancendo l'irrevocabilità dell'ingresso nell'Unione Monetaria, gli estensori del Trattato volevano sottolineare l'importanza della disciplina preventiva e dei meccanismi comunitari di sorveglianza. In pratica, però, verso la metà dell'ultimo decennio gli interessi contingenti di Francia, Germania e Italia hanno prodotto un indebolimento del meccanismo di sorveglianza, promuovendo, nel momento meno propizio per l'Unione, un'interpretazione flessibile del Patto di Stabilità. In particolare, la flessibilità ha toccato i criteri numerici su deficit e debito e inficiato il principio che nel medio termine il saldo fiscale dovrebbe essere in pareggio. Ciò ha creato l'habitat ideale per lo scandalo dei conti pubblici greci venuto a galla lo scorso anno.

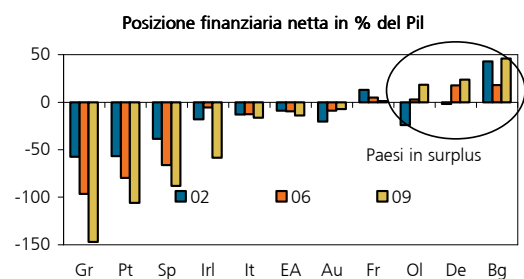
Un secondo problema emerso come effetto della crisi finanziaria del 2007-09, e che sarà affrontato per primo, è che **focalizzarsi esclusivamente su parametri di finanza pubblica rischia di fornire un quadro parziale e tardivo sui rischi di insolvenza** di uno Stato Membro. Il fatto che il Trattato di Maastricht si concentrasse unicamente sul controllo di deficit e debito pubblico, nella presunzione che gli squilibri esterni (spesso alimentati da un eccessivo indebitamento del settore privato) non avessero rilievo all'interno di un'unione monetaria, si è dimostrata ex post una scelta non lungimirante, poiché l'eccesso di debito privato tende a tramutarsi velocemente in eccesso di debito pubblico con l'attuazione di politiche anticicliche e di stabilizzazione finanziaria.

Nell'ultimo decennio è cresciuto il divario tra Paesi del centro e Paesi periferici...



Fonte: Banche Centrali Nazionali Conti Finanziari trimestrali. Nota: ultimo dato settembre 2009. Nel caso dell'Irlanda i dati sono annuali dall'Ufficio Nazionale di Statistica e relativi al 2008

... che hanno subito un pesantissimo deterioramento della posizione finanziaria netta



Fonte: Banche Centrali Nazionali Conti Finanziari trimestrali. Nota: ultimo dato settembre 2009. Nel caso dell'Irlanda i dati sono annuali dall'Ufficio Nazionale di Statistica e relativi al 2008

In sostanza, **nel primo decennio di vita della zona euro si sono accumulati pesanti squilibri interni come riflesso della dinamica dei saldi di parte corrente**. Per tutto il primo decennio di vita dell'Eurozona, i **Paesi periferici** hanno accumulato deficit di bilancia commerciale (per effetto di

eccessi di domanda rispetto all'offerta, o di investimenti e spesa pubblica rispetto al risparmio) via via crescenti, e di portata spesso significativa, divenendo in sostanza importatori netti di capitali. Ciò è stato possibile grazie all'aumento dell'indebitamento, a sua volta favorito dal calo dei tassi di interesse conseguente all'ingresso nella zona euro, che ha consentito ritmi di crescita assai più sostenuti rispetto alla media dell'Eurozona. Dall'altra parte, i **Paesi del centro** (Germania, Belgio e Olanda) hanno accumulato un crescente surplus di parte corrente, dal momento che la crescita è stata alimentata più dalle esportazioni che dalla domanda interna, divenendo viceversa esportatori netti di capitale.

In particolare, in Germania i consumi privati sono stati frenati da un doloroso processo di abbattimento del costo del lavoro, che era e rimane più elevato che nella media UE, e da un'elevata componente di risparmio precauzionale⁵. Per effetto della crescita squilibrata degli ultimi anni, i Paesi periferici sono divenuti importatori netti di capitali, che si sono riversati in particolare sul settore immobiliare (ma in Irlanda anche sul settore finanziario, favorito da una legislazione fiscale particolarmente favorevole), mentre i Paesi in surplus sono divenuti esportatori netti di capitali.

Non vi sono ragioni perché un Paese non possa avere un deficit di parte corrente, dal momento che è razionale che il risparmio fluisca dove la remunerazione del capitale è più elevata. Tuttavia, un deficit cronico di parte corrente alla lunga può causare un problema di rifinanziamento del debito estero, un drenaggio di crescita (per il flusso di interessi e dividendi pagati a non residenti) e se il Paese è grande e il debito verso l'estero è coperto per lo più da capitali liquidi possono generarsi rischi globali. All'interno di un'unione monetaria temporanei squilibri di parte corrente possono essere ritenuti fisiologici, in quanto riflesso di un processo di convergenza; squilibri prolungati alla lunga non creano problemi di rifinanziamento del debito diversi da quelli posti da un qualsiasi debitore pubblico o privato appartenente all'Unione Monetaria; tuttavia, frenano il reddito nazionale e possono alla lunga generare problemi di insostenibilità del debito estero come per paesi che dispongono di autonomia monetaria.

Perché i parametri di politica fiscale non sono sufficienti a identificare il rischio di insolvenza?

Il *framework* di Maastricht ha sempre posto l'enfasi sugli squilibri di finanza pubblica, ma non su un'altra serie di parametri che sono indicativi della solidità relativa di un paese. La crisi greca è stata effettivamente generata da indisciplina fiscale, ma altri casi differiscono sensibilmente. Fino al 2006, Spagna e Irlanda erano inclusi tra i paesi virtuosi, dal momento che presentavano un basso debito pubblico ed un surplus di bilancio. La crisi in questi Paesi è stata generata dall'accumulo di un indebitamento insostenibile nel settore privato, visibile nelle statistiche sui flussi di fondi e riflesso in un cronico e impressionante deficit nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti. Poiché non si è mai posta sufficiente enfasi sulla posizione verso l'estero e sul grado di indebitamento del settore privato nei singoli Paesi, **si è iniziato a intervenire con misure correttive soltanto quando la crisi debitoria privata si è tramutata in crisi fiscale**, evoluzione peraltro troppo rapida per essere intercettata dal meccanismo di sorveglianza del Patto di Stabilità e crescita. Il risultato è che le misure correttive diventano pro-cicliche, imponendo severe politiche fiscali restrittive in fase di recessione.

Mentre nel caso dei paesi emergenti vi sono una serie di episodi di crisi che consentono di testare se uno o più indicatori diano un *early warning* sulla probabilità di default (o di crisi di liquidità) di un paese, nel caso dell'area euro questo è il primo vero caso di rischio di insolvenza. È quindi difficile indicare se uno o più parametri addizionali rispetto ai saldi di finanza pubblica consentano di catturare più tempestivamente il rischio-paese. Tuttavia, è possibile fare una valutazione dei singoli Paesi sulla base di più indicatori che nella letteratura sono riconosciuti come importanti nell'identificazione del rischio potenziale di insolvenza.

⁵ Si veda Deutsche Bundesbank Bollettino di settembre 2007, pagina 51.

Un indicatore composito che tiene conto di 10 parametri...

Manasse, Roubini e Schimmelpfening⁶ hanno valutato il ruolo dei fondamentali nella determinazione ed identificazione di episodi di crisi di debito sovrano negli anni '90. La loro analisi riguarda per lo più Paesi emergenti non appartenenti a unioni monetarie, ma è comunque un utile punto di partenza. Nel determinare il rischio sovrano di insolvenza contano, oltre ad indicatori di finanza pubblica: il saldo di parte corrente, il debito estero e il grado di copertura del debito pubblico detenuto all'estero tramite le entrate.

Dal momento che quello attuale è l'unico episodio di crisi all'interno dell'Unione Monetaria, non è possibile cercare di costruire un indicatore anticipatore. Tuttavia è possibile costruire **un indicatore di rischio relativo che individui la posizione di ogni Paese sulla base di una serie di parametri**. Tra gli indicatori (di natura sia statica che dinamica) includiamo:

- 1) **la posizione finanziaria netta in % del PIL** (differenza tra attività e passività finanziarie di un'economia), che per definizione ha come contropartita un saldo opposto da parte del resto del mondo;
- 2) **il saldo di parte corrente (in % del PIL) atteso in media in previsione nei due anni successivi a quello di riferimento**, che fornisce indicazioni sul processo di aggiustamento domestico in relazione ad una eventuale correzione dinamica della posizione finanziaria netta;
- 3), 4), 5) **indebitamento del settore privato e cioè passività lorde (in % del PIL) distinte per famiglie, imprese non finanziarie e imprese finanziarie**; infatti, se anche la posizione netta fosse bilanciata, un elevato indebitamento può ugualmente scatenare una crisi, specie nel caso di bassa credibilità del debitore o mismatch di scadenze fra attivo e passivo (il livello assoluto delle passività, per quanto siano coperte da attività, conta);
- 6) **la percentuale di debito pubblico detenuto all'estero coperto dalle entrate fiscali** come indicatore del drenaggio di risorse verso l'estero e delle capacità, attraverso il gettito fiscale, di far fronte ad eventuali fughe di capitali esteri;
- 7) **la percentuale di passività verso l'estero coperte da investimenti diretti**, dal momento che quanto più liquide sono le passività tanto maggiore è il rischio che queste possano essere ritirate, mentre rimpatriare investimenti diretti è più costoso e richiede più tempo;
- 8) **correzione del saldo primario necessaria a stabilizzare il debito al 60% nel 2060 data la posizione iniziale di bilancio** (secondo le stime della Commissione Europea);
- 9) **correzione del saldo primario necessaria a correggere l'impatto sul debito delle dinamiche demografiche**;
- 10) **livello dell'anno (di riferimento) in corso del livello del debito/PIL (stimato nei programmi di stabilità di gennaio)**, come indicatore delle eventuali pressioni di rifinanziamento del debito e di sensibilità agli aumenti dei tassi di interesse.

Abbiamo costruito l'indicatore per il 2009 e per il 2007. Per gli indicatori 8) e 9) utilizziamo il rapporto 2009 della Commissione UE sulla sostenibilità di finanza pubblica e il rapporto 2007 della Commissione UE sulla Finanza Pubblica. Quella indicata sul saldo primario è la correzione cumulata necessaria al 2060 (tenendo conto solo della posizione iniziale di bilancio o della posizione iniziale di bilancio e delle proiezioni sull'incremento di spesa legata all'età in relazione alle dinamiche demografiche). I Paesi analizzati sono Germania, Francia, Italia, Spagna, Austria, Belgio, Olanda, Grecia, Irlanda e Portogallo.

⁶ P. Manasse, N. Roubini, A. Schimmelpfening IMF working paper WP/03/221 *Predicting Sovereign Debt Crisis*. Si veda anche Roubini (2002), Hemming e Petrie (2002).

Va riconosciuto che l'insieme di indicatori trascura alcuni fattori potenzialmente importanti (tra i tanti, la quota di debito a breve termine sul totale, la solidità patrimoniale del sistema bancario). Inoltre, lo stesso livello di correzione fiscale può o meno essere conseguibile in base al contesto istituzionale, aspetto che qui non viene valutato. Siamo anche convinti che la disponibilità di un indice composito non esime da un attento esame delle condizioni di stabilità almeno a livello di macrosettori, per le ragioni già anticipate. Ma, come prima approssimazione, ci pare possa già aiutare a cogliere, con maggiore completezza rispetto ai soli indicatori fiscali, il grado di stabilità finanziaria dei paesi membri della zona euro.

Per costruire l'indicatore assegniamo un punteggio relativo da uno a dieci a ciascun Paese (quanto più positivo è il valore del parametro considerato, tanto più basso è il punteggio). In questa prima rudimentale versione dell'indicatore, dunque, non si tiene conto del valore dei singoli parametri di rischio, ma soltanto dell'ordinamento⁷. Nel caso della correzione del saldo primario, quanto più ampia è la correzione tanto maggiore sarà il punteggio. Sommiamo quindi per ogni paese il punteggio relativo per i 10 indicatori, senza ponderazione, e otteniamo un indicatore composito di rischio relativo. Il punteggio va da 10 a 100. Il Paese che ottiene il punteggio più elevato è quello più a rischio rispetto agli altri (con un rischio massimo di 100). L'indicatore non consente, quindi, una valutazione assoluta di rischio.

Passando in rassegna i vari indicatori (oltre a quelli già esaminati della posizione finanziaria netta e del saldo di parte corrente), si nota innanzitutto la **forte crescita delle passività** registrata negli ultimi anni in tutti i Paesi (non solo in quelli periferici ma anche in Belgio, Olanda, Francia). L'Irlanda è penalizzata dalle dimensioni abnormi raggiunte dal sistema finanziario in rapporto al PIL. Da notare che i Paesi con il maggior indebitamento di famiglie e imprese sono, contrariamente al senso comune, rispettivamente Olanda e Belgio, dove tuttavia le passività sono compensate da adeguati attivi che rendono la posizione finanziaria di questi Paesi relativamente virtuosa. Prescindendo dai Paesi oggi sotto tiro sui mercati finanziari, da notare il livello elevato dell'indebitamento delle imprese in Francia e il livello assai modesto del debito delle famiglie in Italia.

Per quanto riguarda i parametri di **finanza pubblica**, Grecia e Italia sono penalizzate dall'alto livello di partenza del debito, ma mentre l'Italia è il Paese che necessita della minore correzione fiscale necessaria a stabilizzare il debito (che si tenga o meno conto delle dinamiche demografiche), la Grecia (assieme a Irlanda e Spagna, che tuttavia partono da bassi livelli del debito) risulta assai penalizzata anche da questo punto di vista. Da notare che la rischiosità complessiva della Francia non appare inferiore a quella dell'Italia, in quanto, il più basso debito pubblico e la migliore posizione finanziaria netta verso l'estero sono compensati da più alti livelli di indebitamento privato e dalla maggiore distanza dall'equilibrio fiscale.

Infine, gli indicatori sul **debito estero** confermano la fragilità della Grecia, che è (di gran lunga) il Paese con la più alta percentuale di debito estero in rapporto alle entrate fiscali, nonché, subito dopo l'Irlanda, il Paese dove il debito estero è coperto per la maggior parte da strumenti finanziari piuttosto che da investimenti diretti.

⁷ Una seconda versione dell'indicatore sintetico utilizza il coefficiente di variazione dei singoli indicatori. I risultati non differiscono in modo sostanziale da quelli ottenuti con la metodologia più semplice.

Scenario Macroeconomico

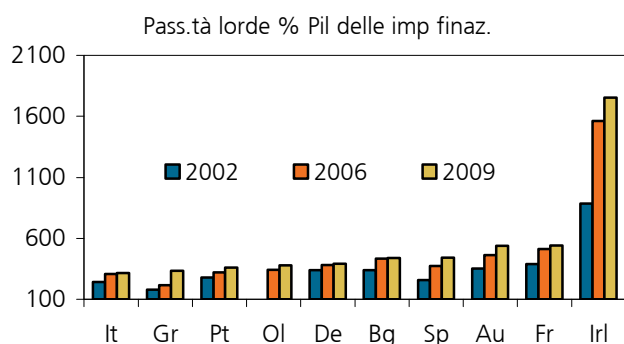
Marzo 2010

I 10 indicatori utilizzati per costruire l'indicatore composito di rischio per i Paesi dell'area euro (2009)

	Saldo delle partite correnti (media 2010-12)	Posizione finanziaria netta 2009	Passività lorde imprese finanziarie	Passività lorde famiglie	Passività lorde imprese	% Passività verso estero coperte da FDI	Var. saldo primario necessaria a stabilizzare il debito	Var. saldo primario necessaria a correggere l'impatto demografia	Debito estero/ entrate fiscali	Debito in % del PIL
Au	2,6	-7,3	540,2	54,3	211,3	24,8	1,6	3,1	115,7	70,2
Bg	2,5	46,0	439,0	39,1	389,2	33,3	0,6	4,8	173,5	100,6
Fr	-2,2	1,0	542,8	65,8	342,6	15,7	0,9	3,3	97,1	83,2
Ger	4,4	24,0	393,1	63,4	166,3	16,1	3,8	1,8	115,5	76,5
Gr	-9,1	-147,1	335,9	82,3	152,5	8,0	2,6	11,5	318,0	120,4
Irl	-0,3	-58,5	1753,5	113,3	344,2	5,3	8,3	6,7	130,8	77,9
It	-3,1	-16,2	317,9	48,6	217,1	11,1	-0,1	1,5	153,3	116,9
Ol	5,1	18,5	379,5	148,4	277,7	17,7	1,9	5,0	132,1	67,2
Sp	-4,6	-88,0	442,0	89,9	346,8	20,4	6,1	5,7	98,3	65,9
Pt	-8,2	-105,9	361,5	108,1	269,5	16,2	3,7	1,9	194,7	86,0

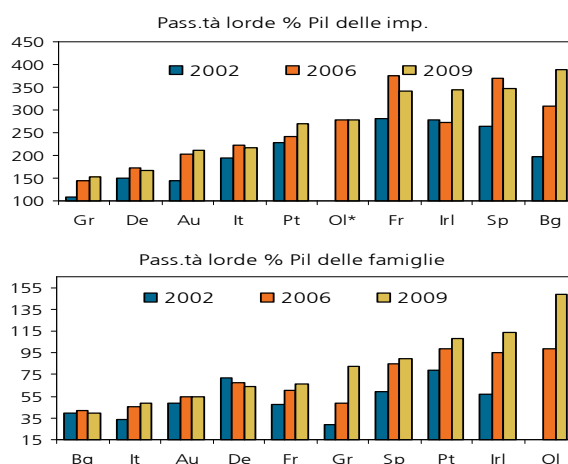
Fonte: Eurostat, BCE; Banche Centrali Nazionali, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'aumento esponenziale delle passività del settore finanziario è stato il principale problema dell'Irlanda



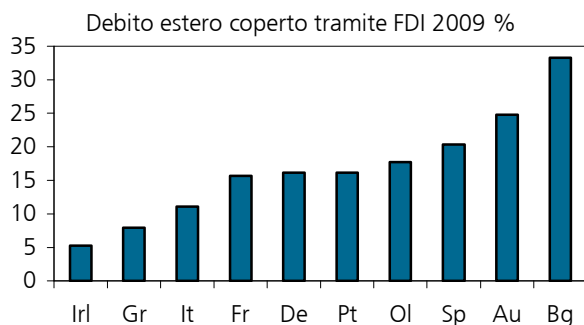
Fonte: Banche Centrali Nazionali, Conti Finanziari trimestrali. Nota: ultimo dato settembre 2009. Nel caso dell'Irlanda i dati sono annuali dall'Ufficio Nazionale di Statistica e relativi al 2008

Fortemente aumento delle passività delle imprese in Belgio e Spagna e delle famiglie in Portogallo e Olanda



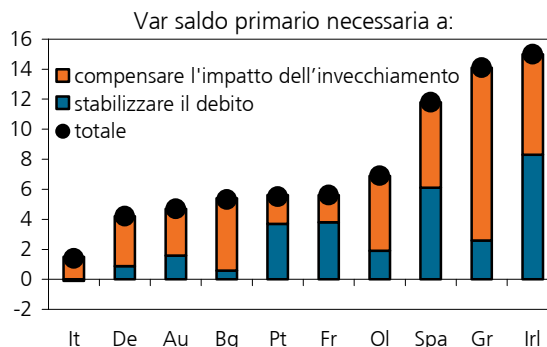
Fonte: Banche Centrali Nazionali Conti Finanziari, trimestrali. *Per l'Olanda le passività delle imprese non finanziarie si riferiscono ai soli prestiti 2009, le passività delle famiglie non sono disponibili prima del 2006

Irlanda, Grecia e Italia hanno una bassa copertura del debito estero tramite investimenti diretti



Fonte: Banche Centrali Nazionali

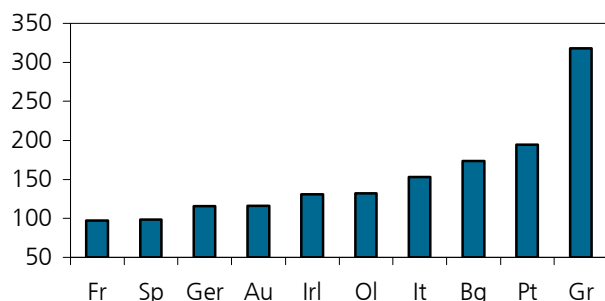
Irlanda, Grecia e Spagna devono sopportare correzioni del saldo primario socialmente insostenibili



Fonte: BCE bollettino di dicembre 2009

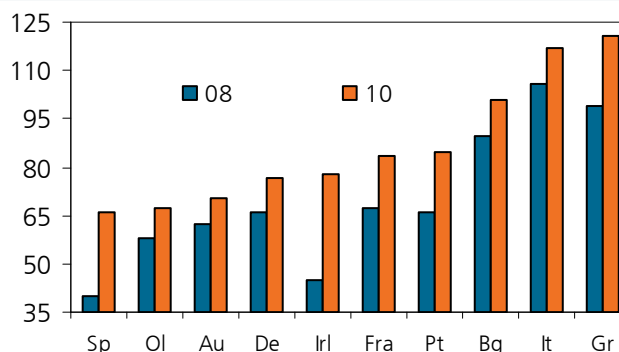
Il debito pubblico detenuto all'estero drena risorse in modo massiccio in Grecia, Portogallo, Belgio e Italia

Debito detenuto all'estero in % entrate totali



Fonte: Ministeri delle Finanze e Programmi di Stabilità gennaio 2010

La Spagna parte da un livello di debito ancora basso



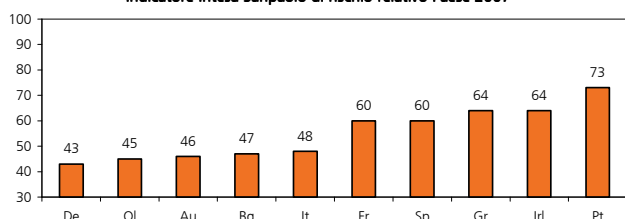
Fonte: Programmi di Stabilità gennaio 2010

... produce risultati non banali circa la gradazione dei rischi all'interno dell'area

L'indicatore relativo al 2009 colloca nella fascia di minimo rischio la **Germania** e l'**Austria**, ambedue paesi con rating AAA, e questo risultato non sorprende particolarmente. Tuttavia, altri risultati non sono esattamente allineati al senso comune o all'attuale percezione di mercato: emerge che **l'Irlanda è marginalmente più a rischio della Grecia**, mentre **il Portogallo fa marginalmente peggio della Spagna**⁸. Contrariamente a quanto si evincerebbe sulla base dei soli indicatori di finanza pubblica, **l'Italia è tra i Paesi virtuosi** di seconda fascia, realizzando un punteggio peggiore soltanto di Germania e Austria, ma sostanzialmente identico a Belgio e Olanda. **La Francia** è in una posizione un po' più debole di Belgio, Italia e Olanda. Il motivo per cui l'Irlanda fa peggio anche della Grecia è che ha accumulato passività non consolidate del settore finanziario per oltre venti volte il PIL.

Nel 2007 l'indicatore individuava i quattro paesi più a rischio

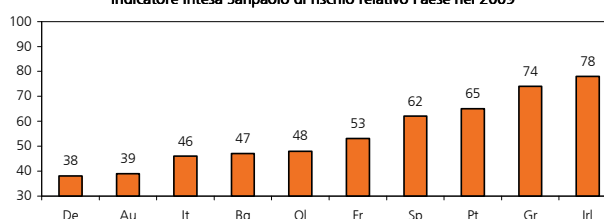
Indicatore Intesa Sanpaolo di rischio relativo Paese 2007



Fonte: Eurostat, BCE; Banche Centrali Nazionali, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo
* I dati per la Grecia per i parametri di finanza pubblica 2007 sono quelli noti all'epoca

Nel 2009, l'Italia è sul podio, mentre l'Irlanda è al peggior posto anche dopo la Grecia

Indicatore Intesa Sanpaolo di rischio relativo Paese nel 2009



Fonte: Eurostat, BCE; Banche Centrali Nazionali, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'indicatore calcolato sulla base dei dati 2007 suggerisce che il nostro approccio, per quanto ancora rudimentale, è abbastanza affidabile. Già in epoca pre-crisi, quando Spagna e Irlanda vantavano una posizione di finanza pubblica ritenuta esemplare, l'indicatore individuava correttamente i quattro Paesi oggi nell'occhio del ciclone come i più a rischio. Nel 2007, il Portogallo risultava più a rischio di Irlanda e Grecia. La posizione della Grecia nel 2007 è falsata dai dati di finanza pubblica, che successivamente sono stati oggetto di ampie revisioni peggiorative. Già nel 2007, l'Italia, nonostante la peggiore posizione degli indicatori di finanza pubblica, risultava tra i Paesi a basso-medio rischio.

⁸ La versione dell'indicatore che tiene conto dell'entità degli scostamenti dalla media attribuisce invece una maggiore rischiosità alla Grecia e colloca la Francia su livelli di rischio inferiori all'Italia.

Una metodologia leggermente più raffinata consiste nel costruire un **indicatore "normalizzato"** ovvero che tenga conto non solo del ranking tra Paesi ma anche del valore assoluto degli indicatori ovvero di quanto sui singoli indicatori i diversi Paesi si discostano dalla media. A tal fine abbiamo calcolato, per ogni Paese, di quante deviazioni standard il valore dell'indicatore per quel Paese si discosta rispetto alla media dei Paesi considerati (verso l'alto o verso il basso a seconda che il comportamento "virtuoso" per il parametro considerato consista in un valore al di sopra o al di sotto della media). Abbiamo poi calcolato per ogni Paese la media dei 10 indicatori considerati, che esprime di quante deviazioni standard ogni Paese si discosta rispetto alla media sull'indicatore "medio". Ne emerge che **il Paese più vulnerabile è la Grecia**, che si discosta (in senso "non virtuoso") dalla media per 0,89 deviazioni standard, e un valore vicino (0,82) si registra per l'Irlanda. **I Paesi a rischio sono non a caso Portogallo, Irlanda, Grecia e Spagna, mentre i Paesi virtuosi sono tutti gli altri** (spicca la posizione d'eccellenza di Austria e Germania). **Francia e Italia sono Paesi "virtuosi", ma con le carte meno in regole rispetto ai Paesi core**. Rispetto all'indicatore non standardizzato, migliora assai la posizione della Francia, che non risulta più a ridosso dei Paesi periferici.

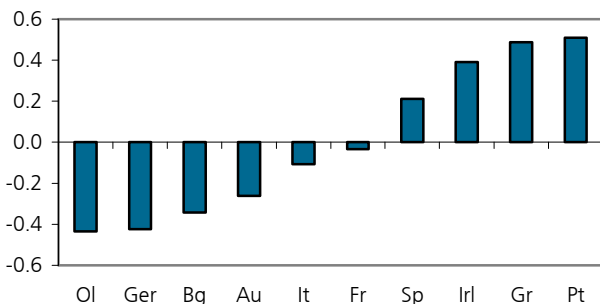
I **vantaggi dell'indicatore "normalizzato"** sono due: 1) l'indicatore separa nettamente i Paesi in due gruppi: i Paesi "virtuosi" (quelli con un segno negativo) e i Paesi "a rischio" (quelli con segno positivo); 2) è possibile calcolare per ogni Paese il contributo di ogni singolo indicatore al valore assunto dall'indicatore composito; ad esempio, per l'Irlanda un terzo del "punteggio" complessivo è dovuto al valore assai elevato assunto dal debito delle imprese finanziarie; in tal modo si può anche calcolare come cambierebbe il ranking di un Paese in caso di correzione (ovvero di allineamento alla media) su uno dei 10 indicatori (ad esempio nel caso dell'Irlanda se il debito delle società finanziarie si allineasse alla media il punteggio calerebbe da 0,82 a 0,54; l'Irlanda resterebbe il secondo Paese più a rischio, ma assai più distante dalla Grecia).

Anche in questo caso, per testare la validità dell'indicatore come indice anticipatore di crisi, abbiamo calcolato i valori dell'indicatore "normalizzato" nel 2007. Emerge innanzitutto una minore dispersione, il che segnala che **gli squilibri sono aumentati negli ultimi tre anni**. Anche secondo l'indicatore normalizzato il Paese più a rischio era il Portogallo, ma si riduce assai la distanza con la Grecia. **Verosimilmente, considerando i dati sulla finanza pubblica rivisti e non quelli (assai più favorevoli) allora noti, la Grecia sarebbe risultata probabilmente già nel 2007 il Paese più vulnerabile** a possibili crisi. Rispetto al 2009, peggiorerebbe la posizione dell'Austria (il Paese più virtuoso sarebbe risultato l'Olanda). Francia e Italia si confermano nella fascia centrale.

