

Scenario Macroeconomico

Servizio Studi e Ricerche
Settembre 2009

Indice

La ripresa si consolida	2
Il quadro per area in sintesi	4
Petrolio - Ben sostenuto nonostante ampie scorte	6
Stati Uniti – La recessione è finita, ma il futuro è irto di ostacoli	8
Scenario USA: la crescita torna positiva, ma la ripresa sarà fragile	8
Stimolo di politica economica ancora ampio	15
Area euro – Rimbalzo sino almeno a metà 2010. Durerà?	22
Fuori dalle secche della recessione. Ma è vera ripresa?	22
Quanto durerà il ciclo delle scorte?	23
Il rimbalzo può continuare nel breve termine, sulla scia della ripresa del commercio mondiale...	25
... e del fatto che non si sono ancora esplicitati in pieno gli effetti dello stimolo monetario e fiscale	25
Eurozona a due velocità	26
Che succederà ai consumi all'esaurirsi degli incentivi auto?	27
Gli effetti della crisi peseranno a lungo sugli investimenti (e sul PIL potenziale)	28
Inflazione di nuovo positiva nel 2010, ma i rischi sono verso il basso	31
Dubbio l'impatto dell' <i>output gap</i>	32
Attese d'inflazione di medio termine ancora stabili	33
Con il credito in picchiata i rischi inflativi sono più che contenuti	34
Quali i rischi dall'enorme liquidità immessa nel sistema?	35
Retorica della BCE invariata fino a fine anno	36
Germania	37
Francia	42
Italia	44
Regno Unito – La quiete dopo la tempesta. E dopo la quiete?	49
Asia	50
Giappone	50
Cina	55
India	65
I mercati valutari - Corti dollaro per una manciata di euro?!	74

Settembre 2009

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 Macro - Asia
Emergenti

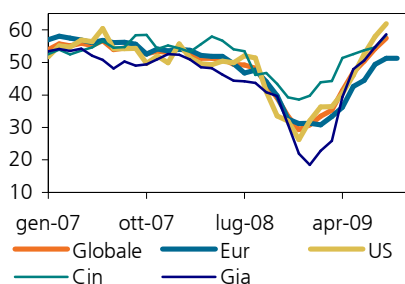
La ripresa si consolida

La ripresa economica mondiale si sta consolidando e ha buone probabilità di arrivare al prossimo anno. I fattori strutturali di debolezza rimangono e dovrebbero limitare il potenziale di espansione. Governi e banche centrali non sembrano affatto orientati a correre il rischio di una correzione anticipata della politica economica. Gli squilibri globali sono stati attenuati dalla recessione, ma è ancora incerto se i progressi sopravvivranno alla fase di espansione.

Luca Mezzomo

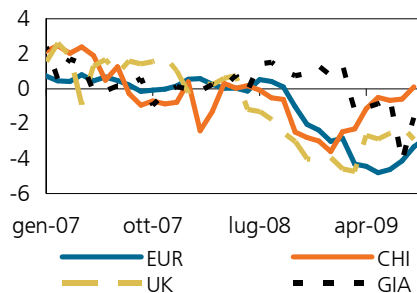
La tendenza alla ripresa già segnalata nello "Scenario macroeconomico" di giugno si è rafforzata nel corso dei mesi estivi e, inevitabilmente, le previsioni di consenso sul PIL hanno visto una sensibile revisione al rialzo sia per il 2009, sia per il prossimo anno. Anche le nostre proiezioni sono state alzate, incorporando sia le sorprese offerte dai conti nazionali nel 2° trimestre, sia la sicurezza acquisita riguardo ai tempi della svolta.

PMI, andamento della produzione



Fonte: Markit

PMI, tendenza delle scorte di input



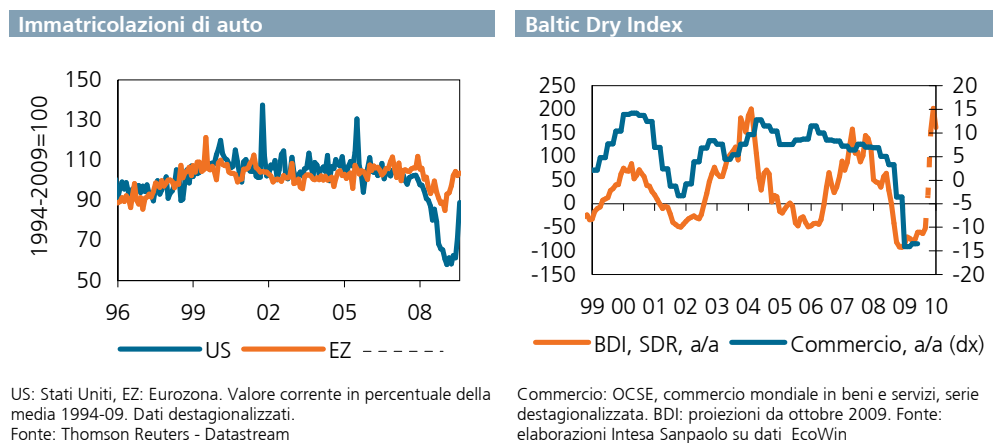
Dev.st. dalla media.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Markit

Lo scenario economico di breve termine è sostenuto da una serie di fattori transitori che dovrebbero garantire la prosecuzione della ripresa almeno fino all'inizio del 2010. Si tratta in particolare degli stimoli fiscali, della normalizzazione degli ordinativi dopo la fase di liquidazione dei magazzini e di una prima ripresa dell'edilizia residenziale negli Stati Uniti. Alcuni elementi degli stimoli fiscali hanno già esaurito i loro effetti (è il caso, per esempio, degli incentivi alla rottamazione degli autoveicoli), ma in paesi come Germania e Stati Uniti il flusso di spesa discrezionale dovrebbe incidere più significativamente sulla parte finale del 2009 e sull'inizio del 2010. Il ciclo delle scorte è già in netto miglioramento negli Stati Uniti, mentre in Europa la fase favorevole sembra appena iniziata. Di riflesso, si riscontra una ripresa del commercio internazionale rispetto ai minimi di febbraio-maggio 2009, con incrementi del 40-60% per Russia, Cina e Brasile e di oltre il 20% per Giappone e India¹. Negli Stati Uniti, la ripresa dei mercati azionari e l'aumento dei prezzi degli immobili potrebbe aver contribuito al maggior vigore dei consumi nel 3° trimestre; in Europa una funzione analoga è stata adempiuta dalle misure finalizzate a disincentivare i licenziamenti. Il principale problema dello scenario di breve termine è costituito dal contraccolpo della fine degli incentivi alla rottamazione delle auto, che

¹ Pur senza dimenticare, tuttavia, che rispetto al 2008 permane un deficit variabile fra il 13 e il 40% per tutti i principali paesi esportatori. Si potrebbe anche obiettare che l'indice Baltic Dry (BDI) dei noli marittimi è nuovamente arretrato negli ultimi mesi, il che sembrerebbe un segno di esaurimento della ripresa. Tuttavia, anche se il BDI continuasse in una moderata discesa la sua variazione tendenziale (attualmente depressa dal confronto con un periodo del 2008 caratterizzato da livelli abnormi dei prezzi petroliferi) si porterebbe presto su livelli normalmente associati a una forte crescita del commercio internazionale. Inoltre, il calo recente è distorto da almeno due fattori non legati al ciclo: l'incremento nel numero di navi, accelerato nel 1° semestre del 2009, e il rallentamento nello stoccaggio di materie prime da parte della Cina.

dovrebbe accrescere la volatilità dei consumi e degli indici di attività industriale fra 3° e 4° trimestre.

I problemi a cui è soggetto lo scenario di medio termine rimangono gli stessi già descritti nel rapporto di giugno: andamento depresso degli investimenti delle imprese a causa dell'eccesso di capacità produttiva e della restrizione creditizia, andamento dimesso dei consumi negli Stati Uniti a causa della riduzione del debito, prospettiva di restrizione monetaria e fiscale fra 2010 e 2011, persistenza degli squilibri globali. La nostra tesi è che ciò dovrebbe condurre a una crescita strutturalmente più bassa nei prossimi anni. La tesi che la profondità della recessione giustifica aspettative di un rimbalzo altrettanto vigoroso nei prossimi trimestri ci sembra trascuri sia la coincidenza della recessione con una crisi finanziaria, sia la natura globale della stessa recessione, sia, infine, l'insostenibilità del mix di politiche economiche introdotte per mitigare gli effetti della crisi.



Il principale rischio dello scenario di previsione è legato alla possibilità che la normalizzazione delle politiche monetarie e fiscali sia simultanea e/o troppo rapida. Ma è davvero così concreto questo rischio? Al momento, le banche centrali e i Governi mantengono un atteggiamento molto prudente riguardo alla sostenibilità della ripresa in corso e non hanno fornito alcun segnale che possano procedere a un ritiro dello stimolo nei prossimi mesi. Dichiarazioni e atti mostrano che la paura dominante non è l'inflazione, ma quella di far abortire la ripresa con una restrizione intempestiva. Nel corso del 2010 la pressione sui conti pubblici, la maturazione della ripresa e le turbolenze causate dall'eccesso di liquidità consiglieranno quasi certamente di invertire la marcia. Dato il contesto di incertezza, però, lo scenario più probabile sembra quello di un drenaggio graduale della liquidità in eccesso con inizio nella prima parte del 2010, seguito da una moderata restrizione monetaria che potrebbe essere alquanto ritardata se i Governi avviassero una credibile normalizzazione fiscale. La prima fase della correzione sarebbe perciò associata nell'Eurozona a un mero ritorno dei tassi Euribor sopra il *refi*, peraltro già incorporato nei tassi a termine. La prospettiva di inflazione contenuta, e per di più in calo nelle misure che escludono alimentari ed energia, concederà ampio spazio di manovra alle Autorità monetarie. La disponibilità a mantenere una politica monetaria accomodante sarebbe ulteriormente accresciuta da una riforma che renda il sistema di supervisione finanziaria meno prociclico.

Per chiudere, gli squilibri globali. La recessione ha drasticamente ridotto il disavanzo di parte corrente degli Stati Uniti dal 6% del 2006 al 2,5-3,0% attuale. Specularmente, l'avanzo di parte corrente della Cina e dei produttori di petrolio si è ridimensionato. Problema risolto, dunque? I più ottimisti ritengono che durante la fase di ripresa il consolidamento fiscale e la stabilità della pensione al risparmio compenseranno la ripresa degli investimenti, comprimendo ulteriormente il deficit con l'estero. Effettivamente, a breve termine non è escluso che il

miglioramento continui, sostenuto dalla ripresa della domanda estera. Tuttavia, l'esperienza storica suggerisce che l'aumento della ricchezza e il consolidamento fiscale sono normalmente associati a un calo della propensione al risparmio, e che la ripresa sarà facilmente associata a un nuovo peggioramento del disavanzo esterno. Il ritorno al punto di partenza potrebbe essere evitato se le famiglie continuassero a ridurre il proprio livello di indebitamento (per condizioni del credito meno permissive) e se il prossimo ciclo degli investimenti sarà dimesso (per l'eccesso di capacità), ambedue fattori associati però a minor crescita della domanda interna. Il tassello mancante è ancora costituito dal mancato apprezzamento del renmimbi. Pur lamentandosi sterilmente per l'aumento del debito statunitense, la Cina ha di fatto ripristinato l'ancoraggio al dollaro, il che ha causato un netto deprezzamento della valuta cinese rispetto all'euro e allo yen. Così come in altri periodi del recente passato, il dollaro si sta ora deprezzando contro le monete sbagliate (euro, yen).

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

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Proiezioni sui prezzi delle materie prime					
	2006	2007	2008	2009	2010
Petrolio (Brent, \$/barile)	65,4	72,7	97,7	60,4	70,3
	+20,1	+11,2	+34,3	-38,2	+16,5
Materie prime escl. combustibili (1990=100)	154,8	176,6	189,7	156,7	170,2
	+23,3	+14,1	+7,5	-17,4	+8,6
Metalli (1990=100)	249,1	292,4	269,1	197,7	221,1
	+56,2	+17,4	-8,0	-26,5	+11,8
Agricole (1990=100)	110,4	115,9	115,0	93,2	112,9
	+8,8	+5,0	-0,8	-18,9	+21,1

Nota: livelli e variazioni medie annue

Fonte: Intesa Sanpaolo

Il quadro per area in sintesi

La recessione è probabilmente finita: il PIL americano dovrebbe tornare a crescere a partire dal 3° trimestre del 2009, con contributi positivi di quasi tutte le componenti della domanda domestica. Scorte, consumi privati e investimenti residenziali si aggiungeranno alla spesa pubblica nel determinare la svolta, ma l'esaurimento dei fattori temporanei con il tempo agirà in direzione opposta. I rischi per la seconda metà del 2010 e soprattutto per il 2011 sono verso il basso, legati a fattori strutturali: rialzo del tasso di risparmio, restrizione creditizia e inversione delle politiche economiche. La politica monetaria resterà in fase attendista fino a metà 2010. La fine dei programmi straordinari ridurrà gradualmente il bilancio della Fed nella prima del 2010. Eventuali strategie attive di rientro verranno attuate solo nel 2° semestre. La politica fiscale resta espansiva e sostiene la crescita fino a metà 2010. I maggiori rischi per lo scenario USA vengono dall'incertezza legata al timing e all'attuazione del riequilibrio dei conti pubblici.

Stati Uniti

Anche nell'Eurozona la recessione dovrebbe essersi conclusa nel trimestre estivo. Il "rimbalzo" in corso dovrebbe continuare nella seconda metà del 2009 e nella prima metà del 2010, sulla scia del ciclo delle scorte, della ripresa della domanda mondiale e del fatto che non si sono ancora dispiegati in pieno gli effetti dello stimolo monetario e fiscale. Tuttavia, restano forti dubbi sulla sostenibilità della ripresa nel medio termine, e permane il rischio di un nuovo rallentamento dell'attività economica all'esaurirsi del ciclo delle scorte e dello stimolo addizionale fornito dalle politiche economiche, ovvero probabilmente già dalla parte finale del 2010. Inoltre, sebbene il punto di minimo del ciclo sia ormai alle spalle, gli effetti della crisi continueranno a pesare a lungo sul PIL potenziale. In particolare, ci aspettiamo che i tassi di crescita degli investimenti delle imprese nei prossimi 2-3 anni siano inferiori a quelli che ci si potrebbe attendere in una normale fase post-recessiva, per via soprattutto del fatto che la crisi ha causato importanti riduzioni della capacità produttiva e aumentato la vulnerabilità finanziaria delle imprese. L'inflazione rimarrà ampiamente al di sotto del 2,0% ed i rischi che possano emergere pressioni inflative di qui a fine 2010 sono piuttosto esigui. Lo scenario di politica monetaria più probabile è che i tassi stiano fermi fino a fine 2010, e che almeno fino a dicembre i toni della BCE non cambino neppure sulla gestione della liquidità. La revisione dello scenario macroeconomico potrebbe preparare un cambiamento all'inizio del nuovo anno.

Area euro

La crescita giapponese ha svoltato dopo il crollo di fine 2008, ma la ripresa è trainata, anche più che in altri paesi, da fattori temporanei. Ciclo delle scorte, incentivi auto, ripresa del commercio mondiale, stimolo fiscale sosterranno la domanda nei prossimi trimestri, ma già da ora sulle prospettive congiunturali pesa la necessità delle imprese di ridurre la capacità produttiva per far fronte al crollo senza precedenti del grado di utilizzo degli impianti. In più, la deflazione persistente alza il livello dei tassi reali e frena i consumi. Lo scenario giapponese, pur in presenza di ampio stimolo fiscale, sarà probabilmente un mix di stagnazione e deflazione nel 2010-11.

Giappone

Le azioni di stimolo fiscale e di politica monetaria fortemente espansiva hanno favorito la tenuta dei consumi e un forte aumento degli investimenti, aiutando la crescita a consolidarsi poco al di sotto dell'8% nel 2° trimestre dell'anno, nonostante il forte calo delle esportazioni. L'andamento degli indici di attività punta alla prosecuzione della ripresa della produzione industriale. Questo, insieme al forte balzo degli investimenti e del credito, ci induce a rivedere al rialzo le stime di crescita per il 2009 a 8,1% da un precedente 6,6%. Nonostante ciò crediamo che l'eccessiva crescita del credito e degli investimenti possa generare un eccesso di capacità produttiva in molti settori, soprattutto in un contesto di ripresa debole della domanda internazionale, lasciando rischi al ribasso sulla crescita del 2010.

Cina

L'economia indiana ha superato bene la fase di crisi internazionale. Il pacchetto fiscale è stato in grado di contrastare il rallentamento di consumi privati e investimenti e insieme al contributo del canale estero è stato fondamentale per mantenere la crescita tendenziale del PIL intorno al 6% negli ultimi tre trimestri. Secondo la RBI i rischi sulla crescita e sull'inflazione sono entrambi al rialzo, tanto da rendere plausibile un'inversione della politica monetaria nel breve termine. Le prospettive di crescita rimangono positive, con un tasso di crescita del 5,8% per il 2009 e del 6,7% per il 2010.

India

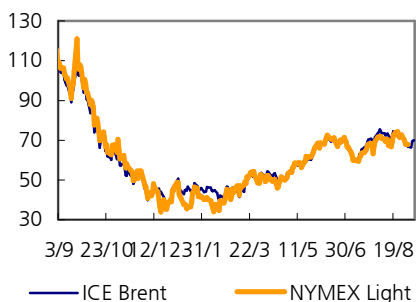
Petrolio - Ben sostenuto nonostante ampie scorte

Gli effetti della contrazione della domanda hanno creato un ampio eccesso di scorte, che teoricamente dovrebbe impedire il rialzo dei prezzi. Anche l'OPEC è chiaramente soddisfatta di quotazioni intorno ai 70 dollari, che era l'obiettivo dichiarato. Tuttavia, l'ampia liquidità in circolazione, i bassi tassi d'interesse e soprattutto l'incertezza sul dollaro potrebbero riattivare i fenomeni speculativi.

Luca Mezzomo

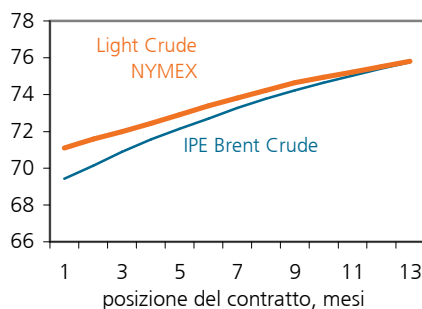
Nel corso del trimestre estivo i prezzi petroliferi hanno leggermente esteso i massimi 2009, ma senza mostrare grande slancio. La tendenza è stata al contrario piuttosto debole a partire da fine agosto, se si eccettua il repentino balzo dell'8 settembre associato alla flessione del dollaro: il contratto di dicembre sul Brent Crude è progressivamente calato dai 76,3 dollari toccati il 21 agosto fino a minimi di 67,42 dollari del 4 settembre, salvo poi rimbalzare repentinamente l'8 settembre a 70,9 dollari (e assestarsi poi tra i 71 e i 72 dollari). Che l'effetto della revisione al rialzo delle stime di crescita si andasse esaurendo è apparso anche sulla pendenza della curva dei *future*, scesa dall'8-9% di luglio e agosto al 4% attuale, e nei numeri delle posizioni non commerciali nette CFTC, che rimangono entro limiti di assoluta normalità dopo il moderato accumulo avvenuto in agosto, e nella correlazione con indici azionari e metalli, che è drasticamente scesa negli ultimi giorni.

Andamento dei prezzi del petrolio



Fonte: EcoWin

Struttura dei *future* al 9 settembre



Fonte: Thomson Reuters

Il flusso di domanda e offerta non offre in questo momento spunti rialzisti. Nei primi sei mesi del 2009 il consumo globale di petrolio è calato di circa 3,1 milioni di barili al giorno rispetto allo stesso periodo del 2008 e anche la domanda dei paesi non-OCSE è rimasta quasi stabile. Circa il 45% del calo di domanda fra il 2° trimestre del 2008 e il 2° trimestre del 2009 è imputabile agli Stati Uniti e il 23% all'Europa. La IEA si attende per l'intero 2009 una domanda media di 84,4 milioni di barili al giorno. Poiché la produzione non è calata di altrettanto, le scorte petrolifere rimangono ampiamente sopra la norma stagionale: negli Stati Uniti l'eccedenza rispetto alla media degli ultimi anni è del 10%, pari a oltre 100 milioni di barili. Per l'OCSE nel suo complesso, la IEA stima una copertura di oltre 61,8 giorni, ampiamente superiore alla norma storica di 52-56 e 4,6% sopra il livello di un anno fa. La IEA riferisce anche di ampie scorte viaggianti (60 milioni di barili soltanto per i prodotti) connesse alla debolezza della domanda di petrolio e al *contango* che caratterizza il mercato. Infine, anche se i tagli alle quote sono stati attuati soltanto per il 60-70%, il margine di capacità estrattiva disponibile in ambito OPEC è stimato in oltre 4 milioni di barili al giorno, cifra destinata a salire ancora il prossimo anno.

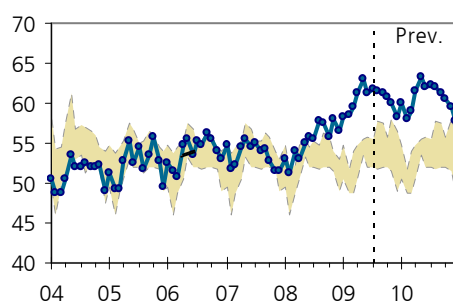
Tuttavia, qualche notizia a sostegno di un rialzo dei prezzi potrebbe giungere nei prossimi mesi a causa della prevedibile revisione al rialzo delle proiezioni di domanda. La IEA ha già diffuso la

propria rettifica di 500 mila barili al giorno, che interessa sia il 2009 sia il 2010². Le stime attuali sono basate sugli scenari economici molto negativi elaborati nel 1° semestre del 2009, che si stanno ora rivelando troppo pessimistici riguardo alla dinamica di fine 2009. Il Dipartimento dell'Energia degli Stati Uniti, per esempio, assume per il paese una crescita 2010 di 1,1%, che ora è inferiore al consenso; OPEC aveva ipotizzato una crescita mondiale di 2,4% nel 2010, dopo la contrazione di 1,4% del 2009. La domanda dovrebbe iniziare a crescere nella parte finale del 2009 e nel 2010 le previsioni di incremento vanno da 500 mila (OPEC, stime di agosto) a 940 mila barili al giorno (EIA, settembre), fino a 1,3 milioni di barili al giorno (IEA, settembre). Inoltre, significativi ribassi sarebbero probabilmente scoraggiati dal rischio di irrigidimento dell'OPEC. L'ultima conferenza ministeriale si è chiusa con la minaccia di intervento a tutela della stabilità del mercato e degli interessi dei paesi membri e il controllo dei prezzi in fase di aumento della domanda sarà molto più agevole per il cartello.

Incorporando nel modello di previsione una riaccelerazione della crescita mondiale al 2,9% nel 2010, un riassorbimento solo marginale dell'eccesso di capacità estrattiva, una crescita della domanda di 900 mila barili al giorno e un cambio del dollaro stabile, ne scaturisce un incremento delle quotazioni medie del 7% circa a 73 dollari. L'intervallo di confidenza per il 4° trimestre del 2009 è 54,3-81,3 dollari, con una previsione centrale per la media di 69 dollari. Data l'abbondante liquidità in circolazione e il ritorno dell'appetito per il rischio, il mercato potrebbe tornare a essere interessato da dinamiche speculative connesse all'andamento del dollaro o a fenomeni di riallocazione di portafoglio. Come ha testimoniato anche l'episodio dell'8 settembre, soprattutto il fattore dollaro è abbastanza rilevante nel breve termine da sovrastare i parametri classici di domanda e offerta: un cambio dell'euro a 1,50 sarebbe, infatti, associato a quotazioni petrolifere più alte di oltre 15 dollari rispetto a quelle che si avrebbero con un cambio di 1,40.

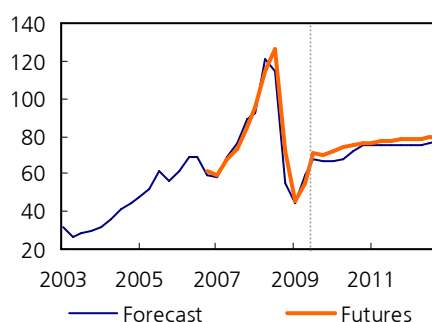
Lo scenario di più lungo termine rimane rialzista. Il trend di crescita dei consumi energetici dei paesi emergenti continuerà ad alimentare la crescita della domanda di petrolio, compensando l'effetto degli aumenti di efficienza energetica nei paesi industrializzati e riassorbendo nel tempo il margine di capacità inutilizzato.

Scorte commerciali OCSE
(in giorni di domanda)



Fonte: EIA-DOE, STEO fig. 11

Andamento previsto del prezzo del petrolio



Brent Crude, \$/b.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo e dati Thomson Reuters

² Si veda *Oil Market Report*, settembre 2009. La revisione riguarda soprattutto Nord America e Asia.

Stati Uniti – La recessione è finita, ma il futuro è irto di ostacoli

- La recessione è probabilmente finita nel 3° trimestre: la svolta della crescita è chiara, ma è sostenuta anche da fattori temporanei (ciclo delle scorte, incentivi auto, politica fiscale). **Giovanna Mossetti**
- Le grandi correzioni strutturali restano ancora da fare: aggiustamento dei bilanci delle famiglie (e aumento del tasso di risparmio), riequilibrio dei conti pubblici (e stabilizzazione del rapporto debito/PIL), deleveraging dei bilanci bancari, normalizzazione del bilancio della Fed.
- Questi aggiustamenti strutturali si estenderanno su un ampio orizzonte temporale e rappresentano un freno duraturo alla crescita di medio periodo, sia effettiva sia potenziale. Inoltre, possibili errori nel timing e nell'entità delle *exit strategies* aumentano l'incertezza dello scenario di medio termine.
- Il punto centrale è che il costo degli interventi per evitare una seconda grande depressione peserà per anni sulla crescita economica americana e si intersecherà con l'insostenibilità sottostante della politica fiscale. La restrizione fiscale necessaria a riportare sotto controllo i conti pubblici dovrà essere attuata dal 2011 in poi, frenando la crescita. In caso contrario, si innescerebbe una nuova bolla.

Previsioni Macro	2008	2009	2010	2008	2009				2010		
				4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (US\$ 1996, a/a)	0,4	-2,6	2,2	-1,9	-3,3	-3,9	-2,5	-0,5	1,7	2,6	2,3
- trim./trim. annualizzato				-5,4	-6,4	-1,0	3,1	2,6	2,2	2,5	1,9
Consumi privati	-0,2	-0,8	1,2	-3,1	0,6	-1,0	1,9	0,2	1,5	1,8	1,5
IFL - privati non residenziali	1,6	-17,8	2,3	-19,4	-39,2	-10,9	-2,6	2,7	3,5	5,0	5,5
IFL - privati residenziali	-22,9	-21,7	5,2	-23,2	-38,2	-22,8	4,0	4,5	5,7	9,4	12,7
Consumi e inv. pubblici	3,1	2,0	1,9	1,2	-2,6	6,4	2,5	1,9	1,8	1,5	1,0
Esportazioni	5,4	-11,3	5,8	-19,5	-29,9	-5,0	12,0	3,6	4,5	6,7	8,0
Importazioni	-3,2	-15,7	7,4	-16,7	-36,4	-15,0	8,5	5,6	9,7	11,3	10,3
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0,3	-0,6	1,0	-0,1	-0,6	-0,4	0,3	0,5	0,3	0,2	0,1
Partite correnti (% PIL)	-4,9	-2,8	-2,9	-4,3	-2,8	-2,5	-2,8	-3,0	-3,0	-2,9	-2,9
Deficit Federale (% PIL)	-4,2	-9,1	-10,2								
Debito pubblico (% PIL)	70,4	82,7	90,4								
CPI (a/a)	3,8	-0,5	2,0	1,5	-0,2	-0,9	-1,6	1,4	2,4	2,0	1,8
Produzione Industriale	-2,2	-10,4	3,8	-12,9	-19,2	-11,2	2,2	7,2	5,0	4,8	4,3
Disoccupazione (%)	5,8	9,2	9,6	6,9	8,1	9,3	9,5	10,0	10,0	9,9	9,6

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

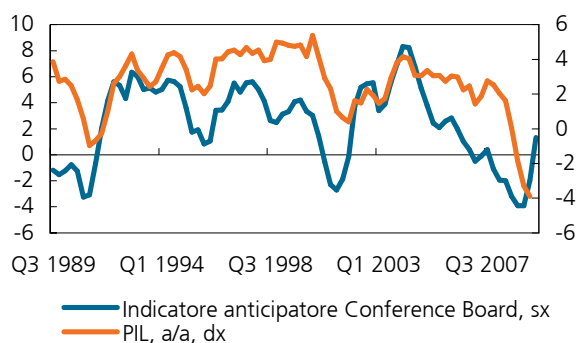
Scenario USA: la crescita torna positiva, ma la ripresa sarà fragile

La recessione è probabilmente finita: il PIL americano dovrebbe tornare a crescere a partire dal 3° trimestre del 2009, con contributi positivi di quasi tutte le componenti della domanda domestica. Scorte, consumi privati e investimenti residenziali si aggiungeranno alla spesa pubblica nel determinare la svolta. Il 3° trimestre potrebbe segnare la fine della recessione, ma la dinamica della domanda è sostenuta in ampia misura da fattori temporanei (stimolo fiscale, ciclo delle scorte). I rischi per la seconda metà del 2010 e soprattutto per il 2011 sono verso il basso, legati a fattori strutturali: rialzo del tasso di risparmio, restrizione creditizia e inversione delle politiche economiche. In particolare il peso della correzione degli squilibri di finanza pubblica rallenterà la crescita per anni, vista la dimensione della correzione richiesta (vedi Scenario trimestrale, giugno 2009).

Su un orizzonte di breve termine, tuttavia, i dati congiunturali hanno sorpreso verso l'alto e segnalano un netto rimbalzo della crescita. Gli indicatori mostrano una ripresa che ha origine nel settore manifatturiero, ed è sostenuta anche dal miglioramento del settore immobiliare

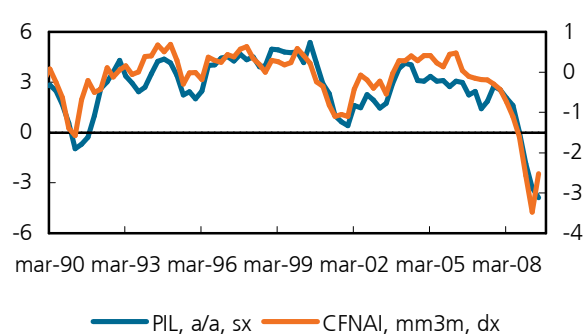
residenziale. La crescita del PIL dovrebbe tornare positiva nel trimestre in corso e portare a una dinamica più sostenuta di quanto atteso per il 2° semestre. Gli effetti degli incentivi fiscali sui consumi (vendite di auto), la ripresa del settore manifatturiero grazie al miglioramento del ciclo delle scorte e della domanda internazionale, e la stabilizzazione del settore immobiliare residenziale sono univoci nell'indicare la svolta. Fino al 2° trimestre del 2009, tutte le voci della domanda privata domestica erano negative. Nel 3° trimestre, invece, solo gli investimenti delle imprese dovrebbero essere in calo, per il contributo negativo per le strutture. La crescita del PIL sarà sostenuta da consumi e scorte, oltre che dalla spesa pubblica e dalle esportazioni nette. La previsione per il 3° trimestre è di +3,1% t/t ann., con un'aspettativa di rallentamento nel 4° trimestre (a 2,6% t/t ann.) per via della fine degli incentivi alla rottamazione delle auto sui consumi. La crescita del 2009 dovrebbe essere pari a -2,6%, in aumento a 2,2% nel 2010.

La svolta è arrivata : tutti gli indicatori anticipatori...



Fonte: Datastream

... sono concordi nel segnalare la fine della recessione

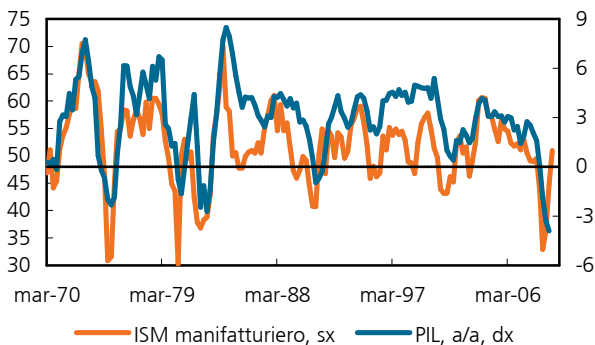


Fonte: EcoWin

Gli indicatori anticipatori sono univoci nel segnalare la svolta, ma non permettono di ridurre i rischi per la seconda metà del 2010 e non chiudono il dibattito sulla forma della ripresa, se a "V" o a "W". I dati indicano che si è imboccata la seconda gamba di una "V", ma non eliminano il rischio che questa V sia seguita nel giro di qualche trimestre da una seconda V. Anche se è probabile che con il 3° trimestre si segni la fine della recessione iniziata a fine 2007, in linea con le indicazioni dei sussidi di disoccupazione³, la previsione oltre la seconda metà del 2010 rimane uno scenario di crescita debole e ancora soggetta ad ampi rischi derivanti dall'eredità della crisi e dalla necessità di aggiustamenti strutturali ancora da attuare in molti comparti dell'economia. Questo è particolarmente vero perché **i principali fattori positivi per il 3° trimestre sono di natura temporanea** (stimolo ai consumi, riduzione del calo delle scorte) e solo una duratura svolta della domanda finale potrebbe eliminare rischi di "double dip". Lo scenario per il 2010-11 resta quindi di crescita sotto il potenziale, con rischi collegati alla dinamica dei consumi e del risparmio delle famiglie, oltre che al timing del rientro delle politiche economiche espansive attuate nell'ultimo anno.

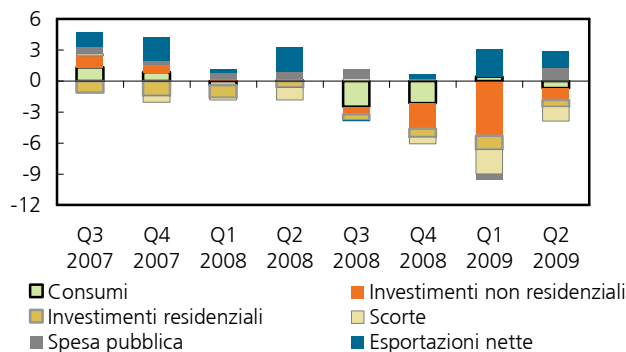
³ Si veda Weekly Economic Monitor del 05.06.2009 e R. Gordon, Green shoot or dead twig: Can unemployment claims predict the end of the American recession?

Il PIL tornerà a crescere dal 3° trimestre...



Fonte: EcoWin

... con una svolta del contributo della domanda privata domestica



Fonte: Thomson Reuters – Datastream

Uno dei punti centrali per il ritorno alla crescita nel 3° trimestre sono i **consumi**. La revisione verso l'alto dei dati dei consumi vista con la stima preliminare del PIL del 2° trimestre migliora la base di partenza per il calcolo della variazione trimestrale, ma il *driver* della crescita dei consumi è stato il programma temporaneo di rottamazione delle auto in vigore fra il 24 luglio e il 24 agosto. L'aumento delle vendite di auto a luglio (a 11,3 milioni di auto ann.) è stato seguito da un incremento del 24,7% m/m ad agosto (a 14,1 milioni ann.). A partire da settembre si assisterà ad un calo, ma la previsione dei produttori non è particolarmente pessimistica e vede un ritorno sui livelli di maggio–giugno, poco al di sotto di 10 milioni di unità. Il risultato della ripresa delle vendite degli ultimi mesi è anche un netto calo delle scorte in eccesso, soprattutto al dettaglio, con implicazioni positive per i piani di produzione dell'autunno. Il risultato di questo rimbalzo temporaneo delle vendite di auto dovrebbe essere un incremento dei consumi di beni durevoli in termini reali del 15% t/t. Ipotizzando ancora un calo della spesa per beni non durevoli e una dinamica modesta, ma positiva della spesa reale per servizi, i consumi dovrebbero aumentare nel 3° trimestre dell'1,9%, per poi rallentare ampiamente (a +0,2% t/t ann.) nel 4° trimestre.

Consumi in ripresa grazie agli incentivi per le auto...

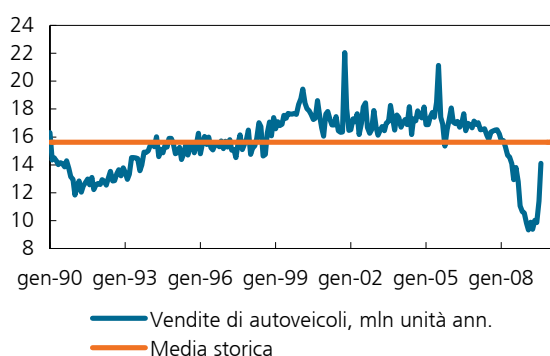
Nei trimestri successivi il sentiero dei consumi dovrebbe tornare a essere influenzato in prevalenza da fattori strutturali: oltre al lento aggiustamento del mercato del lavoro, l'elemento centrale nelle decisioni delle famiglie resterà l'aumento **del risparmio** di fronte al **calo della ricchezza** osservato nel periodo 2007-09 e alla **restrizione del credito** ancora elevata. Anche escludendo la dinamica dei mutui, il credito al consumo è in calo del 2,8% a/a, spinto in territorio negativo sia dal credito rateale sia da quello "non revolving" (tipo carte di credito) in calo del 5% a/a a luglio (e in contrazione mensile ininterrotta da agosto 2008). Nell'indagine sul credito di luglio, la percentuale netta di banche che stringevano le condizioni sul credito al consumo rimaneva elevata, pur essendo scesa al 35% dal 45% di aprile (e dal 60% per le carte di credito): le condizioni continuano a essere più restrittive, mentre la percentuale di banche che riportano un calo della domanda da parte delle famiglie era ancora aumentata al 20%. Le banche riportano anche che il livello della restrizione del credito al consumo è al di sopra della media di lungo periodo e che prevedono resti più restrittiva che in passato "per il futuro prevedibile". La stessa previsione viene formulata dalle banche per il credito immobiliare.

... ma l'aumento del risparmio resterà un freno per la spesa delle famiglie nel 2010

I dati dei Flussi dei Fondi più recenti mostrano che nel 2° trimestre 2009 il debito delle famiglie è calato dell'1,75% t/t ann., quarto trimestre consecutivo in calo, con contrazioni dei mutui e del credito al consumo. La ricchezza netta torna ad aumentare (+2 trilioni, a 53,1 trilioni di dollari) per la prima volta dopo sei trimestri di contrazioni; l'aumento della ricchezza è generato dall'aumento della ricchezza finanziaria (dovuto ai titoli azionari), delle attività immobiliari (primo rialzo dal 2007), oltre che al continuo calo delle passività. Dai dati mensili dei bilanci bancari, il calo del debito delle famiglie è proseguito anche nel 3° trimestre, mentre il trend verso l'alto del

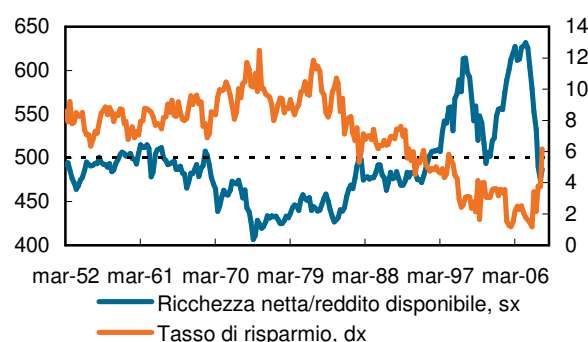
tasso di risparmio dovrebbe estendersi al 2010. Manteniamo **la previsione di una crescita dei consumi vicina all'1,5% nel prossimo biennio**, necessaria per mantenere il tasso di risparmio su un trend crescente, verso il 6-6,5% nel medio termine. Questa previsione rappresenta un freno duraturo alla crescita dell'economia nei prossimi anni. Con il sentiero dei consumi del nostro scenario, il risparmio delle famiglie aumenterebbe di circa 70 mld di dollari (in aumento di circa mezzo punto in percentuale del reddito disponibile, in media al 4,7%), esercitando un freno in termini di minori consumi pari a circa 0,7% del PIL. Un freno di questa entità dovrebbe essere in atto anche negli anni successivi, soprattutto se gli squilibri dei conti pubblici verranno affrontati con aumenti di imposte e tagli di spesa percepiti come permanenti.

L'aumento (temporaneo) delle vendite di auto sostiene i consumi



Fonte: EcoWin

Ma l'aggiustamento dei bilanci delle famiglie resterà un freno

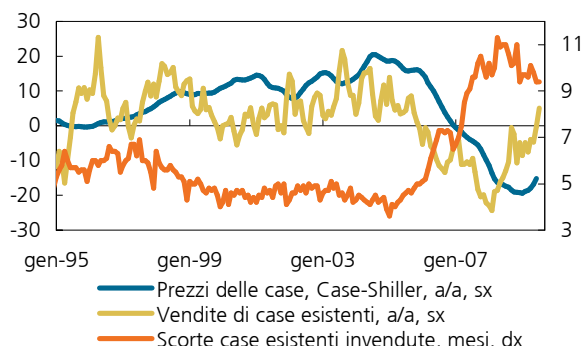


Fonte: Federal Reserve

Il settore **immobiliare residenziale** ha sorpreso in positivo negli ultimi mesi, con segnali di aumento dei prezzi delle case su base mensile, di riduzione delle scorte di case invendute e di aumento delle vendite di case, sia nuove sia esistenti. La conseguenza sull'attività di costruzione nel settore è già visibile in una stabilizzazione dei nuovi cantieri al di sopra dei minimi di aprile 2009. Le scorte di case nuove invendute sono scese a luglio a 7,5 mesi, e si stanno avvicinando al livello "normale", compreso fra 4 e 5 mesi. Inoltre l'andamento del settore è sostenuto dagli incentivi fiscali inclusi nel pacchetto di stimolo. Il pacchetto prevede un credito d'imposta di 8.000 dollari sul primo acquisto di abitazione principale degli ultimi tre anni, soggetto a un limite massimo sul reddito, e resterà in vigore fino a fine novembre. La spesa in costruzioni residenziali a luglio è aumentata del 2,3% m/m, e dà supporto alla previsione di inversione per il dato trimestrale. A partire dal 3° trimestre il settore dovrebbe contribuire positivamente alla crescita, per la prima volta da fine 2005, in anticipo rispetto a quanto atteso. Il livello dell'attività rimarrà comunque su livelli storicamente bassi: il credito rimane vincolato, i pignoramenti continuano ad aumentare e le vendite di case pignorate rimangono una quota consistente delle vendite di unità esistenti (ancora il 30% nei dati di luglio).

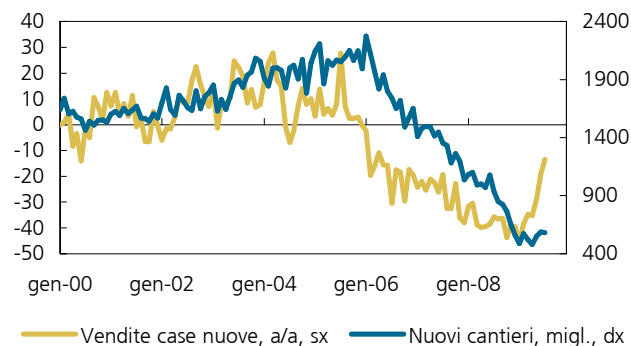
E' finita la contrazione degli investimenti residenziali

In ripresa vendite e prezzi, in calo le scorte



Fonte: EcoWin

I cantieri svoltano



Fonte: EcoWin

Gli **investimenti fissi delle imprese** resteranno negativi (previsione per il 3° trimestre, -5% t/t ann.) nel 2° semestre, anche se i dati recenti di ordini e consegne hanno indicato una netta svolta. Le consegne di beni capitali hanno registrato due aumenti consecutivi a giugno e luglio. Gli ordini di beni durevoli sono aumentati a luglio e la componente ordini dell'ISM è rimbalzata a 64,9 ad agosto, al livello più elevato da dicembre 2004. Su base trimestrale gli **investimenti di macchinari e software dovrebbero stabilizzarsi, a fronte però di un calo ancora ampio della componente strutture**, che pesa per il 35% degli investimenti fissi totali. La spesa in costruzioni commerciali è scesa per 4 mesi consecutivi fra aprile e luglio e dovrebbe restare in calo sia in termini nominali sia in termini reali ancora fino a metà 2010.

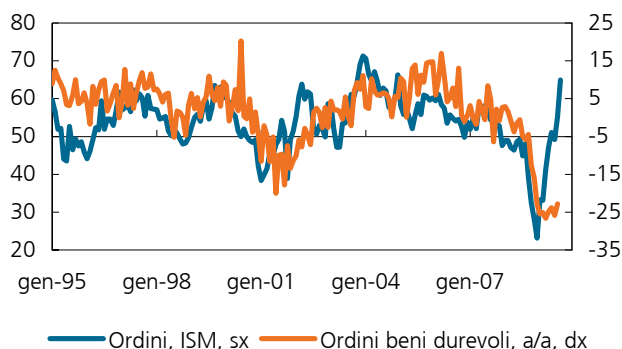
Gli investimenti fissi delle imprese ancora negativi per via del calo dell'edilizia non residenziale...

L'utilizzo della **capacità produttiva** è sceso in questo ciclo ai minimi storici per la serie (dal '72); dal minimo di 68,3% di giugno, l'utilizzo degli impianti è risalito a 69,6% ad agosto. Il minimo precedente era stato toccato nel ciclo di inizio anni '80 a 71,8%. Il livello di utilizzo della capacità produttiva ha una relazione positiva con gli investimenti: in particolare, gli investimenti in macchinari e software svoltano fra due e quattro trimestri dopo la svolta dai minimi dell'utilizzo degli impianti: a partire dal 4° trimestre gli investimenti in macchinari dovrebbero svoltare, mentre le strutture resteranno in calo per gran parte del 2010. I dati mostrano **un calo** del livello della capacità produttiva, non solo del suo utilizzo, sia per la capacità totale, sia per quella del settore manifatturiero. Da quando esistono queste serie (1972), solo nel ciclo di fine anni '90 il livello della capacità produttiva aveva registrato segni negativi. Tuttavia nella fase di boom del ciclo di fine anni '90 la capacità produttiva aveva registrato un'espansione senza precedenti: questo non è il caso del ciclo attuale. Il calo del livello della capacità produttiva di questo ciclo avrà ripercussioni negative sulla crescita potenziale nei prossimi anni. Secondo stime della San Francisco Fed⁴, il calo del contributo del fattore capitale alla crescita potenziale è vicino a 1%. Secondo l'IMF⁵, il potenziale per gli Stati Uniti nei prossimi 5 anni scende a un intervallo compreso fra 1 e 2%: il rallentamento della crescita potenziale deriva da una combinazione di fattori, ma è ampiamente influenzato da una stagnazione dello stock di capitale nel 2010 e da una ripresa della crescita della capacità produttiva modesta nel 2011 (+1,2%), ben al di sotto della media del passato (5,1% nel decennio 1995-2004).

⁴ J. Fernald, K. Matoba, Growth Accounting, Potential Output and the Current Recession, Economic Letter, Federal Reserve Bank of San Francisco, Agosto 2009.

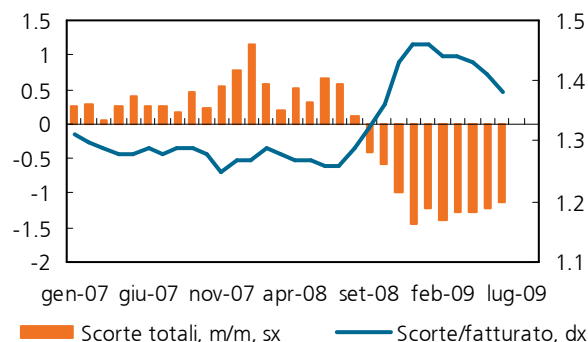
⁵ United States: Selected Issues, IMF Country Report, luglio 2009.

Gli investimenti in macchinari vicini a una svolta positiva



Fonte: EcoWin

Il ciclo delle scorte inizia a contribuire alla crescita



Fonte: EcoWin

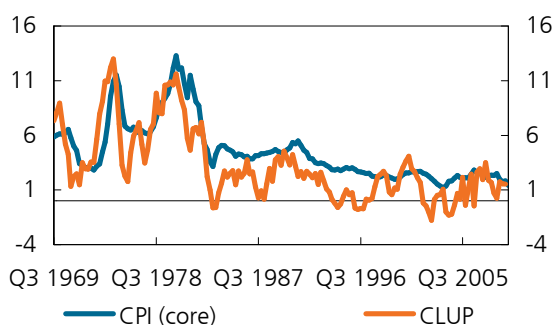
Per quanto riguarda le **scorte**, il calo atteso per il 3° trimestre dovrebbe essere di entità più contenuta rispetto a quanto visto nel 2° trimestre, determinando un contributo positivo alla crescita di 1,2 punti percentuali. Il contributo positivo delle scorte dovrebbe ridursi gradualmente nei trimestri successivi.

... ma il calo delle scorte più contenuto dovrebbe contribuire positivamente alla crescita del PIL

La **spesa pubblica** resterà una componente positiva per la crescita fino a tutto il 2010. Nonostante l'ulteriore peggioramento dello scenario fiscale (v. sezione politiche fiscali più sotto), difficilmente verranno attuate misure di restrizione a livello federale nel 2010 e potrebbero invece aggiungersi effetti espansivi legati alla possibile approvazione di una versione, forse limitata, della riforma sanitaria. Dal lato del **canale estero**, importazioni ed esportazioni sono tornate ad aumentare, e le esportazioni nette dovrebbero smettere di contribuire alla crescita. La ripresa della crescita della domanda domestica determinerà nel 2010 un contributo negativo dell'import maggiore di quello positivo dell'export.

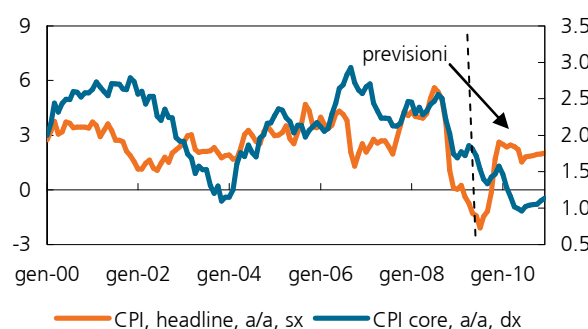
L'**inflazione** headline tornerà positiva entro il 4° trimestre: la media annua dovrebbe risalire da -0,5% del 2009 a 2% nel 2010. Il trend rilevante per i prezzi sarà quello dell'inflazione core, in calo da 1,7% nel 2009 a 1,1% nel 2010. Nella parte centrale dell'anno prossimo l'inflazione è prevista scendere sotto l'1%: il trend dei prezzi sarà un importante elemento di freno per la politica monetaria fino al 3° trimestre, quando ci saranno maggiori informazioni sulla sostenibilità della crescita per il periodo 2010-11.

Le risorse inutilizzate guideranno l'inflazione core verso il basso...



Fonte: Datastream

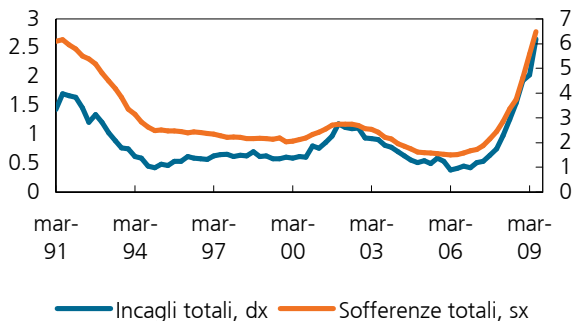
... aprendo un gap con l'inflazione headline nel 2010



Fonte: BLS, elaborazioni Intesa Sanpaolo

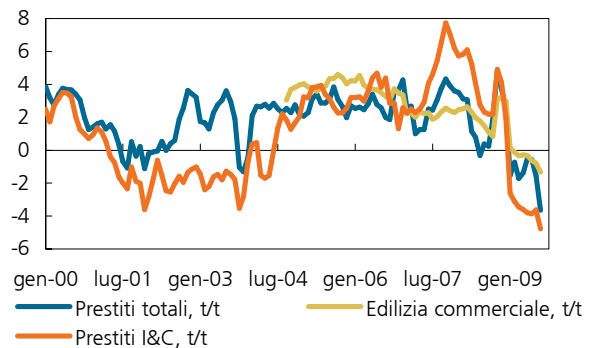
In conclusione, la fine della recessione potrebbe essere datata già al 3° trimestre. Tuttavia, lo **scenario per la seconda metà del 2010 rimane fragile**. La ripresa nella seconda metà del 2009 è in gran parte il frutto di fattori temporanei (inversione del ciclo delle scorte, incentivi fiscali, spesa pubblica). Invece i freni strutturali alla crescita restano, con l'aspettativa di correzione fiscale futura, aumento del tasso di risparmio delle famiglie, restrizione del credito. A questi freni si aggiungono i **rischi legati al processo di ristrutturazione dell'attivo delle banche**, ancora in atto, che comporterà ulteriore aumento delle sofferenze e degli incagli, incremento dei fallimenti bancari e calo dei prestiti e della leva. Inoltre lo scenario macroeconomico è soggetto al rischio di errori di policy, legati alle decisioni di rientro dalle politiche espansive sia fiscali sia monetarie. Il peggio è alle spalle, ma il futuro resta irto di ostacoli, con una crescita frenata dalla correzione fiscale necessaria per eliminare lo stimolo recente e gli squilibri strutturali.

I costi per il sistema bancario non hanno ancora toccato il picco



Fonte: EcoWin

E il credito segnala ancora freni alla crescita



Fonte: EcoWin

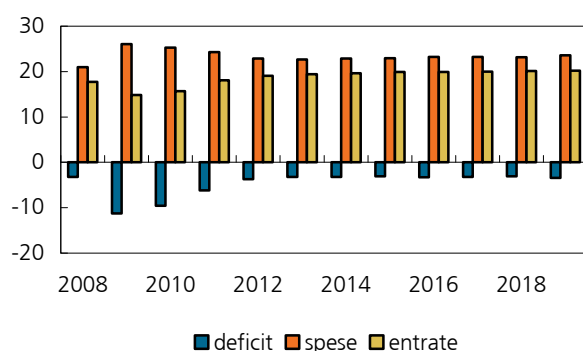
Stimolo di politica economica ancora ampio

La politica fiscale resta insostenibile, ma il momento della correzione non è vicino

Il principale rischio per l'economia americana nel medio termine deriva dagli squilibri fiscali. La fragilità della crescita non permette interventi nella prima parte del 2010, mentre la probabile approvazione di una riforma del sistema sanitario potrebbe aggravare la deriva dei conti pubblici su un orizzonte medio-lungo. Le previsioni ufficiali pubblicate a settembre vedono un deficit più contenuto nel 2009 rispetto alle stime precedenti, ma includono uno scenario più negativo per il deficit cumulato su un arco di 10 anni, anche senza la riforma sanitaria e le modifiche alle imposte che facevano parte del programma elettorale dell'Amministrazione Obama.