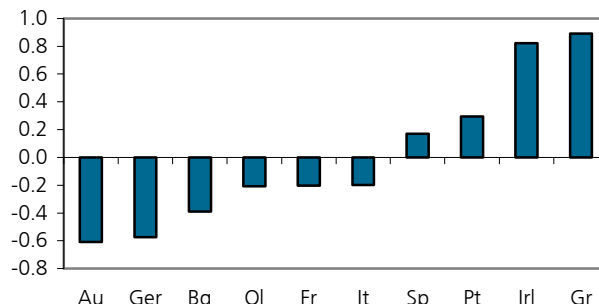
L'indicatore normalizzato già nel 2007 isolava in maniera ancor più chiara i quattro Paesi più vulnerabili a possibili crisi.

In base all'indice normalizzato la Grecia è il Paese più a rischio, subito seguita dall'Irlanda. Più a distanza i Paesi iberici.

ISP indicator normalizzato, 2007



ISP indicator normalizzato, 2009



Fonte: Eurostat, BCE; banche Centrali Nazionali, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

* I dati per la Grecia per i parametri di finanza pubblica 2007 sono quelli noti all'epoca.

Fonte: Eurostat, BCE; banche Centrali Nazionali, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Quale lezione può trarsi? Rafforzare i meccanismi di monitoraggio degli squilibri finanziari interni all'area, e non soltanto dei saldi fiscali

La lezione forse più importante dell'attuale crisi sta nell'averci insegnato che **focalizzarsi unicamente sulla sostenibilità dei conti pubblici coglie solo una parte dei problemi**, in quanto un sentiero crescente e insostenibile del debito privato finisce prima o poi per nuocere alla stessa sostenibilità dei conti pubblici, e spesso dinamiche debitorie insostenibili si riflettono in squilibri dei conti con l'estero. Le proposte di rafforzare il meccanismo sanzionatorio contro l'indisciplina fiscale, per quanto comprensibili, rischierebbero perciò di non risolvere il problema. L'approccio più promettente è quello di rafforzare i meccanismi preventivi di monitoraggio dei saldi finanziari, inclusi quelli fiscali, spingendo ad utilizzare con maggiore flessibilità e in modo anticiclico politica fiscale e regolamentazione. Ciò implica innanzi tutto una maggiore attenzione per i saldi strutturali di bilancio, al fine di favorire la disciplina fiscale nelle fasi di crescita più forte. La dichiarazione dell'Eurogruppo diffusa il 25 marzo sembra finalmente riconoscere questa necessità, quando si afferma che *"per il futuro, la sorveglianza dei rischi economici e fiscali e gli strumenti per la loro prevenzione, inclusa la Procedura contro i Disavanzi Eccessivi, dovranno essere rafforzati"*.

Inoltre, dovrebbe essere rispolverato il principio del coordinamento delle politiche economiche, già previsto dall'articolo 121 (ex art. 99) del Trattato sull'Unione Europea ma ignorato perché non prevede nessun meccanismo formale di controllo del rispetto degli indirizzi di massima. In effetti, la correzione dei "vizi" dei Paesi periferici o in debito richiede cooperazione anche da parte dei Paesi virtuosi o in surplus. Se i Paesi periferici dovranno favorire una maggiore competitività, attraverso una svalutazione operata mediante prezzi e costi, viceversa i Paesi *core* dovranno perseguire una maggiore crescita dei redditi e della domanda interna (anche al prezzo di una parziale perdita di competitività) per compensare gli effetti congiunturali negativi del rallentamento di domanda nei paesi periferici. Anche su questo fronte qualcosa si muove, e i capi di governo hanno ora dichiarato di impegnarsi *"a promuovere un forte coordinamento delle politiche economiche in Europa"*.

Germania: cosa resterà del tesoro dei Nibelunghi?

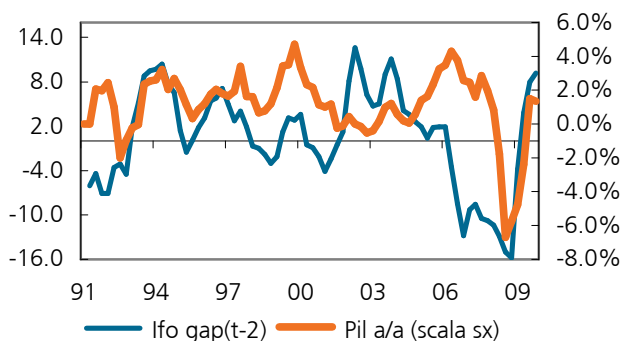
In Germania il rapporto deficit PIL è peggiorato ben meno che nel resto dell'area euro. Ma il virtuosismo tedesco nasconde profondi problemi interni. La maggiore flessibilità è stata e continua ad essere garantita in larga misura tramite la deflazione salariale. Il Paese ha continuato a risparmiare aggressivamente canalizzando risorse all'estero e diventando sempre più dipendente dalla domanda estera. Gli altri paesi membri dell'area euro rimangono il principale partner commerciale della Germania e non potranno sostenere il motore tedesco dovendo sopportare una severa correzione fiscale.

Anna Maria Grimaldi

Dopo la contrazione del 4,9% ci aspettiamo una crescita dell'1,2% nel 2010 (1,4% corretta per gli effetti di calendario) e dell'1,3% nel 2011. Sulla media 2010 pesa negativamente la debolezza dei dati trimestrali a cavallo del nuovo anno. Le politiche fiscali ed in particolare gli incentivi auto hanno determinato una forte accelerazione in tutta l'area euro in estate e quindi una parziale correzione nei mesi finali dell'anno. La crescita tedesca non è stata risparmiata: il PIL è passato dal +0,7% t/t del 3° trimestre 2009 a una semi stagnazione (+0,1% t/t) a fine anno, per effetto non tanto del calo dei consumi privati, che già correggevano gli eccessi dovuti agli incentivi in estate, quanto piuttosto degli investimenti aziendali e pubblici. A fine anno lo sprint veniva ancora dall'export, sostenuto dal brillante recupero della domanda mondiale. Le prospettive per il 1° trimestre 2010 non sono particolarmente brillanti, dal momento che il clima eccezionalmente rigido ha pesato sul settore delle costruzioni e dei trasporti, penalizzando vendite e produzione. Dovrebbe trattarsi di un fenomeno temporaneo dato l'andamento degli indicatori di clima. L'indice Ifo è tornato in linea con la media di lungo termine. L'indice di sorpresa calcolato come differenza tra le attese ritardate di 3 mesi e la situazione corrente suggerisce un proseguimento della ripresa. Tuttavia, **una volta superate le secche di inizio anno, difficilmente si vedranno tassi di crescita simili a quelli dei mesi estivi, dal momento che va in parte scemando l'impulso della politica fiscale** in Germania e nel resto della zona euro (la migliore posizione di bilancio ha consentito alla Germania di adottare ancora misure di stimolo per l'anno in corso, pari ad un 2% del PIL).

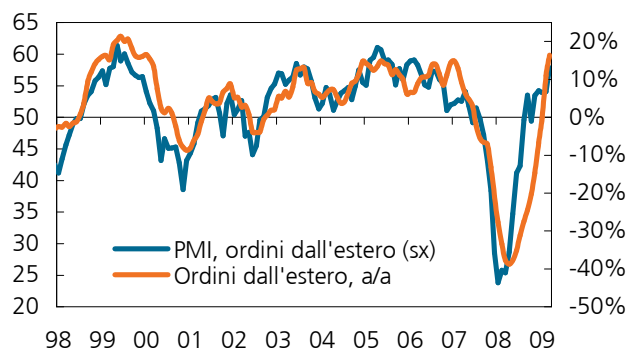
Manteniamo una opinione moderatamente positiva sulle prospettive cicliche in Germania per il biennio in corso

IFO : la ripresa fino a metà 2010



Fonte: FSO e IFO

Ancora ottime le prospettive per gli ordini dall'estero



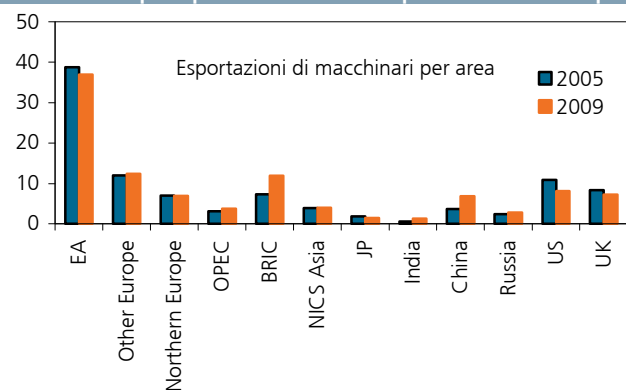
Fonte: Markit, FSO e previsioni Intesa Sanpaolo

Le sorti dell'economia tedesca dipendono ancora in modo cruciale dalla dinamica dell'export e in particolare dalla tenuta degli ordinativi di beni capitali. A inizio anno le prospettive per gli ordini tedeschi rimanevano più che brillanti, stando alle indicazioni dal PMI. È possibile quindi che il calo di export (-6,7% m/m) registrato a gennaio sia un fenomeno isolato ed in parte legato al clima. Ma per quanto l'economia mondiale ed in particolare l'Asia sia in ripresa è difficile immaginare che la crescita possa avanzare con la stessa intensità vista nella fase iniziale. Va oltretutto ricordato che, **per quanto l'Asia ed in particolare Cina e India stanno diventando partner commerciali progressivamente più importanti, l'area euro rimane il principale destinatario dell'export tedesco.** La Germania rimane fortemente specializzata nella produzione

Sorti della Germania ancora fortemente dipendenti dal resto del mondo ed in particolare dall'area euro

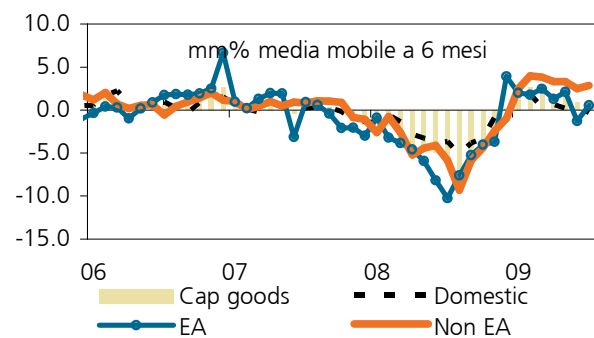
di beni capitali, che rappresentano il 40% dell'export totale. Le esportazioni di macchinari spiegavano ancora il 47% dell'export tedesco a fine 2009, rispetto al 53% del 2000. Le esportazioni di beni capitali verso il resto dell'area euro contano il 20% del totale esportato e per il 37% delle esportazioni di soli macchinari. La quota di export di macchinari verso i BRIC ed in particolare verso la Cina è cresciuta sensibilmente tra il 2005 e il 2009. La dinamica degli ordini di beni capitali suggerisce un'accelerazione più spiccata dai Paesi al di fuori dell'area euro che non all'interno, il che rende la ripresa tedesca meno vigorosa per intensità, ma forse più stabile in quanto la domanda nell'area euro di beni capitali potrebbe essere distorta dalla dinamica dell'industria automobilistica.

L'area euro rimane il principale partner commerciale della Germania e il principale destinatario di esportazioni di beni capitali



Fonte: Eurostat Detailed Trade Statistics Data base e IFO

Gli ordini di beni capitali dall'area euro crescevano meno di quelli dal resto del mondo, a gennaio di quest'anno



Fonte: Markit, FSO e previsioni Intesa Sanpaolo

È difficile immaginare che la domanda interna tedesca possa fare da motore di riserva nonostante lo stimolo di politica fiscale. Gli investimenti privati rimarranno frenati rispetto ai cicli precedenti dall'ampio livello di capacità inutilizzata. La posizione relativamente solida delle imprese tedesche e limitati fenomeni di razionamento al credito, come si evince dall'indagine della Bundesbank per la seconda metà del 2009, indicano che il vero ostacolo ad un recupero deciso della spesa in conto capitale è rappresentato dalla domanda. Solo nel 2011 si vedrà un aumento più deciso della spesa in macchinari (+1,2%). Gli investimenti in costruzioni continueranno a beneficiare dello stimolo fiscale (0,6% del PIL) per buona parte dell'anno. L'andamento degli ordini e permessi sia residenziali sia industriali fa sperare che il calo di produzione a cavallo del nuovo anno sia dovuto solo a fattori climatici. Del resto, la fiducia tra gli operatori del settore rimaneva ancora sostenuta a febbraio. In media nel 2010 stimiamo una crescita degli investimenti in costruzioni di 0,8%. Il magazzino dovrebbe offrire un contributo positivo alla crescita (0,2%), dopo il forte decumulo visti nel 2009. Ordini e produzione di beni intermedi risultavano in forte crescita a cavallo del nuovo anno. I consumi delle famiglie sono visti in rallentamento nel corso del 2010, in parte a correzione della spesa 2009 gonfiata dagli incentivi auto. L'accelerazione dell'inflazione peserà sui consumi reali. Il solo sostegno alla dinamica del reddito verrà dalle misure di politica fiscale. La dinamica dei salari contrattuali si contraeva di 0,6% m/m a dicembre. Sull'orizzonte di previsione è più che probabile che i lavoratori dovranno rinunciare ad aumenti salariali a fronte di una dinamica occupazionale meno avversa rispetto ai cicli precedenti. La crescita dei salari nominali è attesa in media all'1,25% nel 2010, dal 2,3% del 2009 e all'1,5% nel 2011. Su base oraria è ragionevole attendersi un rallentamento più forte, dal momento che le ore lavorate saranno incrementate in uscita dalla crisi. È più complicato fare una previsione sulla dinamica occupazionale.

Una caratteristica di questa recessione è stata l'eccezionale tenuta del mercato del lavoro anche tenendo conto dei programmi governativi a sostegno dell'occupazione a tempo parziale. Rispetto ai cicli precedenti, il manifatturiero ha espulso tra l'inizio del 2008 e il 3° trimestre del

La domanda interna non farà da motore di riserva

Il sentiero dell'occupazione è incerto

2009, 239 mila lavoratori (-3,1% a/a) a fronte di un calo della produzione di circa il 20%⁹. Le ore lavorate si sono ridotte molto di più che nei cicli precedenti: di circa un terzo, l'equivalente di 474 mila occupati o l'1,1% della forza lavoro. La riduzione dell'orario standard e il ricorso ai sussidi per il lavoro a tempo ridotto spiegano rispettivamente circa un quarto del calo del monte ore. La restante parte è imputabile per un buon 15% a un aumento del part-time ed un 15% dal calo degli straordinari. Una spiegazione dalla migliore tenuta dell'occupazione in questa crisi è che le imprese hanno mirato a preservare quella forza lavoro che ha richiesto programmi di inserimento specifici e strettamente legati all'attività dell'azienda e che sarebbe stato più costoso assumere una volta tornati alla normalità. Le riforme degli ultimi anni e il maggior ricorso ad accordi tra singola impresa e lavoratori con una maggiore flessibilità in termini di ore e salari negoziabili hanno contribuito a limitare l'espulsione di forza lavoro.

La tenuta dell'occupazione dipende in ogni caso dall'intensità della ripresa e dall'ipotesi di una crescita ordinata. Del resto, la decisione di mantenere forza lavoro, che ha richiesto un training specifico potrebbe essere rivista se la svolta ciclica dovesse tardare o perdere di intensità. L'aumento delle *insolvencies* a fine 2009 indica che, per quanto i lavoratori possano fare concessioni le imprese non sono in grado di operare nelle condizioni attuali. Tagli severi dell'occupazione non sembrano probabili. Ad oggi, non vi sono indicazioni in tal senso. Gli indici IFO e PMI suggeriscono una riduzione degli occupati a ritmi meno severi a inizio 2010. In media, è ragionevole assumere un calo dell'occupazione intorno all'1,0% quest'anno e dell'1,2% il prossimo. La disoccupazione è attesa salire ulteriormente dall'8,2% di gennaio 2010 al 10,4% nel 2011.

Con il recupero ciclico di produttività e ore lavorate il costo unitario del lavoro cadrà di circa il 2% dopo l'aumento del 5% del 2009, alimentando la crescita di margini e profitti.

Costo del lavoro in calo sull'orizzonte di previsione

Il saldo di finanza pubblica ha chiuso il 2009 al -3,2% del PIL da un saldo in pareggio nel 2008. Il debito è passato dal 65,9% del PIL al 72,5%. L'aumento incorpora efficacemente le misure adottate a sostegno del sistema finanziario e non incluse nel computo del deficit %. Il deterioramento dei saldi di finanza pubblica è stato meno drammatico di quello che ci si attendeva per effetto di una minor spesa per sussidi di disoccupazione; le misure a tempo parziale hanno difatti limitato l'aumento dei senza lavoro.

Conti pubblici ancora in peggioramento

Nel biennio in corso ci attendiamo un ulteriore peggioramento dei saldi di finanza pubblica. Nel corso del 2010 il deficit potrebbe superare il 5,7%. Il Programma di Stabilità di gennaio mostra un saldo al 5,5%, poco inferiore alle nostre stime. Il peggioramento del rapporto deficit/PIL è da imputarsi non solo alle misure di stimolo (2,0% varato dal precedente Governo ed uno 0,4-0,5% annunciato dalla nuova Coalizione), ma anche a fattori strutturali, tra cui rallentamento delle entrate. In particolare, ci si attende un netto peggioramento delle entrate sui profitti, per effetto del restringimento della base imponibile. Vanno aggiunte le minori entrate legate alla riduzione della tassazione, alle nuove regole sull'ammortamento nonché alla più ampia deducibilità dei contributi sociali. Sul fronte della spesa sono attesi aumenti più contenuti che nel 2009, dal momento che i maggiori esborsi per i bonus famiglia e spesa pensionistica saranno in parte compensati dal venir meno della spesa per incentivi. Il debito è atteso toccare il 78% del PIL a fine 2010 alimentato dall'impatto delle misure discrezionali. Nel Programma di Stabilità, il rapporto debito/PIL è dato al 76,5%.

Il Programma di Stabilità di gennaio scorso proietta un calo del rapporto deficit/PIL in calo di un punto all'anno, fino al 3% nel 2013, come richiesto dalla Commissione. Le previsioni non

⁹ Gli effetti sull'occupazione rimangono sorprendentemente contenuti, anche se si tiene conto della riduzione di 160 mila occupati a tempo parziale.

incorporano eventuali tagli fiscali annunciati dal Governo a novembre scorso. I risultati delle elezioni regionali e la perdita di consenso per la Merkel introducono ulteriore incertezza sui tagli fiscali per il prossimo anno. A meno di misure di rientro della spesa e sul fronte delle entrate, il rapporto deficit/PIL potrebbe restare al di sopra del 4,5% nel 2011 dal momento che la stima del Governo sconta un tasso di crescita del PIL reale del 2% che ci sembra un po' troppo ottimistico. Il debito è previsto ancora in aumento all'80,5% nel 2011. Il Programma di Stabilità vede il debito all'83% del PIL nel 2013, un'ipotesi che ci sembra un po' conservativa.

Anche per la Germania la crisi lascia un'eredità pesante

Questa crisi lascia un'eredità pesante anche per la Germania. Il Paese sembra decisamente meglio posizionato rispetto ai partner europei, come segnala l'indicatore composito ISP¹⁰.

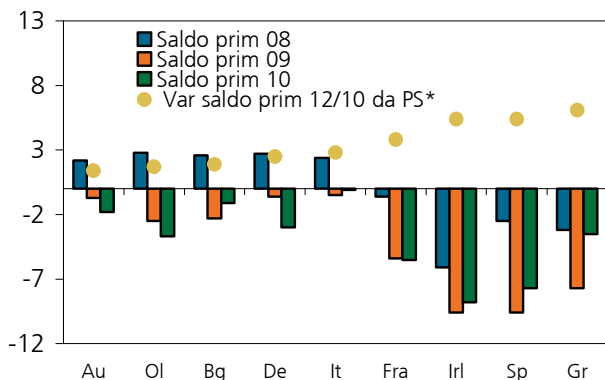
1. **Il peggioramento dei conti pubblici è stato meno drammatico che in altri Paesi:** il saldo primario di bilancio è peggiorato di 3,3 di PIL tra il 2008 ed il 2009 (dal +2,7 a -0,6% nel 2009) solo l'Austria e Italia hanno fatto meglio (-2,9 punti di PIL). La Germania si è, infatti, potuta permettere di adottare una politica fiscale ancora espansiva nel 2010. Anche in termini di correzione del saldo primario, alla Germania è richiesto uno sforzo minore che in molti altri Paesi Membri, stando ai Programmi di Stabilità di Gennaio, approvati dalla Commissione.
2. **La Germania continua a vantare posizione finanziaria netta con l'estero in surplus, insieme a Olanda e Belgio.** Ciò è spiegato dal fatto che le passività lorde sono più basse che altrove, sia tra famiglie e imprese, che nel settore pubblico.
3. **La Germania ha mantenuto un surplus di parte corrente anche nel 2009 e, stando alle nostre stime, tale avanzo si restringerà solo in parte di qui al 2011.**
4. **La crisi ha determinato in tutti i Paesi dell'area euro un processo di aggiustamento del saldo finanziario.** Mediamente, i Paesi in deficit hanno visto una riduzione del disavanzo e quelli in surplus avanzi meno cospicui, per coprire la maggiore esposizione del settore pubblico. La Germania è un'eccezione, dal momento che ha ridotto il saldo privato. Questa tendenza può essere vista come positiva.
5. **La Germania vanta una migliore posizione competitiva rispetto agli altri Paesi membri, se si guarda alla dinamica del costo del lavoro.**

¹⁰ Per maggiori dettagli all'indicatore di rischio relativo ISP si rimanda alla sezione *Vizi e virtù dell'Unione* in questo periodico.

Scenario Macroeconomico

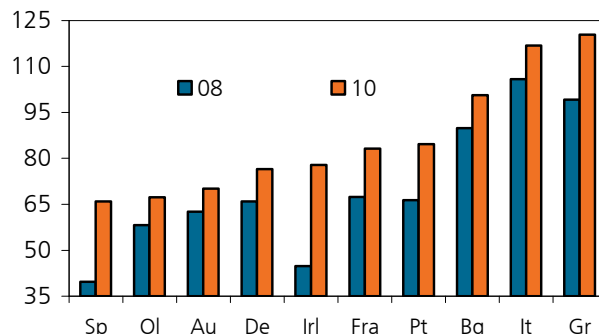
Marzo 2010

Deterioramento del saldo primario e...



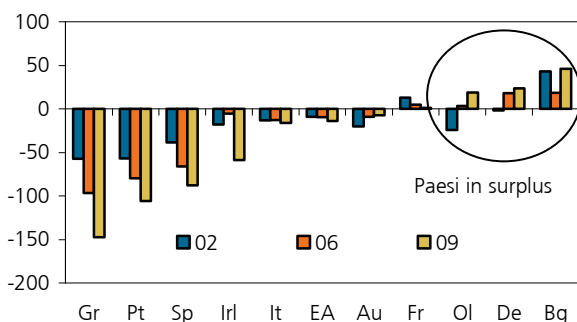
*Variazione del saldo primario indicata nei Programmi di Stabilità di Gennaio
Fonte: Commissione UE Assessment on Country Stability Reports ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... del debito meno drammatico che altrove



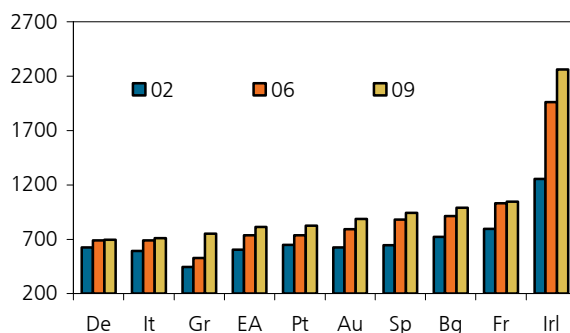
Fonte: Commissione UE Assessment on Country Stability Reports ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nonostante la crisi, la Germania continua a vantare una posizione finanziaria netta in % del PIL in surplus



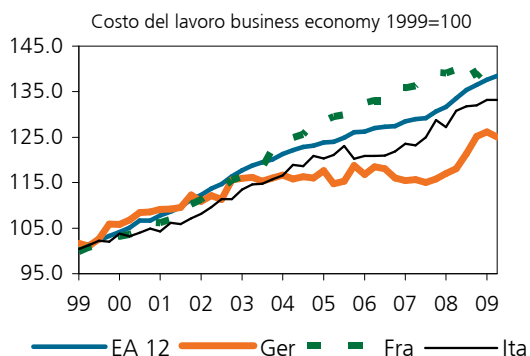
Le passività lorde del Paese in % del PIL sono più basse che altrove
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le passività lorde del Paese in % del PIL sono più basse che altrove



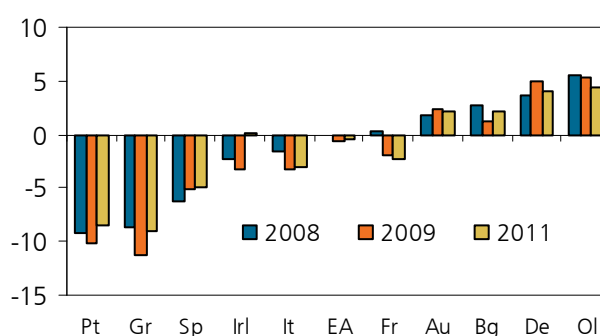
Fonte: Banche Centrali nazionali ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La migliore posizione competitiva spiega il permanere di...



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... un surplus di parte corrente



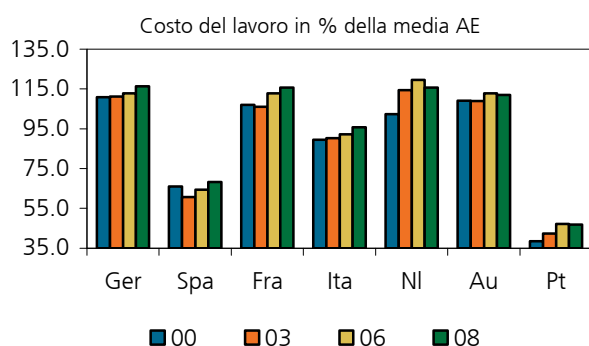
Fonte: Eurostat e previsioni Intesa Sanpaolo

Se si guarda agli indicatori di sostenibilità di finanza pubblica della Commissione Europea, si nota che la **Germania** è ancora discretamente posizionata, anche se **dovrà sostenere una correzione del saldo primario** per contrastare l'impatto delle dinamiche demografiche **maggiore**

di quanto non debbano fare l'Italia e la Francia. L'impatto delle dinamiche demografiche sui conti pubblici non può essere arginato solo tramite un aumento del risparmio, ma imporrà ulteriori progressi sul fronte delle riforme.

L'aspetto meno positivo del surplus di parte corrente e dell'avanzo finanziario è che riflettono anche una carenza di domanda interna ed una forte dipendenza dalla domanda estera che rende il sistema tedesco estremamente vulnerabile agli aggiustamenti degli squilibri internazionali e specifici dell'area euro. Se il processo di deflazione del costo del lavoro verrà prolungato per mantenere la posizione competitiva della Germania, è difficile che si possa vedere un rilancio della domanda interna tedesca. Gli altri paesi membri dell'area euro rimangono il principale partner commerciale della Germania e non possono sostenere il motore tedesco dovendo sopportare, come la stessa Germania chiede, una severa correzione fiscale. **Il caso della Germania impone una riflessione sulla soluzione degli squilibri all'interno dell'area euro.** Il ribilanciamento della posizione verso l'estero dei vari Paesi membri non può passare esclusivamente per i Paesi che sono in una posizione debitoria netta verso l'estero, ma richiederà più in generale un maggiore coordinamento delle politiche economiche nella zona euro.

L'abbattimento del costo del lavoro parte da livelli ben più elevati in Germania



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo I dati sono costo del lavoro nell'industria e nei servizi in EUR

Nel medio periodo la Germania ha una correzione da fare sul saldo primario maggiore dell'Italia

	(1) Stabilizzare il rapporto debito/PIL al 60% del PIL nel 2060	(2) Compensare l'impatto delle dinamiche demografiche	3 = (1+2)
It	-0,1	1,5	1,4
Fr	3,8	1,8	5,6
Pt	3,7	1,9	5,5
Au	1,6	3,1	4,7
De	0,9	3,3	4,2
Bg	0,6	4,8	5,3
Ol	1,9	5	6,9
Spa	6,1	5,7	11,8
Gr	2,6	11,5	14,1

Fonte: Commissione UE: Rapporto di Sostenibilità sulla Finanza Pubblica 2009

Previsioni macro

	2009	2010	2011	2009			2010			2011	
				2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi 1995, a/a) t/t	-4,9	1,2	1,3	-5,8	-4,8	-2,4	1,5	1,3	0,8	1,1	1,2
Consumi privati	0,3	-0,9	0,6	0,9	-1,0	-0,9	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1
Investimenti fissi lordi	-9,7	0,6	1,2	0,7	1,0	-0,6	0,0	0,3	0,2	0,5	0,1
Consumi pubblici	3,0	1,9	1,0	0,5	1,2	-0,6	0,4	0,8	0,8	0,7	0,2
Esportazioni	-14,2	6,8	6,9	-0,7	3,4	3,0	0,5	1,8	0,8	2,5	2,0
Importazioni	-8,9	4,9	6,4	-5,1	5,2	-1,8	2,0	2,0	1,5	2,8	1,8
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0,6	0,3	0,8	-2,2	1,5	-1,4	0,6	0,4	0,5	0,2	0,2
Partite correnti (% PIL)	5,0	5,3	4,2	4,7	5,1	7,4	6,0	5,6	5,2	4,8	4,4
Deficit (% PIL)	-3,3	-5,7	-5,7								
Debito (% PIL)	70,0	73,9	77,5								
CPI (a/a)	0,3	1,0	0,8	0,3	-0,3	0,4	0,7	1,2	1,2	0,7	0,8
Produzione Industriale	-16,0	1,7	1,3	-0,4	3,5	0,8	0,2	-1,6	1,1	0,1	0,7
Disoccupazione (%)	8,2	9,1	10,3	8,2	8,3	8,3	8,6	9,0	9,3	9,6	10,0

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

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Italia: un inizio d'anno incoraggiante

Manteniamo la nostra stima di crescita 2010 a 0,7%, in quanto, se da un lato la revisione dei dati 2009 peggiora l'effetto di trascinamento per l'anno in corso, dall'altro lato il buon rimbalzo della produzione a gennaio segnala una discreta crescita del PIL nel trimestre in corso. Il sentiero della ripresa rimarrà tuttavia irregolare, e la primavera potrebbe portare una nuova stagnazione dell'attività.

Paolo Mameli

Le più recenti indicazioni congiunturali per l'economia italiana segnalano che da un lato l'"annus horribilis" 2009 è risultato ancor più negativo di quanto stimato in precedenza, tuttavia il 2010 si è aperto con l'incoraggiante notizia del rimbalzo della produzione industriale a gennaio, che segnala la possibilità di una discreta ripresa del PIL nel 1° trimestre.

La stima dettagliata per il 4° trimestre 2009 ha rivisto la contrazione del PIL a -0,3% t/t. Sull'anno, il PIL è calato a fine 2009 del 3% a/a, portando la media annua a -5,1% (corretto per i giorni lavorativi, -5% grezzo). La dinamica dei consumi è stata peggiore del previsto, con un calo di 0,1% t/t, la lettura per i mesi estivi è stata tuttavia rivista al rialzo a +0,7% t/t, da un precedente 0,4% t/t. Si noti che la dinamica dei consumi nella seconda metà del 2009 è stata distorta (prima gonfiata e poi depressa) dall'effetto incentivi. In calo dell'1,0% t/t gli investimenti fissi, a fronte di stime di consenso di -0,3% t/t. Le costruzioni hanno visto una flessione dell'1,7% t/t, gli investimenti in macchinari di -0,6% t/t. In positivo solo gli investimenti in mezzi di trasporto (+1,2% t/t), anche in questo caso condizionati dagli incentivi (occorrerà aspettare le dinamiche di inizio 2010 per valutare quanto la ripresa sia sostenibile). L'export ha quasi ristagnato (ma sembra aver ampi margini di ripresa nei prossimi trimestri), mentre le importazioni sono cresciute del 3,2% t/t. Nel complesso, il commercio estero ha sottratto lo 0,8% t/t e la domanda interna lo 0,3% t/t, mentre le scorte hanno aggiunto a loro volta otto decimi alla crescita su base trimestrale.

Tuttavia, le prospettive per il 1° trimestre 2010 appaiono confortanti, visto il recupero della produzione industriale (gonfiato in parte dall'ultima gamba incentivi), in rotta per un incremento di +2,6% t/t nel trimestre in corso, dopo il -0,5% t/t precedente. Tale effetto potrebbe parzialmente rientrare nel trimestre primaverile, per il quale stimiamo una sostanziale stagnazione dell'attività. In sintesi, il ciclo resta soggetto a molta volatilità e la natura temporanea di alcuni fattori di stimolo (incentivi, ciclo delle scorte) continuerà a far sì che la ripresa mantenga un profilo irregolare.

	Previsioni macro											
	2009	2010	2011	2009			2010			2011		
				2	3	4	1	2	3	4	1	
PIL (prezzi 2000, a/a)	-5,1	0,7	1,2	-6,1	-4,8	-3,0	0,3	0,8	0,5	1,1	0,7	
t/t				-0,5	0,5	-0,3	0,5	0,0	0,2	0,2	0,2	
Consumi delle famiglie	-1,8	0,6	1,7	0,3	0,6	-0,1	0,1	0,1	0,3	0,3	0,4	
Consumi collettivi	0,6	0,5	1,2	1,0	-0,4	-0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	
Investimenti fissi	-12,2	-0,5	1,9	-2,7	0,0	-1,0	0,1	0,6	0,5	0,5	0,3	
Importazioni	-14,6	4,9	5,0	-2,5	1,6	3,2	1,0	0,7	1,0	1,2	1,3	
Esportazioni	-19,1	3,0	5,0	-2,8	2,6	0,1	1,0	0,8	0,9	0,9	1,7	
Var. scorte (contrib., %PIL)	-0,4	0,8	-0,4	-0,3	0,0	0,7	0,5	-0,2	0,0	0,0	-0,2	
Partite correnti (% PIL)	-3,3	-2,8	-2,9	-3,3	-1,7	-3,3	-3,9	-2,7	-1,5	-3,0	-4,0	
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	-5,3	-5,1	-4,6									
Debito (% PIL)	115,8	118,0	119,3									
Prezzi al consumo (a/a)	0,8	1,5	2,1	0,9	0,1	0,7	1,2	1,3	1,6	1,7	1,7	
Produzione Industriale	-17,5	4,0	0,9	-2,9	4,7	-0,5	2,6	0,0	0,4	0,0	0,4	
Disoccupazione (%)	7,8	9,0	9,4	7,6	7,9	8,2	8,7	8,9	9,1	9,3	9,4	

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

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Con riguardo alla stima di crescita media 2010, se da un lato la revisione al ribasso del PIL dello scorso anno causerebbe ceteris paribus a un taglio di circa due decimi della previsione per l'anno in corso (da 0,7 a 0,5%), dall'altro lato il dato di gennaio sulla produzione industriale ci induce a rivedere verso l'alto la stima sull'inizio d'anno. Nell'ipotesi (cauta) di un rimbalzo di mezzo punto del PIL nel 1° trimestre e di una stagnazione in primavera, e mantenendo la previsione di una crescita di 0,2% t/t nella seconda metà dell'anno, ne risulta una **stima sul PIL 2010 ferma a 0,7%**, un valore ben inferiore alle previsioni del Governo nonché dei principali organismi internazionali (tutte attorno all'1%, target divenuto a nostro avviso difficilmente raggiungibile). Occorrerà in ogni caso aspettare l'uscita del dato sul PIL del 1° trimestre (in calendario il 12 maggio) per verificare quanto **i rischi sulla nostra previsione di 0,7% sul PIL 2010**, che attualmente **appaiono più verso il basso che non verso l'alto**, siano fondati.

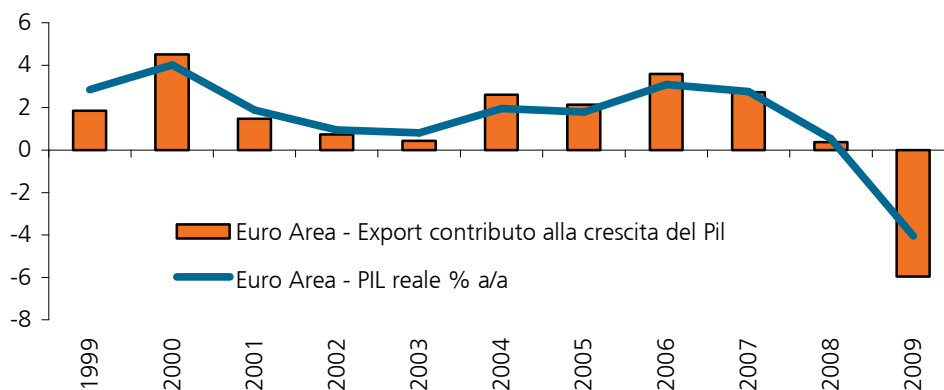
Le esportazioni della zona euro

L'area euro rimane un'economia fortemente dipendente dall'estero con il 28% del PIL nominale spiegato dalle esportazioni di soli beni nel 2008. Nel 2008, le esportazioni di beni verso paesi esterni all'area, pesavano per il 13% del PIL nominale, mentre le esportazioni totali per circa il 27%¹¹.

Alessio Tiberi

L'export ha visto una sensibile flessione tra la fine del 2000 e il 2003. Nei tre anni successivi si è visto un boom dell'export europeo alimentato dal boom della domanda mondiale. La crisi degli ultimi due anni ha lasciato un segno indelebile sul commercio internazionale e sulla domanda area euro. Nel 2009, le esportazioni sono crollate del 13% in termini reali, il calo in termini nominali è stato di circa il 27%. Difficilmente si rivedranno, almeno nel breve termine, i tassi di crescita reali del 9% di quegli anni, dal momento che l'espansione dell'economia mondiale non è paragonabile a quella del 2004-06, nonostante il recupero dell'Asia.

Le fluttuazioni dell'export spiegano molte delle fluttuazioni del ciclo area euro



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Chi compra i beni dell'area euro?

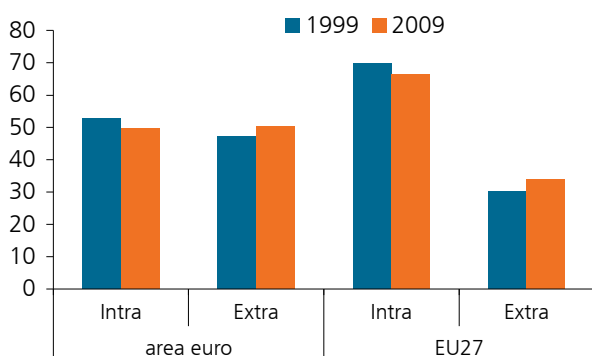
Analizzando in dettaglio la destinazione dei flussi commerciali si nota che le esportazioni sono all'incirca equidistribuite all'interno e all'esterno dell'area euro. Se consideriamo l'area dei 27 paesi dell'Unione Europea (EU27), i dati mostrano che circa il 70% delle esportazioni sono dirette all'interno dell'Unione e solamente il 30% all'esterno. Queste quote non sono variate significativamente nel corso degli ultimi dieci anni; si nota solo un leggero incremento delle

¹¹ Abbiamo analizzato i flussi commerciali dell'area euro e Paesi Membri verso le principali destinazioni e per macro tipologia di beni mediante il Detailed Database di Eurostat sul commercio estero.

esportazioni verso l'esterno dell'Unione Europea (di circa due punti percentuali) a scapito delle esportazioni dirette all'interno.

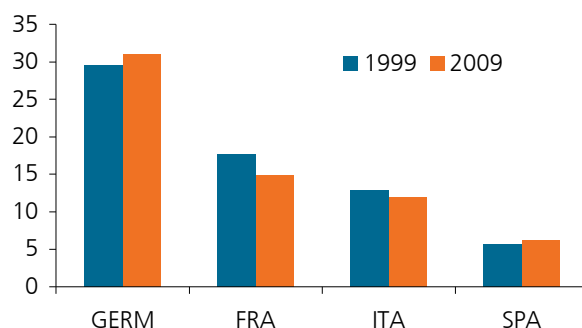
All'interno dell'area euro la Germania gioca un ruolo centrale nel commercio estero dell'area con una quota del 32% sul totale esportato nel 2009, in aumento rispetto al 1999. La Francia e l'Italia contribuiscono rispettivamente per il 13% e il 12%, mentre le esportazioni spagnole pesano per il 6%. Negli ultimi dieci anni, la quota delle esportazioni tedesche è aumentata dal 30% nel 1999 al 32% nel 2009, mentre si è ridotta la quota di export della Francia dal 18% nel 1999 al 14% nel 2009; Italia e Spagna non mostrano variazioni di rilievo.

L'export all'interno dell'Europa allargata spiega ancora grossa parte dell'export totale



Fonte: Eurostat Detailed Trade Database ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

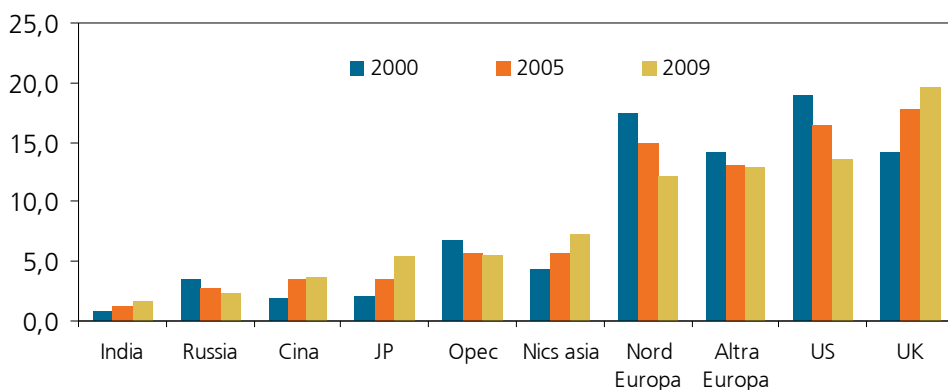
La Germania si conferma il più grosso esportatore



Fonte: Eurostat Detailed Trade Database ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La struttura dell'export per destinazione geografica ha subito alcuni mutamenti dal 1999 a oggi. Il Nord Europa rimane ancora il principale destinatario delle esportazioni europee, anche se la quota è calata da oltre il 15% al 13% nel 2009. Anche il peso degli Stati Uniti si è ridimensionato, mentre è aumentato il peso del Regno Unito. I flussi commerciali si sono spostati verso le economie dinamiche dell'Asia, l'India, la Cina e il Giappone, che nel complesso contano per il 15% dell'export extra area euro nel 2009 a fronte del 13% nel 2000. In particolare la quota dell'export verso la Cina è più che raddoppiata negli ultimi nove anni passando al 5,3% dal 2,1%. Va considerato che questo gruppo di Paesi (eccetto il Giappone) è quello a più alta crescita con riflessi positivi, quindi, per la dinamica delle esportazioni europee.

L'Europa è ancora il principale destinatario delle esportazioni extra area euro anche se aumenta il peso di Cina e Nics Asia

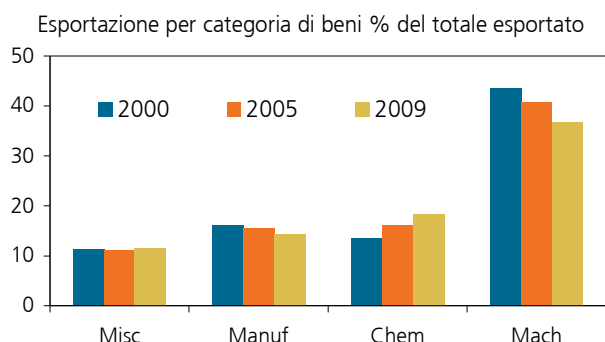


Fonte: Eurostat Detailed Trade Database ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Che cosa esporta l'area euro, e dove?

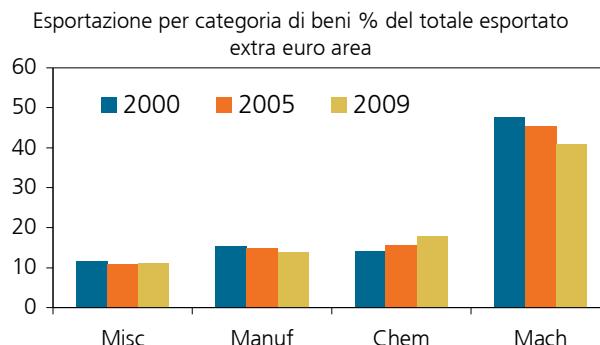
Analizzando le tipologie di beni esportati, emerge una netta prevalenza dei macchinari per il 37% del totale, rispetto ai prodotti chimici al 16% e ai manufatti con una quota del 14% circa delle esportazioni. Tuttavia, nel corso dell'ultimo decennio, la quota dei macchinari è passata dal 44% del 2000 al 37% del 2009, mentre è aumentata quella dei prodotti chimici, da 13% nel 2000 al 18% nel 2009. La distribuzione delle quote non varia se si osservano i dati di export rispetto al totale export all'esterno dell'area euro.

L'area euro esporta principalmente macchinari anche se meno che nel 2000



Fonte: Eurostat Detailed Trade Database ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

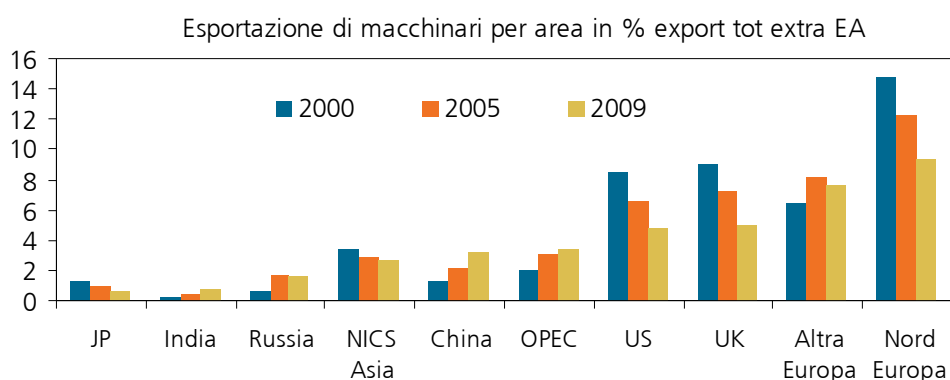
La quota di export di macchinari è ancora più dominante rispetto alle esportazioni all'esterno dell'area euro



Fonte: Eurostat Detailed Trade Database ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rispetto ai partner commerciali viene rispettata la struttura dell'export anche se si guarda alle esportazioni di macchinari. In particolare, tra il 2000 e il 2009 è cresciuta la quota delle esportazioni verso l'aggregato Altra Europa, mentre sono diminuite quelle verso l'Europa del nord. In sensibile aumento anche l'export di macchinari verso i paesi OPEC e verso la Cina; risulta, invece, in calo rispetto al 2005 la quota verso la Russia.

I Paesi sviluppati del Nord Europa sono i principali acquirenti di macchinari europei insieme all'Europa emergente. Cresce il peso di Cina e Opec, anche se rimane basso



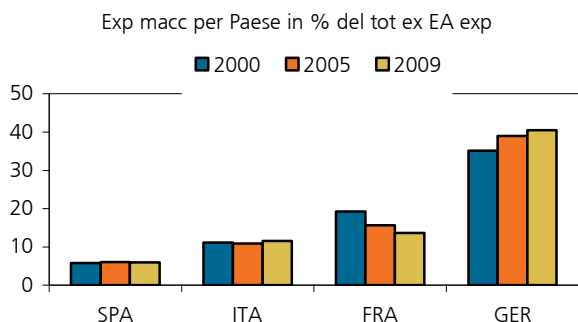
Fonte: Eurostat Detailed Trade Database ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

All'interno dell'area chi contribuisce maggiormente alle esportazioni di macchinari?

In termini di contributi da parte dei paesi membri, si osserva che la Francia partecipa per il 10% all'export di macchinari extra area euro. Tale quota nel 2000 era circa il 19%. Il calo non ha riguardato la Germania, che dal 35% nel 2000 è passata al 40% nel 2009; il calo relativo dell'export francese ha accentuato il peso di quello tedesco in una posizione di assoluto rilievo.

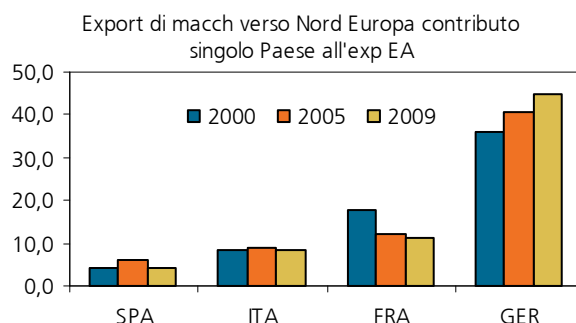
tra le principali economie dell'area euro. L'importanza della Germania è confermata anche dai dati rispetto all'export totale di macchinari verso l'Europa del nord, con la quota francese che si riduce dal 18% del 2000 all'11% del 2009 e quella tedesca che aumenta dal 36% del 2000 a circa il 45% nel 2009.

La Germania contribuisce in modo crescente alle esportazioni di macchinari dell'area euro



Fonte: Eurostat Detailed Trade Database ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

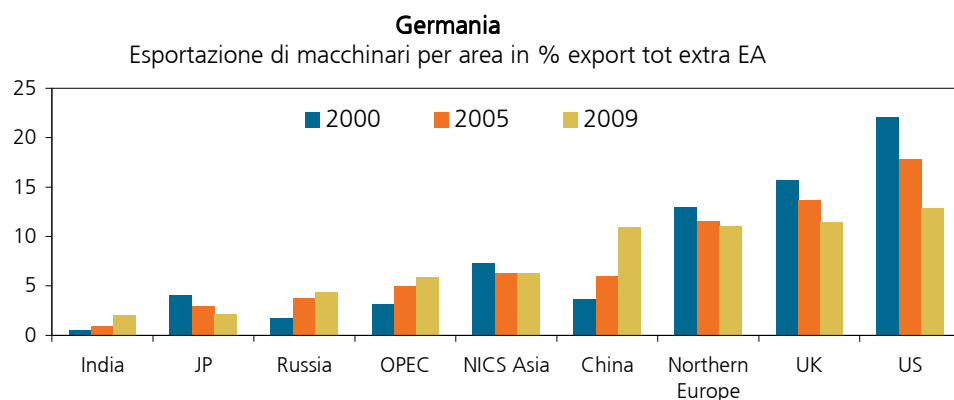
... in particolare verso il Nord Europa



Fonte: Eurostat Detailed Trade Database ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le esportazioni tedesche nel 2000 erano dirette principalmente verso i paesi industrializzati; l'aggregato Europa del Nord (che include però anche la Svizzera) riceveva circa il 13% del totale esportato dalla Germania all'esterno dell'area euro, gli Stati Uniti il 22% e il Regno Unito il 16%. Nel corso degli ultimi dieci anni queste quote sono scese complessivamente di circa il 15%. I flussi si sono spostati verso i paesi OPEC, passati dal 3% del 2000 al 6% del 2009, verso l'aggregato Altra Europa passato dal 17% del 2000 al 20% del 2009 ma soprattutto verso la Cina, che dal 4% del 2000 ha raggiunto l'11% nel 2009.

Le quote di esportazioni di macchinari tedeschi verso la Cina sono in forte aumento

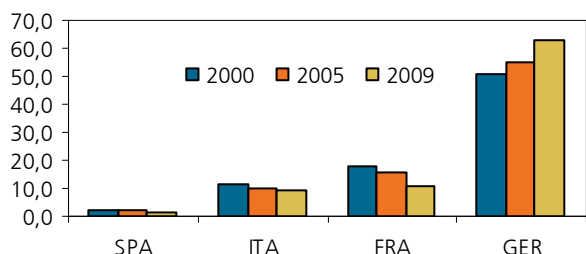


Fonte: Eurostat Detailed Trade Database ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La Cina ha assunto in questi anni un ruolo di partner commerciale molto importante per le esportazioni di macchinari dall'area euro e dalla Germania in particolare. Nel 1999 la quota delle esportazioni tedesche di macchinari verso la Cina era pari al 48% delle esportazioni di macchinari dell'area euro verso la Cina; la stessa quota è passata al 59% nel 2008 ed ha continuato a crescere nel 2009 fino al 63%.

La Germania domina l'export di macchinari verso la Cina...

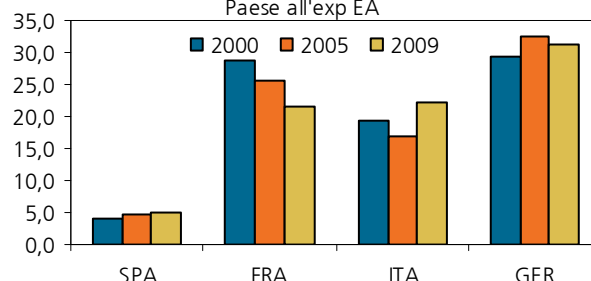
Export di macch verso China contributo singolo
Paese all'exp EA



Fonte: Eurostat Detailed Trade Database ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... mentre l'Italia guadagna quote nei flussi verso l'Opec

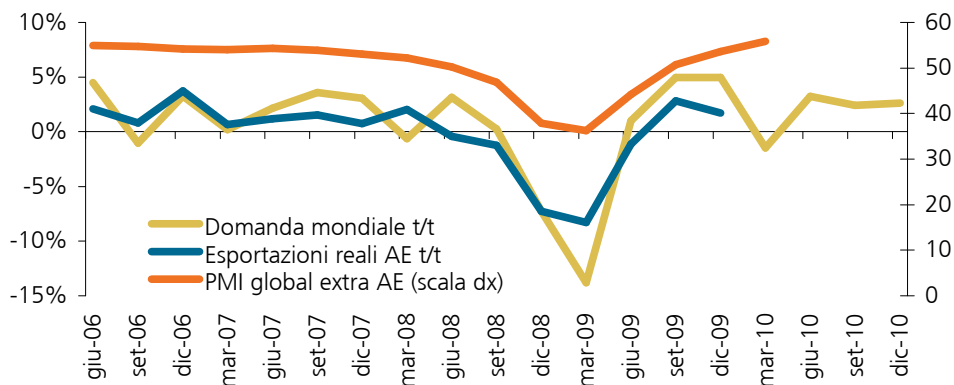
Export di macch verso Opec contributo singolo
Paese all'exp EA



Fonte: Eurostat Detailed Trade Database ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Per il 1° trimestre del 2010, i dati dell'indice PMI Global stimano una ripresa, anche se lenta, dell'export dell'area euro. L'indice della domanda mondiale evidenzerebbe nel 1° trimestre una lieve e transitoria flessione. Il dato relativo al mese di gennaio mostra un leggero calo di -0,6% m/m in termini reali legato in parte alle condizioni climatiche avverse. Per il resto del 2010, la stima dell'indice di domanda globale per l'area euro indica un sentiero stabile di ripresa, ma su livelli contenuti; la crescita della domanda asiatica continuerà a sostenere in parte l'export, ma, considerato il peso preponderante degli scambi all'interno dell'Europa (l'export verso EU27 è pari a circa il 70% del totale) sarà necessaria anche una riattivazione dei flussi commerciali su scala globale per riportare l'export complessivo dei singoli paesi dell'area euro su un trend di crescita stabile.

Export area euro in lento recupero



Fonte: Intesa Sanpaolo

Nota Metodologica

Nell'analisi sono stati utilizzati i dati **Eurostat External trade detailed data** in accordo con la classificazione del **Standard International Trade Classification (SITC)**. Il dataset considerato comprende i flussi di import/export per valori nominali in euro, suddivisi nelle seguenti categorie:

paese/area di riferimento:

Area Euro, Germania, Francia, Italia, Spagna;

partner commerciali:

circa 250 pesi su scala globale e gli aggregati EU15_EXTRA, EU15_INTRA, EU25_EXTRA, EU25_INTRA, EU27_EXTRA, EU27_INTRA.

periodo di riferimento - frequenza:

dal 1999 al 2008 – annuale, dal gen 2006 al nov 2009 – mensile;

tipologie di beni:

Manifatturieri, Macchinari, Chimici e Miscellanei.

Tra i partner commerciali sono stati elaborati i seguenti **aggregati**:

- **AREA EURO** (Austria, Belgio, Cipro, Germania, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Malta, Olanda, Portogallo, Slovenia, Spagna);
- **BRIC** (Brasile, Cina, India, Russia);
- **NICs ASIA EX CHINA** (Corea, Hong Kong, Corea del Sud, Malesia, Filippine, Singapore, Tailandia, Taiwan);
- **NORTHERN EUROPE** (Danimarca, Islanda, Norvegia, Regno Unito, Svezia, Svizzera);
- **OPEC** (Algeria, Angola, Arabia Saudita, Ecuador, Emirati Arabi, Indonesia, Iraq, Iran, Kuwait, Libia, Nigeria, Qatar, Venezuela).
- **OTHER EUROPE** paesi europei non facenti parte dell'Unione Europea (EU27) e non compresi in Europa Settentrionale

Regno Unito - Ripresa fragile, dipendente dallo stimolo fiscale

Leggera revisione al ribasso dall'1,0% allo **0,9%** per la **crescita attesa 2010**. Dopo sei trimestri consecutivi di contrazione, il 4° trimestre del 2009 ha visto un +0,3% t/t, contro il -0,3% del 3° trimestre. Complessivamente l'anno 2009 ha mostrato una contrazione pari a -5,0%. Il **trimestre corrente** (come del resto i successivi) dovrebbe mostrare una nuova ripresa, così come il 2° trimestre. Sul 1° trimestre grava ancora il possibile contributo negativo del canale estero, pur se inferiore al 4° trimestre 2009. L'**apporto delle esportazioni nette** dovrebbe diventare **positivo nei trimestri successivi**, in particolare nella seconda parte dell'anno, soprattutto per il recente deprezzamento del cambio. Già a partire dal trimestre in corso **a trainare la crescita** dovrebbero essere invece i **consumi** privati. Sul mercato del lavoro il mese di febbraio ha registrato il più ampio calo dei disoccupati dal novembre del 1997, anche se le condizioni del mercato del lavoro non sono ancora solide. Gli incrementi retributivi non solo continuano a calare, ma sono anche andati attestandosi su livelli inferiori rispetto agli standard pre-crisi. Il maggiore **sostegno ai consumi** privati **viene dalle misure fiscali** a favore dei consumatori che nel Budget Report appena presentato sono state nella sostanza confermate. **Va di contro diminuendo** significativamente il **contributo della spesa pubblica** alla crescita. Nel Budget si prevede un dimezzamento del disavanzo (attualmente intorno al 12% rispetto al PIL) nel giro di quattro anni, ma senza indicare come. Resta **pressoché nullo il contributo degli investimenti**, coerente del resto con l'eredità lasciata dalla crisi sulla crescita.