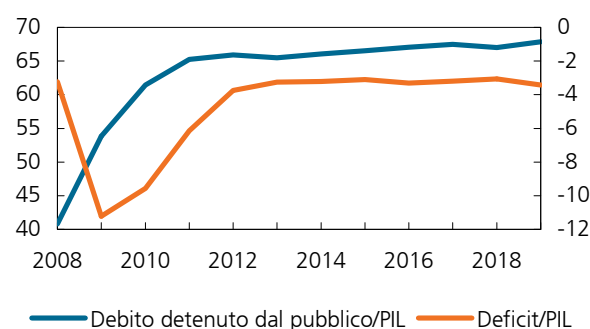
Le nuove proiezioni fiscali per gli Stati Uniti formulate dal *Congressional Budget Office (CBO)* sono simili a quelle dell'Amministrazione (pubblicate a settembre dall'Office of Management and Budget) e confermano la situazione problematica della finanza pubblica americana non solo per il breve, ma anche per il medio-lungo termine. Nelle stime del CBO, su un orizzonte a 2 anni, l'eredità della crisi resta pesante, con un deficit a 1,6 trilioni di dollari (11,2% del PIL) per l'a.f. 2009, a 1,4 trilioni di dollari (9,6% del PIL) nel 2010 e a 921 miliardi (6,1% del PIL) nel 2011. Negli anni successivi, il deficit dovrebbe gradualmente ridursi grazie alla ripresa della crescita e al miglioramento della componente ciclica del saldo. Nel periodo 2012-19, il deficit previsto dal CBO oscilla fra il 3,1 e il 3,4%, pur con ipotesi molto ottimistiche – e poco credibili – per la crescita nel periodo 2012-14. Il deficit cumulato nel decennio di previsione è più elevato di 2,7 trilioni di dollari rispetto alla previsione formulata sei mesi fa dal CBO. Di questo peggioramento, circa 1,3 trilioni di dollari sono da attribuire a politiche attuate negli ultimi mesi; il resto è legato all'aumento del costo degli interessi e a riduzioni di entrate. Le spese sono su un sentiero di temporaneo calo dal 2010 al 2012, ma dal 2013 in poi riprendono a salire e mediamente nel periodo 2010-19 sarebbero pari al 23,4% del PIL, 2,7 punti percentuali più della media storica dei precedenti 40 anni. Le entrate nello scenario base dovrebbero risalire costantemente toccando il 20,7% del PIL nel 2019: la media storica dei precedenti 40 anni era a 18,3% del PIL. Il CBO nota che le proiezioni probabilmente sottostimano i futuri deficit, perché sono costruite a legislazione invariata e non tengono conto di variazioni probabili al sentiero di entrate e spese (estensione dei tagli fiscali oltre la loro scadenza legislativa, revisione dell'AMT, modifica al tetto per le prestazioni dei medici con Medicare).

Lo scenario CBO...



Fonte: CBO. Per il 2009, stime CBO; dal 2010 in poi, proiezioni CBO

... ha proiezioni per debito e deficit troppo ottimistiche



Fonte: CBO. Dati in percentuale del PIL. Dal 2009 in poi, proiezioni CBO

In ogni caso, anche con questo sentiero probabilmente troppo ottimistico, **lo scenario di medio termine dipinto dal CBO rimane su "un sentiero insostenibile"**. Oltre il 2019, il deficit si riaprirà per l'espansione della spesa sanitaria e l'invecchiamento della popolazione, portando a un'esplosione del debito. Il CBO sottolinea che la spesa per sanità e previdenza, pari al 9% del PIL nel 2008, dovrebbe salire al 12% del PIL nel 2019 e al 17% del PIL entro il 2035, con ampi

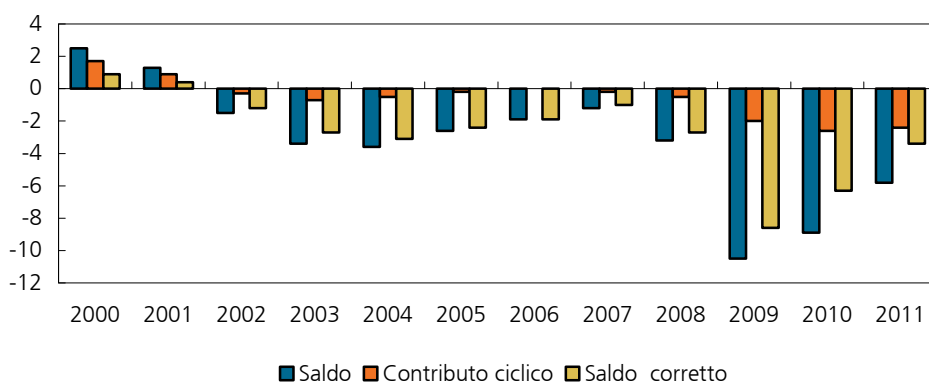
rischi verso l'alto se si considerano i probabili cambiamenti alla legislazione vigente in campo sanitario. Il debito detenuto dal pubblico cresce dal 40,8% del PIL del 2008 al 53,8% del PIL nel 2009 e aumenta ininterrottamente su tutto l'orizzonte previsivo, con una proiezione a 67,8% del PIL per il 2019. In mancanza di riforme al sentiero di spesa e/o al livello dell'imposizione, il debito non si stabilizzerebbe mai neppure in proporzione al PIL. Nelle previsioni dell'IMF, per stabilizzare il rapporto debito/PIL al livello raggiunto nel 2014 gli Stati Uniti dovrebbero avere un avanzo primario del 4% del PIL, invece di un avanzo primario nullo come previsto sulla base della legislazione corrente e delle proiezioni IMF.

La necessità di intervenire per ridurre i deficit futuri è evidente, e riconosciuta esplicitamente dal segretario del Tesoro, anche senza considerare gli effetti di eventuali modifiche legislative determinate dall'agenda dell'Amministrazione. Il programma elettorale pre-crisi dell'Amministrazione Obama includeva due punti centrali: un riequilibrio della distribuzione del reddito e la riforma sanitaria. Entrambi questi punti imporrebbero ulteriore allargamento dei deficit futuri. Pertanto diventa particolarmente pressante per l'Amministrazione la necessità di imporre altre modifiche al sentiero di spesa ed entrate. Fra l'altro, il 23 luglio la Camera ha approvato con ampia maggioranza il "Pay-As-You-Go Act of 2009", che riporterebbe in vigore i vincoli applicati fra il 1990 e il 2002, in base ai quali nessuna variazione alla legislazione può essere attuata senza copertura finanziaria. Il disegno di legge è ora al vaglio della Commissione Bilancio del Senato. La volontà dell'Amministrazione di attuare una riforma sanitaria e di modificare la struttura delle imposte per classi di reddito entro questo anno fiscale manterrà densa e conflittuale l'agenda del Congresso: per ottenere una maggioranza a favore di questi interventi potrebbe diventare necessario attuare tagli a programmi di spesa (difesa, per esempio) e rialzi di imposta consistenti, con rischi per la crescita dopo il 2011. Il segretario del Tesoro ha però sottolineato che l'Amministrazione è contraria a qualsiasi aumento delle imposte sulle classi medie di reddito. Anche trovando le risorse per finanziare il costo atteso della riforma sanitaria, l'insostenibilità di lungo termine rimarrebbe comunque invariata.

Lo scenario di breve: pacchetto di stimolo fiscale attuato per circa un terzo del totale approvato

Il CBO stima un netto aumento del deficit corretto per il ciclo nel 2009, all'8,6% del PIL, dal 2,7% del 2008. Nel 2010, il deficit aggiustato dovrebbe scendere al 6,1% e nel 2011 al 3,4%. In termini di PIL nel 2010, il contributo ciclico al deficit, pari a 2,6%, sarà il più ampio dal 1962. Nel 2009, su un saldo totale stimato dal CBO a -1,6 trilioni di dollari, il contributo ciclico è stimato in 295 miliardi di dollari, in aumento a 406 miliardi nel 2010 e in modesto calo a 387 miliardi nel 2011. Al netto del ciclo il deficit del 2011 rimane elevato, a 534 miliardi di dollari.

Deficit aggiustato per il ciclo

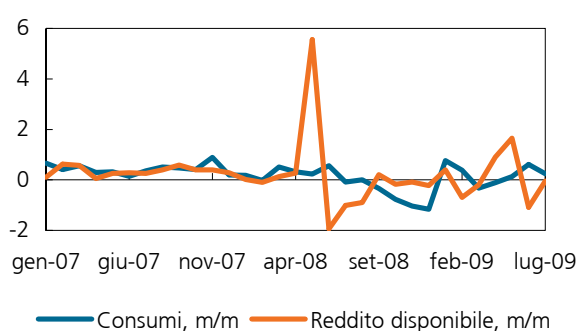


Fonte: CBO. Per il 2010 e il 2011, proiezioni CBO. Deficit in percentuale del reddito potenziale.

Il deficit nel breve termine, sull'arco 2009-10, è influenzato fortemente dall'andamento ciclico. I dati disponibili finora includono il mese di agosto. Per i primi 11 mesi di questo anno fiscale, il deficit cumulato è pari a circa 1,4 trilioni di dollari, in peggioramento di 880 miliardi rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Le entrate sono in calo del 16% rispetto al 2008, con una contrazione del 20% delle imposte sul reddito delle persone fisiche. Per le spese, l'aumento è del 20%, concentrato sulle voci legate agli ammortizzatori sociali, pur in presenza di un calo del 22% della spesa per interessi.

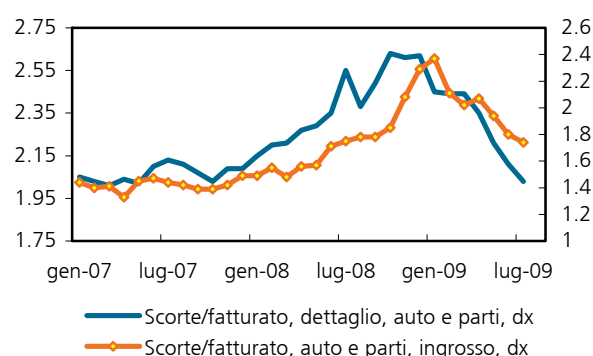
Secondo le indicazioni fornite dall'Amministrazione (<http://www.recovery.gov>), fra marzo e agosto il pacchetto fiscale *American Recovery and Reinvestment Act* (ARRA) ha alleggerito le imposte per un totale di 62,5 miliardi di dollari, di cui il 37% per sgravi a beneficio delle famiglie. Per quanto riguarda le spese per investimenti pubblici finanziate dall'ARRA, sono stati utilizzati da marzo a inizio settembre circa 82 miliardi di dollari, circa il 34% del totale autorizzato di circa 240 miliardi di dollari. Nel complesso le misure attuate rappresentano il 31% del pacchetto totale; se però si escludono dal totale gli 80 miliardi legati alla correzione dell'AMT (che non è stimolo aggiuntivo), le misure attuate nei primi 5 mesi sono pari al 35% del totale. Il CBO aveva stimato a fine giugno che gli effetti del pacchetto di stimolo sul deficit sarebbero derivati da misure per un totale di 185 miliardi di dollari nell'a.f. 2009, divise fra 65 miliardi di dollari di minori entrate e 120 miliardi di dollari di maggiori uscite: **l'attuazione del pacchetto è in linea con le attese, ed è pari a circa l'1,2% del PIL**. L'effetto delle misure sulla crescita è discutibile, anche se il rimbalzo della crescita dopo i minimi del 1° trimestre è marcato (da -6% t/t ann. del 1° trimestre a -1% t/t ann. nel 2° trimestre e a un probabile ritorno a crescita positiva nel 3° trimestre). Gli incentivi alle vendite di auto hanno una chiara relazione con il rimbalzo della produzione industriale, il calo delle scorte e la ripresa dei consumi (se pure temporanea) nel 3° trimestre. Invece la riduzione delle imposte sul reddito da lavoro attuata nel 2° trimestre non ha avuto impatto sulla dinamica dei consumi (vedi grafico sotto), come era già successo nel 2008. Per quanto riguarda la spesa pubblica, il 2° trimestre ha visto un'ampia accelerazione della spesa, a +6,4% t/t ann. dopo -2,6% t/t ann. Tuttavia, circa metà dell'accelerazione della spesa pubblica nel 2° trimestre è legata a spesa per la difesa, che non faceva parte del pacchetto di stimolo (spesa per difesa, +13,3% t/t ann. nel 2° trimestre).

Dov'è finito lo stimolo?



Fonte: EcoWin

L'effetto sui consumi si vedrà solo dagli incentivi auto



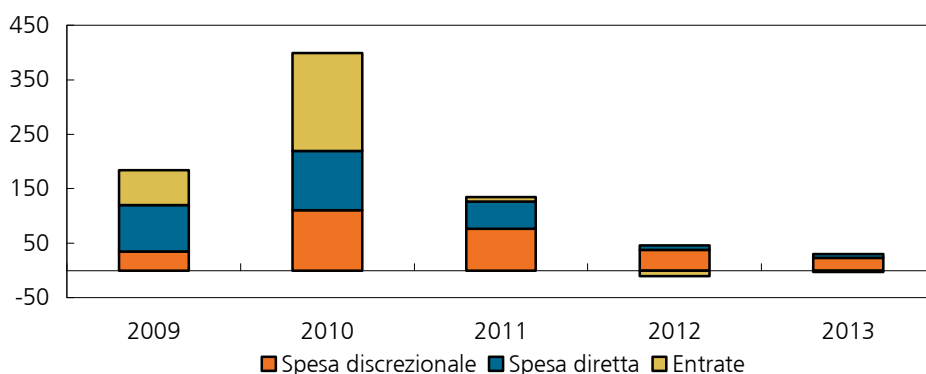
Fonte: EcoWin

Per quanto riguarda l'anno fiscale 2010, il contributo del pacchetto fiscale dovrebbe essere più ampio rispetto al 2009, perché agisce sull'intero anno e vede un contributo maggiore per quanto riguarda i programmi di investimento, più lenti a partire. Il CBO stimava a febbraio⁶ che nel 2009 il pacchetto fiscale avrebbe inciso per 399 miliardi di dollari (2,8% del PIL) sul deficit

⁶ Vedi <http://www.cbo.gov/ftpdocs/99xx/doc9989/hr1conference.pdf>

dell'a.f. 2010, con un calo di entrate di 180 miliardi di dollari e aumenti di spesa per 219 miliardi di dollari. Il contributo alla crescita dovrebbe essere concentrato nei primi trimestri dell'anno fiscale.

Pacchetto fiscale: impatto sul deficit per anno fiscale



Fonte: Congressional Budget Office

Politica monetaria: tempi duri per la Fed nel 2010-11

Nei prossimi due-tre trimestri, la Fed manterrà lo status quo. La debolezza del mercato del lavoro e la fragilità del sistema bancario non lasciano spazio per un'inversione dei tassi ancora per diversi trimestri.

Bernanke ha affermato che la recessione è "molto probabilmente finita", ma che l'economia resterà debole a lungo, con una ripresa che potrebbe essere di nuovo "senza occupazione". Su questo punto nel FOMC esiste un consenso diffuso. Tutti i discorsi recenti hanno sottolineato la debolezza della domanda privata e i rischi per la crescita nel 2010, portando alla conclusione che nonostante i segni di ripresa, **ci vorrà tempo prima di attuare exit strategies attive**. Il bilancio della Banca centrale si è stabilizzato poco sopra i 2 mila miliardi di dollari a partire da marzo 2009. Nel bilancio della Fed a settembre le attività detenute a titolo definitivo restano su un moderato trend verso l'alto iniziato a marzo, che contrasta il calo delle altre attività collegate ai programmi di offerta di liquidità che si stanno riducendo automaticamente. Recentemente, il Tesoro ha annunciato di voler ridurre a 15 miliardi di dollari il *Supplementary Financing Program* avviato nel settembre 2008, che prevedeva l'emissione di T-bills a favore della Fed, il deposito di liquidità presso la Banca centrale e l'uso degli stessi titoli in operazioni di mercato aperto. La mossa è motivata dal rischio di sfondamento dei limiti legati al debito federale. Attualmente il Tesoro ha 199,9 miliardi di dollari depositati presso la Fed come risultato di questa operazione.

Il FOMC di settembre ha dato supporto a uno scenario di politica monetaria stabile ancora per diversi trimestri. Lo scenario congiunturale migliora, ma l'ampio grado di risorse inutilizzate giustifica quindi il mantenimento del segnale di "un livello eccezionalmente basso dei *fed funds* per un periodo esteso". L'unica variazione apportata dalla riunione riguarda la durata del programma di acquisto dei titoli di agenzie e MBS, portato al 1° trimestre 2010, con un rallentamento del ritmo di interventi senza modifiche all'ammontare da acquistare. Si indica così l'inizio di una *exit strategy* passiva molto graduale dal 2° trimestre 2010. Per le strategie "attive" si aspetterà almeno fino a metà 2010

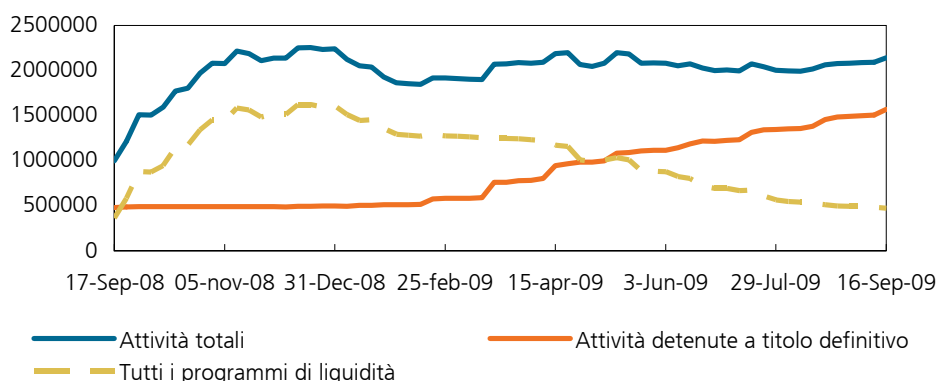
Sulla valutazione congiunturale, il comunicato prende atto di quanto è evidente dai dati: l'attività è tornata a crescere, con condizioni finanziarie in miglioramento e ripresa nel settore immobiliare. Le componenti della domanda restano comunque fragili: i consumi "sembra si stiano stabilizzando", ma restano in atto i freni derivanti da disoccupazione, reddito debole,

calo della ricchezza immobiliare e restrizione del credito. Per quanto riguarda le imprese, continua il calo di investimenti e assunzioni, "ma a un ritmo più contenuto", mentre procede la correzione delle scorte. Con il supporto delle politiche economiche espansive, la crescita dovrebbe riportare verso l'alto in modo "graduale" l'utilizzo delle risorse. In questo quadro, l'inflazione non appare problematica: le pressioni inflazionistiche resteranno contenute dalle ampie risorse inutilizzate e dalla stabilità delle aspettative.

Il FOMC ha riaffermato che lo scenario congiunturale è coerente con il mantenimento probabile di "livelli eccezionalmente bassi dei *fed funds* per un periodo esteso". Per le politiche non convenzionali il FOMC ha confermato la fine del programma di acquisti di Treasuries entro fine ottobre. Per quanto riguarda il programma di acquisti di titoli delle agenzie e di MBS, si mantiene invariato l'ammontare totale (1,25 trilioni di MBS e 200 miliardi di titoli delle agenzie), ma si sposta in avanti, come atteso, la data di scadenza del programma (da fine dicembre 2009 a "entro la fine del 1° trimestre 2010"). Il rallentamento graduale del ritmo di acquisti, analogamente a quanto avvenuto per i Treasuries, avviene per preparare il mercato alla fine degli interventi. Fra l'altro, visto l'ammontare consistente del programma di acquisti dei MBS, un rallentamento del ritmo di interventi e un'estensione della scadenza erano opportuni per poter completare il programma. Finora gli acquisti di MBS, vicini a 850 miliardi di dollari, hanno rappresentato circa l'80% delle nuove emissioni sul mercato.

Il bilancio della Fed a metà settembre ammontava a 2,14 trilioni di dollari, con 473 miliardi di attivo in programmi di liquidità e 1,57 trilioni di dollari di attività detenute a titolo definitivo. A partire dal 1° trimestre il bilancio della Fed si ridurrà in modo automatico e graduale per via della fine dei programmi straordinari di acquisti di titoli da un lato e di offerta di liquidità dall'altro, portandosi vicino a 1,5 trilioni di dollari. Il nocciolo dell'*exit strategy* sarà scegliere fra i pochi strumenti disponibili (interesse sulle riserve delle banche e *reverse repo*) la strategia per drenare liquidità senza fare salire i tassi prima del tempo: questo è particolarmente importante, visto che a partire da metà 2010 si rinnovano rischi di rallentamento della crescita dovuti alla fine dei fattori di stimolo temporaneo. La Fed comunque non riporterà il proprio bilancio ai livelli pre-crisi (circa 800 miliardi di dollari). Per ora il Comitato segnala solo la fine del *quantitative easing* attivo e prepara una riduzione graduale della dimensione del proprio bilancio a partire dal 2° trimestre del 2010, indicando però nel modo più esplicito possibile che almeno fino a metà anno la politica monetaria convenzionale resterà in una fase attendista.

Bilancio della Fed: il rientro non sarà facile

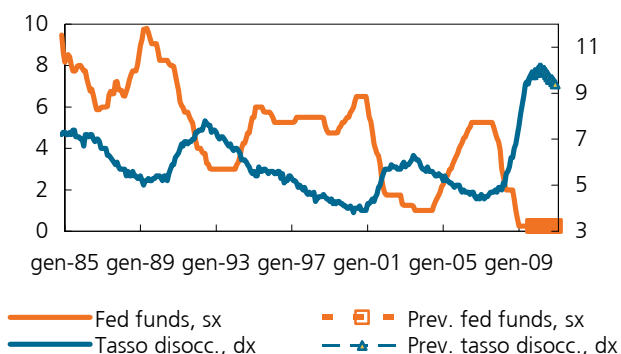


Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System

A partire dal 2° trimestre 2010 la Fed dovrà scegliere **la sequenza di interventi fra inversione dei tassi e politiche quantitative**. La Fed ha segnalato finora che gli interventi sui tassi dovrebbero essere determinati dallo scenario macroeconomico, come nei cicli del passato. In questo caso, i *fed funds* dovrebbero restare fermi almeno fino al 4° trimestre del 2010. Dagli anni '80 in poi, la

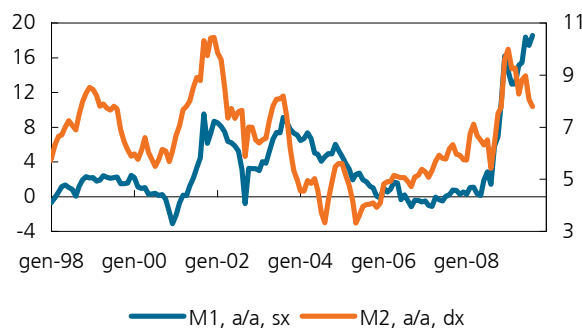
reazione dei tassi è stata relativamente ritardata, come appare dal grafico. Nella recessione di inizio anni '80, il primo rialzo avvenne dopo 15 mesi di riduzioni del tasso di disoccupazione, quando il tasso di disoccupazione effettivo era del 60% al di sopra del NAIRU (stima CBO). Con la recessione di inizio anni '90, il primo rialzo avvenne 20 mesi dopo il picco del tasso di disoccupazione, quando la distanza dal NAIRU era del 22%. Nell'ultimo ciclo, il primo rialzo avvenne 12 mesi dopo il picco della disoccupazione, con un tasso effettivo superiore al NAIRU dell'8%. In questo ciclo, ipotizzando un picco della disoccupazione nel 1° trimestre del 2010, un rialzo a fine anno avverrebbe a meno di 12 mesi dal picco, con un livello della disoccupazione dell'80% superiore rispetto al NAIRU (stime CBO e nostre previsioni per il tasso di disoccupazione). Qualsiasi versione della Taylor Rule prescriverebbe tassi negativi oggi e nel 2010, con una previsione di allargamento dell'output gap e dell'inflation gap anche l'anno prossimo. Le condizioni macroeconomiche segnalerebbero tassi fermi almeno fino al 2011, ma la Fed difficilmente riuscirà a separare l'inversione della politica monetaria convenzionale da quella non convenzionale. Quest'ultima sarà guidata dalle condizioni di liquidità e dalla normalizzazione dei mercati e dovrebbe vedere una svolta nella seconda metà del 2010: questa tuttavia si intersecherà con la politica dei tassi ufficiali.

I dati macro non spingono per rialzi dei fed funds



Fonte: EcoWin, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Ma sarà la liquidità a determinare i rialzi



Fonte: EcoWin

Per quanto riguarda le politiche quantitative, le questioni rilevanti sono due: 1) se le misure di stimolo quantitativo debbano essere eliminate prima rispetto all'inversione dei tassi e 2) se la Fed ritiene che gli interventi sul bilancio agiscano in termini di flussi o di stock. L'unico esempio storico disponibile è quello del Giappone. In termini di sequenza, la BoJ prima eliminò lo stimolo quantitativo, poi operò sugli strumenti convenzionali. La BoJ riteneva che lo **stimolo quantitativo agisse attraverso lo stock (livello del bilancio)** e nel 2006, in pochi mesi, riportò il bilancio alla situazione *pre-quantitative easing*. Dal *Monetary Policy Report* di luglio e dalle affermazioni di Bernanke, sembra che **la Fed ritenga invece che lo stimolo quantitativo sia considerato espansivo con i flussi** e quindi che il "bilancio possa rimanere molto grande per un certo tempo", senza richiedere la vendita degli *asset* acquistati. Il punto centrale dell'*exit strategy* sarà quindi il controllo della liquidità da monitorare anche in base al comportamento delle banche e alla situazione congiunturale.

E' probabile che l'inizio di strategie attive di uscita, qualsiasi sia lo strumento scelto (*reverse repo* e poi eventualmente rialzo della remunerazione delle riserve), verrà percepito dal mercato come un segnale di inversione dei tassi in arrivo dopo non molto tempo. Il risultato sarebbe un aumento dell'inclinazione della curva di mercato monetario, determinato da aspettative e/o dagli effetti indiretti degli strumenti utilizzati per ridurre in parte la liquidità.

Lo scenario potrebbe quindi vedere **un periodo di stasi della politica monetaria nella parte centrale del 2010**, in attesa di informazioni relative allo scenario congiunturale. Nella seconda

metà del 2010, ipotizzando che la Fed non intraprenda una campagna di alleggerimento del proprio attivo di bilancio, la riduzione della liquidità in eccesso potrà avvenire solo attraverso lo strumento dei tassi. Come è stato detto più volte da Bernanke e da altri esponenti del FOMC, il pagamento di interessi sulle riserve sarà uno strumento centrale per l'*exit strategy*: questo implica che lo strumento principale della politica monetaria convenzionale non possa essere isolato dal drenaggio della liquidità. Il mercato si aspetta un primo rialzo già a metà 2010: questo sembra essere un tempo troppo ravvicinato, ma dall'autunno le decisioni della Banca centrale saranno influenzate da obiettivi in conflitto fra loro (ciclo ancora debole, liquidità in eccesso).