Asmara Jamaleh

Si registra un significativo aumento dell'inflazione nei primi mesi dell'anno, ma perlopiù a causa di fattori esogeni. In corso d'anno dovrebbe scendere portandosi poco sotto il *target*. Il persistere di un ampio grado di **capacità inutilizzata** contribuirà far assestare l'**inflazione su livelli più bassi**, al di là delle oscillazioni mensili. Questo, unitamente a (i) fragilità della ripresa, e (ii) necessità di passare successivamente a una politica fiscale restrittiva – passaggio non proponibile in questo Budget perché si avvicina la scadenza elettorale (elezioni entro il 3 giugno, presumibilmente in maggio), parrebbe suggerire che la **Bank of England** dovrebbe iniziare ad **alzare i tassi** (attualmente allo 0,50%) **non prima del 4° trimestre**.

Il quadro complessivo dell'economia britannica, anche oltre il 2010, non sembra incoraggiante, soprattutto alla luce del gravissimo stato di salute dei conti pubblici. Le agenzie di rating lo stanno, infatti, monitorando attentamente per valutare se al di là del breve possano eventualmente concretizzarsi le condizioni per un declassamento del rating AAA. Tale scenario giustificerebbe su più fronti **attese di indebolimento** ulteriore e/o stabilizzazione su livelli deboli **del cambio** (si veda a p. 85).

Previsioni macro	2009	2010	2011	2009			2010			2011	
				2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi cost., a/a) t/t	-5,0	0,9	2,2	-5,9	-5,3	-3,3	-0,4	0,7	1,5	1,7	1,9
Consumi privati	-3,1	0,8	1,2	-0,9	0,1	0,4	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3
Investimenti fissi	-14,6	-3,0	0,2	-6,1	1,6	-3,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
Consumi pubblici	2,0	1,2	-0,2	0,8	0,4	1,2	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Esportazioni	-10,9	3,2	1,7	-1,6	0,1	3,7	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5
Importazioni	-12,1	3,7	1,3	-2,8	1,3	4,1	0,2	0,3	0,2	0,2	0,4
Var. scorte (contrib., % PIL)	-1,2	0,9	0,3	0,5	-0,3	0,5	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1
Partite correnti (% PIL)	-1,4	-1,9	-0,9	-1,3	-1,4	-2,2	-2,1	-2,1	-1,8	-1,6	-1,4
Deficit (% PIL)	-11,2	-12,8	-11,4								
CPI (a/a)	2,2	2,4	1,6	2,1	1,5	2,1	3,1	2,6	2,1	1,8	1,6
Produzione Industriale	-10,2	0,8	2,0	-0,5	-1,0	0,4	0,2	0,6	0,5	0,4	0,6
Disoccupazione (%)	4,7	5,1	5,1	4,7	4,9	5,0	4,9	5,0	5,1	5,2	5,1
Eurosterlina a 3 mesi	1,21	0,71	1,60	1,38	0,80	0,60	0,63	0,65	0,70	0,85	1,10
Sterlina/dollaro	1,57	1,53	1,62	1,55	1,64	1,63	1,57	1,49	1,52	1,55	1,59
Cambio effett. (1990=100)	80,1	78,6	80,6	80,8	82,5	80,0	80,1	77,9	77,9	78,3	79,8

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

Asia

Giappone: Rischi crescenti di un altro caso di sindrome greca

- Lo scenario della crescita giapponese è rassicurante per il 2010. Tuttavia il crescente squilibrio fiscale, con il debito/PIL al 200% e il deficit/PIL al 9%, una deflazione persistente e una crescita potenziale sotto l'1% espongono il Giappone a gravi rischi di crisi.
- La crescita nel 2010 è prevista all'1,5%. Il 2011 dovrebbe vedere uno scenario simile (crescita prevista 1,6%).
- Nell'anno in corso, i consumi saranno sostenuti dal nuovo corso della politica fiscale, mirata a stimolare il reddito delle famiglie. La crescita avrà ancora un ampio contributo dal canale estero.
- La politica monetaria, di fronte alla deflazione persistente e al crescente squilibrio dei conti pubblici, potrebbe adottare nuove misure non convenzionali.

Giovanna Mossetti

Previsioni macro	2009	2010	2011	2009			2010			2011	
				2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti, a/a)	-5,2	1,5	1,6	-6,0	-4,9	-1,4	2,5	1,1	1,4	0,8	1,0
- trim/trim annualizzato				6,0	-0,6	3,8	0,8	0,4	0,8	1,2	1,6
Consumi privati	-1,1	1,4	1,0	4,6	2,4	2,8	0,4	0,4	0,4	0,8	1,0
IFL - priv. non residenziali	-19,3	-0,5	1,3	-15,6	-9,8	3,8	3,4	0,8	1,2	1,2	1,2
IFL - priv. residenziali	-13,9	-8,0	2,2	-32,6	-27,7	-12,5	1,6	2,0	1,6	1,6	2,4
Investim. pubblici	6,6	0,7	1,8	28,9	-5,8	-5,0	0,4	2,0	2,0	2,0	2,2
Consumi pubblici	1,6	0,9	2,3	1,1	0,3	2,5	-0,9	1,8	-0,8	5,8	2,4
Esportazioni	-24,2	15,6	9,9	42,2	37,8	21,7	10,4	4,0	9,1	11,1	9,9
Importazioni	-17,1	7,9	6,7	-14,7	23,3	5,1	11,8	6,1	6,1	6,1	7,0
Var. scorte (contrib., % PIL)	0,1	-0,5	-0,4	-0,1	-0,4	-0,1	0,1	-0,1	0,0	-0,4	-0,1
Partite correnti (% PIL)	2,8	2,9	3,9	3,0	2,9	3,4	2,7	2,7	3,0	3,4	3,8
Deficit (% PIL)	-9,3	-9,2	-9,3								
Debito/PIL (% PIL)	183,8	187,2	193,5								
CPI (a/a)	-1,4	-0,6	0,2	-1,0	-2,2	-2,0	-0,8	-0,9	-0,6	-0,1	0,0
Produzione Industriale	-22,3	16,7	9,7	37,6	33,1	19,7	17,0	6,4	9,3	10,0	15,8
Disoccupazione (%)	5,1	5,2	5,3	5,1	5,4	5,2	5,0	5,1	5,2	5,5	5,5
Tasso a 3 mesi - CD (%)	0,41	0,19	0,14	0,38	0,26	0,20	0,22	0,22	0,19	0,12	0,04
Dollaro/Yen (Yen)	93,6	96,2	99,0	97,4	93,6	89,8	90,5	94,5	99,0	101,0	100,0
Cambio effettivo (1990=100)	151,4	146,7	140,3	146,9	148,9	153,0	155,3	150,7	142,4	138,4	139,3

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

Fonte: EcoWin, Intesa Sanpaolo

Lo scenario economico giapponese è, almeno in superficie, positivo: il commercio estero è in ripresa, la produzione industriale è in netto aumento, gli indici di settore sono tornati sui livelli pre-crisi, i consumi crescono, investimenti, profitti delle imprese e mercato del lavoro sembrano avere svoltato. Questo quadro implica che nel 2010 la crescita sarà positiva, vicina all'1,5% dopo -5,1% nel 2009, con contributi positivi sia dalla domanda estera sia da quella domestica.

Nonostante questo, **le prospettive di medio termine del Giappone restano soggette a rischi concentrati verso il basso. Deflazione ed elevato debito pubblico** sono una combinazione letale, soprattutto quando il rapporto debito/PIL supera il 200% e il risparmio privato è su un trend in calo, spinto anche dalle tendenze demografiche. Pertanto, anche se la domanda domestica privata sembra essere tornata su un sentiero di ripresa sostenibile, le politiche economiche saranno ancora cruciali per lo scenario giapponese, soprattutto per il medio termine, con margini di manovra sempre più esigui. La politica monetaria sarà ancora chiamata a combattere la deflazione, e la BoJ potrebbe ampliare ancora le misure non convenzionali in atto. Le autorità fiscali per ora si concentrano sul sostegno alla crescita (e sulla ricerca di consensi per le elezioni di luglio). A metà anno dovrebbe essere presentato un piano di rientro dei conti pubblici per il

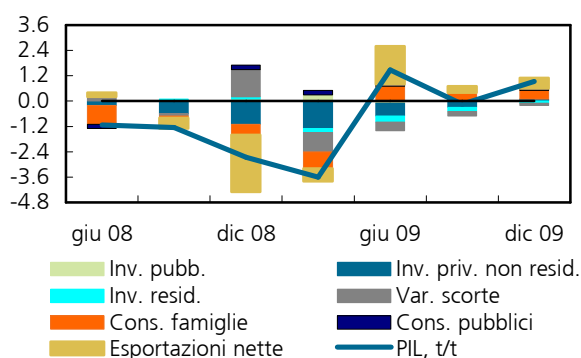
medio termine: in assenza di misure credibili, il finanziamento di un debito che supererà il 200% del PIL con un ampio disavanzo primario potrebbe diventare difficile anche in un paese in cui il 94% del debito è detenuto da residenti, e solo il 4% dalle famiglie. Ma più a lungo l'insostenibilità della situazione fiscale viene trascurata, più pesanti dovranno essere le misure da adottare e maggiore è il rischio che l'aggiustamento avvenga in modo disordinato.

1. Quadro della crescita apparentemente rassicurante

Il 2010 dovrebbe tornare a vedere una crescita positiva, +1,5%, dopo un 2009 in calo di 5,1%. La domanda domestica dovrebbe essere spinta dai consumi sia privati sia pubblici, a fronte di un calo degli investimenti pubblici e di un aumento relativamente debole degli investimenti privati.

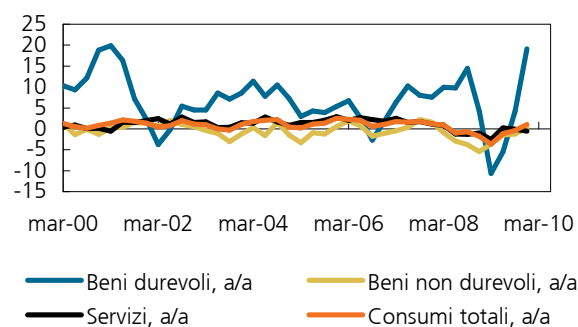
Consumi. Già il 2009 è stato caratterizzato da una dinamica positiva dei consumi privati a partire dal 2° trimestre (vedi grafico), dopo quattro trimestri ampiamente negativi da metà 2008 al 1° trimestre 2009. La ripresa dei consumi è stata guidata dai beni durevoli (v. grafico qui sotto) grazie agli incentivi fiscali all'acquisto di auto e di elettrodomestici.

Crescita spinta da esportazioni nette e consumi



Fonte: EcoWin

Consumi reali: in ripresa grazie ai beni durevoli



Fonte: EcoWin

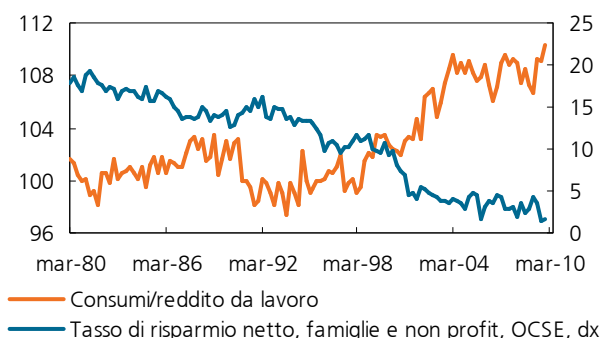
Nella seconda metà del 2009, mentre i durevoli crescevano a tassi a due cifre, il resto dei consumi è stato pressoché stagnante. E' comunque da rilevare che gran parte dei servizi medici sono a carico del sistema pubblico, e hanno avuto un costante trend verso l'alto, che proseguirà grazie a nuove misure di sostegno contenute nel budget 2010 e all'invecchiamento della popolazione.

Il sostegno fiscale alla dinamica dei consumi proseguirà nel 2010. Gli incentivi auto finiscono a settembre, gli incentivi agli acquisti di altri beni durevoli a dicembre, e dovrebbero quindi sostenere la spesa nel 3° e 4° trimestre, nei mesi precedenti la scadenza dei programmi. Inoltre, la politica fiscale del nuovo governo è mirata a sostenere le famiglie e i consumi, anziché le imprese e gli investimenti. Il leitmotiv del budget dell'a.f. 2010 presentato dal Ministero delle Finanze è "dal cemento alle persone", per segnalare che i contributi della politica economica saranno indirizzati a sostenere direttamente o indirettamente il reddito disponibile. A partire da giugno 2010, entrerà in vigore il nuovo programma di assegni familiari per famiglie con figli, che dovrebbe pagare su base trimestrale (giugno, ottobre, febbraio) 2,3 tln di yen (0,5% del PIL, di cui 1,7 tln a spese del governo centrale); le famiglie riceveranno 13 mila yen al mese per ogni figlio al di sotto dei 16 anni, indipendentemente dal reddito. Nel successivo anno fiscale, il supporto dovrebbe essere raddoppiato. Inoltre, le famiglie riceveranno sussidi o *voucher* pari a 120 mila di yen per anno (per un totale di 393 miliardi di yen), raddoppiati per i redditi bassi. A queste misure dirette, se ne aggiungono altre (eliminazione dei pedaggi autostradali e altre imposte, sostegno all'occupazione), per altri 1,4 tln di yen.

I consumi, nell'ultimo decennio, hanno registrato una dinamica strutturalmente diversa rispetto ai 20 anni precedenti, con un rapporto consumi/reddito da lavoro crescente, che ha dato luogo

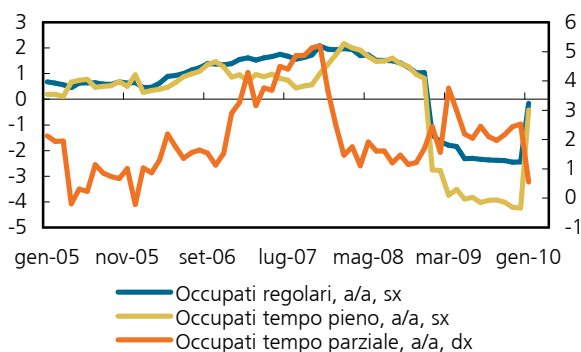
a un calo strutturale del tasso di risparmio. Questo trend verrà probabilmente rinforzato dall'invecchiamento della popolazione. Su un orizzonte ciclico, comunque, il mercato del lavoro dovrebbe dare supporto alla spesa delle famiglie. Il tasso di disoccupazione è su un trend in calo iniziato nell'estate 2009, ed è sceso a 4,9% a gennaio, dal picco di 5,7% di luglio 2009. Dall'autunno c'è stata anche una stabilizzazione, seguita da un aumento, della forza lavoro. Su base mensile l'occupazione totale è tornata a crescere, a partire da dicembre, con un'accelerazione a gennaio legata alla prima variazione positiva degli occupati a tempo pieno da aprile 2009.

La relazione consumi-reddito è cambiata: risparmio in netto calo da un decennio



Fonte: EcoWin, OCSE

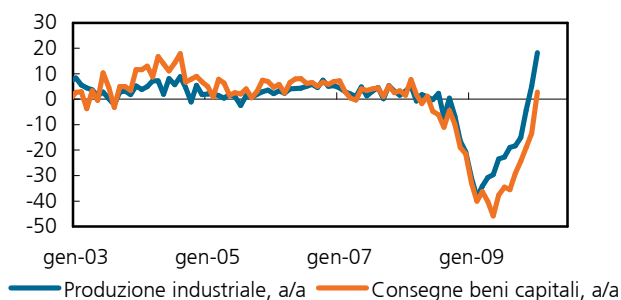
Riprende l'occupazione



Fonte: EcoWin

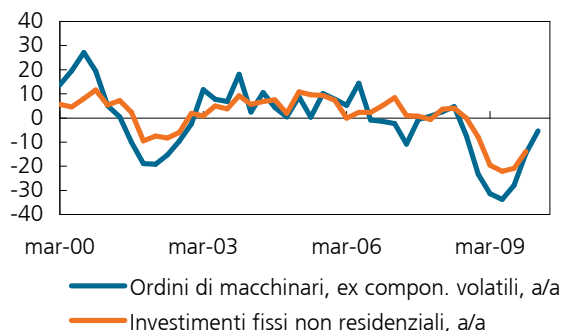
Investimenti. La ripresa del settore manifatturiero, guidato anche dalla ripresa del commercio estero, prosegue. Le indagini di settore sono generalmente positive (PMI manifatturiero sopra 50, Reuters Tankan in aumento) e i profitti hanno segnato una netta svolta nel 4° trimestre 2009. Gli **investimenti non residenziali** hanno svoltato nel 4° trimestre 2009 e dovrebbero restare in crescita per tutto il 2010, sulla base della svolta degli ordini e delle consegne di beni capitali. Tuttavia, l'elevato grado di capacità inutilizzata manterrà un freno alla dinamica degli investimenti non residenziali. L'*operating ratio* pubblicato dal METI è a 84%; nel settore manifatturiero, pur in risalita dai minimi ciclici e storici di 60,5%, a 84,3% è ancora al di sotto dei minimi della serie (dal 1978, minimo precedente a 87,1 a inizio 2002). La produzione nel settore manifatturiero è ancora del 16% inferiore rispetto ai picchi ciclici di inizio 2008. Dal lato dell'edilizia **residenziale**, i nuovi cantieri hanno registrato una ripresa (5 variazioni mensili consecutive da settembre, +15,7% var. 3m ann.) e gli ordini alle costruzioni sono in crescita del 9,5% a/a a gennaio. Il settore dovrebbe tornare a contribuire positivamente alla crescita da inizio 2010.

Anche gli investimenti fissi hanno svoltato...



Fonte: EcoWin

... e contribuiranno positivamente alla crescita



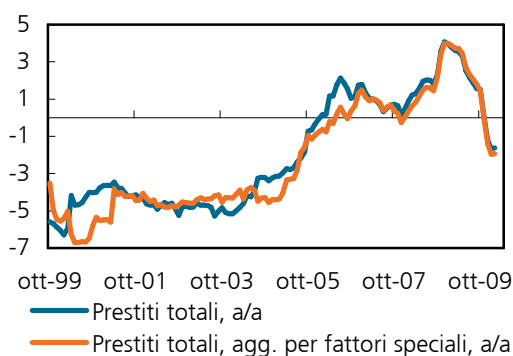
Fonte: EcoWin

Gli **investimenti pubblici** continueranno il trend in calo iniziato con il nuovo governo e anche nel 2010 lo spostamento di focus verso il consumatore avrà effetti significativi sulla dinamica dei lavori pubblici. Nel budget 2009, la spesa per lavori pubblici (7 tln di yen) era pari all'8% della spesa generale totale, nel budget 2010, la percentuale è scesa a 6,3%, e in livello la spesa scende a 5,8 tln di yen (mentre la spesa totale passa da 88,5 a 92,3 tln di yen), una contrazione del 18%.

Il **commercio estero** resterà una variabile chiave per la crescita, ma meno determinante di quanto non sia stata nella fase di svolta. La ripresa dei volumi degli scambi internazionali e del ciclo nei paesi emergenti rendono lo scenario dell'export ancora positivo per il 2010.

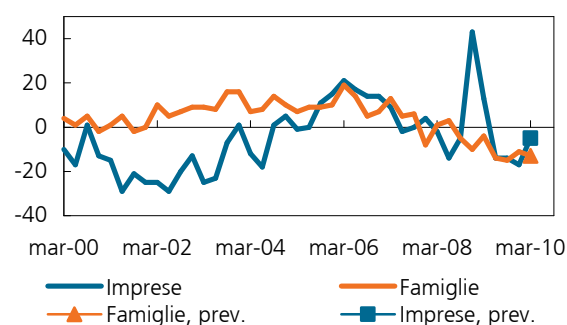
Un elemento di rischio sugli investimenti viene dalla persistente debolezza del **credito**. I prestiti calano a ritmi marcati (-1,6% a/a, in territorio negativo da novembre). Tuttavia questa contrazione deriva in parte ancora dagli effetti della crisi: nella seconda metà del 2008 i prestiti avevano subito una forte accelerazione per via della chiusura dei mercati finanziari e successivamente avevano avuto una dinamica sostenuta anche dal crollo dei profitti e delle fonti di finanziamento interno. Le indicazioni dell'indagine dei Senior Loan Officers sono confortanti perché mostrano un miglioramento atteso per la domanda di prestiti delle imprese (v. grafico qui sotto). Dal lato dell'offerta, nell'indagine di gennaio si osserva che le banche intendono ridurre la restrizione degli standard sui prestiti alle imprese di tutte le dimensioni, pur in presenza di maggiore restrizione attesa sui prestiti alle famiglie. Quindi, nell'insieme, i dati sono compatibili con l'espansione attesa degli investimenti fissi delle imprese.

Prestiti in calo...



Fonte: EcoWin

... ma le attese per la domanda di credito delle imprese migliorano



Fonte: Senior Loan Officer Survey, domanda di prestiti da imprese e famiglie; previsione relativa al trimestre successivo

2. Conti pubblici: una bomba a orologeria già innescata

A fine gennaio S&P ha abbassato l'*outlook* del debito giapponese a "negativo" sull'attuale rating AA. La decisione di S&P è stata giustificata con la mancanza di un piano del governo per controllare i conti pubblici in futuro e dalla sempre minore flessibilità nel rispondere a un deficit primario che subirà pressioni crescenti dalle tendenze demografiche. Moody's, invece, a inizio marzo ha indicato che l'*outlook* per il debito giapponese resta stabile (Aa2). Il Governo ha istituito una commissione, guidata dal Ministro della Strategia Nazionale Sengoku, con l'obiettivo di elaborare entro giugno un "framework fiscale di medio termine". Sono allo studio scenari di riforma della struttura della spesa e dell'imposizione fiscale, fra cui un possibile rialzo dell'imposta sui consumi. Su questo punto, che è l'unica possibile via d'uscita dall'*impasse* fiscale, c'è stata qualche apertura da parte del Ministro delle Finanze Kan, anche se il Primo Ministro Hatoyama si è impegnato a mantenere l'aliquota al 5% almeno fino al 2013.

Nel breve termine, la **politica fiscale resta ampiamente espansiva**, con tagli agli investimenti pubblici più che compensati da crescenti trasferimenti a sostegno delle famiglie. Le proiezioni del governo contenute nel budget 2010 sono di un **deficit primario** di 23 tln di yen (**5% del PIL**) e un **deficit complessivo** del Governo centrale di 44 tln di yen (**9,2% del PIL**). Il debito del Governo centrale, a 637 tln di yen, è il 134% del PIL e pari all'equivalente di 17 anni di entrate tributarie (37 tln di yen nel 2010). Le entrate tributarie sono solamente il 7,9% del PIL, e le entrate totali sono pari al 10% del PIL, contro uscite complessive di 92,3 tln (19,4% del PIL). Nel 2010, la spesa per interessi è pari al 22% della spesa totale, era il 20,7% nel 1990. La spesa previdenziale è pari al 29,5% del totale, dal 16,6% del 1990, e il trend verso l'alto proseguirà. Nel 2025, circa il 30% della popolazione in Giappone avrà più di 65 anni, dal 20% circa attuale. La spesa previdenziale e assistenziale continuerà ad aumentare. Non c'è molto margine di manovra per ridurre le altre componenti di spesa. La spesa per istruzione, scienza e difesa, ha continuato a contrarsi dal 51% della spesa complessiva nel 1960, al 29,7% del 1990 e al 22,9% del 2010. Il Governo attuale sta già riportando la spesa per investimenti su livelli più vicini a quelli degli altri paesi industrializzati, dopo il forte aumento della spesa pubblica in questo settore iniziato negli anni '90.

Il controllo dei conti pubblici nel medio termine deve includere probabilmente un significativo **aumento delle imposte**, anche perché la crescita nominale resterà modesta. La crescita potenziale continua a scendere (ultima stima BoJ fra 0,5 e 1%) e la deflazione è uno scenario persistente almeno fino a tutto il 2011. Simulazioni condotte dal Cabinet Office nel 2008 mostravano che per stabilizzare il rapporto debito/PIL sarebbe stato necessario alzare l'aliquota dell'imposta sui consumi dal 5% attuale all'8%; per generare un calo del rapporto sarebbe stato necessario un aumento almeno al 10% dell'aliquota (con aumenti di 1% all'anno per 5 anni). Anche nel caso di rialzo al 12%, il rapporto debito/PIL nelle simulazioni del Cabinet Office sarebbe sceso vicino al 160% del PIL nel 2020.

Un calcolo semplicistico sulla base dei dati del 2010 mostra che sarebbe **necessario un aumento dell'aliquota dell'imposta sui consumi di 10 pp, al 15% dal 5% attuale**, per generare 24 tln di entrate aggiuntive e azzerare il deficit primario. La stabilizzazione del rapporto debito/PIL, anche nell'ipotesi di tassi di interesse fermi e di crescita positiva è resa difficile dalla deflazione. Infatti, le caratteristiche del debito pubblico sono relativamente favorevoli, con una vita media di 6 anni e 4 mesi (settembre 2009) e un costo medio del debito di 1,4% (dati del Ministero delle Finanze). Ma con una crescita anemica vicina all'1,5% è necessario che la deflazione receda e i prezzi tornino ad essere su un trend di aumento.

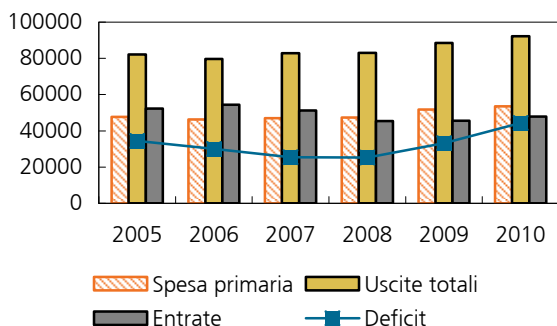
Per generare reddito addizionale attraverso **altre componenti delle entrate** nella dimensione necessaria a stabilizzare il debito/PIL, occorrerebbe aumentare fortemente la tassazione sui redditi bassi: anche questo è politicamente molto fuori discussione. Infine, le imposte sui profitti delle imprese sono difficilmente modificabili, con l'aliquota effettiva al 40,7%, la più alta al mondo: il dibattito politico è stato incentrato su una sua possibile riduzione. Le entrate dalle imposte sulle imprese nel 2010 dovrebbero dare un gettito (6 tln di yen) pari a circa la metà del gettito complessivo dell'imposta sui consumi (12,2 tln di yen).

A luglio ci saranno le elezioni per il rinnovo della camera alta: il Governo ha registrato un considerevole calo del consenso negli ultimi mesi, pertanto difficilmente ci saranno segnali per una presa di posizione chiara sullo scenario fiscale almeno da parte del Primo Ministro. Tuttavia, come indicato sopra, il Ministro delle Finanze ha mostrato apertura all'inclusione di rialzi di imposte in un piano di rientro fiscale, se pure nel medio termine. All'inizio del suo mandato, il Ministro delle Finanze si era detto contrario a qualsiasi ritocco delle imposte, sottolineando la necessità di agire prima su spese improduttive. Dopo i tagli apportati alle spese per lavori pubblici evidenti dal budget 2010, a inizio marzo Kan si è mostrato più possibilista per quanto riguarda variazioni sulle entrate.

A sostegno della posizione finanziaria del Giappone restano 1) la posizione verso l'estero e un persistente **avanzo di partite correnti**, 2) il **risparmio delle famiglie**, con un attivo finanziario delle famiglie pari a 1,4 tln di yen, di cui 747 tln di depositi (dati a settembre 2009) e 3) la quota preponderante di **debito pubblico detenuta da investitori domestici** (94%). Tuttavia, con un trend di invecchiamento della popolazione chiaramente in atto, il pool di risparmio domestico non potrà generare fondi sufficienti per far fronte a un sentiero crescente di offerta di titoli.

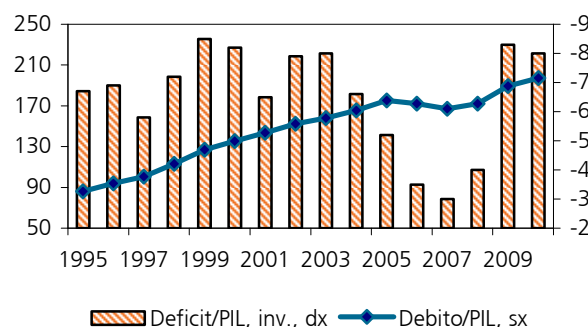
Nello scenario di deflazione persistente e di crescita debole, sembra chiaro che una parte della soluzione al problema fiscale del Giappone sia **l'aumento della quota di JGB detenuta dalla banca centrale**. A fine 2009, la BoJ deteneva il 7,5% dei JGB in circolazione, quota in calo dal 9,5% del 2007 e dall'8,3% del 2008. Fra la banca centrale e le autorità fiscali è in corso un gioco di strategia, con più di un equilibrio, in cui il Governo preme per un aumento delle misure di politica monetaria non convenzionale e la banca centrale preme per indicazioni di rientro dei conti pubblici. Nei prossimi mesi entrambi i giocatori potrebbero convergere verso un equilibrio "buono", con la presentazione di un piano di rientro fiscale da parte del Governo e aumento degli acquisti di JGB da parte della BoJ. Questa soluzione permetterebbe di posporre un'eventuale crisi. Tuttavia, la dimensione del problema sta diventando esplosiva e richiede che il piano di rientro, sempre che venga presentato, sia anche attuato. Restano quindi ampi rischi di correzioni "disordinate" e/o di ritorno in recessione-deflazione nei prossimi anni.

Il deficit continua a crescere



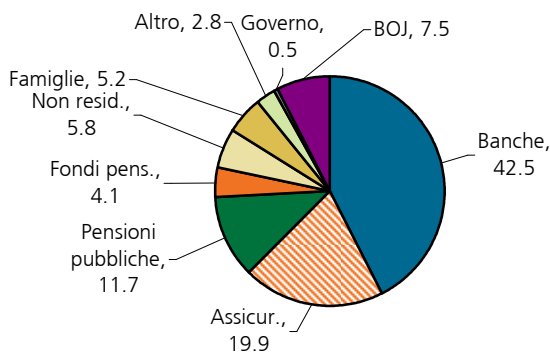
Fonte: Ministry of Finance, mld di yen

Debito pubblico verso il 200% del PIL nel 2010



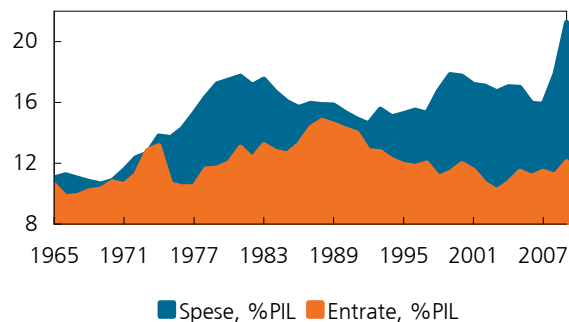
Fonte: Ministry of Finance, dati relativi alle pubbliche amministrazioni, previsioni OCSE per il 2010.

JGB: solo l'11% dello stock, quello detenuto da famiglie e non residenti, è davvero mobile



Fonte: Ministry of Finance

Spese ed entrate: qualcosa deve cambiare



Fonte: Ministry of Finance

Cina: Politica fiscale e monetaria ancora a favore della crescita

- L'economia cinese è cresciuta del 10,7% nel 4° trimestre del 2009 in accelerazione rispetto al 9,1% del 3° trimestre, chiudendo il 2009 con una crescita annua del PIL dell'8,7%, al di sopra dell'obiettivo del governo. Alla crescita ha contribuito soprattutto il settore industriale, maggior beneficiario degli investimenti statali che hanno controbilanciato il calo delle esportazioni.
- L'effetto base e l'effetto calendario dovuto alla diversa cadenza delle festività per il nuovo anno lunare rendono difficile valutare i dati dei primi due mesi dell'anno. Per quanto riguarda il canale estero, considerando i dati trimestrali, si nota un continuo miglioramento delle esportazioni sebbene a un tasso di crescita molto inferiore rispetto alle importazioni, con una conseguente riduzione del saldo della bilancia commerciale rispetto ai massimi del 2008. Il miglioramento delle importazioni è dovuto in parte a un aumento della domanda interna, confermato dal anche dal buon andamento delle vendite al dettaglio e della produzione industriale, ma in parte è dovuto anche a un maggior aumento dei prezzi alle importazioni. L'inflazione dei prezzi al consumo sale, guidata dall'aumento di materie prime e alimentari, ma rimane contenuta. La crescita degli investimenti fissi comincia a mostrare segni di rallentamento, soprattutto quella degli investimenti del settore statale, mentre gli investimenti del settore immobiliare continuano ad accelerare insieme ai prezzi degli immobili.
- Le autorità monetarie e governative, pur intraprendendo misure amministrative volte a rallentare il credito e l'eccessivo aumento dei prezzi delle case, hanno confermato l'intenzione di mantenere essenzialmente invariata, nel 2010, la stance di politica monetaria e fiscale rispetto al 2009. L'andamento del credito, delle riserve bancarie e degli investimenti, nonché un forte effetto base, puntano ancora a un 1° trimestre di crescita economica forte, ma il trend sarà gradualmente discendente nel resto dell'anno. La crescita rimarrà elevata a 9,5% nel 2010 e il graduale ma inevitabile cambio di stance della politica monetaria e fiscale nella seconda parte dell'anno inciderà sulla crescita del 2011.
- I rischi sullo scenario rimangono al ribasso. La domanda internazionale rimane fragile e coerente con uno scenario di ripresa debole delle esportazioni cinesi nel corso dell'anno. La tenuta dei consumi privati continuerà a dipendere dagli incentivi senza una ripresa solida del mercato del lavoro. A ciò si aggiunge il rischio, rilevato anche dalle autorità, di un aumento degli incagli con conseguenze negative sulla performance del settore bancario.

Silvia Guizzo

Previsioni macro	2006	2007	2008	2009	2010	2011
PIL (prezzi costanti)	11,6	13,0	9,6	8,7	9,5	8,7
Consumi privati	10,9	11,4	9,5	9,6	9,2	9,7
Consumi pubblici	11,5	11,4	9,4	14,4	11	10,1
Investimenti fissi	12,8	13	8,5	18,7	8	7,8
Esportazioni	20,8	18,6	8,2	-12,8	12,6	14,7
Importazioni	12,6	14,3	6,5	-4,4	9,6	15,2
Produzione industriale	13	14,7	9,9	9,5	8,1	8,5
Inflazione (CPI)	1,5	4,8	5,9	-0,7	3,8	4,4
Tasso di disoccupazione	4,1	4	4,1	4,3	4,3	4,2
Salari medi	12,8	17,1	14,9	12,3	10,1	9,9
Tasso sui prestiti a 1 anno	5,9	6,9	6,9	5,3	6,2	7,3
Cambio USD/INR (media)	8,0	7,6	7,0	6,8	6,8	6,6
Saldo delle partite correnti	2013,6	2822,1	2952,5	1940,7	2122,7	2200,7
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	9,1	10,8	9,5	6,0	5,5	5,1
Saldo di bilancio in % del PIL	-0,8	0,7	-0,4	-2,5	-2,6	-1,9

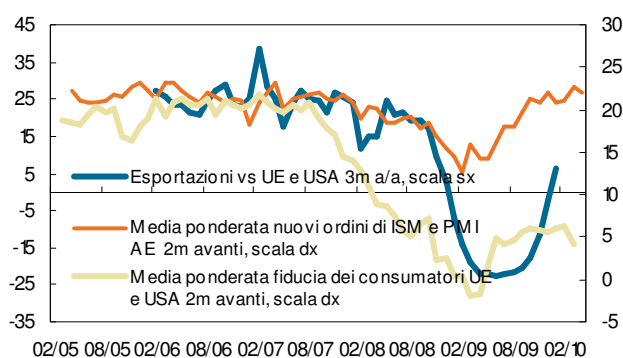
Nota: Variazioni tendenziali a/a

Fonte: Oxford Economics Forecasting, Intesa Sanpaolo

L'economia cinese è cresciuta del 10,7% nel 4° trimestre del 2009 in accelerazione rispetto al 9,1% del 3° trimestre, chiudendo il 2009 con una crescita annua del PIL del 8,7%, al di sopra dell'obiettivo del governo. Il settore industriale ha mostrato una forte ripresa nella seconda parte dell'anno e soprattutto nell'ultimo trimestre del 2009 dove è cresciuto del 9,5% a/a rispetto al minimo del 5,3% nel 1° trimestre, superando il settore dei servizi (+8,7%). Il robusto tasso di crescita economica del 2009 è essenzialmente dipeso dal massiccio piano di stimolo fiscale che ha dato un sostegno prioritario agli investimenti (la cui crescita è stimata a 18,7% nel 2009 rispetto all'8,5% del 2008) permettendo così di controbilanciare il contributo negativo del settore estero che è stato di circa il 4%.

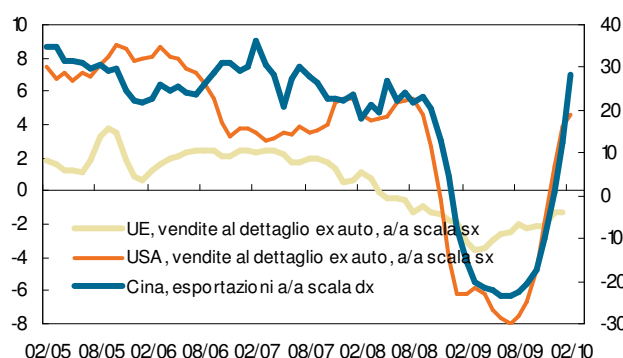
La crescita del 2009 è stata guidata dagli investimenti fissi che hanno controbilanciato il contributo negativo del settore estero

Gli ultimi dati nei paesi industrializzati mostrano qualche scricchiolio nella fiducia dei consumatori ...



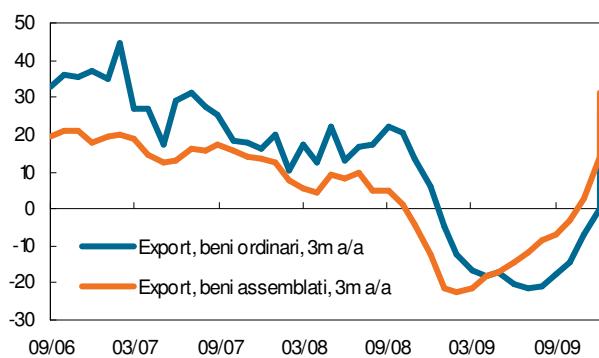
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, medie mobili a 3 mesi

... la cui ripresa è stata seguita da un recupero dei consumi con beneficio dell'export cinese



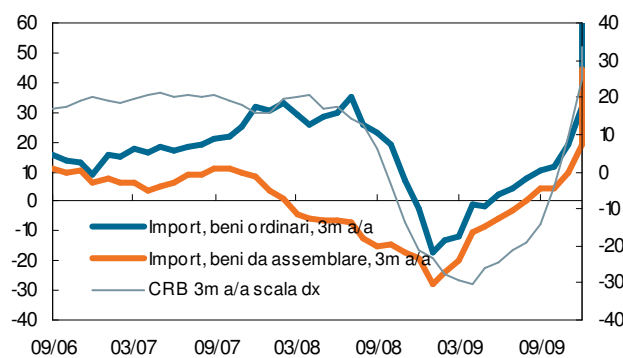
Fonte: Bloomberg, medie mobili a 3 mesi

Migliorano soprattutto le esportazioni di beni assemblati ...



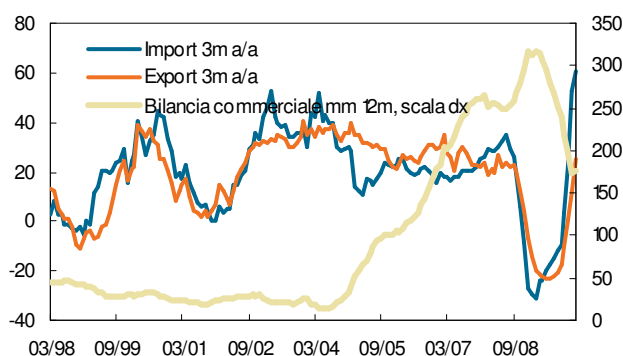
Fonte: EcoWin, variazioni reali 3m a/a

... e le importazioni di beni ordinari



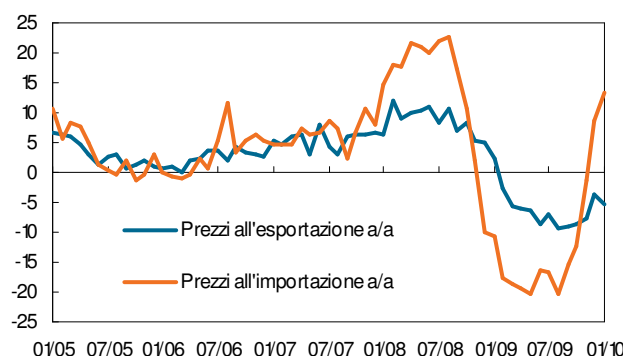
Fonte: EcoWin, variazioni reali 3m a/a

L'aumento delle importazioni riduce il surplus commerciale



Fonte: Bloomberg, bilancia commerciale in miliardi di dollari

I prezzi delle importazioni accelerano

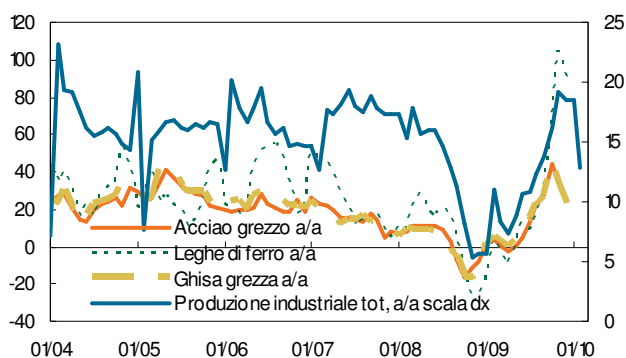


Fonte: EcoWin, variazioni a/a

Il recupero di importazioni ed esportazioni verificatosi nel 4° trimestre del 2009 (+22,3% e 0,2% a/a rispettivamente) è proseguito anche nei primi mesi dell'anno. A febbraio, le importazioni sono salite del 44,7% e le esportazioni del 45,7% a/a, tuttavia è difficile valutare i tassi di crescita tendenziali nei primi due mesi dell'anno, in quanto i dati risentono della diversa cadenza delle festività per il capodanno lunare, che quest'anno è stato a febbraio invece che a gennaio come nel 2009, e dell'effetto base (tra gennaio e febbraio del 2009 le importazioni e le esportazioni avevano toccato i minimi). Se consideriamo i dati trimestrali, quello che emerge è una crescita molto più elevata delle importazioni, che nel trimestre dicembre - febbraio sono salite del 60,4% 3m a/a rispetto alle esportazioni, salite del 25,6% nello stesso periodo. Stanno continuando a crescere a ritmi elevati le importazioni di macchinari e prodotti elettronici (+44% 3m a/a), prodotti di alta tecnologia (+48,8% 3m a/a) e materie prime energetiche, mentre le importazioni di molti metalli o prodotti in metallo sembrano essersi stabilizzate o risultano in calo. Le importazioni di materie prime energetiche sono in realtà salite in valore (93%¹² 3m a/a a gennaio), ma scese in volume (-5,3% 3m a/a¹³ in tonnellate). Le importazioni dagli Stati Uniti e dall'Europa sono cresciute a tassi inferiori (38,7% 3m a/a e 31,4% 3m a/a) rispetto a quelle dall'Asia, in particolare dai paesi del gruppo ASEAN (Association of East Asian Nations), salite dell'84% 3m a/a.

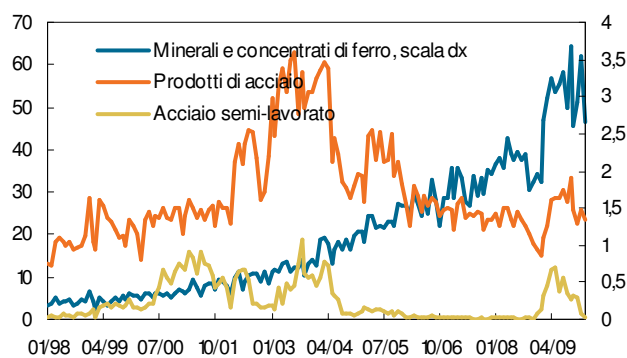
Le esportazioni continuano a migliorare ma il tasso di crescita delle importazioni rimane più elevato ...

La produzione di alcuni metalli sta decelerando



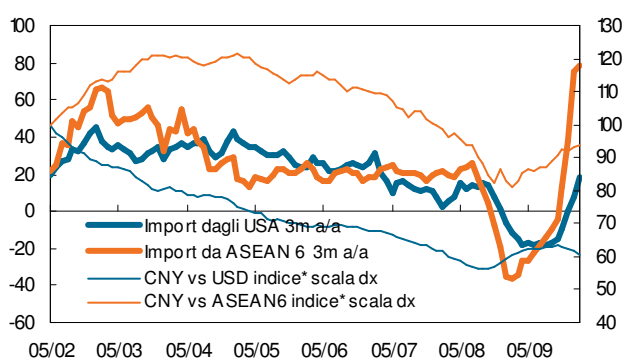
Fonte: Bloomberg

Le importazioni di altri metalli rallentano



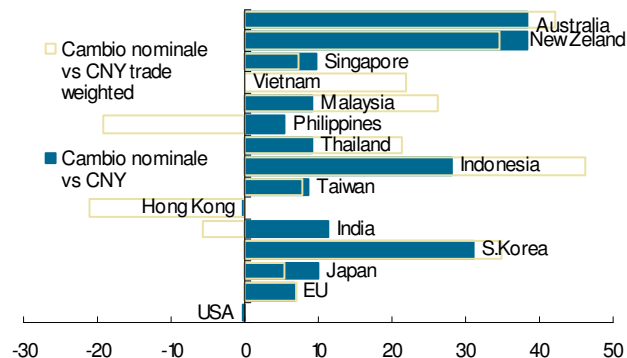
Fonte: EcoWin, dati in milioni di tonnellate

Aumentano di più le importazioni dai paesi asiatici ma in parte per l'effetto cambio



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, ASEAN6 (Indonesia, Malesia, Thailandia, Filippine, Vietnam, Singapore). *Cambio pesato per le quote di importazione.

Deprezzamento del CNY tra feb'09 e feb '10 vs le principali valute



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo (+ deprezzamento del CNY, - apprezzamento del CNY)

¹² Primary Products, Mineral fuels, lubricants and related materials.

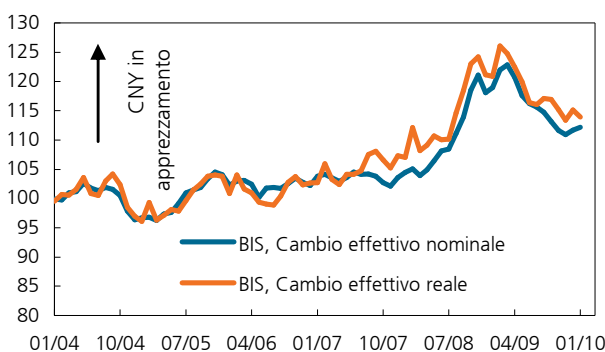
¹³ Total fuels (Kerosene, light diesel, liquefied petroleum gas, Naphta, Fuel Oil, other diesel and fuel oil) in metric tonnes.

L'aumento delle importazioni, soprattutto di macchinari, testimonia il miglioramento della domanda interna, tuttavia una buona parte dell'aumento delle importazioni potrebbe essere imputabile ad un aumento dei prezzi. I prezzi alle importazioni sono infatti saliti del 13,5% a gennaio, mentre quelli alle esportazioni sono scesi del 5,3%. Il petrolio è salito del 77,7% 3m a/a a febbraio, l'indice CRB (*Commodities Research Bureau/Reuters*) è salito del 33,4% e dell'86,6% il sottoindice dei metalli. All'aumento delle materie prime si aggiunge inoltre un effetto cambio. Mentre, infatti, lo yuan continua ad essere di fatto agganciato al dollaro, il cambio effettivo si è deprezzato dell'8,7% sia in termini reali, sia in termini nominali tra marzo 2009 e febbraio 2010. Il cambio si è deprezzato soprattutto rispetto ad alcune valute asiatiche e rispetto al dollaro australiano e neozelandese, sia in termini bilaterali sia in termini effettivi (pesato per le quote di importazione), rendendo più care le importazioni da questi paesi.

... per l'aumento dei prezzi delle materie prime e indebolimento del cambio vs alcune valute asiatiche

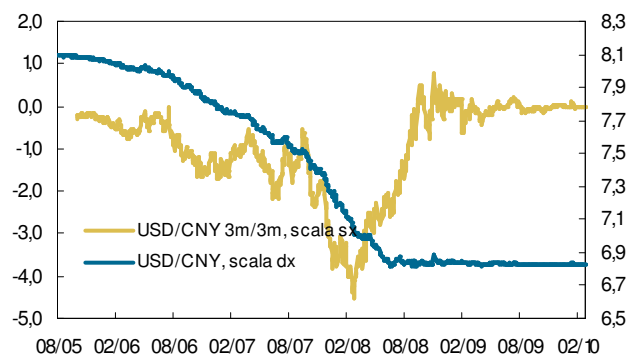
Gli **indici di fiducia** del settore manifatturiero **di area euro e Stati Uniti** sono calati leggermente a febbraio, ma si mantengono su livelli elevati, mentre gli indici di fiducia dei consumatori, che a febbraio hanno mostrato lo stesso andamento, rimangono ancora su livelli molto bassi. La componente **"ordini dall'estero"** dell'indice PMI è lievemente salita a febbraio nella rilevazione Markit-HSBC (58,3 vs 58,1 a gennaio) mentre è scesa di 2,9 punti fino a 50,3 nella rilevazione dell'Ufficio Statistico. Le scorte di metalli (rame, alluminio, zinco) al Shanghai Stock Exchange sono ai massimi dal 2003. Tutto questo continua a puntare a una ripresa solo moderata delle esportazioni cinesi nei prossimi mesi e a una decelerazione della crescita tendenziale delle importazioni.

Il cambio effettivo si deprezza rispetto ai massimi di inizio 2009



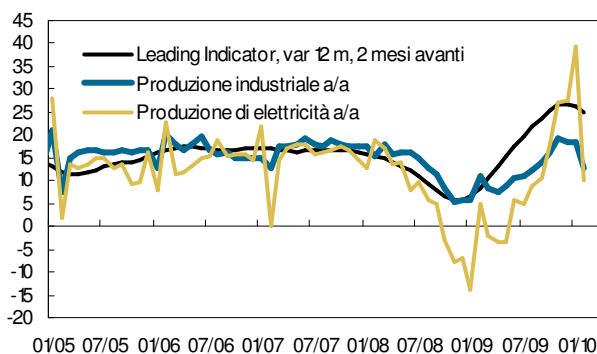
Fonte: EcoWin

Il cambio vs dollaro rimane stabile



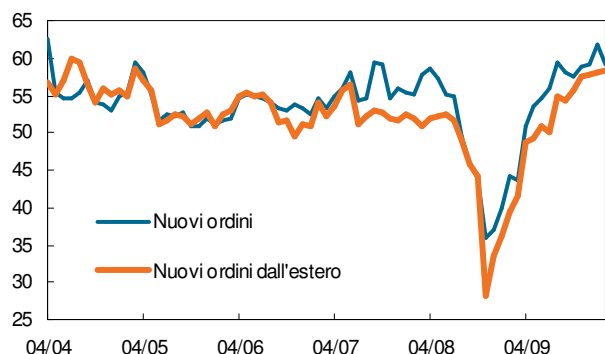
Fonte: Bloomberg

La produzione industriale decelera lievemente



Fonte: Bloomberg

Le componenti ordini del PMI si stabilizzano su livelli elevati



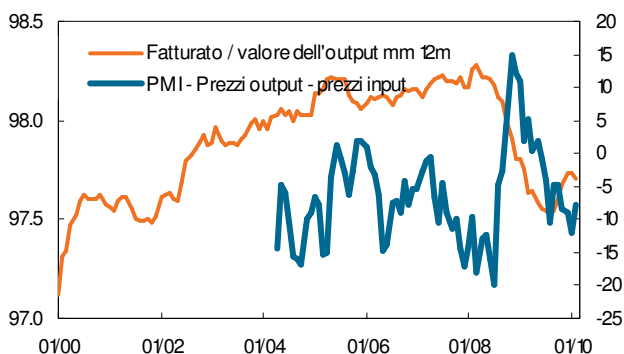
Fonte: CLSA-Markit

La **produzione industriale** è cresciuta del 12,8% a/a a febbraio, in rallentamento rispetto al picco del 19,1% di novembre, ma anche questo dato risente degli stessi effetti discussi per i dati di commercio estero. In termini cumulati (gennaio-febbraio), infatti, è salita del 20,7% a/a a febbraio, dall'11% di gennaio e l'aumento appare diffuso a molti settori. L'effetto calendario ha anche influito sul dato della produzione di energia elettrica, la cui crescita è rallentata dal picco di 39,5% a gennaio al 10,1% a febbraio. L'utilizzo della capacità produttiva del settore manifatturiero è risalito a 85% nel 4° trimestre, dal minimo storico di 79% registrato nello stesso trimestre del 2008. Contemporaneamente migliora la fiducia delle imprese, anche se per la maggior parte dei settori rimane ancora distante dai massimi del 2007. Il differenziale tra i prezzi degli output e quelli degli input è ancora in territorio negativo indicando che le imprese difficilmente riescono a trasferire completamente l'aumento dei prezzi degli input ai consumatori finali. I profitti delle imprese industriali stanno tuttavia cominciando a migliorare e nel 4° trimestre del 2009 sono saliti del 7,8%, registrando la prima variazione tendenziale positiva dopo tre trimestri di cali.

La produzione industriale accelera ma gli indici anticipatori hanno segnato i primi lievi cali

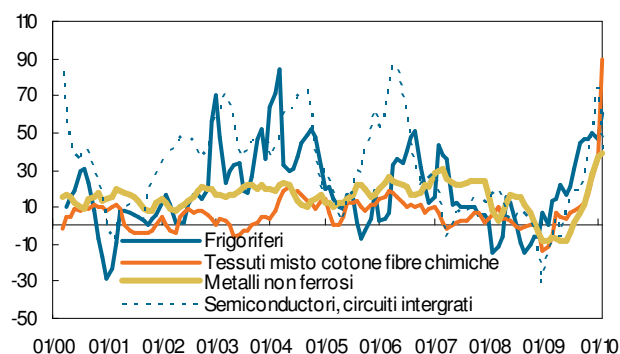
Nonostante questi positivi segnali di miglioramento e al di là della volatilità dei dati di gennaio e febbraio, notiamo comunque che l'indice anticipatore OCSE nella componente "leading trend" è sceso a dicembre e a gennaio, dopo il picco di novembre e anche l'indice anticipatore redatto dall'ufficio statistico mostra un calo tra ottobre e dicembre. Questi indici anticipano la produzione industriale di un paio di mesi, ci aspettiamo pertanto che essa torni a salire nel 2° trimestre, ma a ritmi non superiori ai picchi massimi visti a fine 2009.