Area euro – Rimbalzo sino almeno a metà 2010. Durerà?

- Nell'Eurozona, la recessione si è attenuata in primavera e dovrebbe essersi conclusa nel trimestre estivo. Il "rimbalzo" in corso dovrebbe continuare nella seconda metà del 2009 e nella prima metà del 2010, sulla scia del ciclo delle scorte, della ripresa della domanda mondiale e del fatto che non si sono ancora esplicitati in pieno gli effetti dello stimolo monetario e fiscale.
- Tuttavia, restano forti dubbi sulla sostenibilità della ripresa nel medio termine, e permane il rischio di un nuovo rallentamento dell'attività economica all'esaurirsi del ciclo delle scorte e dello stimolo addizionale fornito dalle politiche economiche, ovvero probabilmente già dalla parte finale del 2010.
- Inoltre, sebbene il punto di minimo del ciclo sia ormai alle spalle, gli effetti della crisi continueranno a pesare a lungo sul PIL potenziale. In particolare, ci aspettiamo che i tassi di crescita degli investimenti delle imprese nei prossimi 2-3 anni siano inferiori a quelli che ci si potrebbe attendere in una normale fase post-recessiva, per via soprattutto del fatto che la crisi ha causato importanti riduzioni della capacità produttiva e aumentato la vulnerabilità finanziaria delle imprese.

Anna Maria Grimaldi e
Paolo Mameli

Previsioni Macro	2008			2009			2010				
	2008	2009	2010	2008			2009			2010	
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	0,6	-3,9	0,8	0,5	-1,7	-4,9	-4,7	-4,0	-2,0	0,6	0,9
- t/t				-0,3	-1,8	-2,5	-0,1	0,3	0,2	0,1	0,2
Consumi privati	0,3	-0,9	0,3	0,0	-0,5	-0,5	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,2
Investimenti fissi	-0,7	-9,9	-0,2	-1,3	-3,4	-5,3	-1,3	-0,6	-0,1	-0,4	0,0
Consumi pubblici	2,2	2,3	1,9	0,5	0,6	0,7	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Esportazioni	1,0	-15,3	3,2	-0,9	-7,2	-8,8	-1,1	-0,7	0,3	1,1	1,6
Importazioni	1,0	-13,3	1,5	0,3	-4,7	-7,8	-2,8	-0,6	0,3	0,7	0,8
Var. scorte (contrib., % PIL)	0,1	-0,6	-0,5	0,4	0,3	-0,7	-0,8	0,5	0,1	0,0	-0,3
Partite correnti (% PIL)	-1,1	-1,0	-0,5	-1,0	-1,9	-2,0	-1,3	-0,5	-0,1	-0,7	-0,7
Deficit pubblico (% PIL)	-1,9	-5,7	-6,6								
Debito pubblico (% PIL)	69,3	78,3	84,3								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	3,3	0,3	1,6	3,8	2,3	1,0	0,2	-0,4	0,4	1,3	1,6
Produzione industriale (a/a)	-7,6	-15,5	1,4	-3,4	-12,3	-18,5	-16,7	-14,5	-5,9	0,4	1,7
Disoccupazione (ILO, %)	7,6	9,4	10,0	7,6	8,0	8,8	9,3	9,6	10,1	10,1	10,1
EUR/USD	1,47	1,39	1,43	1,50	1,32	1,30	1,36	1,43	1,45	1,41	1,43

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

Fuori dalle secche della recessione. Ma è vera ripresa?

Anche nell'area euro, che pure era stata l'area geografica che aveva mostrato i segnali meno convincenti e più tardivi di ripresa, **negli ultimi mesi si è osservato un significativo miglioramento delle condizioni cicliche**. Già nel 2° trimestre l'Eurozona ha visto un deciso attenuarsi della recessione, con un ritmo di contrazione del PIL passato dal -2,5% t/t dei primi tre mesi dell'anno al -0,1% del trimestre primaverile. Il **passaggio dalla fase più acuta della recessione a una sostanziale stabilizzazione** dell'attività è stato possibile (prima di quanto stimato solo poche settimane fa dalla maggior parte dei previsori) grazie a: **1) il contributo positivo degli scambi con l'estero** (+0,7% t/t, massimo storico dal 1995), dovuto tuttavia principalmente al calo dell'import (+1,2% t/t di contributo) in presenza di un altro calo dell'export (contributo di -0,5% t/t); **2) l'apporto decisivo del sostegno fiscale**, visibile sia dall'incremento dei consumi pubblici (+0,4% t/t) che di quelli privati (+0,2% t/t), sostenuti in misura decisiva dall'incremento della vendita di beni durevoli legato agli incentivi-auto.

Già la primavera ha visto un significativo attenuarsi della recessione...

Nonostante dunque il dato sul trimestre primaverile presenti luci e ombre, le prime indicazioni congiunturali relative ai mesi estivi sono coerenti con un ritorno alla crescita per l'Eurozona. Infatti, non soltanto è continuato il miglioramento degli indici di fiducia, ma **anche i primi dati**

... che dovrebbe essersi conclusa durante l'estate

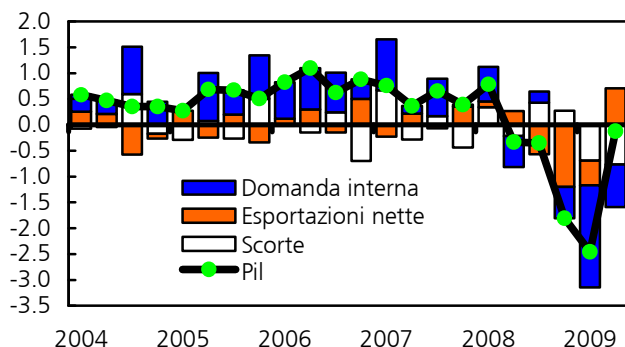
reali riferiti ai mesi estivi, in particolare su produzione industriale, commercio con l'estero e vendite di auto, segnalano il probabile ritorno alla crescita nel 3° trimestre. I dati sulla produzione industriale di luglio presentano un quadro piuttosto variegato, ma la dinamica trimestrale sta per tornare positiva. L'export ha dato segnali di risveglio a luglio (in particolare verso Asia e, in minor misura, Stati Uniti). Anche le vendite di auto hanno mantenuto una buona intonazione nei mesi estivi (+9,9% a/a ad agosto), anche se l'esaurirsi degli incentivi in Germania pone dei dubbi sul prosieguo di tale trend. Inoltre, un contributo positivo alla produzione a fine estate verrà dal ciclo delle scorte. Sembrano ormai esauriti gli eccessi di magazzino e l'andamento degli ordinativi di beni intermedi tedeschi suggerisce che la tendenza si sta invertendo.

In sintesi, principalmente sulla scia di un 2° trimestre migliore delle attese e di una prosecuzione della fase di crescita nella seconda metà dell'anno, **rivediamo al rialzo la nostra stima sul PIL area euro nel 2009 a -3,9%** dal -4,6% di tre mesi fa. L'effetto di trascinamento porta a un **miglioramento anche per la stima sul 2010, a 0,8%** dallo 0,4% stimato a giugno.

Tuttavia, quella attuale appare più simile a una fase di stabilizzazione dell'attività (su livelli storicamente depressi) che non a una ripresa in grado di autoalimentarsi. Riteniamo che il rimbalzo in atto comporti rischi verso l'alto sulla crescita nella seconda metà del 2009, e la fase positiva potrebbe durare anche nella prima metà del 2010, ma le prospettive per il medio periodo rimangono incerte e fortemente dipendenti dall'evoluzione di commercio mondiale e credito. Infatti, il ciclo positivo delle scorte, il rimbalzo dell'export e lo stimolo fiscale continueranno a sostenere il ciclo per buona parte del 2010, ma il rischio è che, al venir meno di tali elementi presumibilmente già dalla seconda metà del 2010 o dal 2011, si possa assistere a un nuovo rallentamento dell'attività.

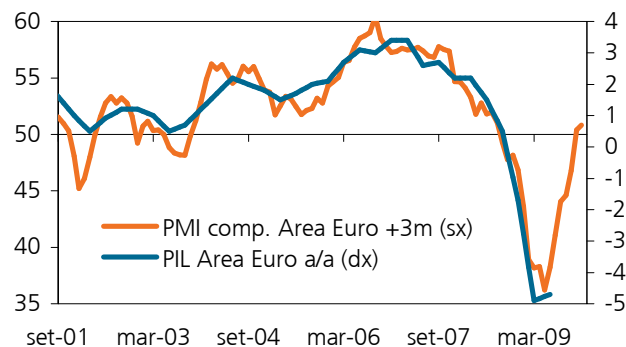
Restano dubbi sulla sostenibilità della ripresa nel medio termine

Già nel 2° trimestre l'Eurozona è passata da una profonda recessione a una stabilizzazione dell'attività...



Fonte: Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

... e le più recenti indagini congiunturali segnalano un ritorno alla crescita nei prossimi trimestri



Fonte: Eurostat, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Quanto durerà il ciclo delle scorte?

Per valutare quanto a lungo possa durare il "rimbalzo" in atto, guidato anzitutto dal settore più colpito dalla crisi e cioè dall'industria, occorre innanzitutto esaminare il ciclo delle scorte. I magazzini hanno dato un significativo contributo negativo alla crescita nei primi due trimestri del 2009 (-0,7% e -0,8% t/t rispettivamente, si tratta dei due trimestri di massima contrazione da quando esiste la serie). Secondo le indagini PMI, le scorte hanno cominciato a essere tagliate solo a inizio 2009 e anche i dati relativi ai mesi estivi segnalano che le imprese stanno continuando a ridimensionare i magazzini, seppure a un ritmo inferiore rispetto ai massimi toccati a maggio. Dunque le scorte stanno dando ancora un significativo contributo negativo alla crescita. Tuttavia, ora **il ciclo delle scorte sembra aver invertito la marcia**: sia l'indagine PMI che la *survey* della Commissione Europea (che riporta le valutazioni delle imprese circa il livello

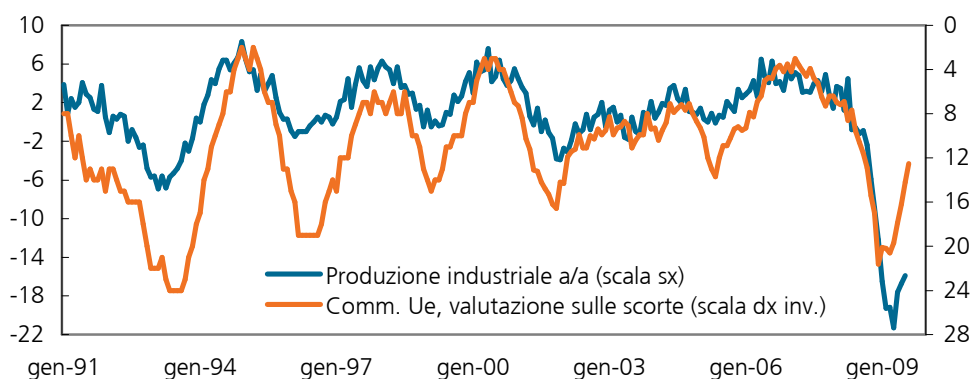
Le scorte hanno toccato un punto di massimo a fine 2008

delle scorte, al di sopra o al di sotto del livello desiderato) segnalano che il massimo è stato raggiunto a fine 2008 e che da allora è cominciato un ridimensionamento.

Quanto durerà questo ciclo delle scorte? Un'analisi dell'esperienza storica mostra innanzitutto che le scorte manifestano una correlazione molto elevata (in qualche caso con valenza anticipatrice) sulla produzione. **Tutti i punti di svolta del ciclo delle scorte si sono riflessi in punti di svolta per la produzione** (non ci sono stati in tal senso "falsi segnali"). Ora, un'analisi dell'evidenza storica disponibile mostra che la durata media dei cicli delle scorte è di 19 mesi (in un range dai 14 ai 30), dunque **il ciclo delle scorte, partito a dicembre 2008, può durare sino a luglio 2010** (solo nel caso di un ciclo particolarmente breve si può pensare che la spinta possa esaurirsi già a febbraio 2010). Si tratta di un'ulteriore indicazione che l'attuale rimbalzo in corso nel settore industriale potrebbe durare per tutta la prima metà del 2010, momento a partire dal quale o la ripresa si rifletterà in un trend positivo della domanda interna o il ciclo sarà destinato a vedere un nuovo rallentamento.

In base all'esperienza storica, il ciclo delle scorte può durare sino oltre la metà del 2010

I punti di svolta del ciclo delle scorte ricalcano (in molti casi anticipandoli) i punti di svolta per la produzione industriale



Fonte: Commissione UE, Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Durata dei cicli delle scorte e della produzione nella recente esperienza storica

				Durata (mesi)
Max scorte	Ago 93	Min scorte	Dic 94	16
Min prod	Feb 93	Max prod	Dic 94	21
Max scorte	Ago 96	Min scorte	Nov 97	15
Min prod	Feb 96	Max prod	Gen 98	22
Max scorte	Feb 99	Min scorte	Apr 00	14
Min prod	Feb 99	Max prod	Mag 00	15
Max scorte	Nov 01	Min scorte	Mag 04	30
Min prod	Dic 01	Max prod	Giu 04	30
Max scorte	Mag 05	Min scorte	Feb 07	21
Min prod	Mag 05	Max prod	Mag 06	12
MEDIA CICLI SCORTE				19
MEDIA CICLI PRODUZIONE				20
Max scorte	Dic 08	Min scorte	Lug 10?	
Min prod	Apr 09	Max prod	Dic 10?	

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Commissione UE e Eurostat

Il rimbalzo può continuare nel breve termine, sulla scia della ripresa del commercio mondiale...

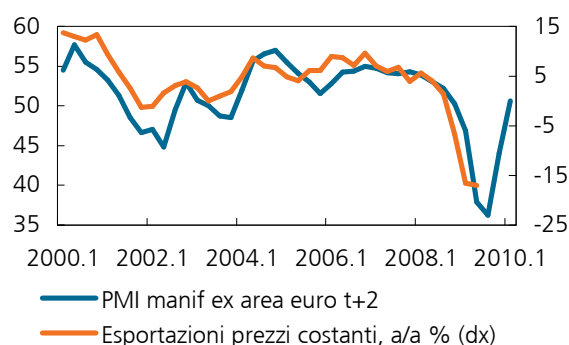
L'altro motivo fondamentale per cui il rimbalzo in atto può continuare per qualche trimestre è la ripresa dell'export. Infatti, **le indagini di fiducia hanno segnalato una ripresa della domanda mondiale** che non si è ancora riflessa sui dati reali delle esportazioni dall'area euro al resto del mondo. Il rimbalzo del PMI globale da noi costruito come media ponderata dei PMI dei principali Paesi, ciascuno pesato per la quota di mercato nell'Eurozona è coerente con un ritorno delle esportazioni a una crescita zero nel giro di due trimestri (l'ultimo dato di crescita annua per il 2° trimestre è -17,1%), che implicherebbe un forte rimbalzo su base trimestrale dopo che anche nel trimestre primaverile le esportazioni hanno fatto segnare l'ennesimo segno negativo.

La ripresa della domanda mondiale non si è ancora riflessa sull'export area euro

Pertanto, **il quadro per area geografica resta molto variegato. Le commesse verso l'Asia sono quelle che stanno dando i maggiori segnali di ripresa.** L'export verso la Cina, dopo aver toccato tassi di crescita molto negativi tra agosto 2008 e febbraio 2009, è tornato stabilmente in positivo già a partire da maggio. In particolare, vi sono segnali di ripresa per l'export di beni capitali verso la Cina. Anche le esportazioni verso gli Stati Uniti mostrano qualche segnale, sia pur assai più debole, di ripresa. Viceversa, **continuano a soffrire le commesse verso l'Europa Centro-Orientale.** Il calo è talmente importante che il contributo di quest'area alla crescita annua dell'export area euro sovrasta quello congiunto di Stati Uniti e Asia, nonostante una quota sull'export totale pari a circa la metà (16,7% contro l'11,9% degli USA e il 23,9% dell'Asia).

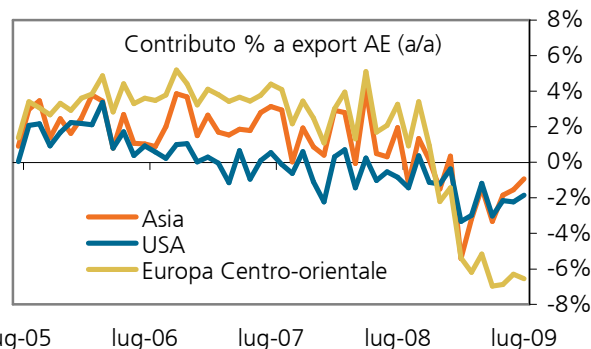
Indicazioni positive da Asia e (in minor misura) Stati Uniti, continua a soffrire l'Est Europa

È solo questione di tempo prima che la ripresa della domanda mondiale si rifletta sui dati reali sull'export



Fonte: Markit, Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo. Il PMI globale ex area euro è costruito come media ponderata dei PMI dei principali Paesi pesati per le quote di export dell'Eurozona

Il contributo negativo delle esportazioni verso l'Est Europa sovrasta quello di Asia e Stati Uniti



Fonte: Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo. L'Europa Centro-orientale comprende Serbia e Montenegro, Repubblica Ceca, Estonia, Ungheria, Lituania, Lettonia, Polonia, Kosovo, Albania, Macedonia, Bosnia Herzegovina, Romania, Bulgaria, Croazia, Russia, Ucraina

... e del fatto che non si sono ancora esplicitati in pieno gli effetti dello stimolo monetario e fiscale

Oltre agli indicatori anticipatori di breve termine, che segnalano in maniera concorde che il rimbalzo in corso può continuare fino a fine anno, anche gli indici più strutturali segnalano che non è in vista nel breve termine un nuovo rallentamento dell'attività economica. Ci riferiamo in particolare alla **crescita annua di M1 (in termini reali), che si è dimostrata un ottimo previsore del punto di svolta del ciclo⁷**. Ora, questo indicatore ("strutturale" più che congiunturale) non dà ancora segnali di una nuova svolta (all'ingiù questa volta), e anzi ha continuato ad accelerare di recente (a +12,4% a/a nel 3° trimestre). Ribadiamo che tale indicatore va maneggiato con cautela perché nell'attuale fase il crollo dei moltiplicatori della moneta fa sì che, a fronte di una

M1 reale segnala che lo stimolo monetario sosterrà ancora il PIL con un orizzonte di un anno. Ma non è da escludere da fine 2010 un nuovo rallentamento

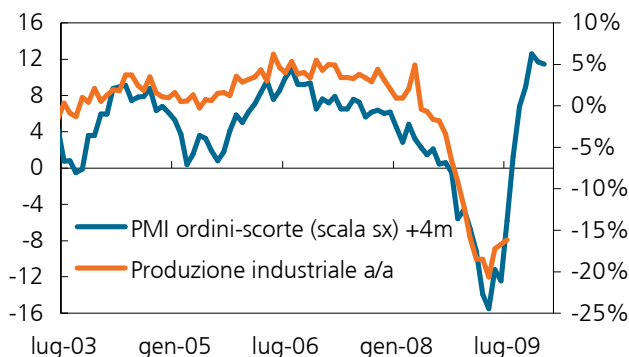
⁷ Nel numero di dicembre 2008 dello *Scenario*, all'apice della crisi, segnalavamo che l'andamento di M1 reale prospettava un possibile punto di svolta del ciclo con un anticipo di un anno. Si affermava anche che, rispetto alle indicazioni fornite da tale indicatore, ritenevamo che il punto di svolta potesse essere più ravvicinato e collocarsi nell'estate 2009 (p. 23).

impennata degli aggregati monetari ristretti, si registri viceversa un ulteriore rallentamento degli aggregati più ampi (M3). Tuttavia, tale indicatore cattura in misura importante lo stimolo fornito dalla politica monetaria, segnalando che esso può continuare a sostenere il ciclo ancora fino all'estate del 2010. Tuttavia, già a partire dal 4° trimestre del 2009, M1 reale potrebbe invertire tendenza, sulla scia e di un minor stimolo addizionale di politica monetaria e di una risalita dell'inflazione. Ciò segnalerebbe il **rischio di un nuovo rallentamento dell'attività economica**, che potrebbe essere anche significativo, **a partire dal 4° trimestre del 2010**.

L'altro motivo per un proseguimento del rimbalzo in atto è che anche gli effetti dello stimolo fiscale si sono manifestati soltanto in parte, e, dato l'usuale ritardo con cui la politica fiscale dispiega i suoi effetti sull'economia, si tratta di un fattore che può sostenere il ciclo ancora per buona parte del 2010. Per il biennio 2009-10, la Commissione Europea stima che l'ammontare totale delle manovre discrezionali di politica fiscale annunciate ammonti all'1,8% del PIL, di cui **l'1,1% dovrebbe scaricarsi sul 2009 e lo 0,7% sul 2010. La Commissione stima un impatto sul PIL di 0,5-1% nel 2009 e di 0,4-0,7% sul 2010**. In particolare la Germania l'anno prossimo vedrà l'implementazione delle misure a più alto moltiplicatore, quelle sulle infrastrutture (si stima per un ammontare pari ad almeno lo 0,3% del PIL in investimenti pubblici). Pertanto, la leva fiscale appare in grado di sostenere il ciclo ancora per buona parte dell'anno prossimo. Semmai, **i problemi verranno negli anni dal 2011 in poi**, quando, come stimavano nell'ultimo "Scenario macroeconomico", occorrerà non solo ritirare lo stimolo fornito, ma effettuare una restrizione netta della politica fiscale al fine di riportare su un sentiero di sostenibilità il debito, con effetti negativi sulla crescita.

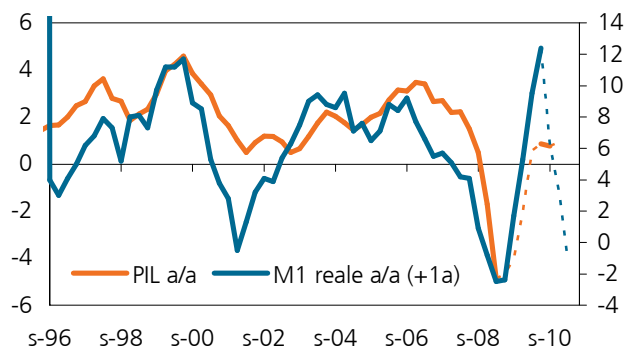
Una parte di stimolo fiscale verrà implementata nel 2010, contribuendo ad alimentare la ripresa. I problemi verranno dal 2011

Il rimbalzo in atto dell'attività economica può continuare non solo nel brevissimo termine ...



Fonte: Markit, Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

... ma almeno fino all'estate del 2010. Tuttavia, non è da escludere, a partire da fine 2010, un nuovo rallentamento.



Fonte: BCE, Eurostat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Eurozona a due velocità

Nell'attuale fase di ripresa l'Eurozona sembra procedere a due velocità. Da una parte ci sono i Paesi che non erano stati colpiti da crisi endogena (ma che avevano sofferto del calo della fiducia nonché della contrazione del commercio internazionale), come Germania e Francia, per i quali i dati di contabilità nazionale del 2° trimestre hanno già decretato la fine della recessione (almeno in senso "tecnico" visto che il PIL è cresciuto di +0,3% t/t). Viceversa, altri Paesi, pur mostrando un'attenuazione della fase recessiva, si sono mantenuti ancora su ritmi di crescita negativi, o perché colpiti da crisi endogena, in particolare sul mercato immobiliare come la Spagna (-1,1% t/t nel 2° trimestre), o perché afflitti da fragilità strutturali come l'Italia (-0,5% t/t nel trimestre primaverile).

Si sta delineando una sovraperformance di Germania e Francia, già uscite dalla recessione ...

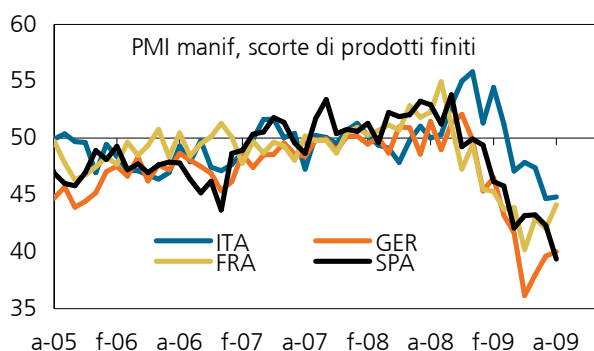
In particolare i dati relativi all'industria mostrano una crescente divergenza tra questi due gruppi di Paesi. La produzione industriale (ultimo dato di luglio) in Germania e Francia è in ripresa rispettivamente del 5% e del 3% dai minimi, mentre è rimasta stagnante in Spagna e in Italia. Anche i dati più aggiornati relativi alle indagini PMI mostrano che: 1) la componente "produzione" ha superato il valore-soglia sia in Germania che in Francia, mentre rimane coerente con un *output* stagnante o in calo in Spagna e Italia; 2) il ciclo delle scorte appare più avanzato nei due principali Paesi dell'area, dove l'indice relativo, dopo aver toccato un minimo a maggio, ha da allora invertito tendenza (pur continuando a segnalare una contrazione dei magazzini); in direzione opposta hanno continuato a muoversi Italia e Spagna, dove le scorte sono destinate a pesare sulla produzione ancora per qualche mese; 3) anche l'export appare più vivace in Germania e Francia, come visibile dall'andamento della componente "ordini dall'estero" dell'indagine PMI; ciò è dovuto a due principali motivi: a) la maggior quota di export verso i Paesi asiatici, l'area geografica che sta mostrando i segnali più decisivi di ripresa (12,9% e 9,8% per Germania e Francia rispettivamente, contro 7,4% e 7% per Italia e Spagna); b) il miglior posizionamento, quanto a posizione competitiva, di Germania e (in minor misura) Francia se valutato attraverso l'andamento del tasso di cambio reale effettivo (deflazionato per il CLUP).

... rispetto a Spagna (affossata dalla crisi immobiliare) e Italia (afflitta da fragilità strutturali).

Riteniamo che questa divergenza possa permanere nei prossimi mesi. La Germania, supportata dall'orientamento verso l'export e quindi in grado di cogliere appieno le opportunità offerte dalla ripresa del commercio mondiale, e, in minor misura, la Francia, grazie alla maggior forza relativa della domanda interna, mostreranno, a nostro avviso, una crescita maggiore rispetto al complesso dell'area euro (stimiamo un PIL in crescita di 1,3% in Germania e di 1,1% in Francia contro uno 0,8% per la media Eurozona nel 2010). L'Italia dovrebbe ritornare in territorio positivo con un +0,5%, mentre per la Spagna (così come per l'Irlanda, anch'essa colpita da crisi endogena) ci aspettiamo un secondo anno di crescita negativa (a -0,2%).