Si riducono i margini delle imprese



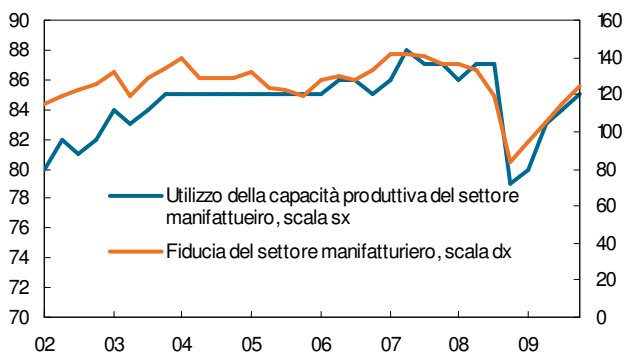
Fonte: Thomson Reuters - Datastream, HSBC-Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il miglioramento della produzione industriale è diffuso



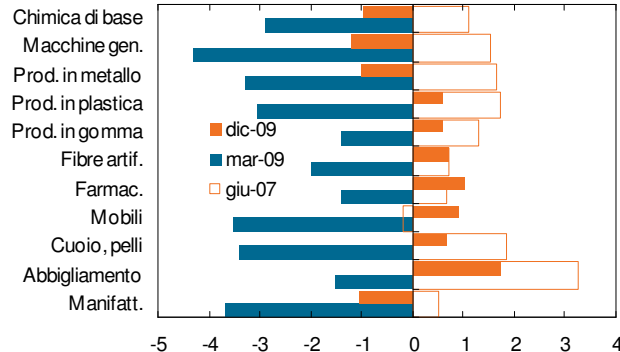
Fonte: EcoWin, variazioni a/a

Migliora l'utilizzo della capacità produttiva nel settore manifatturiero



Fonte: Thomson Reuters - Datastream

Distanza dalla media della fiducia delle imprese nei vari settori: in miglioramento ma ancora lontana dal picco del 2007

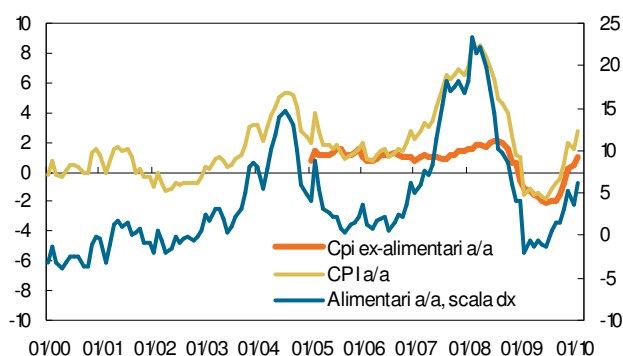


Fonte: Thomson Reuters - Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, Distanza dalla media 2002-2008 espressa in deviazioni standard

I **prezzi** alla produzione sono saliti a febbraio (+10,3%) molto di più di quelli degli input (5,4%), mentre i prezzi al consumo sono saliti del 2,7%. Gli aumenti, per quanto riguarda i prezzi di input e output sono dovuti principalmente all'aumento dei prezzi delle materie prime e del movimento terra (+37,6%) trainati dalla domanda del mercato immobiliare, mentre i prezzi al consumo risentono soprattutto dell'aumento dei prezzi di alcuni alimentari dovuti non solo al maltempo, ma anche agli effetti stagionali per le feste del nuovo anno lunare. I prezzi al consumo sono, infatti, aumentati dell'1,2% a febbraio, in linea con gli aumenti degli anni passati per i primi mesi dell'anno. Ci aspettiamo che l'inflazione continui a salire, ma a ritmi moderati nei prossimi mesi e che in media rimanga intorno a 3,8 nel 2010.

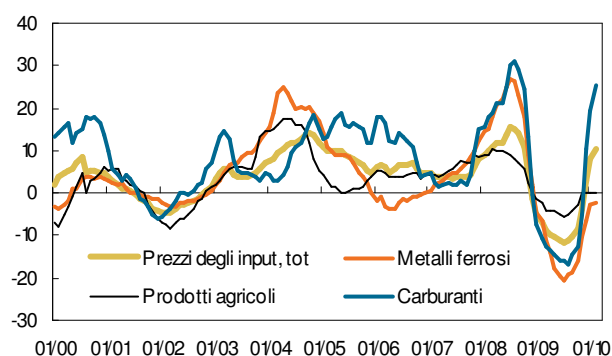
L'inflazione sale per un effetto base e per l'aumento di materie prime e alimentari

L'inflazione dei prezzi al consumo rimane contenuta ...



Fonte: Bloomberg

... ma per le imprese aumentano i prezzi delle materie prime

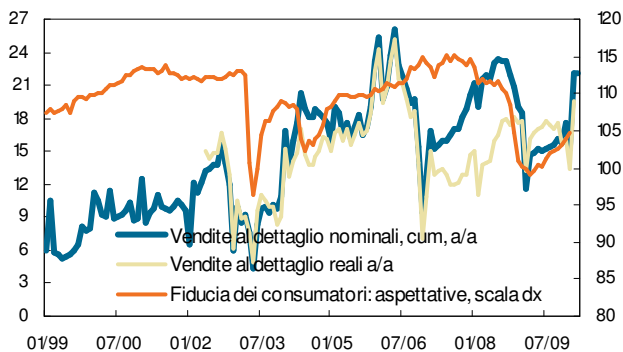


Fonte: Bloomberg

La fiducia dei consumatori continua lentamente a salire favorendo l'andamento delle **vendite al dettaglio** che a febbraio sono salite del 22,1% a/a e del 17,9% in termini cumulati. Le vendite sono salite anche in termini reali registrando un aumento del 19,6% a/a, anche se potrebbero rallentare nuovamente visto che l'inflazione, almeno per un effetto base, tornerà a salire nei prossimi mesi. I dati sulla vendita e produzione di automobili segnalano un rallentamento a febbraio rispetto ai picchi di gennaio anche in termini cumulati, mentre quelli sui singoli comparti, disponibili fino a dicembre, segnalano ancora tassi di crescita molto elevati per i beni elettronici e per i materiali da costruzione e tassi di crescita sostenuti per tutti gli altri comparti. I dati sulla spesa delle famiglie urbane, misura molto più vicina ai consumi privati, confermano la ripresa dei consumi nel 2009, con una lieve accelerazione nel 4° trimestre (9,5% vs 9,1% nel 3° trimestre). Quelli sul reddito medio disponibile urbano, disponibili fino al 4° trimestre, continuano invece a mostrare una decelerazione del reddito sia in termini nominali, che reali.

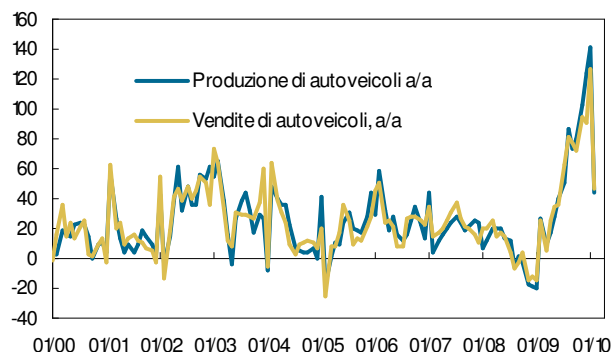
La fiducia dei consumatori continua a migliorare favorendo l'andamento delle vendite anche se il sostegno dai redditi rimane debole

Le vendite al dettaglio crescono e la fiducia dei consumatori migliora ulteriormente



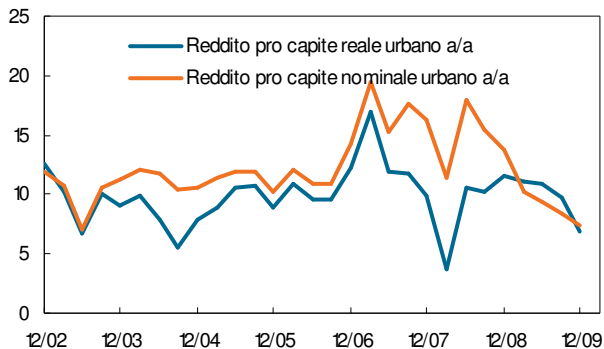
Fonte: Bloomberg

Le vendite di auto rallentano



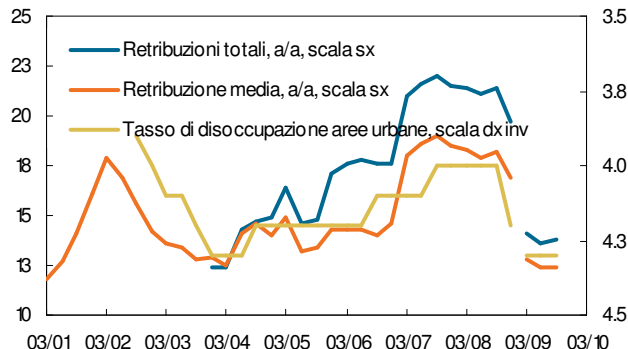
Fonte: EcoWin

Il reddito pro capite rallenta ...



Fonte: Bloomberg, EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... insieme alla crescita dei salari nominali



Fonte: Bloomberg, Thomson Reuters - Datastream

I segnali dal **mercato del lavoro** sono ancora contrastanti. L'indagine Manpower sulle intenzioni di assunzione per il 2° trimestre del 2010 ha segnato un aumento di 3 punti percentuali con aumenti in tutti i settori ad eccezione di quello minerario e delle costruzioni. Al contrario, la componente occupazione degli indici PMI, sia nella rilevazione di Markit-HSBC sia in quella dell'ufficio statistico e CFL, è in calo dall'autunno. La seconda è scesa fino a 49,9 in febbraio. Il numero di disoccupati registrati nelle aree urbane è salito da 8,86 milioni a fine 2008 a 9,21 milioni a fine 2009, mentre il tasso di disoccupazione si è mosso marginalmente passando da 4,2 a 4,3%. Nello stesso periodo il numero degli occupati è sceso di 110 mila unità a 11,02 milioni. Le persone che hanno trovato lavoro dopo essere state licenziate o che hanno cercato lavoro per molto tempo sono aumentate nel 2009 rispetto al 2008, ma con incrementi trimestrali in discesa nella seconda metà del 2009.

Il mercato del lavoro migliora ma la situazione generale rimane difficile ...

Secondo le recenti dichiarazioni del premier Wen Jabao le sfide che pone il mercato del lavoro sono molte. In alcune aree costiere in cui la ripresa è più veloce si riscontra mancanza di forza lavoro, in particolare specializzata, tuttavia la situazione in generale rimane seria. Il numero totale dei disoccupati nelle aree urbane (inclusi quelli non ufficialmente registrati) secondo le dichiarazioni del Premier è di 24 milioni, a cui si aggiungono anche 6,3 milioni di nuovi laureati che si affacceranno quest'anno sul mercato del lavoro. In alcune province costiere si sono annunciati degli aumenti ai salari minimi con l'obiettivo sia di diminuire la disparità di reddito tra le varie fasce di lavoratori, sia di attrarre lavoratori. La provincia dello Jiangsu ha annunciato un aumento del salario minimo del 12% a febbraio, seguita dalla provincia del Guangdong che ha annunciato che dal 1° maggio renderà effettivo un aumento annuo del salario minimo del 21% e dalla città di Shanghai (15% dal 1° aprile).

... con molti disoccupati tra i laureati ma scarsità di manodopera specializzata nelle regioni costiere

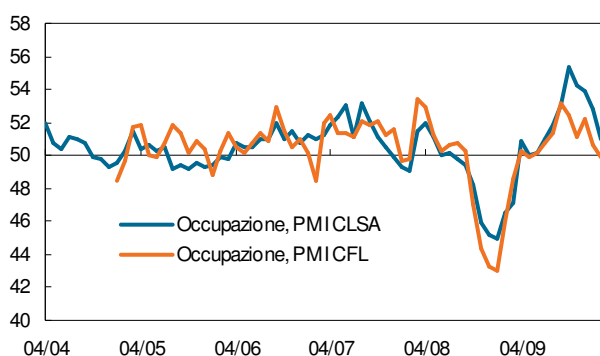
Secondo un'intervista rilasciata a JPM¹⁴ da Zhang Wenkui, ricercatore presso il Centro di Ricerca per lo Sviluppo del Consiglio di Stato (State Council's Development Research Centre) in molte di queste province, dove è concentrata l'attività manifatturiera orientata alle esportazioni, i costi del lavoro sono raddoppiati negli ultimi anni, anche se questo trend strutturale è stato mascherato dal rallentamento della crescita dei salari, specialmente durante la crisi economica. In questo stesso arco di tempo molte aziende hanno approfittato degli incentivi statali e dei programmi di sviluppo delle regioni centrali e occidentali per spostare la produzione verso le regioni più interne dove il costo del lavoro era minore. In questo momento di ripresa degli ordini però, molti lavoratori che prima migravano dall'interno verso le regioni costiere, riescono a trovare impiego anche nel luogo di origine o più vicino ad esso, con il risultato che le regioni

¹⁴ Bloomberg 12.03.2010: "China's labor shortages – short term anomaly or long-term challenge?"

costiere ora soffrono per la mancanza di manodopera specializzata e sono costrette ad offrire salari o altri benefit più elevati per attirare i lavoratori. Secondo lo stesso Zhang questo sarà un trend dei prossimi decenni, sia per l'invecchiamento della popolazione, sia perché sempre più giovani laureati, non riuscendo a trovare lavoro, optano per corsi di specializzazione post-laurea che, una volta superata la crisi, offriranno loro la possibilità di un salario maggiore. Dato che il settore manifatturiero è fortemente orientato alle esportazioni e impiega la quota più alta della forza lavoro registrata (28,2% nel 2008), un trend di questo genere dovrebbe essere legato a una ripresa economica guidata da un forte e duraturo aumento delle esportazioni che, date le previsioni di crescita per Europa e Stati Uniti, almeno per il 2010 vediamo poco probabile. L'aumento, da parte di alcune province, dei salari minimi, che sono ai limiti di sussistenza, potrebbe essere positivo e favorire le classi più povere, ma se il trend dovesse essere diffuso a livello nazionale, crediamo sarebbe un motivo in più per rimandare l'apprezzamento del cambio, in quanto peserebbe ulteriormente sui profitti delle imprese. Nel dibattito tra gli analisti internazionali, recentemente più di una voce si è levata a favore di un aumento dei salari come alternativa all'apprezzamento del cambio nominale, perché permetterebbe di aumentare il reddito e il potere d'acquisto delle famiglie e avrebbe quindi un effetto positivo sui consumi al costo di un'inflazione un po' più elevata.

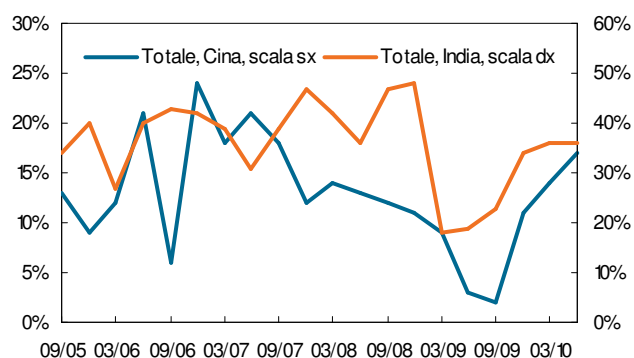
Dato l'andamento del reddito disponibile negli ultimi trimestri e la situazione ancora incerta del mercato del lavoro, continuiamo ad aspettarci una crescita contenuta dei consumi privati nel corso del 2010.

PMI, componente occupazione



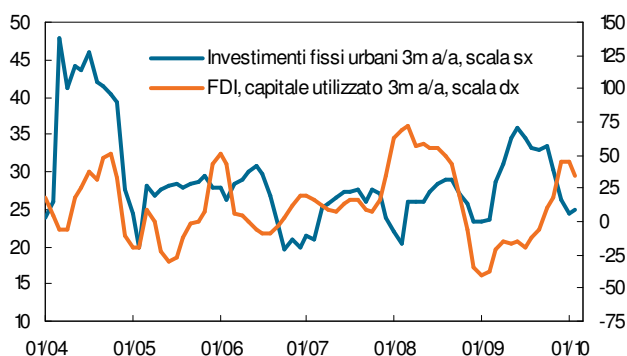
Fonte: Thomson Reuters - Datastream e Bloomberg

Indagine Manpower



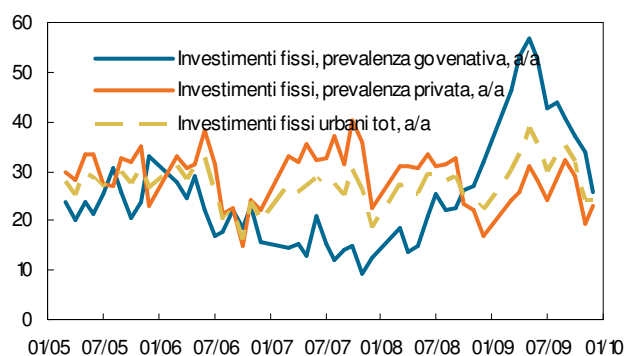
Fonte: Bloomberg

La crescita degli investimenti fissi totali continua a rallentare ...



Fonte: Bloomberg

... soprattutto quella degli investimenti a prevalenza governativa



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

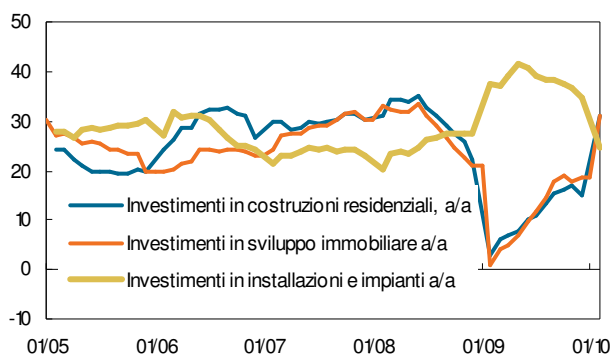
Il tasso di crescita degli **investimenti fissi urbani**, pur continuando a rimanere elevato, continua a decelerare. Gli investimenti fissi urbani sono, infatti, saliti del 26,6% a febbraio rispetto al picco del 33,6% raggiunto a giugno 2009 e un andamento simile mostrano i dati se si considerano le variazioni 3m a/a. Gli investimenti stranieri diretti utilizzati hanno mostrato un forte recupero nel corso del 2° semestre del 2009, ma il tasso di crescita 3m a/a è rallentato nei primi due mesi dell'anno. Nel corso della seconda metà del 2009 il rallentamento è stato molto più marcato per gli investimenti a prevalenza governativa, il cui tasso di crescita è sceso da un massimo del 56,6% a maggio 2009 a 25,7% a dicembre 2009. Un rallentamento sensibile si nota anche per gli investimenti in installazioni e impianti, mentre gli investimenti in sviluppo immobiliare e in costruzioni residenziali continuano a crescere a ritmi molto sostenuti (31,1% a/a e 30,9% a/a rispettivamente).

Gli investimenti fissi mostrano segnali di rallentamento ...

La superficie residenziale venduta ha continuato a salire a tassi elevati (37,9%) a febbraio seppur al di sotto dei picchi registrati a novembre (54,4%) a/a. I prezzi dei terreni adibiti a costruzioni residenziali hanno visto un balzo nell'ultimo trimestre del 2009, salendo a tassi vicini al 20% e i prezzi degli edifici residenziali e commerciali continuano a salire. L'indice dei prezzi delle proprietà immobiliari¹⁵ è salito del 10,7% a febbraio. Gli aumenti sono più marcati per gli edifici di nuova costruzione (+11,6% a/a a febbraio) rispetto a quelli sul mercato secondario (+8,0%), ma sono diffusi a tutti i tipi di edifici. I prezzi degli edifici residenziali di nuova costruzione sono saliti del 13,3%, tra questi quelli di lusso del 15,5% e addirittura del 16,4% sul mercato secondario. Il comparto degli edifici residenziali di lusso è quello che mostra aumenti mensili più elevati, del 3,4% a gennaio e del 3,4% a febbraio, molto al di sopra della media storica. Gli aumenti sono tuttavia diffusi anche all'edilizia non residenziale, dove i prezzi degli uffici sono saliti dell'8,5% a febbraio.

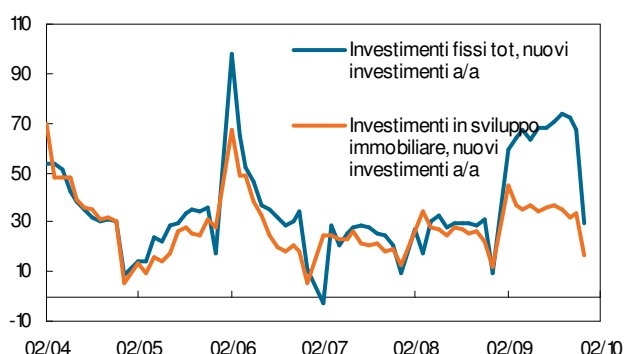
... mentre il mercato immobiliare continua ad accelerare

Investimenti in costruzioni e settore immobiliare ancora in forte crescita mentre rallentano installazioni e impianti



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

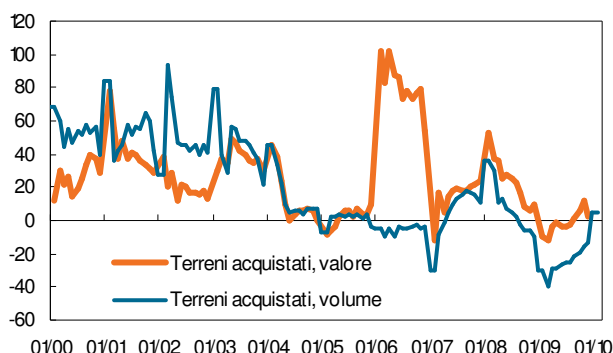
Anche i nuovi investimenti cominciano a rallentare



Fonte: dati nominali cumulati, variazione a/a

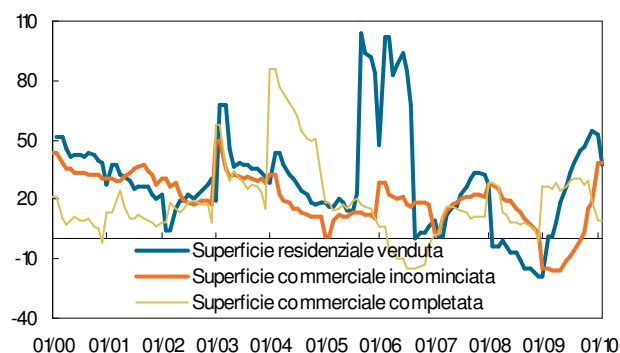
¹⁵ Indice dei prezzi delle proprietà immobiliari residenziali e commerciali rilevati in 70 grandi e medie città.

Aumenta il volume dei terreni acquistati



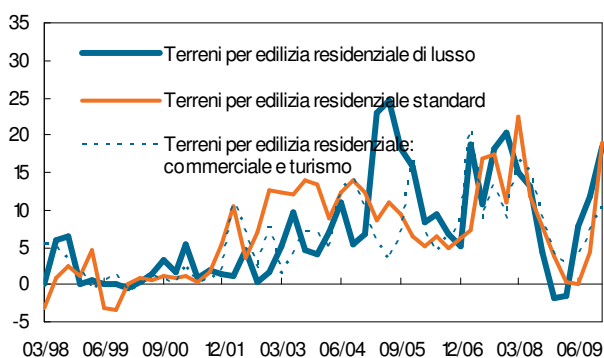
Fonte: EcoWin e CEIC, variazioni a/a

Aumenta la superficie residenziale venduta



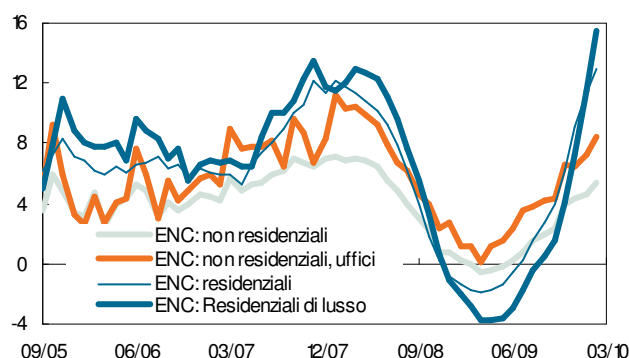
Fonte: CEIC, variazioni a/a sui dati cumulati in milioni di m²

Il rialzo dei prezzi si estende dai terreni per l'edilizia di lusso ai terreni per l'edilizia standard ...



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

... e a tutti i tipi di edifici (ENC: Edifici di Nuova Costruzione)



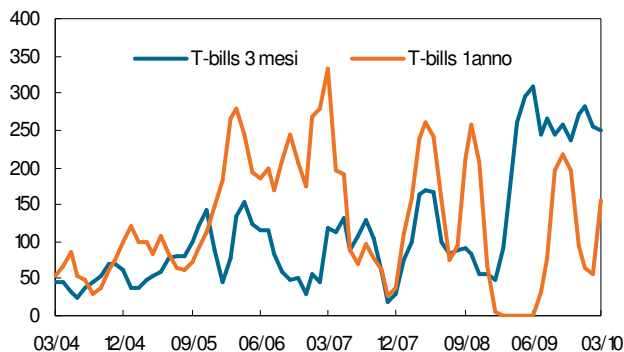
Fonte: CEIC, indice dei prezzi, variazione a/a, dati mensili.

La **China Banking Regulatory Commission (CBRC)** è di nuovo intervenuta per mettere in guardia dalla irresponsabile concessione di credito da parte delle banche cinesi e a febbraio ha emanato due direttive esortando le banche a una più cauta gestione del rischio e a una verifica degli scopi delle domande di credito in modo che i crediti concessi non vengano poi dirottati in investimenti speculativi in borsa o nel mercato immobiliare. La CBRC ha di fatto reso più restrittiva la regolamentazione dei prestiti al capitale circolante e dei prestiti personali. Ad esempio, quelli superiori ai 300.000 yuan (ca. 44.000 dollari) saranno concessi solo dopo aver identificato lo scopo specifico e versati direttamente alla controparte del richiedente. La CBRC ha inoltre imposto alle banche un riesame dei prestiti concessi alle unità finanziarie dei governi locali e uno stop ai finanziamenti a progetti non sostenuti da capitale o garantiti solo dalle entrate fiscali attese. Essa ha, tuttavia, contemporaneamente ribadito il sostegno del credito alle piccole e medie imprese incoraggiando le banche a concedere più prestiti rispetto al 2009.

La politica monetaria continuerà a ricorrere a misure amministrative e di drenaggio della liquidità

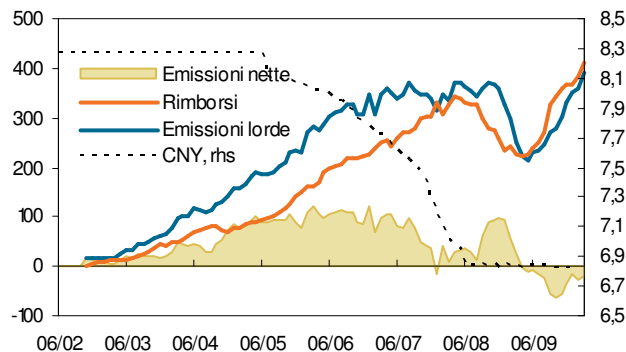
Tra gennaio e febbraio si sono rincorse le notizie di stampa le quali prima indicavano che la PBOC (People's Bank of China) non avrebbe imposto limiti di credito che dovevano essere invece decisi indipendentemente dai Consigli di Amministrazione delle banche stesse e poi che indicavano i limiti di credito che la CBRC avrebbe imposto alle banche principali, con la successiva raccomandazione di limitare il credito mensile a non più del 12% del limite annuale. A inizio marzo la CBRC invece è intervenuta ufficialmente richiedendo un aumento di 100pb del minimo *Capital Adequacy Ratio (CAR)* che salirà a 11% per le grandi banche e a 10% per le medie e piccole banche.

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



Fonte: CEIC, dati al 25 marzo 2010, medie mobili a tre mesi

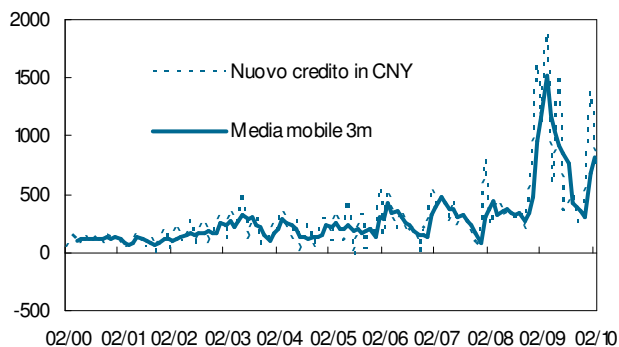
Emissioni nette di titoli zero coupon da parte della PBOC, negative ma in aumento



Fonte: CEIC, medie mobili a 12 mesi

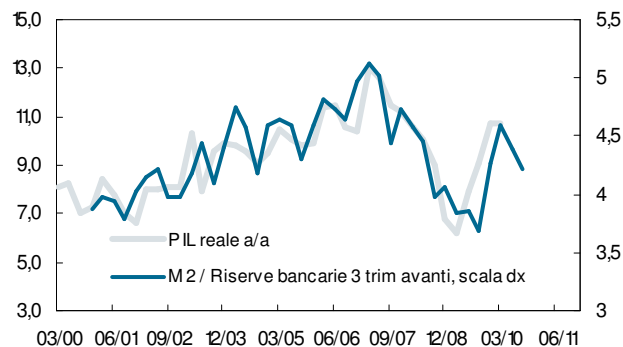
Anche la **People's Bank of China** è intervenuta e dall'inizio dell'anno ha effettuato due rialzi di 50pb del coefficiente di riserva obbligatoria sia delle grandi banche, sia di quelle più piccole, escluse le cooperative rurali. Inoltre la PBOC sta progressivamente aumentando l'offerta lorda di titoli a 3 mesi e a 1 anno. L'offerta netta di questi titoli nei primi due mesi dell'anno è rimasta negativa, ma è in aumento, mentre le operazioni di repo nette a febbraio sono state positive. Anche se il governo ha confermato per il 2010 l'attuale stance moderatamente espansiva della politica monetaria, le misure amministrative e di drenaggio se pur contenuto della liquidità rappresentano dei passi verso la normalizzazione che ci aspettiamo continuino nella seconda parte dell'anno, anche con interventi sui tassi ufficiali.

Il nuovo credito in CNY scende rispetto ai massimi del 2009 ma rimane ancora molto elevato rispetto agli anni precedenti



Fonte: Bloomberg

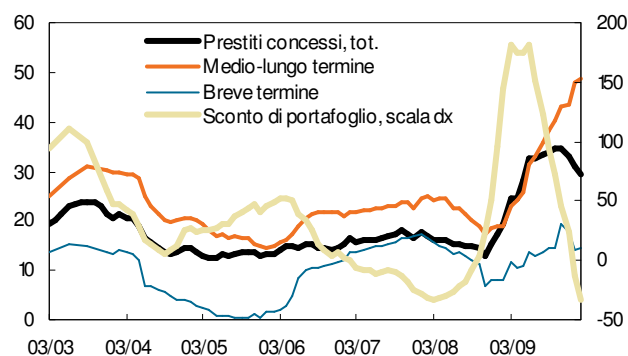
L'andamento del credito segnala una crescita tendenziale del PIL ancora forte nel 1° trim e un rallentamento successivo



Fonte: Bloomberg

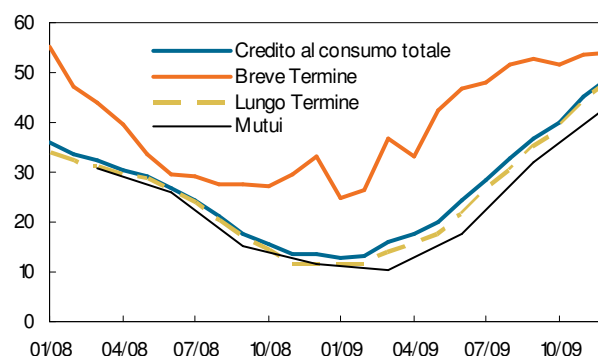
Il **credito** totale in valuta domestica è salito del 27% a/a a febbraio, in rallentamento rispetto ai tassi di crescita mensili al di sopra del 30% mantenuti nella seconda parte del 2009. Questo è in linea con il rallentamento di M2, il cui tasso di crescita è sceso da un massimo di 29,6% a novembre a 25,5% a febbraio. Il nuovo credito in valuta locale nei primi due mesi dell'anno (pari a 2090 miliardi di yuan) risulta minore rispetto allo stesso periodo del 2009 (2687,5 miliardi), ma rimane ancora molto elevato rispetto agli anni precedenti. Mentre lo sconto di fatture sta continuando a decelerare sensibilmente rispetto ai picchi di fine anno, i prestiti a medio-lungo termine hanno continuato a salire del 43,5% a dicembre, beneficiando della quota maggiore di nuovo credito. Il rapporto incagli sul totale dei crediti, sceso fino al 4° trimestre per tutte le categorie, tuttavia potrebbe essere vicino all'inversione, data la crescita del credito senza precedenti nel 2009. Il credito al consumo è salito del 48,7% in dicembre rispetto a un minimo di 12,9% a gennaio 2009 con un'esplosione del credito al consumo a breve termine salito del 54,2% e una crescita elevata dei mutui (43,3%).

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



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

Aumenta sensibilmente il credito al consumo



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

Nei prossimi mesi il tasso di crescita del credito tenderà a decelerare soprattutto per il forte effetto base e in parte per le misure amministrative citate poco sopra, tuttavia il rallentamento del credito sarà contenuto, visti gli obiettivi fissati dal governo di cui si tratta nel prossimo paragrafo.

Il 5 marzo si è aperto il congresso nazionale del Partito del Popolo (National People's Congress), che è continuato fino al 14 marzo e da cui non sono emerse grosse novità. Nel discorso di apertura sul lavoro del governo e sugli obiettivi per il 2010, il premier Wen Jabao ha sostanzialmente affermato la continuità della politica monetaria ("moderatamente espansiva") e fiscale ("proattiva") nel 2010, rispetto al 2009, pur sottolineando la ferma volontà di impedire ulteriori speculazioni sul mercato immobiliare e di continuare il processo di ribilanciamento della crescita e di redistribuzione dei redditi, fornendo tuttavia pochi dettagli concreti.

La politica fiscale rimane "proattiva"

Il governo ha annunciato per il 2010 un target di crescita e di inflazione rispettivamente dell'8 e del 3%, con una crescita di M2 al 17% e del credito di 7,5 trilioni di yuan. Il tasso di crescita di M2 viene mantenuto al target del 2008 e del 2009 (quando la crescita effettiva è stata del 27,6% rispetto a una crescita del PIL nominale dell'11,5%), mentre il nuovo credito, pur essendo minore rispetto ai 9,6 trilioni del 2009, rimane comunque superiore del 53% rispetto a quello del 2008. Il governo si propone di creare 9 milioni di posti di lavoro nelle aree urbane e mantenere il tasso di disoccupazione al di sotto del 4,6%.

Obiettivi del governo per il 2010 su alcune variabili economiche e andamento effettivo

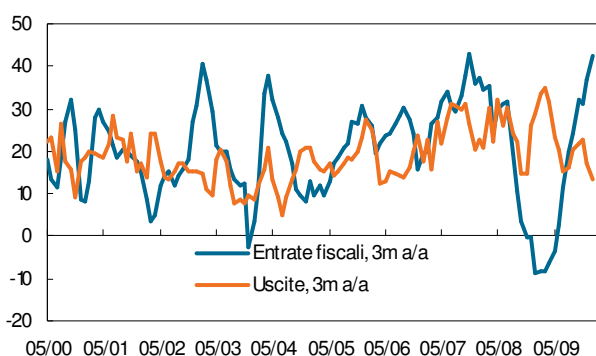
	2008	2009	2010
Target PIL reale a/a	8,0	8,0	8,0
PIL reale a/a	9,6	8,7	
Target CPI a/a	4,8	4,0	3,0
CPI a/a	5,9	-0,7	
Target M2 a/a	17,0	17,0	17,0
M2 a/a	17,8	27,6	
PIL nominale a/a	16,9	11,5	
Target nuovo credito (triloni di yuan)	5,0	7,5	7,5
Nuovo credito (triloni di yuan)	4,9	9,6	

Fonti: Work of the Government 2008 e 2009, Government Work Report 2010, Bloomberg

Il deficit di bilancio è previsto a 1,05 trilioni di yuan (ca. 154 miliardi di dollari) pari al 2,8% del PIL, composto da 850 miliardi dal deficit del governo centrale e 200 miliardi da quello dei governi locali. Anche se il Governo appare nel complesso ottimista, il Premier ha continuato a sottolineare che la ripresa internazionale è ancora fragile e che tuttavia, i rischi maggiori per

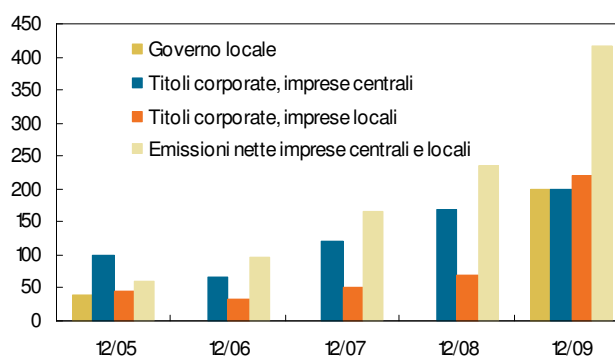
l'economia cinese provengono dall'interno, ed in particolare dal settore bancario. Il governo, infatti, pur sottolineando la solidità delle banche che hanno dei NPL ratios ancora molto bassi, teme forti rialzi di questi ultimi in una congiuntura economica più avversa, dati i forti tassi di crescita del credito registrati fino ad ora e data la concreta possibilità che in parte il credito abbia finanziato progetti non redditizi. A questo scopo è stato rialzato il CAR e il Governo ha ribadito controlli più restrittivi al credito alle imprese inquinanti e impegno a portare a termine i progetti di investimento esistenti più che a finanziarne di nuovi, messaggio già espresso a fine dicembre in occasione della Conferenza Economica Centrale (*Central Economic Conference*). Questo vale in particolare per i governi locali i cui investimenti sono stati ampiamente finanziati attraverso il credito bancario concesso ai loro bracci operativi, ossia alle aziende a partecipazione statale o a veicoli creati ad hoc. Il Governo intende poi procedere con il piano di urbanizzazione delle piccole e medie città riducendo le restrizioni sulla registrazione di residenza degli immigrati dalle campagne e a riformare le utilities nonché continuare a sostenere i consumi. Su questo fronte il Governo aveva già annunciato, nel 2009, la prosecuzione degli incentivi all'acquisto di elettrodomestici e di auto nel 2010 a cui si aggiungeranno misure fiscali con l'obiettivo di ridurre il gap tra i redditi nelle aree urbane e quelli nelle aree rurali.

Le entrate fiscali stanno migliorando ...



Fonte: Bloomberg

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



Fonte: CEIC, emissioni lorde di titoli dove non specificato

Il premier Wen Jiabao ha inoltre ribadito che il cambio rimarrà sostanzialmente stabile ("basically stable"). In questo contesto, recentemente, il Vice Presidente del Consiglio per la Promozione del Commercio Internazionale (China Council for the Promotion of International Trade, CCPIT) Zhang Wei ha confermato che il Consiglio sta eseguendo uno stress test su più di 1000 aziende appartenenti a 12 settori industriali, i cui risultati saranno resi noti a fine aprile. Secondo Zhang l'industria elettronica e dei macchinari è quella più esposta alla rivalutazione dello yuan perché è quella con le quote maggiori di export. Insieme a questa, anche l'industria tessile e dell'arredamento che, con dei margini di profitto di appena il 3%, si troverebbero in serie difficoltà. La Cina quindi non può permettersi di pensare a una rivalutazione prima di una ripresa più solida delle esportazioni. Altri esponenti del Governo hanno ribadito sostanzialmente i concetti espressi dal premier, sottolineando che la causa principale del deficit commerciale degli Stati Uniti non è il valore troppo basso dello yuan e che il deprezzamento del dollaro e le proposte di restrizione alle importazioni dalla Cina che emergono da esponenti del Congresso americano sono dannose per entrambi i paesi. Il cambio è stato di fatto riallacciato al dollaro da metà del 2008 e anche se nell'ultimo trimestre dell'anno le esportazioni hanno dato segnali di miglioramento, l'incertezza sulla domanda mondiale spingerà le autorità cinesi a mantenere lo status quo almeno fino a metà anno. Nonostante le ripetute dichiarazioni ufficiali sul cambio di ministri e del Governatore della PBOC, esiste tuttavia un dibattito interno sull'opportunità di rivalutare la moneta, nonché di procedere a qualche forma di restrizione monetaria o fiscale più incisiva, come dimostrano gli interventi di autorevoli economisti cinesi.

Molto improbabile una rivalutazione del cambio prima di una ripresa solida dell'export

India: la ripresa si consolida e comincia a premere sull'inflazione

- L'economia indiana è cresciuta del 6% nel 4° trimestre del 2009, dopo il picco del 7,9% nel 3° trimestre, chiudendo il 2009 con una crescita annua del PIL del 6,4%. Alla tenuta della crescita ha contribuito in modo sensibile l'accelerazione del settore manifatturiero, che insieme al buon andamento del settore dei trasporti e del turismo (+10% nel 4° trimestre) ha controbilanciato il contributo negativo del settore agricolo. Dal lato della domanda nel corso del 2009 la crescita è stata guidata dagli investimenti e dalla spesa pubblica che, insieme a una graduale ripresa dei consumi, hanno compensato il calo delle esportazioni nette.
- Il recente aumento delle importazioni e l'accelerazione della produzione industriale, in particolare del comparto che produce beni capitali, insieme all'aumento della fiducia degli imprenditori e degli indici di attività manifatturiera, testimoniano la robustezza della ripresa e puntano a un aumento degli investimenti fissi nei prossimi trimestri. I dati sulla vendita di servizi sono in miglioramento e i consumi, nonostante una decelerazione nel 4° trimestre, saranno sostenuti dal buon andamento del mercato del lavoro nei prossimi trimestri.
- La ripresa si è consolidata a cavallo d'anno ed ha cominciato a avere effetti visibili sull'inflazione, ormai non più guidata solamente dal comparto alimentare. L'ancoraggio delle aspettative d'inflazione è in questo momento prioritario per la Banca centrale che continuerà nei prossimi trimestri con il processo di rientro della politica monetaria su un sentiero più neutrale. Di pari passo il Governo proseguirà il graduale ritiro dello stimolo fiscale e di consolidamento dei conti pubblici presentato nella recente legge finanziaria.
- Nonostante la progressiva normalizzazione, le politiche monetarie e fiscali continueranno a essere favorevoli alla crescita. Le prospettive per l'economia indiana rimangono positive, con una previsione di crescita del PIL del 7,5% nel 2010 e di un'ulteriore accelerazione nel 2011.

Silvia Guizzo

Previsioni macro	2006	2007	2008	2009	2010	2011
PIL (prezzi costanti)	9,8	9,5	7,4	6,4	7,5	9,1
Consumi privati	8,4	9,2	8,2	3,9	5,5	8,6
Consumi pubblici	2,8	3,9	22,8	4,9	7,4	4,6
Investimenti fissi	14,9	16,1	6,1	5,8	9,9	12,2
Esportazioni	24,9	6,8	20,9	-9,4	9	12,4
Importazioni	25,7	7,1	31,7	-8,5	9,5	14,4
Produzione industriale	10,5	9,9	4,4	6,5	9,9	9,7
Inflazione (CPI)	6,3	6,4	8,3	10,9	12	4,7
Tasso di disoccupazione	8	8	8	8	8	8
Salari medi	13,1	13,8	13,2	6,9	13	12,1
Tasso repo	6,9	7,7	7,9	4,8	5,4	7,1
Cambio USD/INR (media)	45,32	41,34	43,5	48,36	46,45	47,07
Saldo delle partite correnti	-4.31,2	-311,3	-1.392,4	-1.521,8	-2.135	-2.772,9
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	-1,1	-0,7	-2,5	-2,5	-3,1	-3,5
Saldo di bilancio in % del PIL	-3,2	-2,6	-4,9	-7,1	-6,0	-5,1

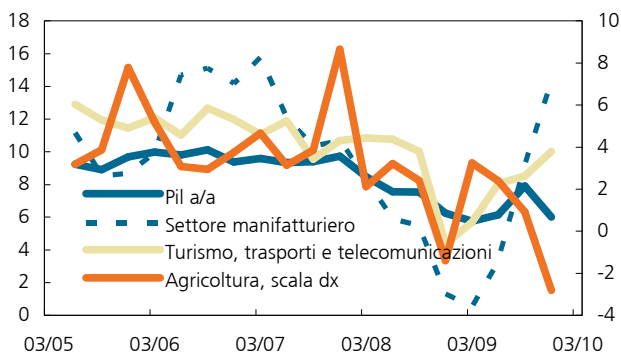
Nota: Variazioni tendenziali a/a

Fonte: Oxford Economics Forecasting, Intesa Sanpaolo

L'economia indiana è cresciuta del 6% nel 4° trimestre del 2009, dopo il picco del 7,9% nel 3° trimestre, chiudendo il 2009 con una crescita annua del PIL del 6,4%. Alla tenuta della crescita ha contribuito in modo sensibile l'accelerazione del settore manifatturiero, cresciuto del 14,3% nel 4° trimestre dopo il minimo a 0,6% nel 1° trimestre del 2009. Il buon andamento del settore manifatturiero e del settore dei trasporti e del turismo (+10% nel 4° trimestre) ha controbilanciato il contributo negativo del settore agricolo che, colpito dalla siccità, ha tolto alla crescita del PIL lo 0,5% nel 4° trimestre. Nel complesso nel 2009 la crescita è stata guidata dagli investimenti e dalla spesa pubblica. Nel 4° trimestre i consumi hanno mostrato un rallentamento, con un tasso di crescita tendenziale del 3,4% dopo il picco del 5,5% del 3° trimestre del 2009, mentre gli investimenti hanno continuato ad accelerare (+8,9%), controbilanciando nel trimestre il calo della spesa pubblica e delle esportazioni nette.

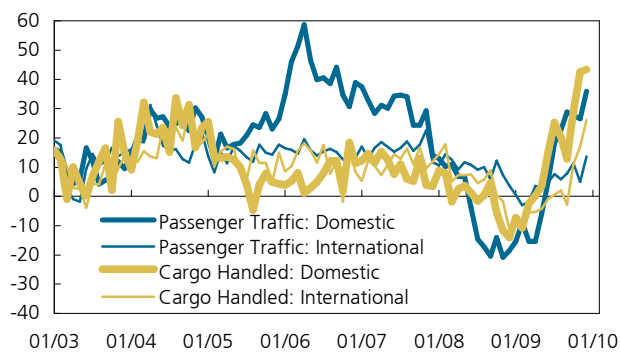
Il rallentamento dei consumi privati e delle esportazioni nette è stato controbilanciato dalla spesa pubblica e dalla tenuta degli investimenti

Settore manifatturiero e servizi in forte ripresa



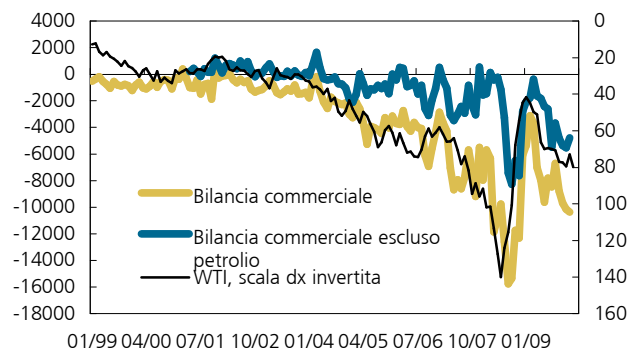
Fonte: EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Traffico passeggeri e cargo: la ripresa domestica è più veloce



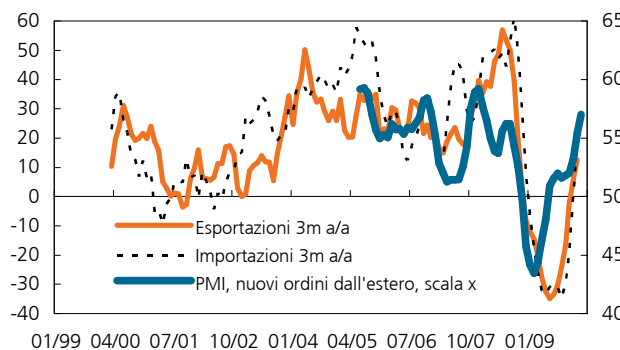
Fonte: CEIC, dati fino a ottobre 2009

Bilancia commerciale



Fonte: Bloomberg, flussi mensili in milioni di USD.

Migliora il commercio estero



Fonte: Bloomberg

Il deficit della bilancia commerciale dopo un massimo a 126,2 miliardi di dollari nel 2008 è sceso a 88,4 miliardi nel 2009, passando da -9,6% del PIL nel 2008 a -6,7% del PIL nel 2009, a causa di un maggior calo delle importazioni. I dati mensili hanno tuttavia cominciato a mostrare un peggioramento nella seconda metà del 2009, proseguito a cavallo d'anno, dovuto in parte all'aumento del prezzo del petrolio e in parte al miglioramento della domanda interna riflessa nel recupero delle importazioni al netto del petrolio. Queste ultime sono state ancora in calo dell'1,8% nel 4° trimestre del 2009, ma sono salite del 26,1% a gennaio. Le importazioni totali a gennaio sono salite del 35,5% rispetto a un aumento dell'11,5% registrato dalle esportazioni. Anche se la componente "ordini esteri" dell'indice PMI è scesa di 3,2 punti a 56,6 a febbraio la media a tre mesi rimane elevata a 57 e prefigura una prosecuzione del recupero delle esportazioni nel breve termine. L'atteso recupero delle esportazioni insieme alla tenuta della

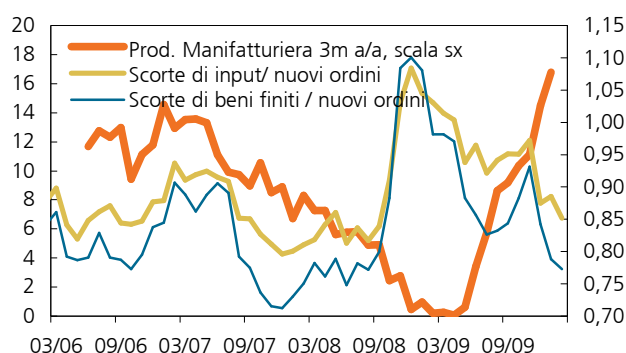
L'aumento delle importazioni fa peggiorare nuovamente il deficit commerciale

bilancia dei servizi e dei trasferimenti, che rimarranno ampiamente positive, permetterà di limitare il saldo negativo delle partite correnti al 3,5% del PIL nel 2010 dal 2,5% stimato per il 2009.

La produzione industriale ha mostrato una notevole accelerazione, salendo del 13,3% a/a nell'ultimo trimestre del 2009 e del 16,7% a/a a gennaio. L'accelerazione non è solo dovuta a un effetto base, ma a un buon trend sottostante come dimostrano gli incrementi mese su mese e l'andamento dell'indice PMI. L'indice totale è salito fino a un massimo di 58,5 a febbraio, ossia a i livelli della prima metà del 2008, e la componente nuovi ordini a 64. Forti aumenti si sono registrati nella produzione di beni di consumo durevoli (+38,3% 3m a/a a gennaio) e dei beni capitali (+35,8%) prefigurando un aumento degli investimenti fissi nei prossimi trimestri. I dati sui movimenti dei cargo segnalano una crescita sostenuta del traffico domestico. Tutto ciò, insieme all'andamento dell'indice anticipatore di trend OCSE e all'aumento dell'indice di fiducia degli imprenditori, segnala una buona tenuta del tasso di crescita della produzione industriale nei prossimi mesi.

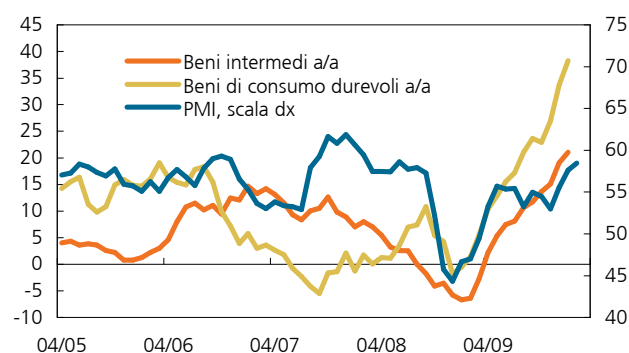
La produzione industriale accelera ...

Produzione industriale in recupero ...



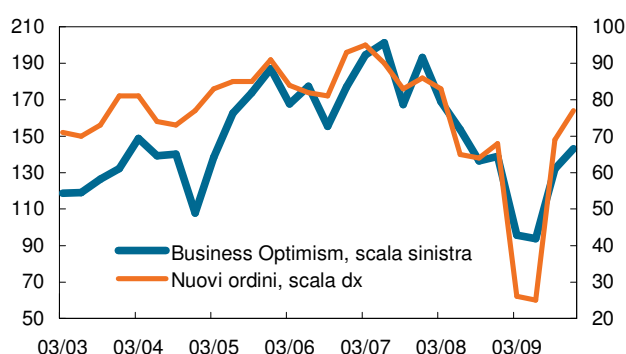
Fonte: Bloomberg, Thomson Reuters - Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... in tutti i comparti



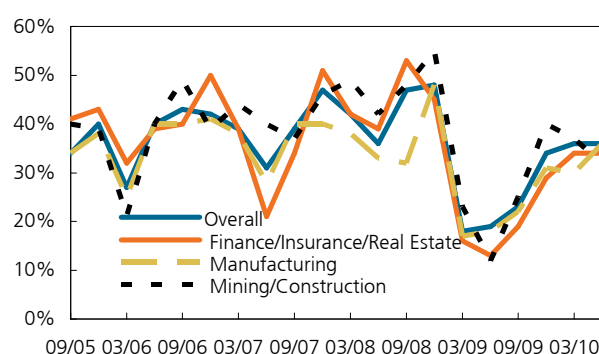
Fonte: Bloomberg, Thomson Reuters - Datastream, var. 3m a/a

Indagine di fiducia Dun & Bradstreet



Fonte: EcoWin

Manpower: aspettative di assunzione da parte delle imprese



Fonte: Bloomberg

La situazione sul mercato del lavoro continua a migliorare. Il quinto rapporto trimestrale sul lavoro¹⁶ rileva un aumento degli occupati nel 4° trimestre di 638 mila unità, dopo l'aumento di 497 mila unità nel trimestre precedente. La maggior parte dei nuovi occupati è stata assunta nei settori orientati alle esportazioni e in particolare nel settore IT. Tutti i settori hanno registrato un

... sostenendo il mercato del lavoro

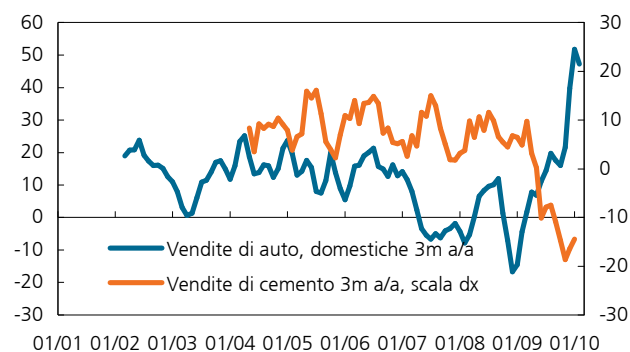
¹⁶ Report on Effect of Economic Slowdown on Employment in India (October-December 2009), Ministero del Lavoro e dell'Occupazione, febbraio 2010.

aumento degli occupati rispetto al trimestre precedente a eccezione del settore dei trasporti. Il trend positivo del mercato del lavoro è confermato anche dall'andamento della componente occupazione del PMI, che è salita a 51,7 a febbraio da 49,9 a dicembre, e dall'indagine Manpower sulle aspettative di assunzione per il 2° trimestre, rimasta stabile al 36% con il sottoindice del settore manifatturiero passato da 30% a 36%.

La tenuta del mercato del lavoro permetterà ai consumi di superare il rallentamento visto nel 4° trimestre. Le vendite di auto hanno continuato a crescere a tassi elevati anche se decrescenti tra gennaio e febbraio. Nei prossimi mesi il trend potrebbe continuare sia per un effetto base sia per la revoca degli incentivi fiscali. Le vendite di cemento continuano a decelerare, ma dato il recupero del settore costruzioni ci aspettiamo che invertano il trend nei prossimi mesi. Dati confortanti arrivano dal settore dei servizi che registra un aumento delle presenze turistiche e dei ricavi a esse legati nonché un aumento degli utenti di telefoni cellulari, in linea con l'andamento dell'indice PMI servizi, salito a 60,9 a febbraio.

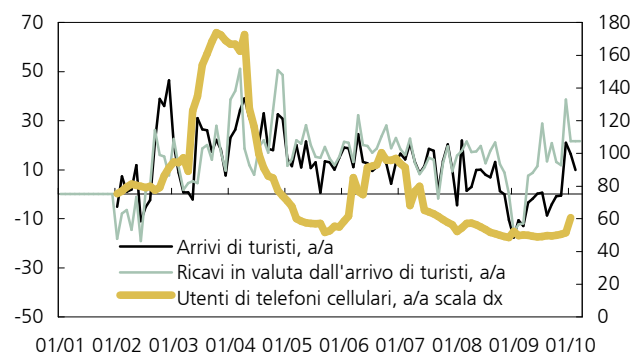
I consumi hanno decelerato lievemente nel 4° trimestre, ma continuano i segnali di tenuta

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



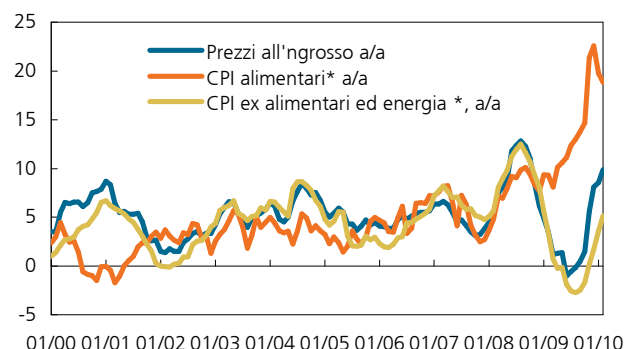
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I servizi accelerano e ritornano i turisti



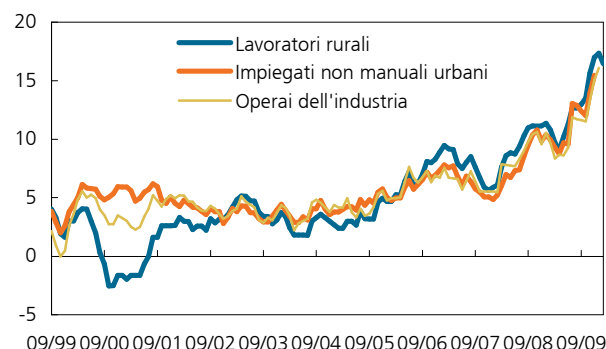
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'aumento dei prezzi all'ingrosso non dipende più solo dall'aumento degli alimentari



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

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



Fonte: EcoWin, dati mensili

Le pressioni inflative sono sensibilmente aumentate negli ultimi mesi. L'aumento dei prezzi all'ingrosso precedentemente confinato al comparto alimentare ha interessato anche il comparto non alimentare che ha registrato a febbraio un aumento del 13,3%. L'inflazione dei prezzi all'ingrosso è stata del 9,9% a febbraio, superiore alla previsione della Reserve Bank of India (RBI) che vedeva l'inflazione a 8,5% a marzo 2010. L'inflazione esclusa la componente alimentare ed energia, che è stata in territorio negativo fino a ottobre, è risalita fino al 5,1% a

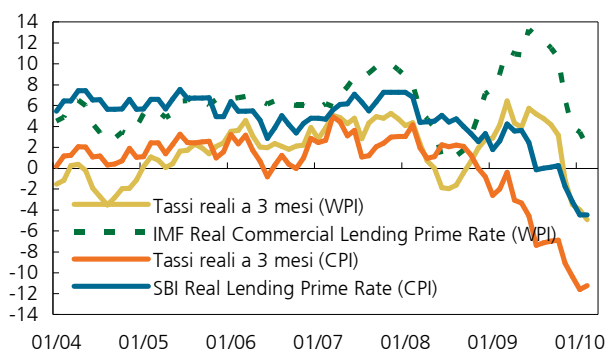
Aumentano le pressioni inflative

febbraio. L'inflazione dei prezzi al consumo, nelle diverse rilevazioni, è stata tra il 16,2% e il 17,6% a gennaio, il livello più alto dal 1999. La moderazione registrata dalle variazioni mensili dei prezzi del comparto alimentari negli ultimi mesi è tuttavia compensata da segnali di forte accelerazione nelle variazioni mensili dei prezzi dei prodotti manufatti non alimentari.