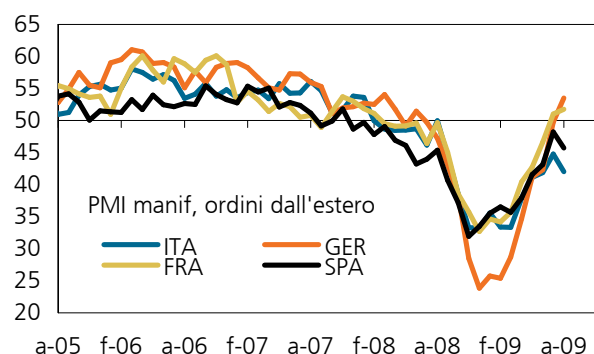
Riteniamo che questa divergenza possa continuare

In Germania e Francia il ciclo delle scorte appare più avanzato ...



Fonte: Markit

... e l'export più vivace rispetto a Spagna e Italia



Fonte: Markit

Che succederà ai consumi all'esaurirsi degli incentivi auto?

Come detto, le vendite di auto hanno mantenuto un'intonazione robusta anche nei mesi estivi. In sostanza, come prospettavamo già dall'introduzione degli stessi (si veda il numero di marzo di questa pubblicazione, p. 31-33), **gli incentivi-auto sono risultati la misura fiscale che ha avuto sinora l'impatto più rilevante di sostegno alla crescita** assieme alle misure adottate sul mercato del lavoro, con particolare riferimento ai disincentivi al licenziamento adottati in Germania. Nonostante le vendite di auto rappresentino appena il 5% delle vendite totali, l'aumento nel trimestre primaverile è stato tale (+12% t/t circa) da risultare responsabile dell'intero miglioramento dei consumi privati registrato nel trimestre (+0,2% t/t). Tuttavia, i dati mostrano che in termini di variazione trimestrale **il massimo di contributo ai consumi è venuto nel trimestre**

La recente tenuta dei consumi privati appare legata in misura decisiva agli incentivi-auto

primaverile e da allora l'effetto è andato in parte scemando. Inoltre, in Germania, che rappresenta il principale mercato (nonché quello in cui l'effetto degli incentivi è stato massimo), il plafond destinato agli incentivi è già stato esaurito a inizio settembre, e d'altra parte anche negli altri Paesi, a meno di rinnovi, la misura dovrebbe esaurirsi per fine anno. Peraltro, tipicamente il rischio degli incentivi è quello di "spiazzare" e il consumo di altri beni e gli acquisti futuri. Si pone allora il problema di cosa succederà all'esaurirsi di tale misura statale.

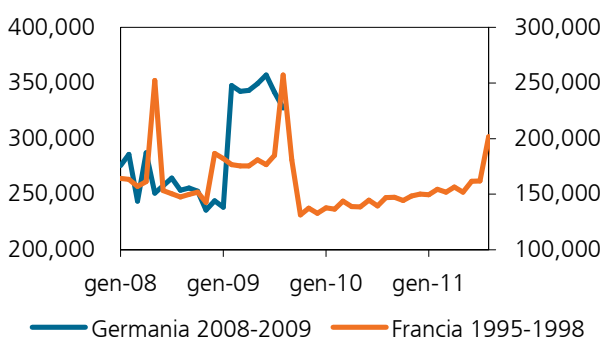
Interessante il paragone fra il boom di vendite di automobili, trainato dagli incentivi, che si è avuto in Germania nel 2009 con quello che si verificò in Francia sulla scia di un programma simile nel 1996. Proprio come oggi in Germania, allora in Francia le vendite si impennarono ai massimi da quasi 50 anni. Tuttavia, a partire dal settembre del 1996, al venir meno degli incentivi, le vendite non soltanto crollarono nei due mesi successivi, ma rimasero stagnanti per altri due anni. Questo paragone storico segnala il rischio di una significativa correzione del mercato dell'auto.

Peraltro, la fiducia dei consumatori sta dando segnali di tenuta: le indagini di morale delle famiglie in tutti i principali Paesi hanno toccato un punto di minimo lo scorso anno in corrispondenza dei picchi dell'inflazione, e da allora hanno intrapreso un sentiero, pur lento, di ripresa. Infatti, finché la disoccupazione rimane storicamente contenuta, il miglioramento di potere d'acquisto per le famiglie che mantengono un reddito prevale sul deterioramento di chi perde il lavoro. Tuttavia, al crescere del tasso di disoccupazione la bilancia dei rischi si sposta inesorabilmente. Inoltre, se la tenuta della fiducia dei consumatori farebbe presagire a una tenuta dei consumi anche al venir meno degli incentivi, tuttavia l'indagine di fiducia della Commissione Europea segnala che la maggior parte delle famiglie ha intenzione di destinare all'acquisto di beni durevoli nei prossimi 12 mesi una somma inferiore a quella dell'anno appena trascorso.

Il confronto con l'esperienza francese di metà anni '90 segnala il rischio di una forte correzione delle vendite all'esaurirsi del sostegno statale

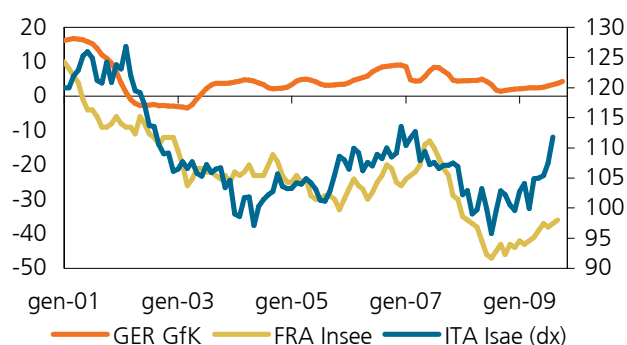
La fiducia dei consumatori ha tenuto, ma permangono dei rischi in relazione all'evoluzione del mercato del lavoro e alle minori opportunità di acquisto

Il paragone con l'esperienza francese segnala il rischio di una correzione delle vendite auto al venir meno degli incentivi



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

La fiducia dei consumatori sembra aver sofferto più l'impennata dell'inflazione a metà dello scorso anno che non la crisi del 2009



Fonte: GfK, Insee, Isae

Gli effetti della crisi peseranno a lungo sugli investimenti (e sul PIL potenziale)

Nonostante il punto più acuto della recessione possa considerarsi ormai passato, esiste il concreto rischio, che segnalavamo già nello "Scenario macroeconomico" del settembre 2008 (p. 31), che la recente crisi abbia impatto non solo sul ciclo, ma anche su PIL potenziale. Due sono i canali principali attraverso cui ciò potrà avvenire (prescindendo da un possibile impatto, tuttavia più difficile da valutare, sulla produttività totale dei fattori): un minor contributo dal fattore-lavoro derivante da un possibile aumento del tasso di disoccupazione strutturale (la

L'aumento del NAIRU e il crollo degli investimenti peseranno sul PIL potenziale

Commissione⁸ stima che ogni aumento di un punto percentuale del NAIRU riduce il PIL potenziale di circa lo 0,6%) e un minor contributo del fattore-capitale derivante dal calo drammatico degli investimenti (secondo le stime della Commissione una flessione di un punto percentuale del rapporto fra investimenti/PIL fa calare il PIL potenziale di uno 0,1%). Ciò è dovuto al fatto che, in particolare in alcuni settori come quello automobilistico e quello finanziario, la crisi può aver messo a nudo un eccesso strutturale di capacità, obbligando a una distruzione di capacità produttiva e quindi una riduzione non transitoria nei livelli di attività. A ciò occorre aggiungere l'impatto sul livello "di equilibrio" dello stock di capitale derivante dal maggior costo (e dalle maggiori difficoltà di approvvigionamento) dello stesso capitale.

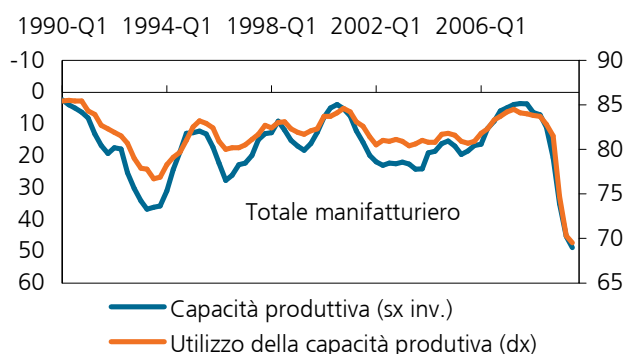
Limitando in questa sede l'analisi al solo fattore-capitale, riteniamo che il basso grado di utilizzo degli impianti (e del livello della capacità produttiva) raggiunto durante la crisi, che rappresenta un punto di minimo dal dopoguerra e che segnala un eccesso di capacità produttiva superiore a ogni altro episodio recente, possa frenare le decisioni di investimento delle imprese per un periodo non breve (2-3 anni). La capacità produttiva ha peraltro, sebbene il punto di minimo del ciclo sia superato, ancora margini di riduzione, attraverso fallimenti aziendali e la chiusura di impianti anti-economici, il che farà sì che le imprese più sane possano espandersi assorbendo concorrenti in difficoltà, senza investimenti *ex novo*.

I dati dalla survey trimestrale della Commissione Europea mostrano che sia la capacità produttiva che il grado di utilizzo degli impianti sono piombati ai minimi storici (e nel 3° trimestre non hanno ancora mostrato alcun segnale di ripresa). La situazione è particolarmente critica per i beni intermedi e per i beni di investimento. Per questi ultimi in particolare la capacità produttiva è tornata ai minimi toccati nel 3° trimestre del 1993, mentre l'utilizzo della capacità è sceso ben al di sotto di quei minimi (a 67,6% contro 75,8% e una media storica di 83,7%).

Il basso grado di utilizzo frenerà le decisioni di investimento delle imprese per 2-3 anni ...

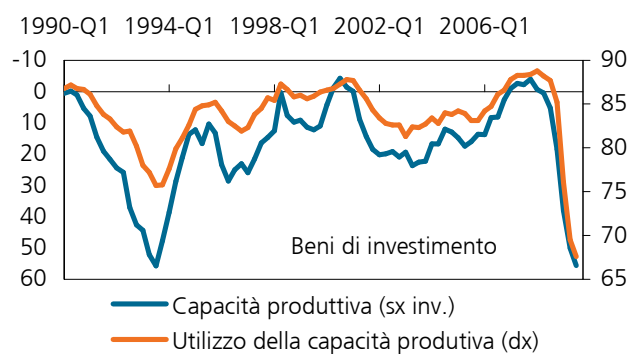
... in particolare nei settori dei beni di investimento e beni intermedi

Capacità produttiva e grado di utilizzo ai minimi storici



Fonte: Commissione UE

Il grado di utilizzo è crollato in particolare nel settore dei beni di investimento



Fonte: Commissione UE

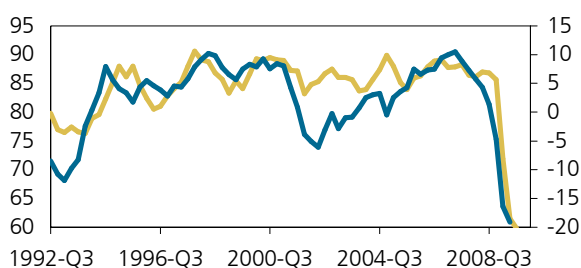
Il passo successivo è capire se tali indicatori possano fornire un segnale anticipatore circa l'evoluzione futura degli investimenti. In realtà, nonostante il ragionamento economico indichi che un basso grado di utilizzo o una bassa capacità produttiva possono frenare gli investimenti nei trimestri a venire, l'evidenza empirica nell'aggregato mostra che il grado di utilizzo (o la capacità produttiva) appare un indicatore coincidente e non anticipatore degli investimenti in macchinari e attrezzature visto che le due variabili si muovono in maniera simultanea (con una correlazione del 75%). Tuttavia, analizzando il dettaglio per settore si nota che alcuni settori

Il basso grado di utilizzo in alcuni settori "anticipatori" (come quello dei metalli) non depone a favore di una ripresa vigorosa per gli investimenti

⁸ European Commission, Economic and Financial Affairs, Economic Forecast, Spring 2009, Box 1.3.2: Potential growth and output gap estimates, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication15048_en.pdf

sembrano poter dare indicazioni anticipatrici. Si tratta in particolare di tutti i settori legati alle materie prime, dai metalli al legno alla chimica, che anticipano di un trimestre l'andamento degli investimenti in macchinari e attrezzature con una correlazione che va dal 59% al 68%. Tra queste, il settore che sembra anticipare meglio l'andamento degli investimenti è quello dei metalli. In tal senso, il fatto che si tratti proprio del settore con il più basso grado di utilizzo (59,8% contro un totale di 69,5%) non depone a favore di una vigorosa ripresa degli investimenti. Tuttavia, si nota nel 3° trimestre una lieve ripresa della capacità produttiva corrente. Tra i macro-settori, quello che sembra anticipare meglio l'andamento degli investimenti delle imprese è il settore dei beni intermedi. Anche in questo caso, si tratta, assieme ai beni di investimento, del macro-comparto con il più basso grado di utilizzo (e capacità produttiva).

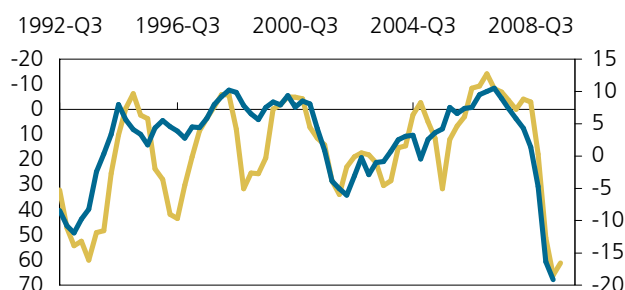
Il settore dei metalli di base è quello il cui grado di utilizzo della capacità produttiva sembra anticipare meglio gli investimenti in macchinari e attrezzature



— Grado ut. metalli di base — Inv. macch&attr. a/a

Fonte: Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

In questo settore, il 3° trimestre ha mostrato una lieve ripresa per il livello corrente della capacità produttiva segnalato dalle imprese



— Cap. prod. metalli di base — Inv. macch&attr. a/a

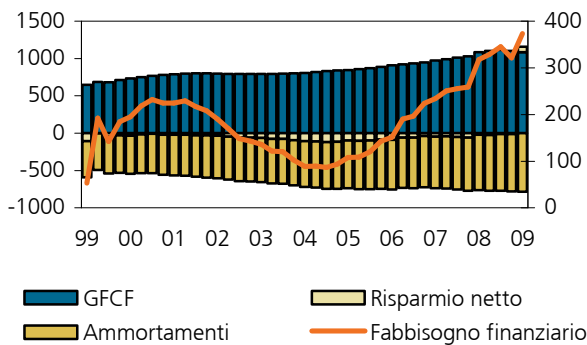
Fonte: Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Un altro motivo per cui ci attendiamo che la ripresa degli investimenti possa essere meno vigorosa che nei cicli passati, per effetto della recente crisi, è lo "stress finanziario" cui sono sottoposte le imprese. Un'analisi dei conti delle imprese nell'area dell'euro mostra che il fabbisogno finanziario netto, ovvero il saldo tra risparmio lordo e investimenti fissi lordi (= investimenti⁹ - risparmio netto - ammortamenti), è andato aumentando incessantemente negli ultimi 5 anni, a segnalare che gli esborsi delle imprese sono stati, in misura via via crescente, significativamente maggiori dei fondi generati internamente. Ciò principalmente a causa di una crescita degli ammortamenti sulla scia dell'aumento del grado di obsolescenza del capitale, non coperta da nuovi investimenti. Quel che è peggio è che il "financing gap" era arrivato sui massimi già a settembre 2008, prima della recrudescenza della crisi. Anche in percentuale del valore aggiunto il fabbisogno finanziario ha superato i precedenti massimi, arrivando (i dati sono fermi al 1° trimestre) al 7,9% (del valore aggiunto totale del settore non finanziario), contro il 6,8% del 3° trimestre del 2000. In sostanza, tale indicatore conferma lo stato di "stress finanziario" cui sono sottoposte molte imprese e che peserà sulla capacità di generare nuovi investimenti "reali" negli anni futuri.

L'altro effetto della crisi che, accanto alla perdita di capacità produttiva, peserà sugli investimenti, è lo "stress finanziario" cui sono sottoposte le imprese

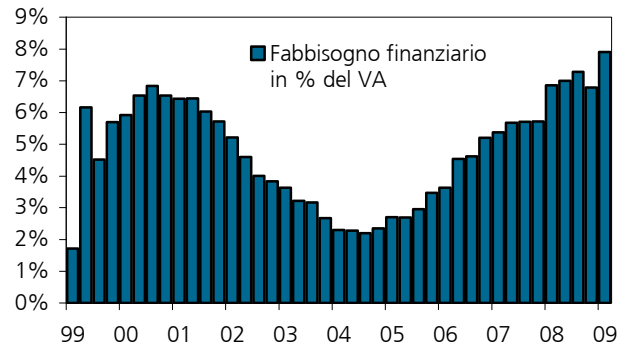
⁹ Ci limitiamo qui nell'analisi agli investimenti di carattere reali, escludendo quelli finanziari.

Negli ultimi anni gli esborsi delle imprese per nuovi investimenti reali sono stati, in misura via via crescente, maggiori dei fondi generati internamente



Fonte: BCE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il "financing gap" (in % del valore aggiunto) segnala che le imprese nell'area euro hanno raggiunto un considerevole grado di "stress finanziario"



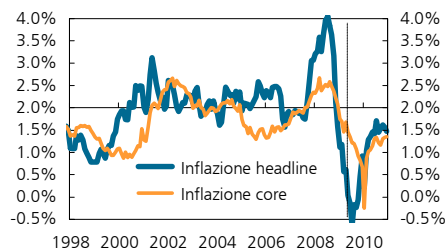
Fonte: BCE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

In sintesi, i tassi di crescita per gli investimenti nei prossimi 2-3 anni saranno inferiori a quelli che ci si potrebbe attendere in una "normale" fase post-recessiva, per via del basso utilizzo della capacità produttiva e del fatto che la leva finanziaria delle imprese dell'area euro si colloca su livelli relativamente elevati, in un quadro di persistenti pressioni sui flussi di cassa e ridotte riserve di liquidità.

Inflazione di nuovo positiva nel 2010, ma i rischi sono verso il basso

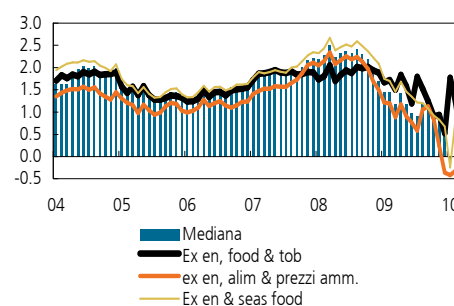
Nei mesi estivi, come previsto, l'inflazione area euro è diventata negativa: dopo aver toccato il minimo a luglio (-0,7%) a/a, ora è risalita a -0,2% a/a. Il calo dell'indice generale dei prezzi è ascrivibile in larga misura all'effetto base sull'energia ed al rientro delle pressioni sui prezzi degli alimentari. A novembre, l'effetto base favorevole uscirà dal confronto annuale e l'inflazione tornerà in territorio positivo. Se guardiamo alla dinamica sottostante si conferma una tendenza disinflazionistica ben più contenuta di quella dell'indice complessivo. Sulla misura preferita dalla BCE, l'inflazione *core*, rimane intorno all'1,2% a/a, sopra al minimo dell'1,0% toccato nel 1998-99. La mediana calcolata su diverse misure di inflazione sottostante è passata dal 2,4% a/a dell'agosto 2008 all'1,2% a/a ad agosto di quest'anno. La misura al netto di energia e prezzi amministrati, come calcolati dalla BCE, è invece ancora più negativa (-0,9% a/a), ma la frenata potrebbe essere spiegata dal calo dei prezzi delle auto (-0,7% a/a) per effetto degli sconti derivanti dall'applicazione degli incentivi fiscali sulle immatricolazioni auto. I prezzi dei beni non industriali, come misurati dalla BCE, registravano a luglio un +0,6% a/a dal +0,8% a/a in media osservato nel 2008.

L'inflazione di nuovo positiva per fine anno



Fonte: Eurostat e previsioni Intesa Sanpaolo

Inflazione sottostante ancora in frenata

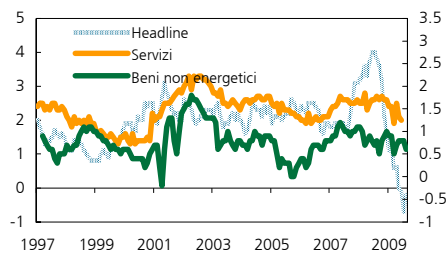


Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo. La misura di prezzi amministrati è quella della BCE

Uno sguardo ai prezzi al consumo per capitoli di spesa rivela che solo nei capitoli abitazione ed trasporti la dinamica annua è in sensibile rallentamento rispetto alla media dei dodici mesi precedenti.

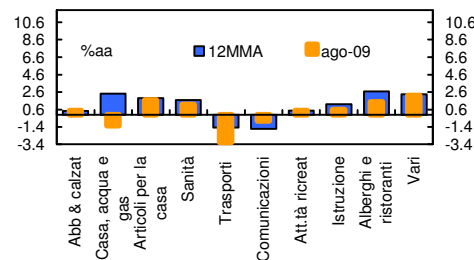
In un'ottica di breve periodo le indicazioni disponibili sono coerenti con un graduale ritorno dell'inflazione headline in territorio positivo. Le forti pressioni a monte della catena produttiva stanno scemando: l'indice PMI prezzi pagati dopo mesi di calo verticale ha invertito la rotta e sembra segnalare un graduale rientro delle pressioni deflazionistiche per effetto del rimbalzo dei prezzi delle materie prime.

In modesta frenata il prezzo di beni e servizi



Fonte: Eurostat

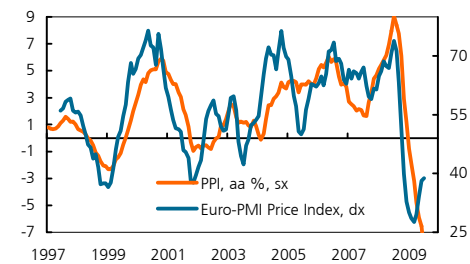
Inflazione più debole nei trasporti e casa



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo.

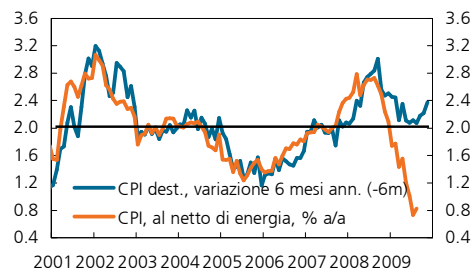
Per quel che concerne la dinamica sottostante, il nostro profilo di previsione incorpora un rallentamento nei prossimi 5-6 mesi dal momento che deve ancora traslarsi in pieno a valle il rallentamento dei prezzi a monte della catena produttiva. **L'indice anticipatore Intesa Sanpaolo (variazione destagionalizzata e avanzata di sei mesi del CPI energia) suggerisce che il trend dovrebbe invertirsi e già da febbraio si dovrebbe vedere una risalita del CPI al netto di energia.** Ciò detto l'inflazione rimarrà ampiamente al di sotto del 2,0% ed i rischi che possano emergere pressioni inflative di qui a fine 2010 sono piuttosto esigui.

Le pressioni a monte della catena produttiva stanno scemando



Fonte: Eurostat

Da gennaio l'inflazione al netto di energia potrebbe risalire



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Dubbio l'impatto dell'output gap

In linea teorica le dinamiche cicliche dovrebbero frenare la dinamica sottostante dei prezzi al consumo. Tuttavia, l'impatto delle risorse inutilizzate nell'economia sulla dinamica dei prezzi rimane dibattuto. Nel Bollettino di settembre (pp. 54 – 57), la BCE sottolinea che l'evidenza empirica e stime di una curva di Phillips per la zona euro sono piuttosto controverse. L'indicazione generale¹⁰ è che fluttuazioni ampie e persistenti dell'output gap sono necessarie per influenzare l'inflazione nell'area euro. È anche possibile che la risposta limitata dell'inflazione

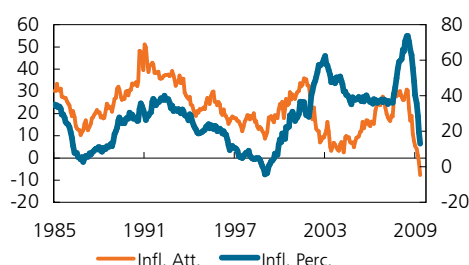
¹⁰ (si veda Musso, Stracca e van Dijkx), "Instability and nonlinearity in the Euro-Area Phillips Curve", ECB WP No 811/September 2007

alle risorse inutilizzate nell'economia sia da imputarsi ad asimmetrie nel meccanismo di aggiustamento dei prezzi e a maggiori rigidità verso il basso. In ogni caso la stima di una relazione tra inflazione e misure di utilizzo delle risorse potenziali impone una valutazione dell'output gap e di Pil potenziale che sono tipicamente soggette ad un ampio margine d'incertezza e difficili da stimare in tempo reale. In La BCE nota che in questa fase, la valutazione di potenziale potrebbe risultare particolarmente ardua dal momento che non è chiaro quanto del rallentamento di attività rifletta l'impatto di uno shock dal lato dell'offerta. Secondo l'ultimo *World Economic Outlook* del FMI, le crisi finanziarie hanno un impatto permanente sull'output, e in tal senso si era espresso anche l'OECD a giugno. Un potenziale più basso erode l'output gap e quindi, argomenta la BCE, forze disinflazionistiche meno pressanti. È pur vero che, anche tenendo conto di una più che probabile riduzione del potenziale, l'output gap accumulato a metà 2010 sarà piuttosto ampio. Ma secondo la BCE il peso dell'*output gap* è comunque relativo dal momento che **la dinamica inflazionistica futura dipende dalla stabilità delle attese d'inflazione**. A riguardo, il quadro è più o meno confortante, a seconda della misura di aspettative di inflazione a cui ci si riferisce.

Attese d'inflazione di medio termine ancora stabili

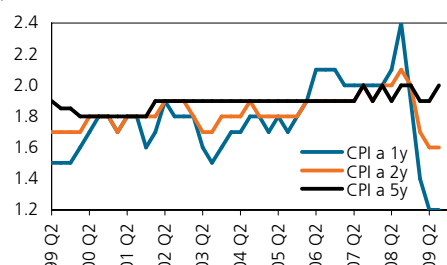
Le attese di prezzo per i prossimi dodici mesi delle famiglie europee, come misurate dall'indagine della Commissione Europea, sono entrate in territorio negativo e sono calate sensibilmente nei mesi estivi, muovendosi su di un trend mai visto in precedenza (la Survey è iniziata nel 1985). La BCE non sembra dare grossa rilevanza alle attese di prezzo delle famiglie anche se le aspettative dei consumatori hanno una certa rilevanza nel determinare le loro decisioni di spesa. Maggiore peso viene attribuito alle attese come rilevabili dalla Survey of Professional Forecasters e dagli *inflation swaps*.