Le pressioni inflative hanno portato la RBI a intervenire prima con un ritocco al coefficiente di riserva obbligatoria (Cash Reserve Ratio, CRR) e, successivamente, con un aumento dei tassi ufficiali. La Banca centrale al meeting di fine gennaio ha annunciato l'aumento del CRR di 75pb in due stadi (con un primo rialzo di 50pb effettivo dal 13 febbraio e un secondo di 25pb effettivo dal 27 febbraio) portandolo a 5,75% da un precedente 5,0%. Al recente meeting del 19 marzo la RBI ha alzato sia il tasso repo che il tasso reverse repo di 25pb, portandoli rispettivamente a 5,0% e a 3,5% con effetto immediato. La Banca centrale ha agito a inizio anno in maniera cauta data l'incertezza della ripresa, ma l'aumento ulteriore delle pressioni inflative insieme al consolidamento della ripresa ha portato la RBI a intervenire anche sui tassi. In questo momento il contenimento dell'inflazione e l'ancoraggio delle aspettative d'inflazione sono gli obiettivi principali della Banca centrale, che dagli ultimi commenti del governatore Duvvuri Subbarao, hanno la priorità sulla crescita.

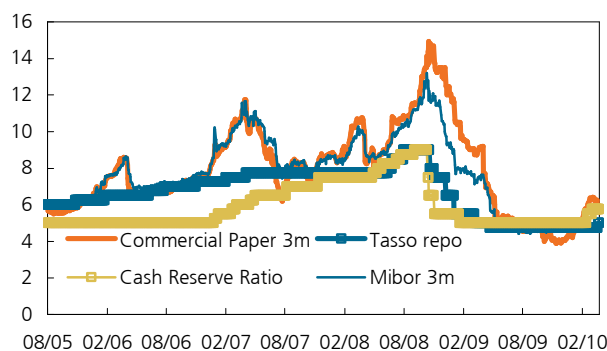
La Banca centrale avvia il processo di normalizzazione dei tassi

I tassi reali sono negativi o in calo



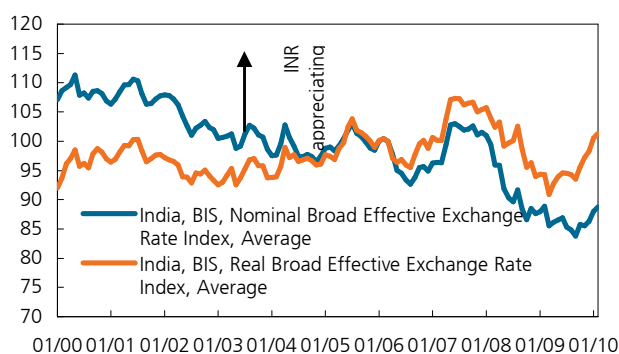
Fonte: Bloomberg, EcoWin

La RBI comincia la normalizzazione dei tassi



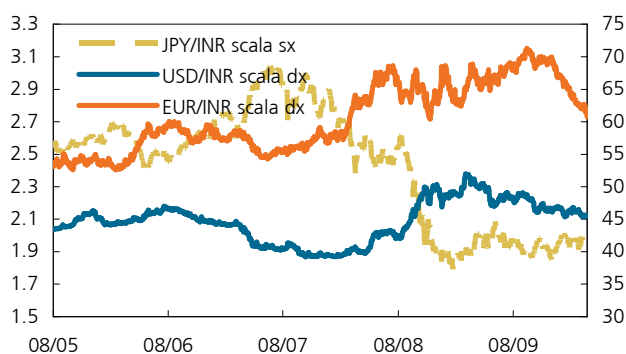
Fonte: Bloomberg

Tasso di cambio effettivo



Fonte: EcoWin

La rupia si apprezza rispetto all'euro

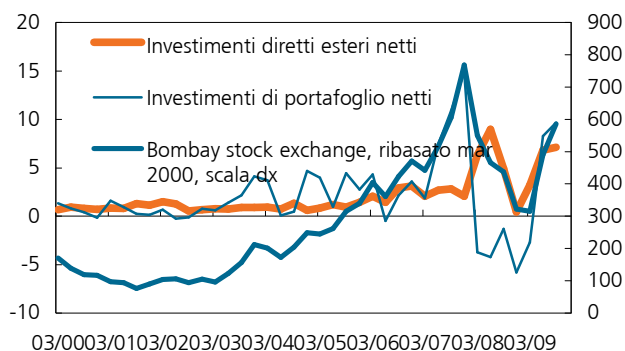


Fonte: Bloomberg

Dopo mesi di decelerazione il credito ha cominciato ad accelerare dall'autunno: il credito del settore commerciale è salito del 15,8% in febbraio da un minimo del 10% in novembre, mentre la crescita di M3 continua a rallentare. Le varie misure dei tassi reali sono stabilmente in calo da metà 2009 e negative, a eccezione dei tassi *prime rate*, e rimangono quindi favorevoli al credito. La RBI intende mantenere un livello adeguato di liquidità in modo da non influire negativamente sull'espansione del credito necessaria alla ripresa. Ci aspettiamo quindi che la RBI prosegua con

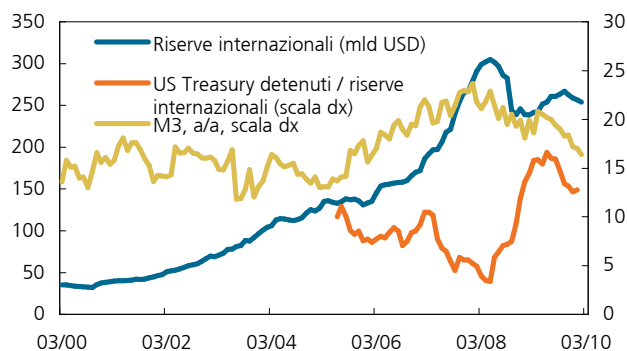
rialzi graduali dei tassi nei prossimi mesi con l'intento di normalizzazione più che di restrizione monetaria. La RBI vorrà inoltre evitare un ulteriore apprezzamento della rupia che da inizio ottobre a metà marzo si è apprezzata del 10,5% rispetto all'euro e del 4,5% rispetto al dollaro. Il cambio effettivo tra settembre 2009 e febbraio 2010 si è apprezzato del 5,9% in termini nominali e dell'8,3% in termini reali, guidato sia dalla ripresa dell'economia sia dall'ampio differenziale di tasso con Stati Uniti e area euro. I dati della bilancia dei pagamenti mostrano una ripresa sia degli investimenti diretti netti sia degli investimenti di portafoglio, che erano stati negativi tra il 1° trimestre del 2008 e il 1° trimestre del 2009.

FDI e investimenti di portafoglio in aumento



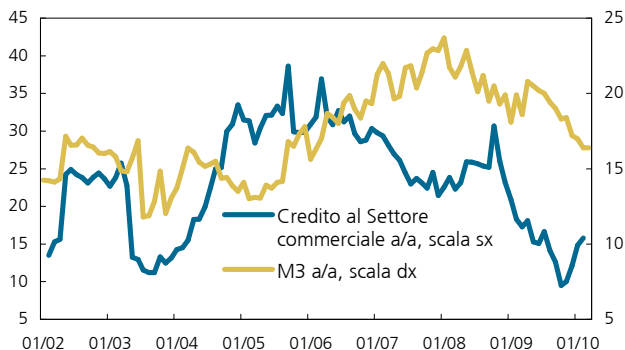
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, dati in miliardi di dollari

Le riserve si stabilizzano e rallentano gli acquisti di Treasury



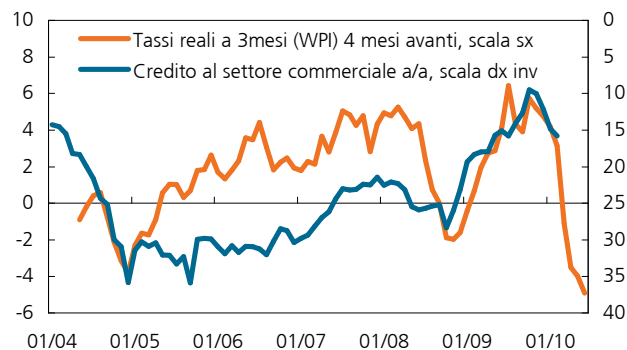
Fonte: Bloomberg

Il credito recupera, ma la crescita di M3 continua a rallentare



Fonte: Bloomberg

L'inversione dei tassi reali aiuta il credito



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il 26 febbraio il Governo indiano ha presentato la legge finanziaria dell'anno fiscale 2010-11 (a.f. 2010-11) con un difficile obiettivo di conciliare una strategia di graduale uscita dalla politica espansiva degli ultimi due anni e il sostegno alla crescita economica.

La finanziaria prevede un aumento di entrate e uscite dell'8,6% rispetto a quelle dell'a.f. 2009-10, con un obiettivo di riduzione del deficit pubblico a 5,5% del PIL da 6,9% stimato per l'a.f. 2009-10 e dal massimo del 7,8% nell'a.f. 2008-09¹⁷, e una successiva riduzione a 4,8% e 4,1% negli anni fiscali 2011-12 e 2012-13. Per la prima volta, inoltre, il Governo si propone un obiettivo di lungo periodo di riduzione del debito pubblico consolidato (dello Stato centrale e dei singoli Stati) dall'attuale 76,5% del PIL a 68% entro l'a.f. 2014-15.

Si avvia il processo di graduale ritiro dello stimolo fiscale e di consolidamento dei conti pubblici

¹⁷ Deficit che include le spese fuori bilancio, ossia emissioni di titoli per reperire risorse e sussidiare il settore dei fertilizzanti e quello del petrolio.

Union Budget per l'anno fiscale 2010-11, principali misure:

nell'ambito delle **imposte indirette**:

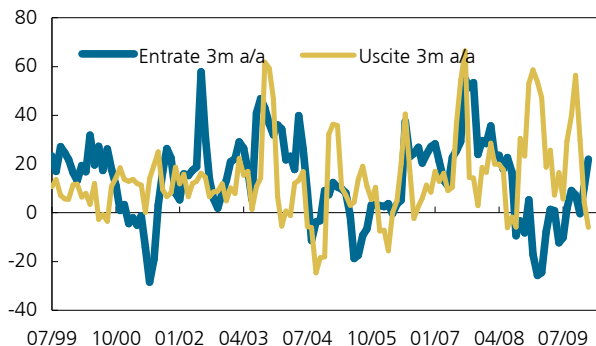
1. Riassorbimento delle riduzioni dell'imposta di consumo che, in due tranches a dicembre 2008 e a febbraio 2009, era stata ridotta dal 14% all'8%. La finanziaria prevede che l'imposta di consumo standard su tutti i prodotti non petroliferi passi dall'8% al 10%. Alcuni prodotti, come le macchine agricole, che hanno un impatto di efficienza energetica o che saranno utilizzati in medicina, rimangono esenti o con aliquota ridotta. L'imposta di consumo sulle auto di grossa cilindrata, MUV e SUV sale dal 20% al 22%;
2. I dazi doganali alle importazioni di oro e argento sono stati aumentati insieme a quelli di diesel, petrolio e prodotti dalla raffinazione del petrolio;
3. Il Governo intende sì continuare a pagare i sussidi alle compagnie petrolifere e alle aziende che producono fertilizzanti, ma in forma diretta, mantenendo le voci di spesa dentro il bilancio, ossia senza più ricorrere all'emissione di titoli di debito che permetteva invece di mantenere queste voci fuori bilancio. Il Governo vuole inoltre proseguire con il programma di riforme e consolidamento fiscale e sta progettando l'introduzione di un'imposta unica sui beni e sui servizi, sia a livello statale che a livello centrale, che potrebbe entrare in vigore da aprile 2011.

e nell'ambito delle **imposte dirette**:

1. Riduzione della sovrattassa sull'imposta sul reddito delle imprese dal 10 al 7,5%;
2. Aumento dell'aliquota della Minimum Alternate Tax (imposta alle imprese che altrimenti sarebbero esenti dal pagare l'imposta sul reddito) dal 15% al 18%;
3. Razionalizzazione delle imposte sulle persone fisiche attraverso un allargamento degli scaglioni;
4. Aumento dei limiti di deducibilità per alcune transazioni e ampliamento della soglia del reddito di impresa al di sopra del quale è previsto l'audit obbligatorio.
5. Approvazione di un testo unico sulle imposte dirette che accorperà la legge sulle imposte sul reddito e quella sulle imposte sulla ricchezza e che si propone di ampliare la base dei contribuenti, semplificare e ridurre le aliquote d'imposta e rendere più efficaci le misure di imposizione fiscale.

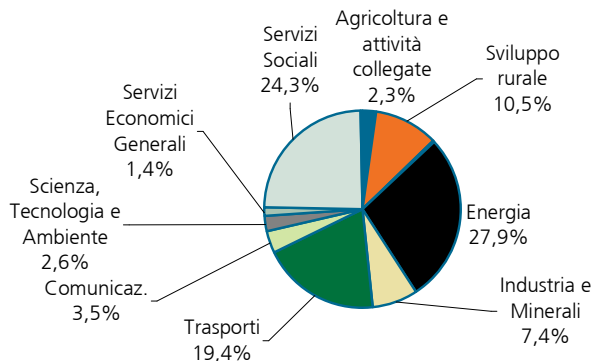
Il contenimento della spesa avviene soprattutto attraverso una riduzione delle spese non pianificate (non previste già nel piano quinquennale) rispetto al PIL. Sia le spese non pianificate sia le spese pianificate sono previste in aumento rispetto al precedente anno fiscale (rispettivamente del 5,7% e del 14,7%), ma le spese non pianificate rispetto al PIL scenderanno dall'11,3% nell'a.f. 2009-10 al 10,6% nell'a.f. 2010-11, mentre quelle pianificate rimarranno pressoché invariate a 5,4% (5,3% nell'a.f. 2009-10). Il Governo prevede poi maggiori entrate dai proventi della dismissione di investimenti in imprese statali, dalle aste per la vendita delle licenze di telecomunicazioni di terza generazione, dalle riforme al programma di sussidio dei carburanti e da un aumento della base fiscale dell'imposta sui servizi. In particolare la spesa per sussidi in percentuale del PIL è prevista diminuire dal 2,1% nell'a.f. 2009-10 all'1,7% nell'a.f. 2010-11 e a 1,6% e 1,4% nei successivi anni fiscali.

Entrate fiscali in miglioramento



Fonte: Bloomberg

Allocazione del bilancio pubblico per l'a.f. 2010-11



Fonte: Ministero delle Finanze, Union Budget 2010-11

Il Governo intende finanziare il deficit per il 90,5% sul mercato domestico, per il 5,9% con prestiti da investitori istituzionali esteri, essenzialmente WB e ADB, e per il 3,5% utilizzando il Fondo Nazionale per la Sicurezza Sociale (NSSF). In particolare, per quanto riguarda il ricorso al mercato domestico, il Governo prevede un aumento contenuto delle emissioni lorde da 4.510 miliardi di rupie nell'a.f. 2009-10 a 4571,4 miliardi nell'a.f. 2010-11 e una riduzione delle emissioni nette da 3.984,1 miliardi a 3.450,1 miliardi, pari al 4,98% del PIL, senza possibilmente ricorrere alle emissioni di T-bills a breve termine.

Il ritorno su un processo di consolidamento fiscale con un obiettivo di medio termine di riduzione del debito, avrà un impatto positivo sia sulla credibilità del Governo presso gli investitori esteri e interni sia sulla stessa crescita economica. Infatti, nonostante la legge finanziaria preveda che il processo di consolidamento fiscale sia effettuato per lo più attraverso una normalizzazione delle imposte indirette, la pressione fiscale sui redditi delle persone fisiche sarà minore rispetto al precedente anno fiscale, in quanto sono stati ampliati gli scaglioni, il che potrà favorire una maggior ripresa dei consumi nel corso dell'anno.

Mercati valutari

In questa prima parte dell'anno il dollaro ha fatto meglio rispetto al 4° trimestre del 2009, intraprendendo un trend moderatamente rialzista rispetto alla stabilizzazione dell'ultimo quarto dell'anno scorso. Le attese sono per una **stabilizzazione e/o un modesto consolidamento** sull'orizzonte dei prossimi tre mesi. Quello che ha aiutato il biglietto verde non è stato un graduale miglioramento dell'economia USA in termini assoluti, ma in termini relativi: un ridursi del differenziale di performance rispetto ad alcune altre importanti economie, tra cui l'area euro, a sfavore di queste ultime.

Asmara Jamaleh

Inoltre, nel confronto diretto tra economia USA e altre importanti economie, negli ultimi mesi in particolare, è andata frapponendosi – interferendo rispetto al confronto diretto – **la Cina**. Nel dicembre 2009 la Cina ha annunciato la fine della fase espansiva e l'avvio, per quanto cauto e graduale, della fase restrittiva. Il mercato teme ripercussioni su altre economie (area euro, ma soprattutto Paesi emergenti come ad es. il Brasile o non emergenti – come l'Australia – che sono andati ampliando i rapporti con la Cina). Anche questo, sempre in termini relativi, dovrebbe evitare al dollaro di intraprendere un trend di deprezzamento permettendogli piuttosto di infilarsi in una dinamica di tipo laterale. Una delle variabili potenzialmente coinvolte nel processo di restrizione delle politiche economiche in Cina, inoltre, è il tasso di cambio. Si starebbero, infatti, ponendo i presupposti affinché le autorità cinesi tornino a lasciar apprezzare **lo yuan**, entro i prossimi mesi (da non escludersi già aprile) e comunque in corso d'anno. In termini puramente valutari questo dovrebbe agire a favore del dollaro e a sfavore dei rapporti di cambio di altre importanti valute, euro in primis, rispetto al dollaro. Questo in base alla stessa ragione per cui quando lo yuan era sottovalutato e ancorato al dollaro, la necessità del biglietto verde di deprezzarsi – a quel tempo – si scaricava su altre valute flessibili (quelle "sbagliate", v. euro) – non potendosi realizzarsi contro la valuta "giusta" (lo yuan) perché questa non era flessibile, ma aveva un peg fisso con la valuta statunitense.

Il regime di cambio dello yuan rappresentava uno dei fattori di sopravvalutazione di alcune valute flessibili, nel nostro esempio dell'euro contro dollaro, per cui ora l'attesa modifica del regime di cambio in Cina dovrebbe invece contribuire ad abbassare il livello dell'euro rispetto al dollaro, o comunque ridurne il potenziale rialzista, e favorire di contro la divisa statunitense (ribadiamo che "favorire" non va interpretato nel senso di far intraprendere un trend rialzista marcato e protratto nel tempo, quanto semmai di consentire una stabilizzazione e/o un consolidamento, e far evitare scivoloni come quello del 2009).

Euro

A inizio dicembre l'euro **ha invertito la tendenza rialzista** che era in corso da marzo 2009, e dai massimi del 4° trimestre 2009 (1,5144 EUR/USD) ai minimi di questa settimana (in area 1,32) ha perso circa il 13%. Il primo *driver* – in ordine cronologico – di questo deprezzamento è stata la graduale **presa di coscienza (v. sopra) che la BCE difficilmente avrebbe potuto iniziare ad alzare i tassi prima** (o molto prima) **della Fed**, nonostante questa continuasse a ripetere che i tassi sarebbero rimasti straordinariamente bassi per un periodo esteso. Recentemente – secondo *driver* – è poi andato aggiungendosi lo scottante problema dei conti pubblici della **Grecia**, che ha fatto precipitare il cambio fino in area 1,32: così l'obiettivo (1,3256 EUR/USD) ribassista che avevamo in previsione è stato raggiunto.

La crisi greca è stata tamponata con l'annuncio di un piano di emergenza da attivare qualora il governo non riuscisse a rifinanziare le scadenze sul mercato, riducendo il rischio di una crisi di liquidità immediata; tuttavia, la situazione rimarrà potenzialmente critica ancora per anni. Questo potrebbe giustificare un modesto ritracciamento tecnico dell'euro nel brevissimo termine, entro il corridoio di resistenza chiave 1,3565-1,3719. Ma in generale rimangono

incertezze e qualche tensione, per cui al momento non si può escludere che il cambio arretri di nuovo in un secondo tempo verso la parte medio bassa del range 1,3500-1,3000.

Nella **seconda metà dell'anno**, soprattutto forse verso la fine, l'euro **potrebbe** però riuscire a **riprendersi**, risalendo verso il range 1,40-1,45. La principale ipotesi sottostante sarebbe lo spostamento di focus dai temi attuali verso quello – molto più grave perché di più ampia portata – del **pessimo stato dei conti pubblici USA**, con l'effetto che restrizione fiscale significherebbe anche minore crescita. Presumibilmente però, non si tratterebbe di un recupero significativo, anche se lo si guarda in rapporto rispetto al deprezzamento – più ampio – degli ultimi tre mesi. Il **caso "Grecia"**, infatti, rischia di essere percepito non come un caso isolato, ma come il primo sintomo emerso di una serie di problemi strutturali dell'area euro. Altro elemento che potrebbe precludere un recupero più ampio dell'euro, dell'EUR/USD soprattutto, sono le considerazioni sopra riportate in merito allo **yuan**.

Sterlina

Attese di **ulteriore indebolimento** della sterlina sull'orizzonte trimestrale, almeno verso 1,45 GBP/USD e 0,92-0,93 EUR/GBP. La fase di indebolimento è partita nel corso di questo inizio d'anno, a fronte invece di una sostanziale stabilizzazione su livelli più forti nel corso del 4° trimestre 2009.

Il fattore principale dietro la tendenza recente è stato il graduale **spostamento in avanti delle aspettative di rialzo dei tassi BoE**, come conseguenza di un flusso di dati non sufficienti a poter parlare di ripresa, che la stessa BoE ha definito "fragile". La banca centrale non ha inoltre escluso che potrebbe anche tornare a finanziare il programma APF qualora si rendesse necessario. Attualmente però la posizione prevalente è di "wait and see", perché l'ultima tornata di dati avrebbe fornito segnali contrastanti. Da mesi comunque la BoE fonda le proprie aspettative di "ripresa" non solo **(A)** sugli effetti delle passate politiche di stimolo, ma anche **(B)** sull'ipotesi di una sterlina debole. Al punto che Kate Barker (membro votante BoE) ha recentemente espresso delusione per il mancato contributo positivo alla crescita da parte delle esportazioni nette che si sarebbe dovuto registrare grazie al passato deprezzamento del cambio. Il contributo del canale estero alla crescita è stato anzi negativo, e pari a (1) -0,3% nel 3° trimestre 2009 e (2) un altro -0,2% nel 4°.

Un altro elemento ribassista è il **pessimo stato di salute dei conti pubblici**, che richiederà un lungo processo di risanamento fiscale, che si protrarrà anche oltre il 2010-2011 con effetti restrittivi sulla crescita e soprattutto sulle categorie che già sono state più penalizzate dalla crisi. Secondo Moody's sembrerebbe che il Regno Unito, come gli Stati Uniti, vada avvicinandosi sempre più alla soglia che rischierebbe eventualmente di far scattare il declassamento del rating dall'attuale AAA. Il Budget Report, come ci aspettavamo, non ha portato novità di rilievo rispetto al Pre-Budget Report di novembre: (a) previsione di dimezzamento del deficit in quattro anni, (b) misure a sostegno dei consumatori, (c) misure a favore delle piccole imprese, etc. Le previsioni di crescita 2010 – rispetto a quelle di novembre – sono state "riviste" da 1,25% a 1,00%-1,50%, e quelle per il 2011 da 3,50% a 3,00%-3,50%. **Ma Fitch ha reso noto in un comunicato che non cambia la propria view sullo stato dei conti pubblici e che il budget lascia comunque i conti pubblici "vulnerabili" ad eventuali shock.**

Un ulteriore fattore penalizzante per la divisa britannica è la coincidenza di questa fase economica molto difficile con la scadenza elettorale. Infatti, l'**avvicinarsi delle elezioni** (da tenersi entro il 3 giugno) amplifica significativamente le problematiche economico-finanziarie generate dalla crisi. Quando i sondaggi mostrano che lo scarto tra conservatori e laburisti (già limitato) si stringe, aumenta l'incertezza collegata all'esito delle elezioni, ovvero il rischio del formarsi di un governo di minoranza, che potrebbe rendere più accidentato il necessario

processo di risanamento fiscale, senza che però questo penalizzi troppo la crescita: un gioco di equilibrio alquanto complicato. La combinazione di tali fattori, che già hanno caratterizzato questa prima parte dell'anno, dovrebbe protrarsi almeno per una parte del 2° trimestre, a sfavore della sterlina – non solo nei confronti del dollaro ma anche contro euro: la quota di esportazioni verso l'area euro è, infatti, molto più ampia di quella verso gli Stati Uniti, ma la crescita attesa USA è ancora molto più ampia di quella dell'area euro.

Yen

Il *driver* principale della dinamica di fondo dello yen, (A) sia rispetto al dollaro (B) sia rispetto all'euro, sono di **differenziali** di tasso/rendimento. Le aspettative nello scenario centrale sono che l'atteso allargarsi di tali differenziali a sfavore dello yen porti ad un **deprezzamento** della divisa nipponica all'interno del range 95-100 USD/JPY sull'orizzonte a 1m-3m circa. L'ampliamento dei differenziali dovrebbe derivare principalmente dall'avvio delle *exit strategy* da parte di Fed e BCE prima della BoJ, con conseguente aumento dei tassi attesi di mercato USA e dell'area euro, a fronte della stabilità invece di quelli giapponesi. Si aggiunga tra l'altro che le misure espansive adottate all'ultimo incontro BoJ punterebbero anche a far scendere i rendimenti a lunga giapponesi, per cui in questo caso si avrebbe un effetto amplificatore derivante dalla combinazione di calo atteso dei rendimenti giapponesi e aumento invece di quelli USA ed europei.

Se ciò non è avvenuto in questa prima parte dell'anno, **(1)** lo si deve soprattutto alla stabilità dei rispettivi tassi d'intervento (0-0,25% Fed, 1,00% BCE e 0,10% BoJ) e dei corrispondenti tassi di mercato/rendimenti – su livelli comunque bassissimi – e di conseguenza alla stabilizzazione (i.e. assenza di trend) dei differenziali. Per quanto riguarda il mese di marzo **(2)** si aggiunga almeno in parte anche l'effetto della chiusura dell'anno fiscale (31 marzo). Gli afflussi collegati al rimpatrio potrebbero aver tra l'altro più che compensato la liquidazione degli *asset* giapponesi che gli investitori esteri stanno effettuando in sede di ricomposizione dei propri portafogli. E gli investitori giapponesi starebbero cominciando ad acquistare titoli esteri, seppure al momento in misura estremamente ridotta. In entrambi i casi a determinare la tendenza di questi flussi dovrebbero essere congiuntamente aspettative di (A) deprezzamento dello yen e (B) stabilità del tasso ufficiale della BoJ, già bassissimo. Lo yen potrebbe accelerare verso il basso forse già sullo scavalco di trimestre, in concomitanza con la chiusura dell'anno fiscale.

L'ampio e rapidissimo calo degli ultimi giorni, da 90,00 a 93,00 USD/JPY è imputabile soprattutto al movimento rialzista di dollaro, quindi potrebbe osservarsi nel breve un modesto ritracciamento. Ma dopo la chiusura dell'anno fiscale l'atteso ulteriore deprezzamento dovrebbe essere almeno leggermente agevolato.

Scenario Macroeconomico

Marzo 2010

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

Appendice

Certificazione degli analisti

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

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

Comunicazioni specifiche:

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

Comunicazioni importanti

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

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

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Metodologia di valutazione

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

Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

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