Le attese delle famiglie crollano su nuovi minimi



Fonte: Commissione UE

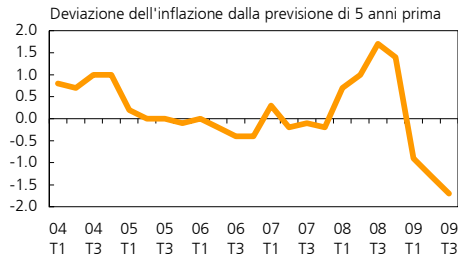
Le attese di medio periodo dei professional forecasters sono stabili



Fonte: ECB Survey of Professional Forecasters

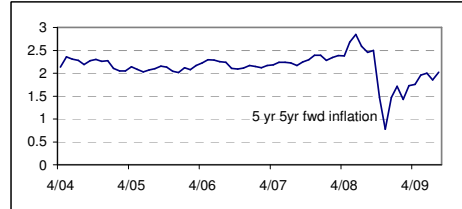
La Survey di settembre conferma lo scostamento delle previsioni a due anni dall'obiettivo del 2%, già emerso nelle ultime due edizioni dell'indagine. Quel che conta per la BCE è che le attese a cinque anni rimangono intorno al 2%. È difatti sul medio termine che la BCE è tenuta a rispettare l'obiettivo di una dinamica dei prezzi al consumo al di sotto, ma vicina al 2%. Quel che preoccupa è che l'inflazione effettiva continua a discostarsi dalla previsione di medio periodo ed il *gap* si è allargato ulteriormente nell'ultima edizione dell'indagine. Se questa tendenza dovesse essere confermata si porrebbe quantomeno un problema di credibilità.

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



Fonte: ECB Survey of Professional Forecasters

Anche le attese di mercato hanno esibito una certa volatilità



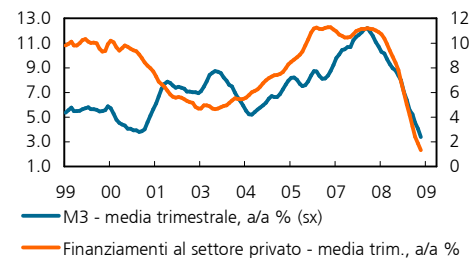
Fonte: ECB, Bloomberg

Il mercato proietta una dinamica inflazionistica nell'intorno del 2%. La break-even inflation come estrapolata dai contratti a termine a 5 anni sugli inflation swap (meno sensibili agli sviluppi più recenti del CPI) è salita nei mesi estivi. La BCE rileva che depurata per la stagionalità la break-even inflation è rimasta al di sopra del 2% negli ultimi 12 mesi.

Con il credito in picchiata i rischi inflativi sono più che contenuti

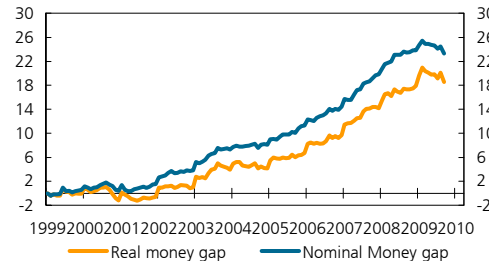
L'analisi degli aggregati monetari ed in particolare di M3 conferma che nel medio termine i rischi per la dinamica dei prezzi al consumo non sono certo vero l'alto. La crescita di M3 ha frenato ulteriormente ad agosto al 2,5% a/a, il minimo assoluto dal 1995. La media mobile a tre mesi viaggia al 3,0%a/a ben al di sotto della soglia della soglia teorica di riferimento del 4,5% a/a. Il rallentamento di M3 riflette fattori diversi in particolare un minor accumulo di depositi a breve termine (-4,1% a/a ad agosto) da parte delle famiglie e delle imprese non finanziarie. Inoltre, l'inclinazione della curva dei rendimenti ha incentivato lo spostamento verso asset meno liquidi. A fronte del rallentamento di M3 si è vista un'ulteriore brusca picchiata dei prestiti al settore privato (1,1%a/a in agosto da 1,8%a/a a luglio) ed in particolare dei prestiti alle imprese non finanziarie (0,7% a/a da un precedente 1,6% a/a), i prestiti alle famiglie hanno cominciato a contrarsi in agosto di 0,2%a/a. Stark membro del Consiglio direttivo della BCE, in un recente intervento ha affermato che la dinamica del credito è in linea con l'andamento dell'economia e che la frenata dei prestiti alle imprese è dovuta all'impatto ritardato del ciclo. I dati di agosto mostrano un ulteriore peggioramento del credito alle famiglie che risulta preoccupante alla luce del calo dei tassi praticati dalle istituzioni finanziarie. L'ultima Bank Lending Survey segnalava che le banche, hanno continuato a rendere più restrittive le condizioni di credito, anche se a un ritmo inferiore che nei trimestri precedenti, e siamo ancora lontani da un allentamento netto del credito.

Frenata di M3 e credito



Fonte: BCE

Si riduce money gap, meno pressioni inflattive nel medio termine



Fonte: BCE e Eurostat

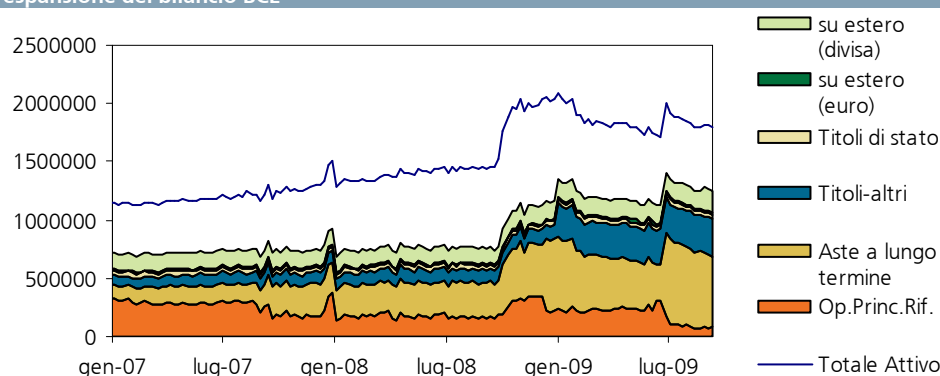
La BCE nell'ultimo Bollettino evidenzia che le misure di gap di moneta (deviazione della dinamica di M3 dall'ipotetico livello di equilibrio che si otterrebbe se gli aggregati monetari crescessero del

4,5% annuo)) hanno invertito nel secondo trimestre di quest'anno pur rimanendo vicine al picco di fine 2008. Il calo dell'eccesso di liquidità indica minori pressioni inflative nel medio periodo.

Quali i rischi dall'enorme liquidità immessa nel sistema?

Il quadro che emerge se guardiamo alla dinamica di M1 e della base monetaria è ben diverso. Negli ultimi 12 mesi la BCE per far fronte alla crisi finanziaria ha espanso ampiamente il proprio bilancio in particolare grazie al successo delle aste a lungo termine ad assegnazione illimitata. L'espansione dell'attivo è stata finanziata tramite l'aumento di circolante e la *deposit facility*. Di riflesso, la base monetaria nell'Eurosistema è cresciuta a ritmi superiori al 20% all'anno ed in relazione al Pil l'immissione di liquidità è comparabile con quella vista negli Stati Uniti.

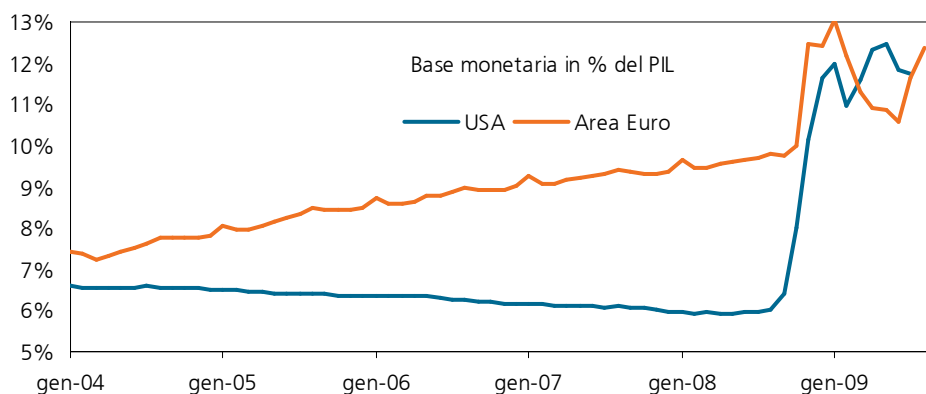
L'espansione del bilancio BCE



Dati in milioni di euro. Fonte: BCE

È lecito chiedersi quale sia il rischio che deriva dall'accelerazione di M1 per la dinamica inflazionistica futura. In questa fase i rischi sono limitati dal momento sono inceppati i moltiplicatori della base monetaria. L'abbondante liquidità immessa nel sistema non si è tradotta in una crescita del credito e quindi in una riaccelerazione ciclica che possa generare pressioni inflative. Fintanto che l'abbondante liquidità immessa dalla BCE rimarrà parcheggiata in depositi presso la banca centrale, è difficile che possano crearsi pressioni verso l'alto per la dinamica dei prezzi al consumo. **L'ammontare dei depositi** detenuti dalle banche presso la Banca centrale (e oggi remunerati allo 0,25%), che si era impennato all'apice della crisi finanziaria, dopo il fallimento di Lehman Brothers, e da allora era tornato su livelli quasi "pre-crisi", **è tornato a salire proprio in conseguenza dell'ingente quantità di liquidità ricevuta dalle banche nell'asta a un anno di fine giugno.**

Base monetaria in forte espansione nell'eurozona come negli Stati Uniti



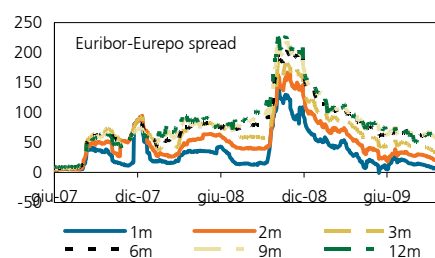
Fonte: BCE e FED

Questo aveva indotto a ritenere che la BCE potesse introdurre uno *spread* sull'asta ad un anno in modo da renderla meno competitiva rispetto ai tassi interbancari di pari scadenza e per limitare la domanda che potrebbe risultare assai elevata anche per quest'asta. In realtà, nell'ultima conferenza stampa Trichet aveva specificato che i tassi erano appropriati e che non sarebbe stato applicato uno spread sul refi all'asta di fine settembre lasciando poco spazio ad un comportamento meno accomodante da parte della BCE nel breve.

Retorica della BCE invariata fino a fine anno

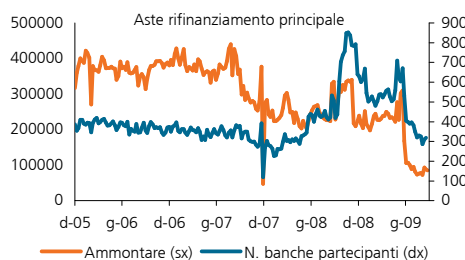
Nelle ultime settimane si è confermato il graduale recupero del ciclo nell'eurozona, il rientro delle pressioni sui mercati finanziari ed in particolare il ritorno su livelli pre Lehman delle condizioni di mercato monetario. Le banche hanno continuato a far un minor ricorso alle aste settimanali il che conferma il rientro delle pressioni sull'interbancario. In questo contesto è lecito domandarsi se i tempi sono maturi perché la BCE adotti un cambio di retorica riguardo l'adozione di una strategia d'uscita.

Condizioni di mercato monetario ormai sui livelli pre-Lehman



Fonte: Bloomberg

Si conferma il minor bisogno di liquidità da parte delle banche

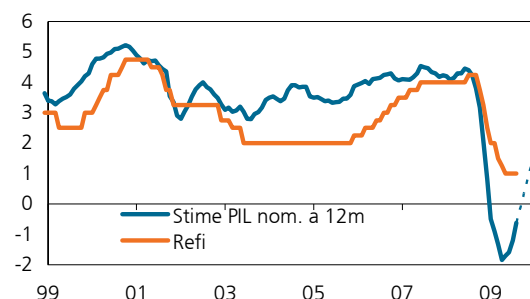


Fonte: BCE

A più voci i membri del consiglio BCE hanno ribadito che le dinamiche cicliche rimangono incerte e che il recupero atteso per la seconda metà del 2009 potrebbe aver vita breve se non dovesse essere confermato il recupero di domanda dall'estero una volta assorbito il contributo di fattori temporanei quali l'inversione del ciclo delle scorte e lo stimolo della politica fiscale. Riteniamo che prima di inizio 2010 non si avranno delle indicazioni chiare sull'andamento della domanda dall'estero. Fino a fine anno l'afflusso di ordini ed il probabile recupero della produzione saranno molto influenzati dal ciclo delle scorte.

Anche se gli sviluppi ciclici dovessero validare le nostre previsioni di crescita nel 2010 (0,8%) più ottimiste delle ultime stime dello staff BCE (0,4% in media) non si renderebbe necessaria una stretta della politica monetaria per tutto il 2010. La regola di Fisher, e senza tener conto della restrizione creditizia, suggerisce solo un simbolico ritocco dei tassi di policy nel corso del 2010. La crescita attesa del Pil nominale nel 2010 tornerà in territorio positivo, ma all'1,6-2,0% (a seconda che si utilizzano le nostre stime di crescita del Pil reale e inflazione o quelle della BCE con inflazione media all'1,2%) rimarrà su livelli storicamente molto modesti. La regola di Taylor suggerisce finanche che il tasso di equilibrio dovrebbe scendere ulteriormente dai livelli attuali. È evidente che la regola va letta con cautela, dal momento che la stima di tasso di equilibrio impone una valutazione dell'*output gap*, in questa fase quanto mai incerta dal momento che la crisi potrebbe aver determinato una riduzione permanente del Pil potenziale.

Sia la regola di Fisher...



Fonte: BCE, Consensus Forecast, elaborazioni Intesa Sanpaolo

... che quella di Taylor giustificano tassi fermi ancor a lungo



Fonte: BCE, stima Taylor rule Intesa Sanpaolo

Si aggiunga che la BCE non sembra ritenere ancora del tutto chiuso il capitolo crisi finanziaria e non vuole prendersi rischi inutili con la gestione della liquidità e i tassi. I tempi non sono ancora ritenuti maturi per parlare di una strategia d'uscita e su questo sembra esservi un consenso abbastanza uniforme all'interno del Consiglio BCE. Finanche Weber, noto falco, ha indicato che il quadro rimane ancora incerto e che per il momento non si intravedono rischi per la dinamica inflazionistica. Ci sembra, quindi, improbabile che la BCE voglia adottare una retorica più morbida alla riunione di ottobre.

La BCE, avendo adottato una strategia di stimolo quantitativo indiretto, si trova nella posizione di poter drenare liquidità dal sistema abbastanza agevolmente. Quando lo riterrà opportuno non rinnoverà le aste a lungo termine a soddisfazione illimitata. Potrebbe altresì cominciare ad applicare uno spread sul refi sull'asta a lungo termine del 16 dicembre. Ma al momento anche un'opzione di questo tipo è dubbia. Mersch ha dichiarato che la BCE interverrà sullo spread se e quando lo riterrà opportuno e che per il momento le condizioni non sono ancora mature. Stark in un recente intervento ha offerto dei chiarimenti sull'adozione di una strategia d'uscita, pur ribadendo che il fatto che se ne parli non deve essere interpretato come un segnale che la BCE è prossima a cambiare marcia.

L'uscita dalle politiche volte a contrastare la crisi degli ultimi due anni passa per il drenaggio della liquidità pompata nel sistema negli ultimi dodici mesi e delle misure di supporto al credito. Il criterio guida per la BCE nell'attuare un graduale rientro dalle operazioni straordinarie di supporto al sistema bancario sarà la valutazione della situazione finanziaria e dei rischi di finanziamento. La stabilità dei prezzi nel medio termine rimarrà il criterio guida nella determinazione dei tassi di *policy*. La rimozione delle misure straordinarie e il rialzo dei tassi sono due strumenti che possono essere usati effettivamente in modo indipendente dalla BCE. Non è da escludere uno scenario in cui l'obiettivo di stabilità dei prezzi possa richiedere un rialzo dei tassi mentre le condizioni di mercato monetario un bilancio BCE più ampio, o viceversa. **Lo scenario più probabile è che i tassi stiano fermi fino a fine 2010, e che almeno fino a dicembre i toni della BCE non cambino. La revisione dello scenario macro potrebbe preparare un cambiamento all'inizio del nuovo anno.**

Germania: in attesa di conferme

PIL in ripresa già dal 2° trimestre, ma le prospettive sono incerte

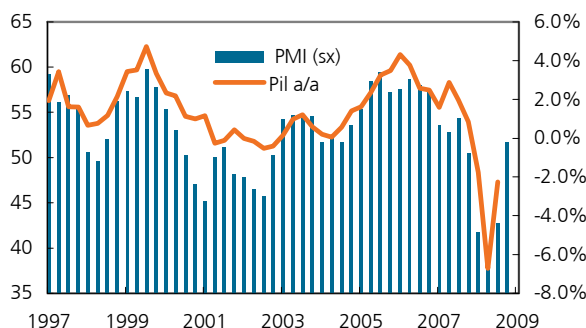
Anna Maria Grimaldi

Il 2009 potrebbe chiudersi con una contrazione del 5% e non di oltre il 6% come anticipavamo a inizio estate. Nel 2010, la stabilizzazione dello scenario internazionale e l'ampio stimolo dalle politiche fiscali e monetarie adottate a livello globale dovrebbero garantire un recupero della domanda mondiale e un rilancio dell'export rivolto alla Germania. Il PIL tedesco potrebbe, quindi, avanzare dell'1,3%. Rispetto a giugno scorso abbiamo rivisto la stima di circa mezzo

punto, ma va considerato che la revisione è quasi interamente dovuta al miglior trascinamento dal 2009 (0,7%). La performance della Germania risulterebbe, quindi, migliore della media area euro: 0,8%.

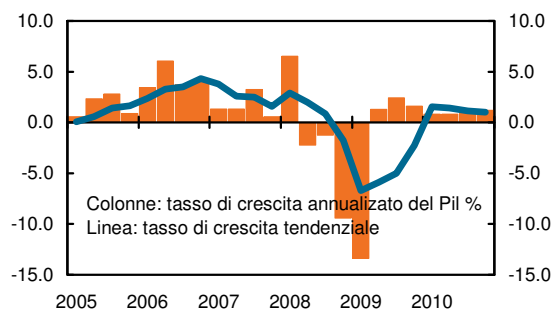
Il quadro meno disastroso del previsto incorpora il sorprendente ritorno a tassi di crescita positivi nei mesi primaverili e prospettive marginalmente più ottimiste per la seconda metà dell'anno. Le indagini di clima hanno continuato a segnalare un ritorno alla normalità nei mesi estivi. L'indice PMI composito nei mesi estivi si è assestato in media a 51,2 dal 42,8 del 2° trimestre e segnala un livello coerente con una crescita moderatamente positiva del PIL a fine estate. L'indice IFO si è aggirato su di un livello di 89,7 da un precedente 84,7, ancora al di sotto della media di lungo termine.

Il peggio è passato



Fonte: FSO e IFO

Graduale ripresa alle porte

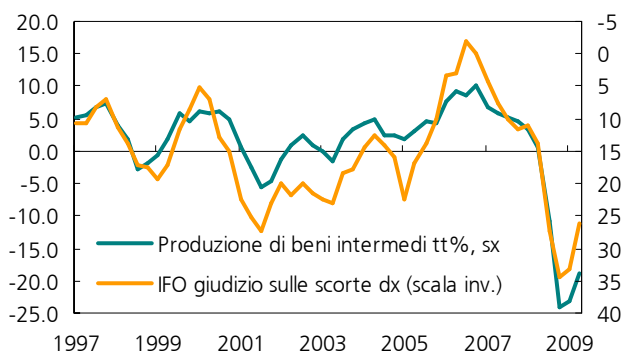


Fonte: FSO e previsioni Intesa Sanpaolo

Per il momento rimaniamo piuttosto cauti per le prospettive di medio termine. Già a settembre l'indice PMI manifatturiero e l'IFO hanno visto aumenti più contenuti che nei mesi precedenti e al di sotto delle attese. L'indice IFO e PMI hanno segnalato un rimbalzo degli ordinativi e una timida inversione del ciclo delle scorte. Tuttavia, i dati di produzione industriale continuavano a essere piuttosto deludenti a luglio e, fatta eccezione per la lettura di maggio gonfiata dagli incentivi alle auto, non si è ancora visto un ritorno a tassi di crescita positivi. Un quadro più chiaro si avrà con i dati di settembre perché tipicamente i dati relativi a luglio e agosto sono sporcati dalle chiusure estive. Il recupero di domanda sia dall'interno che dall'estero sembra interessare per lo più il comparto dei beni intermedi tipicamente legati al ciclo delle scorte.

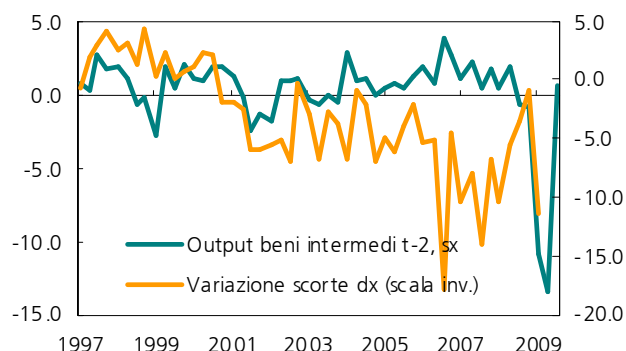
Una ripresa dell'economia tedesca è cruciale per garantire un recupero anche nel resto dell'Eurozona. Data l'elevata dipendenza della Germania dall'export, condizione imprescindibile per la sostenibilità della ripresa è un ritorno della domanda globale e in particolare della domanda di beni capitali dai BRIC e Est Europa. I dati sull'export per destinatario e tipologia di prodotto segnalavano un miglioramento dell'export verso i Paesi emergenti a inizio estate. A luglio e agosto il PMI globale ex – area euro indicava un proseguimento della tendenza, anche se i segnali al momento sono troppo preliminari per esprimere un giudizio sulla sostenibilità della ripresa.

Primi segnali di inversione del ciclo delle scorte...



Fonte: FSO e IFO

... dovrebbero contribuire positivamente alla crescita del PIL

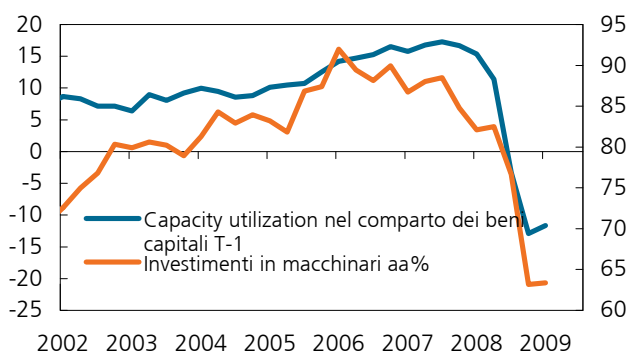


Fonte: FSO

La domanda interna non sarà in grado di innescare una ripresa endogena. Il recupero della domanda estera in particolare dall'Asia sarà anche il vero driver degli investimenti aziendali. L'elevato grado di capacità produttiva inutilizzata nel comparto dei beni capitali (ex trasporti) peserà sulla dinamica degli investimenti fino al 2010 inoltrato, ma se la domanda dovesse ripartire non vi sono altri fattori che in linea di principio possano ostacolare un mini ciclo degli investimenti da metà 2010 in poi. La posizione finanziaria delle imprese tedesche risulta particolarmente solida. A partire da fine anni '90 il settore *corporate* ha rafforzato la propria posizione patrimoniale. L'ultimo bollettino della Bundesbank mostra che l'autofinanziamento netto delle imprese tedesche a inizio 2009 era ben al di sopra dei livelli toccati nelle precedenti crisi, il che dovrebbe consentire alle imprese di ricorrere all'autofinanziamento. La stretta sul credito potrebbe avere effetti limitati sulle decisioni di spesa o comunque minori che nel resto dell'Eurozona. La BCE nel bollettino di settembre rileva, infatti, che il saldo finanziario delle imprese nella zona euro si è sensibilmente deteriorato ed è sui minimi da quando la serie ha inizio (fine 2009, si veda Bollettino BCE di settembre 2009, graf. 32 p 45). Come può vedersi qualcosa comincia a muoversi sul fronte dell'export di beni capitali verso i BRIC e il resto d'Europa. Il PMI globale suggerisce che il trend sarà confermato nei prossimi mesi.

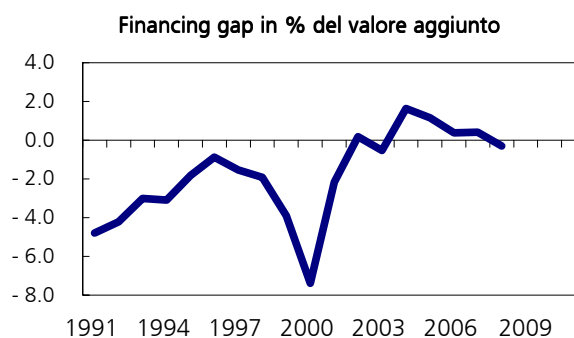
Il settore industriale resiste discretamente grazie anche alla solida posizione finanziaria

Piani di spesa rinviati dato l'elevato grado di utilizzo della capacità produttiva



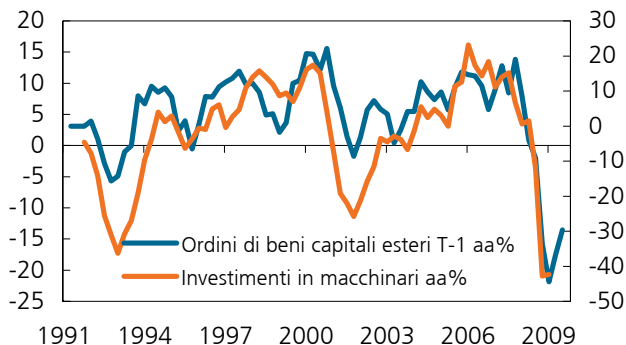
Fonte: FSO e IFO

Posizione finanziaria delle imprese tedesche più solida che alla fine delle recessioni precedenti



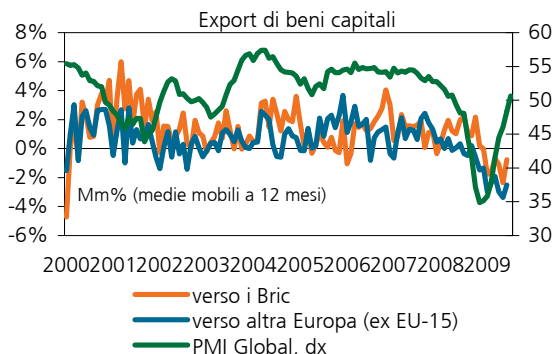
Fonte: FSO

In attesa di conferma del rimbalzo della domanda di beni capitali dall'estero



Fonte: FSO e IFO

Qualcosa si muove sul fronte dell'export



Fonte: Eurostat Detailed Trade Database e Markit

Costruzioni sostenute dagli incentivi fiscali

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

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

La dinamica annua dei prezzi al consumo dovrebbe tornare positiva per la fine del 2009, quando verrà riassorbito l'impatto dell'effetto base favorevole dall'energia. Nel 2009, in media i prezzi al consumo dovrebbero aggirarsi intorno a 0,3%, mentre dovrebbero crescere dell'1,3% nel 2010.

Confermato il peggioramento dei conti pubblici

Il quadro di crescita marginalmente più positivo per la seconda metà del 2009 non altera le nostre stime di giugno per la dinamica dei saldi di finanza pubblica. Vediamo il saldo di bilancio in percentuale del PIL passare dal quasi pareggio del 2008 a un deficit del 4,5% a fine 2009, peggiorando ulteriormente al 6,3% nel 2010. Il netto deterioramento dei saldi di finanza pubblica in Germania sconta l'impatto della componente ciclica e delle misure discrezionali adottate per contrastare la crisi (3,5% del PIL sul periodo 2009-10).

Il debito è visto toccare l'80% del PIL per fine 2010 dal 66% di fine 2008 dal momento che sarà ancora più pesante l'impatto delle misure discrezionali. Difatti le misure di sostegno al sistema finanziario non entrano nel computo del deficit 2009, ma solo nel debito.

Consumi aiutati dalla politica fiscale, ma nel medio periodo peserà la dinamica occupazionale

La politica fiscale nel biennio in corso determinerà un peggioramento del saldo primario dal surplus del 2,6 % del PIL del 2008 a un deficit di oltre il 3% a fine 2010. Il drammatico peggioramento dei saldi di finanza pubblica in Germania richiede una correzione dopo il 2010. Il Governo è ben conscio della necessità di delineare una strategia di normalizzazione già a partire dal 2011 e ha approvato un progetto di legge che impone alle Amministrazioni centrali di riportare il deficit strutturale allo 0,35% del PIL per fine 2016, a partire da una stima della Commissione del -3,9% per il 2010. (Per un maggiore dettaglio sulla politica fiscale in Germania si veda "Scenario macroeconomico", giugno 2009).

Il risultato delle elezioni parlamentari del 27 settembre è rilevante per la politica fiscale. Una coalizione di centro destra CDU – FDP, guidata dalla Merkel, data la vicinanza di intenti tra le due parti potrebbe dare maggiore impulso a un necessario processo di riforme strutturali. Tuttavia, vi è il rischio che sul fronte della politica fiscale gli sgravi fiscali non siano pienamente finanziati con tagli di spesa.

Previsioni macro	2008	2009	2010	2009				2010			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi 2000, a/a) t/t	1,0	-5,0	1,2	-3,5	0,3	0,6	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3
Consumi privati	0,2	0,5	-0,2	0,6	0,7	-0,5	-0,3	-0,2	0,1	0,3	0,4
Investimenti fissi lordi	2,4	-9,8	1,6	-8,7	0,7	-0,1	0,1	0,5	0,6	0,6	0,6
Consumi pubblici	2,0	2,6	2,8	1,1	0,4	0,7	0,6	0,7	0,8	0,8	0,7
Esportazioni	2,4	-14,0	2,3	-10,5	-1,2	0,0	1,0	1,7	2,0	2,2	2,0
Importazioni	3,9	-11,2	1,1	-5,3	-5,1	-1,2	0,1	1,0	1,0	1,6	1,8
Var. scorte (contrib., % PIL)	0,5	-0,3	-1,5	0,5	-2,0	0,2	0,0	-0,3	-0,6	-0,5	-0,4
Partite correnti (% PIL)	6,6	3,6	3,4								
Deficit (% PIL)	-0,1	-4,5	-6,3								
Debito (% PIL)	65,9	75	79,5								
CPI (a/a)	2,75	0,27	1,4	0,8	0,3	-0,4	0,4	1,2	1,3	1,6	1,6
Produzione Industriale	0,1	-17,6	2,7	-20,0	-19,3	-20,5	-10,7	2,9	4,2	0,6	3,2
Disoccupazione (%)	7,8	8,275	9,25	7,8	8,2	8,3	8,5	8,7	9,1	9,4	9,5
Euribor a 3 mesi (%)	4,6	1,2	1,2	2,0	1,3	0,9	0,7	0,8	1,1	1,2	1,5
Tasso a 10 anni (%)	4,0	3,3	3,6	3,1	3,4	3,3	3,4	3,4	3,6	3,7	3,8

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

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Francia

La Francia nei primi due trimestri dell'anno ha risentito in misura minore della crisi rispetto alla media delle economie dell'euro zona. Dopo la contrazione di -1,3% t/t nel 1° trimestre (la più accentuata dal dopoguerra, anche se pari a circa la metà di quella registrata nella media eurozona), il PIL è tornato a crescere nel 2° trimestre (+0,3% t/t). Ipotizzando che il trend di crescita continui (all'incirca sugli stessi ritmi) nella seconda metà dell'anno, il 2009 dovrebbe chiudersi con un -2,1%. Il ritorno a una crescita positiva in media d'anno si avrà nel 2010, quando riteniamo che la Francia, in forza di una miglior tenuta della domanda interna, possa sovraperformare la media eurozona con un +1,1%.

Alessio Tiberi

I consumi hanno mostrato una discreta tenuta a fine 2008/inizio 2009, ma i primi dati relativi al trimestre estivo mostrano che permangono dei rischi sulla spesa delle famiglie, derivanti dall'aumento della disoccupazione e dell'esaurirsi dell'effetto-incentivi auto. Tenendo conto di tali rischi, i consumi potrebbero non accelerare ma mantenere all'incirca lo stesso tasso di crescita visto quest'anno (stimiamo un +0,4% sul 2010). Gli investimenti fissi stanno subendo una forte contrazione, che potrebbe proseguire nei prossimi trimestri, e un ritorno a una crescita stabilmente positiva si potrebbe avere solo da inizio 2010; in media d'anno, gli investimenti delle imprese potrebbero rimanere stagnanti l'anno prossimo. Il commercio estero ha visto nel corso del 2009 una forte contrazione sia delle esportazioni che delle importazioni; nel trimestre primaverile tuttavia gli scambi con l'estero hanno dato un contributo decisivo alla crescita (0,9% t/t, massimo da quanto esiste la serie) non tanto per via di una ripresa dell'export (modesta, +1% t/t) ma grazie al crollo dell'import; per i prossimi trimestri il ristabilirsi di condizioni di crescita della domanda mondiale dovrebbe portare ad un sensibile recupero sia dell'export che dell'import.

In sintesi, la ripresa in atto dovrebbe continuare ancora per qualche trimestre, sulla scia della ripresa del commercio mondiale, del ciclo delle scorte e dello stimolo fiscale. Tuttavia, allo scemare di tali effetti, probabilmente a partire già dalla seconda metà del 2010, non è da escludere il rischio di un nuovo indebolimento del ciclo. Nel corso del prossimo anno infatti, si esauriranno le manovre di stimolo del governo, verrà meno il ciclo delle scorte, la domanda globale potrebbe subire un nuovo calo e, soprattutto, i consumi risentiranno dell'aumento dell'inflazione e della trasmissione degli effetti della crisi al mercato del lavoro.

La produzione industriale ha subito una forte contrazione nel corso del primo trimestre e, nonostante il recupero della seconda metà dell'anno, chiuderà il 2009 con una contrazione annua del -12,5% media a/a. Nel 2010 seguirà un sentiero di recupero piuttosto lento. L'industria manifatturiera ha risentito in misura maggiore della crisi rispetto ai servizi. Tuttavia, l'indice di fiducia delle imprese manifatturiere è in recupero dai minimi toccati nel primo trimestre, e anzi le indagini di fiducia PMI segnalano una sovraperformance dell'industria francese rispetto alla media eurozona.

La dinamica del mercato del lavoro ha già risentito significativamente della crisi visto che il tasso di disoccupazione è già salito di due punti percentuali dai minimi, al 9,1% nel 2° trimestre. Tuttavia, dato l'usuale ritardo del mercato del lavoro rispetto al ciclo e dato che le misure di policy del governo attuate da metà 2009 hanno rallentato gli effetti, l'impatto potrebbe essere solo rinviato. La disoccupazione potrebbe toccare un picco, vicino al 10%, già alla fine del 2009 e rimanere su quei livelli per tutta la prima metà del 2010.

La dinamica dei prezzi ha mostrato un calo significativo fino a toccare valori negativi a luglio, trainata al ribasso dal calo dei prezzi nel settore energetico. Tuttavia l'indice al netto di alimentari ed energia è rimasto più o meno stabile. L'inflazione (-0,2% ad agosto) tornerà in positivo solo negli ultimi mesi del 2009, e la media 2010 si attesterà su livelli ancora assai

moderati, poco sopra l'1%, per via del permanere di pressioni al ribasso sull'inflazione *core* derivanti dall'ampio *output gap* accumulatosi.

Sul fronte della finanza pubblica, alla fine di luglio il deficit programmatico risultante dall'implementazione delle misure discrezionali ammontava a 109 miliardi di euro, oltre il doppio di quello registrato nello stesso periodo dell'anno precedente. Il pacchetto fiscale francese ammontava, per il biennio 2009-10, a 26 miliardi di euro (i due terzi finalizzati al rilancio degli investimenti e il restante per il sostegno ai consumi), di cui 21 (l'80% del pacchetto totale ovvero l'1,1% del PIL) riferiti al 2009. Oltre il 90% delle misure preventivate per il 2009 (ovvero 19 miliardi) è già stato speso, secondo quanto comunicato dal Governo a fine settembre. Dunque, solo una parte minoritaria dello stimolo (5 miliardi ovvero lo 0,3% del PIL) è di competenza del 2010, anno in cui in sostanza lo stimolo addizionale per l'economia sarà modesto. Le misure sono comunque di natura temporanea e non hanno impatto sul bilancio oltre il 2010. Rispetto allo stesso mese del 2008, a luglio si registrava una crescita del 5,3% a/a delle spese e un calo del 23,5% a/a delle entrate. Il debito pubblico con ogni probabilità supererà l'80% del PIL quest'anno e si avvicinerà al 90% l'anno prossimo.

Previsioni macro	2008	2009	2010	2008	2009				2010			
				4	1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi 2000, a/a)	0,3	-2,2	1,1	-1,6	-3,4	-2,6	-2,2	-0,6	1,0	1,0	1,1	1,2
t/t				-1,4	-1,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
Consumi privati	0,9	0,5	0,4	0,1	0,2	0,3	-0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,3
Investimenti fissi lordi	0,6	-6,6	0,0	-2,5	-2,7	-1,0	-1,1	-0,4	0,1	0,5	0,8	0,8
Consumi pubblici	1,2	1,3	1,6	0,3	0,0	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
Esportazioni	-0,6	-11,6	2,2	-5,9	-7,1	1,0	-0,5	0,4	0,6	0,6	1,1	1,2
Importazioni	0,6	-9,9	2,4	-3,3	-5,8	-2,3	0,0	0,6	0,8	1,0	1,2	1,4
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0,2	-1,2	0,5	0,0	-0,4	-0,7	0,6	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1
Partite correnti (% PIL)	-2,3	-1,6	-1,5									
Deficit (% PIL)	-3,4	-8,1	-7,8									
Debito (% PIL)	68,0	81,0	88,2									
CPI (a/a)	3,2	0,2	1,2	2,0	0,7	-0,2	-0,4	0,5	1,2	1,2	1,2	1,1
Produzione Industriale	-2,5	-12,5	2,6	-6,7	-7,2	-0,7	1,4	0,9	0,8	0,4	0,5	0,2
Disoccupazione (%)	7,4	8,9	9,7	7,7	8,3	8,9	9,3	9,8	9,8	9,8	9,7	9,6

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

Italia - "Schiarita" estiva. Ma in autunno molti nodi verranno al pettine

Il ritmo di contrazione del PIL si è attenuato significativamente nei mesi primaverili. I primi dati su produzione industriale, export e vendite di auto nei mesi estivi, nonché il rimbalzo evidenziato dalle indagini di fiducia, segnalano il possibile ritorno alla crescita nel trimestre in corso. Tuttavia, il rimbalzo in atto appare al momento più una stabilizzazione dell'attività (su livelli depressi), che una ripresa in grado di autoalimentarsi. Nei mesi autunnali molti nodi (relativi soprattutto all'entità della perdita di posti di lavoro) verranno al pettine.

Paolo Mameli

I dati di contabilità nazionale relativi al 2° trimestre hanno confermato la stima preliminare di un **calo del PIL di -0,5% t/t** dal -2,7% t/t precedente. Si tratta del **5° trimestre consecutivo di contrazione**. Su base annua, il PIL è in calo del 6% rispetto a un anno prima, stabile rispetto al 1° trimestre. **Il dato su base annua è il più basso tra i Paesi dell'area euro e il minimo storico da almeno il 1980**, anno in cui è cominciata la rilevazione statistica. **Le uniche due componenti a dare un contributo positivo alla crescita sono stati i consumi privati e pubblici**. I consumi privati sono saliti a sorpresa dello 0,3% dopo il -1,2% t/t dei primi tre mesi dell'anno. A trainare la spesa delle famiglie sono stati i consumi di beni durevoli (+4% - primo incremento dopo due anni di calo - da -3,1% t/t precedente). Anche la spesa pubblica ha sorpreso verso l'alto, con una variazione di 1,3% (da 0,2% t/t precedente), la più alta dal 4° trimestre del 2001. Potrebbe aver inciso al riguardo l'aumento di spesa corrente (stimato intorno a 1,1 miliardi, lo 0,3% del PIL) causato dall'emergenza-terremoto in Abruzzo. Viceversa, **a pesare sul PIL sono stati gli investimenti**, in calo circa in linea con le attese di -2,9% t/t (sesto trimestre consecutivo di contrazione, pari comunque a circa la metà di quella registrata nei due trimestri precedenti). Interessante notare che, mentre gli investimenti in macchinari e attrezzature hanno continuato a contrarsi ad un ritmo non molto lontano da quello dei due trimestri precedenti, gli investimenti in mezzi di trasporto hanno rimbalzato (+1,2% t/t) dopo i cali a due cifre registrati sia a fine 2008, che a inizio 2009. Infine, le costruzioni hanno continuato a flettere, di -1,6% da -1% t/t precedente. Inoltre, a differenza che negli altri Paesi europei, **un contributo negativo è venuto dagli scambi con l'estero** (-0,1%), visto che l'export è calato (-3,7% t/t) in misura più accentuata dell'import (-3% t/t). Infine, le **scorte** hanno dato un significativo contributo negativo per il 2° trimestre consecutivo (-0,3% da -0,4%). In sintesi, il rimbalzo dei consumi privati e pubblici potrebbe rivelarsi temporaneo, tuttavia il calo delle scorte è di buon auspicio per la crescita nei prossimi trimestri. **Nel trimestre in corso il PIL potrebbe ritornare a crescere**, sulla base soprattutto di un contributo positivo delle esportazioni nette, nonché di un miglioramento del quadro anche per gli investimenti.

Dopo l'attenuazione della recessione nei mesi primaverili...

PIL a/a nei principali Paesi europei

	Eurozona	Germania	Italia	Francia	Spagna	Olanda
T1	-4,9	-6,7	-6,0	-3,4	-2,9	-4,5
T2	-4,6	-5,9	-6,0	-2,6	-4,1	-5,1

Fonte: Eurostat

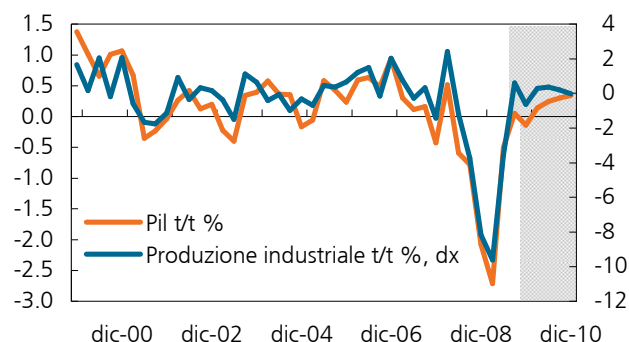
Infatti, i primi dati relativi al mese di luglio (export e produzione industriale) sono coerenti con un possibile ritorno alla crescita dell'economia su base trimestrale. La produzione industriale ha battuto le attese a luglio, con un incremento dell'1,0% m/m dopo la contrazione di -0,6% m/m (la metà di quella inizialmente stimata) a giugno. L'output risulta così in rotta (in caso di produzione invariata ad agosto e settembre) per un aumento di 0,6% t/t nel trimestre dopo il -3,6% t/t precedente. Ma, poiché non è da escludere un altro dato positivo in agosto, l'incremento trimestrale potrebbe risultare anche sensibilmente superiore. Anche i dati sul commercio con l'estero (per ora disponibili solo quelli coi Paesi extra-UE) appaiono confortanti,

... i primi dati relativi ai mesi estivi sono coerenti con un ritorno alla crescita nel 3° trimestre.

in quanto mostrano a luglio un rimbalzo del 5% m/m dell'export e un calo del 2,9% m/m dell'import. Sulla base di tali dati, la dinamica trimestrale dell'export è in rotta per un rimbalzo di +9,0% t/t (a prezzi correnti). Certamente la variazione delle esportazioni reali di contabilità nazionale sarà inferiore, ma i dati segnalano la possibilità che il commercio con l'estero torni a dare un contributo positivo al PIL per la prima volta da più di un anno.

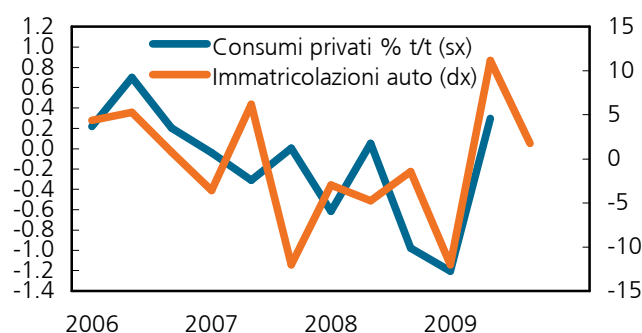
Nei mesi estivi anche le vendite di auto hanno mantenuto una buona dinamica (+8,5% a/a ad agosto, terzo mese consecutivo in attivo su base annua), pur rallentando rispetto ai picchi primaverili (+12,4% a/a a giugno). Ma c'è da ricordare che il confronto statistico su base annua era particolarmente favorevole visto che le immatricolazioni ad agosto 2008 furono le più basse degli ultimi 12 anni. Sulla base di tali dati, **il contributo del settore auto ai consumi nel trimestre in corso sarà inferiore rispetto al trimestre precedente** (le vendite di auto sono in rotta per un +1,8% t/t dopo il +11,2% t/t precedente, quando i consumi di beni durevoli di contabilità nazionale sono saliti di quasi il 4% t/t, dando un contributo al PIL di 0,3% t/t), **ma dovrebbe rimanere in positivo**. Certamente l'effetto degli incentivi governativi è stato massimo nei mesi primaverili, ma l'andamento degli ordini (+15% a/a ad agosto) segnala che l'onda potrebbe non essersi ancora esaurita.

È in atto una fase di "stabilizzazione" per produzione industriale e PIL



Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Gli incentivi stanno sostenendo i consumi, ma il picco dovrebbe essere stato nei mesi primaverili



Fonte: Istat, EcoWin, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Anche ipotizzando un ritorno alla crescita già dal trimestre in corso (pertanto un po' prima di quanto stimato dalla media dei previsori solo qualche mese fa), una spiacevole aritmetica (dovuta al crollo del PIL di inizio anno) fa sì che **ben difficilmente il PIL 2009 farà molto meglio di -5%**. Tale stima include la possibilità, dopo un rimbalzo "tecnico" nel 3° trimestre (+0,2% t/t), di un nuovo rallentamento (a una crescita-zero) nei tre mesi finali dell'anno. In sintesi, **la recessione, iniziata, secondo la datazione dell'ISAE, ad agosto 2007** (4 mesi prima che negli Stati Uniti), **potrebbe essere durata all'incirca due anni e dunque essere terminata nei mesi estivi** (come scrivevamo all'apice della crisi, prima della svolta evidenziata da molti indicatori - si veda il numero di marzo di questa pubblicazione, pag. 5). Tuttavia, **quella in corso appare più simile a una fase di stabilizzazione dell'attività (su livelli assai depressi) che a una ripresa vera e propria**.

Per quanto riguarda il 2010, persino nel punto di minimo della crisi ci era sembrato improbabile che la contrazione potesse estendersi anche al prossimo anno. Sebbene nelle ultime settimane siano aumentati i rischi verso l'alto, riteniamo che tuttavia **difficilmente la stima per il 2010 andrà molto oltre lo 0,5%**, numero che risulta da stime non certo pessimistiche (una crescita di 0,1-0,2% t/t nella prima metà dell'anno e di 0,3% t/t nella seconda metà).

Comunque, **i mesi autunnali saranno quelli in cui molti nodi verranno al pettine**, specie per quanto riguarda la dinamica del mercato del lavoro. Al di là dei dati di luglio e agosto, strutturalmente volatili a causa delle chiusure per ferie di molte aziende, sarà infatti dai dati sulla

**Il 2009 "annus horribilis".
Verso un (moderato) rimbalzo nel 2010.**

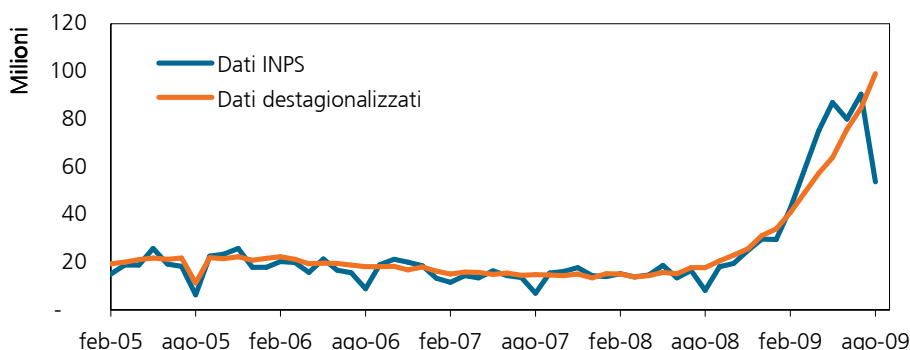
Ma il momento della verità saranno i mesi autunnali.

produzione industriale e sul mercato del lavoro di settembre che ci si potrà fare un'idea assai più chiara dell'evoluzione dello scenario congiunturale.

Ancora **non** esistono dati ufficiali sulle aziende che non hanno riaperto dopo la chiusura estiva, anche perché alcune aziende hanno fatto ferie assai più lunghe dell'ordinario e hanno riaperto i battenti solo lunedì 14 settembre. Ovviamente l'evidenza aneddotica relativa in particolare al Nord-Est segnala che la maggior parte delle fabbriche e dei capannoni ha riaperto, ma le situazioni di difficoltà registrate sono molte.

Un effetto positivo (almeno sul morale) lo hanno sicuramente avuto: 1) **l'avviso comune sulla moratoria dei debiti siglato dalle associazioni di categoria con l'Abi ai primi di agosto** (anche se le potenzialità di quell'accordo si sono dispiegate ancora in minima parte); 2) **l'entrata in vigore (dal 3 agosto) della manovra anti-crisi (legge 102) con le misure previste in particolare per l'occupazione**: a) "premio occupazione" (possibilità per le imprese che hanno fatto ricorso agli ammortizzatori sociali di utilizzare i lavoratori sospesi in progetti di formazione e riqualificazione che possono includere anche attività produttiva); b) rafforzamento dell'indennità in favore dei lavoratori con il contratto di solidarietà difensivo; c) assunzione agevolata dei percettori di forme di sostegno al reddito (cassa integrazione, mobilità, ecc.); d) erogazione anticipata dei sussidi per finalità di auto-impiego, sempre per i percettori di ammortizzatori sociali; e) la possibilità di emanare norme in deroga in materia di ammortizzatori sociali per i settori non coperti dalla CIG. Tuttavia, anche in questo caso, **c'è il rischio di una implementazione solo limitata** in quanto tali misure risultano ad oggi inapplicabili per mancanza dei necessari decreti attuativi.

Non accenna a calare l'utilizzo della Cassa-Integrazione Guadagni

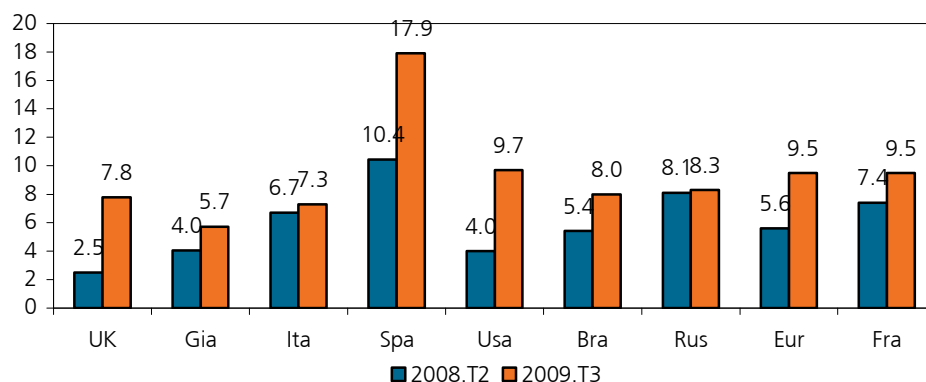


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Inps

Per quanto riguarda l'andamento della **cassa-integrazione**, c'è da notare che il calo registrato ad agosto (-40,6% m/m rispetto a luglio) è da attribuire interamente alla stagionalità, visto che il dato destagionalizzato ha anzi mostrato una ulteriore accelerazione nel mese. Nel mese, sono state autorizzate 53,7 milioni di ore, per un incremento del 526,5% a/a rispetto ad agosto 2008. Ma il dato destagionalizzato mostra un ulteriore incremento del 17% m/m ad agosto, in linea con quello registrato nei primi sette mesi dell'anno.

Centrale rimane, infatti, il nodo della tenuta del mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione è finora rimasto su livelli piuttosto contenuti specie a confronto con la media Eurozona (7,3% contro 9,5%). Anzi **l'Italia è uno dei Paesi, in assoluto nello scenario mondiale, in cui la disoccupazione è aumentata in misura più contenuta.** Tuttavia, l'ultimo dato per l'Italia è fermo al 1° trimestre e un sensibile aumento del tasso dei senza-lavoro dovrebbe essersi registrato proprio nei trimestri centrali dell'anno.

L'Italia è uno dei Paesi dove la disoccupazione è aumentata meno



Fonte: Datastream

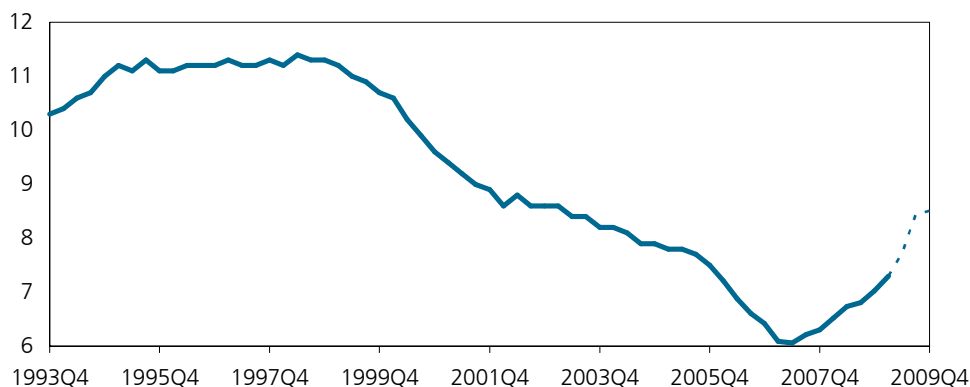
Nel nostro modello econometrico sul tasso di disoccupazione, i dati sulla cassa integrazione non appaiono comunque rilevanti. Le determinanti più significative sono costituite invece da: (1) componente "occupazione" dell'indagine PMI (con ritardo di due trimestri), (2) dati sull'occupazione nelle grandi imprese (con ritardo di due trimestri), (3) stime OCSE sul NAIRU (=livello di disoccupazione di equilibrio ovvero non inflazionistico). Il modello segnala il **rischio di un significativo incremento della disoccupazione nei trimestri centrali dell'anno**. Il tasso dei senza-lavoro potrebbe essere salito al 7,7% nel 2° trimestre e all'8,4% nel 3° trimestre. Ma la buona notizia è che il picco per l'aumento dei disoccupati dovrebbe esser stato nella parte centrale del 2009 e **l'incremento potrebbe essere più limitato nel 4° trimestre**, di appena un decimo a 8,5%. Ancor più confortante il fatto che, se l'occupazione nelle grandi imprese mantenesse anche nel trimestre in corso il tasso di variazione annua registrato nel 2° trimestre (-1,5% a/a), il miglioramento registrato dalla componente occupazione nell'indagine PMI proietterebbe un calo del tasso di disoccupazione all'8,2% nel 1° trimestre 2010. Sebbene ciò non corrisponda interamente al nostro scenario centrale (vediamo il tasso dei senza-lavoro toccare un picco poco sopra il 9% nella primavera del 2010), tuttavia il modello segnala che **la fase più acuta nel deterioramento del mercato del lavoro potrebbe durare fino a fine estate**.

Continuiamo a ritenere che il tasso di disoccupazione possa rimanere su livelli inferiori a quelli (superiori all'11%) registrati per tutta la seconda metà degli anni '90. Ciò principalmente sulla scia dei miglioramenti "strutturali" registrati dal mercato del lavoro italiano in questi anni e cioè: 1) il prevalere di un quadro di moderazione salariale; 2) gli effetti del processo di immigrazione che (sia attraverso i nuovi arrivi che la regolarizzazione degli irregolari) ha incrementato la forza-lavoro e consentito un miglior *matching* tra domanda e offerta di lavoro).

Scenario Macroeconomico

Settembre 2009

Previsioni tasso di disoccupazione secondo un modello basato su NAIRU, PMI occupazione, occupati nelle grandi imprese



Fonte: Istat, modello di previsione Intesa Sanpaolo

	2008	2009	2010	2008				2009				2010			
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi 2000, a/a)	-1,0	-5,0	0,5	0,4	-0,3	-1,3	-2,9	-6,0	-6,0	-5,0	-3,0	-0,2	0,6	0,7	1,0
t/t				0,5	-0,6	-0,8	-2,1	-2,7	-0,5	0,2	0,0	0,1	0,2	0,3	0,3
Consumi delle famiglie	-0,9	-1,8	0,5	0,0	-0,6	0,1	-1,0	-1,2	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2
Consumi collettivi	0,6	1,7	1,6	-0,1	0,6	0,1	0,1	0,2	1,3	0,3	0,5	0,4	0,2	0,3	0,4
Investimenti fissi	-2,9	-12,7	0,2	-0,4	-0,1	-2,5	-6,1	-5,0	-2,9	-0,7	0,1	0,3	0,5	0,7	0,7
Importazioni	-4,5	-16,4	0,2	-0,4	-1,5	-1,6	-5,7	-9,0	-3,0	-1,0	-0,1	0,3	0,6	1,0	1,2
Esportazioni	-3,7	-21,4	0,5	0,7	-1,2	-3,3	-7,4	-11,8	-3,7	-1,8	0,3	0,6	0,9	1,1	1,4
Var. scorte (contrib., %PIL)	-0,3	-0,3	-0,2	0,3	-0,4	0,2	0,2	-0,4	-0,3	0,4	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,1
Partite correnti (% PIL)	-3,5	-2,7	-2,8	-4,2	-3,2	-2,0	-4,3	-4,4	-1,5	-1,5	-3,0	-3,9	-2,8	-1,5	-3,1
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	-2,7	-5,2	-4,9												
Debito (% PIL)	105,8	114,9	117,9												
Prezzi al consumo (a/a)	3,3	0,8	1,5	3,3	3,8	3,8	2,2	1,2	0,5	0,3	1,0	1,3	1,4	1,7	1,8
Produzione Industriale	-3,3	-19,3	-0,4	2,4	-1,2	-3,7	-8,2	-9,6	-3,6	0,6	-0,6	0,3	0,4	0,3	-0,1
Disoccupazione (%)	6,8	7,7	8,7	6,5	6,7	6,8	7,0	7,3	7,4	7,7	8,5	8,6	8,7	8,7	8,7

Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato.

1) I dati annuali per la crescita del Pil e componenti si riferiscono ai nuovi conti annuali ISTAT per il periodo 2002-05. I dati di PIL per gli anni 2006-07 sono medie dei dati trimestrali.

Regno Unito – La quiete dopo la tempesta. E dopo la quiete?

Nonostante i dati recenti abbiano registrato generalizzati miglioramenti, **rivediamo ancora al ribasso le previsioni di crescita, da -4,0% a -4,5% nel 2009**, e da +0,7% a +0,6% nel 2010. Anche l'OCSE, il 3 settembre, nell'*interim assessment* sulle prospettive economiche dei paesi appartenenti, ha rivisto al rialzo le previsioni di crescita 2009 per tutti i Paesi del G7, eccezion fatta per il Regno Unito, con crescita 2009 rivista da -4,3% a -4,7%. I dati hanno mostrato miglioramenti diffusi sostanzialmente a tutti i settori. La contrazione dei consumi privati è andata ridimensionandosi nel 2° trimestre e così dovrebbe essere anche nel 3° trimestre. A non averli ancora riportati in territorio positivo però è il deterioramento in atto nel mercato del lavoro: la disoccupazione, per voce della stessa BoE, continuerà ad aumentare ancora per un po' di tempo. Nonostante tassi molto bassi, la svolta avvenuta nel settore immobiliare e la tenuta delle vendite al dettaglio, la fiducia ha smesso di progredire. Inoltre, la richiesta di credito da parte delle famiglie sembra che non vada aumentando e l'inflazione, attualmente sotto *target* (2,0%), secondo la BoE potrebbe essere più alta nel breve termine. **I consumi quindi rimangono deboli. Decisamente peggio stanno gli investimenti privati**, a causa di una domanda a valle asfittica e del decumulo di scorte fra il 4° trimestre del 2008 e il 1° trimestre del 2009. Se nel 2° trimestre il contributo di queste è stato leggermente positivo, già dovrebbe ridursi, pur restando positivo, anche nel 3° trimestre. Come sostiene la BoE, non può esservi ripresa sostenibile senza la crescita della domanda domestica privata. Mentre **quest'anno il maggior contributo positivo alla crescita sta giungendo dal canale estero**, in forza del deprezzamento della sterlina (cambio effettivo nominale) nel 2008. Contributo positivo alla crescita anche dalla spesa pubblica (in misura inferiore), frutto di politiche fiscali espansive.

Il prezzo di queste è però il drastico deterioramento dei conti pubblici, con cui il Governo dovrà confrontarsi entro il 2011 (a giugno 2010 dovrebbero, infatti, tenersi le elezioni), aumentando le tasse e/o riducendo la spesa. Questo non basterà comunque a evitare, almeno per **fine 2010** (orientativamente 4° trimestre), il riavvio di un ciclo di **rialzi dei tassi**, che probabilmente non raggiungeranno più i livelli del passato recente (5,75% nell'estate 2007). Per effetto della crisi **nei prossimi anni la crescita britannica potrebbe mantenersi sotto potenziale, con la conseguenza positiva che si avrebbe un ribilanciamento dell'economia**: minor ricorso all'indebitamento da parte delle famiglie, minor rischio di surriscaldamento, stabilizzazione dell'inflazione su livelli mediamente più bassi, ulteriore riduzione del disavanzo delle partite correnti, nonché un settore bancario-finanziario più sano ed efficiente dopo l'implementazione coordinata a livello G20 di nuove, più severe, politiche di vigilanza.

Previsioni macro	2008	2009	2010	2008	2009				2010		
				4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi cost., a/a)	0,7	-4,5	0,6	-1,8	-4,9	-5,5	-4,7	-2,7	-0,2	0,6	0,9
t/t				-1,8	-2,4	-0,7	0,1	0,3	0,0	0,1	0,4
Consumi privati	0,9	-2,9	-0,3	-1,1	-1,3	-0,7	-0,3	0,4	-0,5	0,1	0,2
Investimenti fissi	-2,8	-14,3	-2,6	-1,2	-7,5	-4,5	-1,8	-1,4	0,0	0,4	0,2
Consumi pubblici	2,8	2,5	0,9	1,1	0,2	0,8	0,6	0,4	0,2	0,1	-0,2
Esportazioni	0,8	-12,3	-0,5	-4,1	-6,9	-2,7	-0,6	-0,2	-0,3	0,4	1,0
Importazioni	-0,6	-13,6	-0,4	-5,5	-6,7	-3,2	-1,0	0,7	-0,2	0,2	0,7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0,4	-1,1	1,0	-1,6	-0,4	0,3	0,7	0,2	0,2	0,1	0,2
Partite correnti (% PIL)	-1,7	-2,3	-1,4	-2,4	-2,4	-2,3	-2,1	-2,2	-1,8	-1,5	-1,3
Deficit (% PIL)	-5,2	-11,7	-13,0								
RPIX (a/a)	3,6	2,1	1,4	3,9	3,0	2,1	1,5	1,6	1,3	1,0	1,4
Produzione Industriale	-3,1	-9,6	0,8	-4,6	-5,1	-0,6	0,8	0,4	0,0	0,3	-0,1
Disoccupazione (%)	2,8	4,8	5,8	3,4	4,2	4,7	5,0	5,3	5,5	5,8	5,9
Eurosterlina a 3 mesi	5,49	1,19	0,75	4,60	2,06	1,33	0,81	0,55	0,60	0,70	0,80
Sterlina/dollaro	1,85	1,56	1,62	1,57	1,43	1,55	1,64	1,60	1,59	1,61	1,64
Cambio effett. (1990=100)	90,9	79,5	79,6	83,6	77,1	80,5	82,5	78,0	77,0	78,7	80,8

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

Asia

Giappone: crescita debole e deflazione allontanano le strategie di uscita

Giovanna Mossetti

- La crescita giapponese ha svoltato dopo il crollo di fine 2008, ma la ripresa è trainata, anche più che in altri paesi, da fattori temporanei.
- Ciclo delle scorte, incentivi auto, ripresa del commercio mondiale, stimolo fiscale sosterranno la domanda nei prossimi trimestri, ma già da ora sulle prospettive congiunturali pesa la necessità delle imprese di ridurre la capacità produttiva per far fronte al crollo senza precedenti del grado di utilizzo degli impianti.
- In più, la deflazione persistente alza il livello dei tassi reali e frena i consumi. Lo scenario giapponese, pur in presenza di ampio stimolo fiscale, sarà probabilmente un mix di stagnazione e deflazione nel 2010-11.
- Le politiche economiche dovranno continuare a dare sostegno all'economia. Il nuovo governo probabilmente immetterà nuovo stimolo nel prossimo anno fiscale, mirato soprattutto a sostenere il reddito e la spesa delle famiglie, rimandando ancora la correzione dei conti pubblici. La banca centrale di fronte alla deflazione persistente non toccherà i tassi fino al 2011 e fino ad allora non dovrà affrontare il problema delle strategie di uscita.

Giappone	2008	2009	2010	2008	2009			2010			
				4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	-0,7	-5,9	0,9	-4,5	-8,4	-7,2	-5,6	-2,0	1,2	0,8	0,7
- trim/trim annualizzato				-12,8	-12,4	2,3	1,6	1,2	-0,1	0,6	1,1
Consumi privati	-1,5	-1,2	0,8	-3,0	-4,7	3,1	1,2	0,8	0,4	0,4	0,4
IFL - priv. non residenziali	-4,1	-19,4	-1,0	-25,7	-30,1	-17,9	-3,6	0,8	0,8	0,8	1,2
IFL - priv. residenziali	-8,0	-9,9	-2,4	10,8	-21,1	-33,0	-5,9	0,4	0,8	2,0	1,6
Investim. pubblici	-7,0	7,2	1,9	8,8	10,5	33,6	-18,5	7,4	2,4	2,0	2,0
Consumi pubblici	0,8	1,0	1,8	5,5	0,4	-1,3	2,0	2,0	1,8	1,8	2,4
Esportazioni	2,0	-26,2	8,8	-44,2	-63,9	28,1	21,6	8,2	2,4	4,0	9,1
Importazioni	0,9	-14,4	6,4	10,3	-47,7	-18,9	25,3	9,1	3,4	6,1	6,1
Var. scorte (contrib., % Pil)	0,9	0,1	-0,2	0,2	0,2	-0,5	0,6	0,0	-0,2	0,0	-0,1
Partite correnti (% Pil)	3,2	1,8	1,7	1,7	1,4	3,1	1,5	1,2	1,3	1,6	1,9
Deficit (% Pil)	-4,9	-9,5	-10,5								
Debito/PIL (% Pil)	166,9	183,3	192,4								
CPI (a/a)	1,4	-1,2	-0,5	1,0	-0,1	-1,0	-2,2	-1,6	-0,5	-0,7	-0,5
Produzione Industriale	-3,4	-24,0	8,2	-38,0	-63,3	37,6	18,7	7,6	1,5	2,2	9,3
Disoccupazione (%)	4,0	5,3	6,2	4,0	4,4	5,2	5,6	6,0	6,2	6,2	6,2
Tasso a 3 mesi - CD (%)	0,92	0,31	0,03	1,36	0,78	0,38	0,02	0,08	0,02	0,02	0,05
Cambio effettivo (1990=100)	133,0	147,9	134,5	151,2	156,8	146,9	147,5	140,4	135,4	134,2	133,9

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

Un rimbalzo temporaneo

L'economia giapponese ha svoltato per prima fra i paesi industrializzati e ha registrato una crescita positiva già nel 2° trimestre, grazie al contributo della spesa pubblica e al canale estero. La crescita dovrebbe proseguire anche nella seconda metà dell'anno, sostenuta dallo stimolo fiscale, dalla ripresa dell'export e dalla normalizzazione delle scorte. La dinamica del 2010 resterà debole, una volta esaurita la spinta dei fattori temporanei che hanno determinato la svolta quest'anno. La variabile principale per la crescita resterà lo stimolo fiscale, insieme alla moderazione della deflazione attesa nella parte finale dell'anno.

In Giappone, come nel resto dell'economia mondiale, la crescita è ripartita dal settore manifatturiero ed è sostenuta nella seconda metà dell'anno dal ciclo delle scorte. La natura di questo sostegno è però temporanea: la crescita giapponese tornerebbe a rallentare in assenza di una dinamica positiva della spesa pubblica. I rischi restano verso il basso e sono aggravati da uno scenario di deflazione persistente. **Il 2009 dovrebbe chiudersi con una crescita di -5,9%**, dovuta alla forte contrazione di fine 2008-inizio 2009. **Il 2010 dovrebbe registrare una dinamica positiva, +0,9%**. **Lo scenario dei prezzi è negativo per il periodo 2009-11** e costituirà un freno alla crescita della domanda domestica privata.

L'incertezza per il 2010 in Giappone è aumentata dal **cambiamento politico** avvenuto con le elezioni di fine agosto. I risultati elettorali, con la netta vittoria del DPJ (Democratic Party of Japan), hanno determinato un cambiamento strutturale, dopo più di 50 anni di Governo dell'LDP (Liberal Democratic Party). Il nuovo Governo, una coalizione con due partiti minori che hanno divergenze di vedute con il DPJ su diversi temi, è appena stato nominato. Vi è un'ampia incertezza su quali saranno le priorità e le linee guida della politica economica. Le previsioni per ora si basano sull'agenda elettorale del nuovo partito di maggioranza relativa, DPJ, che tuttavia includeva visioni e misure anche in conflitto fra loro.

Nuovi equilibri dopo le elezioni alla camera bassa		
	Dopo le elezioni	Prima delle elezioni
DPJ	308	112
LDP	119	303
Komeito	21	31
PNP	3	7
Socialisti	7	7
Totale	480	480

Fonte: Nikkei Shimbun

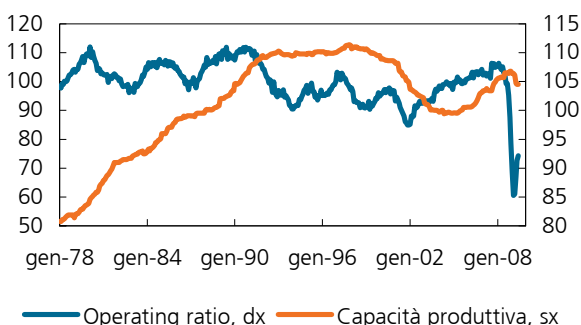
Come mostra la tabella, le elezioni per la camera bassa di fine agosto hanno portato a un ribaltamento degli equilibri politici: l'LDP ha perso la maggioranza che deteneva da più di 50 anni, e il nuovo governo sarà in mano al DPJ. Il nuovo partito di maggioranza relativa, con 308 seggi (su 480) ha dovuto formare una coalizione con il PNP e i socialisti per raggiungere i due terzi dei seggi alla camera bassa, proporzione necessaria per legiferare senza interferenze da parte della camera alta, dove rimane in minoranza almeno fino alle prossime elezioni (luglio 2010). L'agenda elettorale del DPJ era imperniata su due temi: un rinnovamento della gestione della pubblica amministrazione, con l'obiettivo di limitare il potere dei burocrati nella gestione della cosa pubblica; e uno stimolo fiscale mirato a sostenere la domanda domestica. In particolare, la politica economica del Governo, in base al manifesto elettorale del DPJ, si dovrebbe concentrare sul sostegno alla spesa delle famiglie attraverso trasferimenti diretti alle famiglie (sussidi per i figli, contenimento del costo dell'istruzione), la riduzione delle imposte indirette (pedaggi autostrade), e gli incentivi agli investimenti delle piccole-medie imprese. Gli interventi di stimolo fiscale sarebbero pari a circa l'1,4% del PIL nell'a.f. in corso, con misure anche più ampie nei due anni successivi.

Il programma elettorale del DPJ includeva però anche un obiettivo di risanamento fiscale, in contrasto con i programmi espansivi su spese e entrate. Il DPJ esplicitamente si impegnava a non alzare le imposte sui consumi per altri 4 anni. Per far fronte all'aggravio sul deficit derivante dalle misure indicate nel programma elettorale, si prevedeva una riduzione di spese non essenziali ed eliminazione degli sprechi della burocrazia: difficilmente questi due fattori potrebbero essere in grado di finanziare le misure espansive annunciate. Il Ministro delle Finanze, H. Fujii, ha segnalato l'opportunità di ridiscutere in tempi rapidi le misure contenute nel budget supplementare approvate dal Governo precedente, bloccando la spesa per alcuni progetti non essenziali per circa 7 trilioni di yen (poco meno della metà delle misure contenute nella manovra), per non aggravare il deficit e mantenere fondi disponibili da utilizzare nel prossimo

anno fiscale, perseguendo l'agenda del DPJ di stimolo diretto alle famiglie. La dinamica trimestrale della crescita potrebbe quindi essere modificata dalle decisioni politiche che verranno prese nel prossimo mese, con **una redistribuzione del sentiero della crescita più concentrata sul prossimo anno fiscale e più leggera in termini di interventi nel trimestre in corso e nel 1° trimestre 2010.**

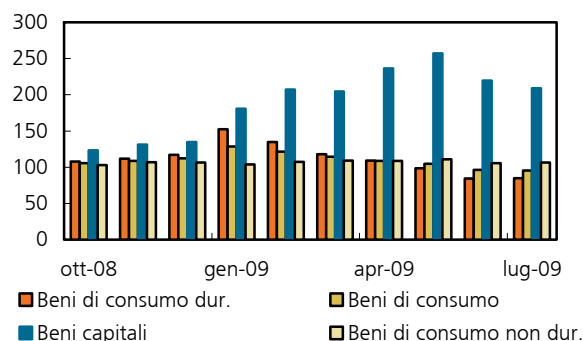
La probabile riallocazione intertemporale dello stimolo fiscale acuirà il rallentamento della crescita che sarebbe avvenuto comunque nei prossimi trimestri rispetto all'accelerazione vista nella parte centrale del 2009. Il **3° trimestre** dovrebbe registrare una variazione di 0,4% t/t, con un contributo positivo di consumi privati, canale estero e scorte. Investimenti residenziali e non residenziali resteranno un freno alla crescita. Gli investimenti pubblici dovrebbero subire una temporanea battuta di arresto, per poi riprendere a crescere nei trimestri successivi. La ripresa del settore manifatturiero è confermata da tutti i dati congiunturali, anche se il più recente dato sugli ordini ha registrato una contrazione, che segnala qualche rischio per i prossimi mesi. La svolta della produzione industriale iniziata a febbraio prosegue, se pure con una dinamica più contenuta, nel 3° trimestre. Le proiezioni del METI vedono ancora l'output in crescita nel resto del trimestre e la variazione trimestrale dovrebbe attestarsi intorno all'8% t/t, poco sotto la variazione del 2° trimestre (+8,3% t/t).

Capacità produttiva in calo, nonostante la ripresa della produzione



Fonte: EcoWin

Il ciclo delle scorte aiuta temporaneamente la crescita



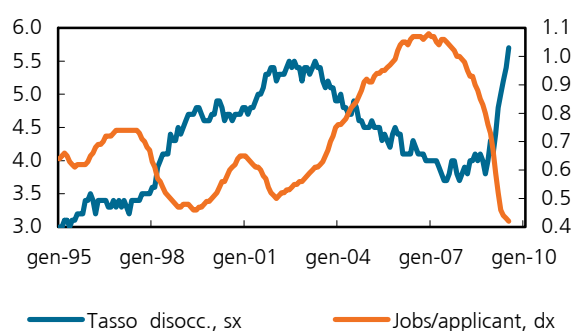
Fonte: EcoWin

I **rischi per il medio periodo** sono concentrati sulle conseguenze del crollo degli investimenti e sulla **contrazione della capacità produttiva**, e non solo del suo utilizzo. L'indice che misura il livello di capacità è in calo da aprile 2009 e a luglio il dato mostrava una contrazione della capacità del 2% a/a. Il livello della capacità produttiva era stato in calo dal 1999 al 2004: alla fine della correzione che aveva seguito la scorsa recessione, il livello della capacità produttiva era ritornato sui livelli del 1985 e anche dopo l'aumento della capacità registrato fra il 2004 e il 2008, si era tornati sui livelli del 1988. L'utilizzo della capacità produttiva è crollato sui minimi della serie (dal 1978) con un calo del 43% a/a a febbraio 2009. Anche la ripresa dell'utilizzo della capacità vista a partire da marzo con la netta svolta in positivo della produzione industriale, lascia l'*operating ratio* su minimi mai visti prima di questo ciclo. La ripresa della produzione industriale in atto non sarà da sola sufficiente a riportare il tasso di utilizzo degli impianti su livelli "normali" e sarà accompagnata quindi da ulteriore riduzione della capacità produttiva nel 2010. Nell'"Outlook for Prices and Economic Activity" pubblicato dalla BoJ ad aprile 2009, si segnalava una riduzione della stima della crescita potenziale dal precedente "intorno a 1,5% o un po' sopra" a "intorno a 1%". Il rischio di ulteriori revisioni verso il basso della crescita potenziale alla luce dell'evoluzione congiunturale dell'ultimo anno è elevato, anche nel caso di protratta ripresa della produzione e di svolta degli investimenti. Gli investimenti fissi delle imprese dovrebbero chiudere il 2009 con un calo del 19,7% e il 2010 con un calo dell'1,4%. Nel 2010 su base

trimestrale gli investimenti dovrebbero essere circa stabili: il livello degli investimenti fissi delle imprese tornerebbe a fine 2010 al livello del 2001. Per quanto riguarda l'edilizia residenziale, il calo degli investimenti su base trimestrale dovrebbe interrompersi nel 2010, con una modesta ripresa dell'attività nel settore.

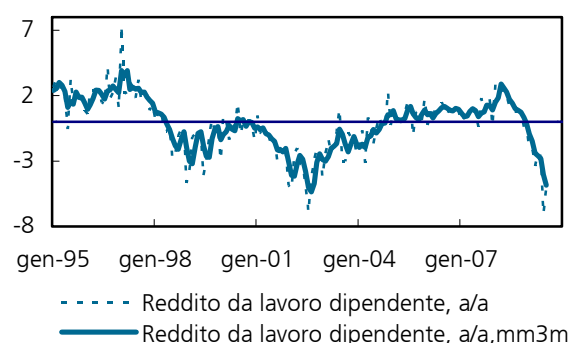
Con questa chiave di lettura, **la ripresa attuale appare molto meno favorevole rispetto a quanto emerge dalla lettura dei numeri grezzi e getta un'ombra sulla previsione per il 2010** in generale e per le altre voci della domanda domestica. In particolare, i **consumi** sono tornati a crescere a partire dal 2° trimestre 2009, dopo la forte correzione avvenuta fra fine 2008 e inizio 2009. In parte la ripresa dei consumi risponde al calo dell'inflazione del 1° semestre e al rialzo degli indici di fiducia delle famiglie. Tuttavia, il peggioramento del mercato del lavoro e le prospettive di stagnazione degli investimenti delle imprese rende difficile una riaccelerazione dei consumi. Su questa voce potrebbe però incidere positivamente una politica fiscale espansiva mirata a sostenere la spesa delle famiglie, se l'agenda elettorale del DPJ verrà attuata. I tempi per l'introduzione di nuove misure non sono brevissimi (probabilmente il budget per il prossimo a.f.) e potrebbero, nella migliore delle ipotesi, dare supporto ai consumi a partire da metà 2010. La previsione per i consumi vede una sostanziale stagnazione nel primo semestre 2010. La crescita annua prevista per il 2009 è pari a -1,2%, seguita da una ripresa di +0,8% nel 2010.

La correzione del mercato del lavoro non è finita



Fonte: EcoWin

Il crollo del reddito da lavoro frenerà i consumi



Fonte: EcoWin, elaborazioni Intesa Sanpaolo

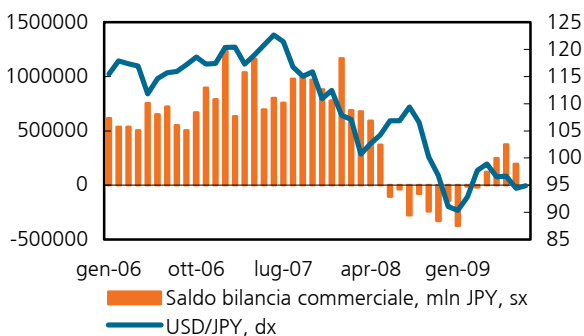
Per quanto riguarda la **spesa pubblica** gli interventi varati dal governo precedente erano concentrati sugli investimenti pubblici. L'IMF¹¹ stima che le misure attuate per fronteggiare la crisi siano pari al 2,4% del PIL nel 2009 e all'1,8% del PIL nel 2010 (escludendo le misure direttamente legate agli interventi sul sistema bancario e finanziario). Nel nostro scenario la dinamica degli investimenti pubblici su base trimestrale dovrebbe subire una battuta d'arresto nel 3° trimestre, per poi riaccelerare nel 2010, tornando a essere un contributo positivo per tutti i trimestri del prossimo anno. Nel 2009 la crescita degli investimenti pubblici dovrebbe essere pari al 7,2% per poi decelerare a 1,9% nel 2010. Questa previsione risentirà però delle modifiche al budget che verranno apportate dal nuovo Governo.

Il contributo positivo del **canale estero** nella parte centrale del 2009 ha avuto come fattore dominante il crollo delle importazioni a inizio anno, più che una solida ripresa dell'export. La ripresa del commercio estero vista nei mesi recenti, legata alla svolta del settore manifatturiero a livello mondiale e all'inversione del ciclo delle scorte, rallenterà nel 2010 con la fine degli stimoli

¹¹ M. Horton, M. Kumar, P. Mauro, The State of Public Finances: A Cross-Country Fiscal Monitor, IMF Staff Position Note, Luglio 2009

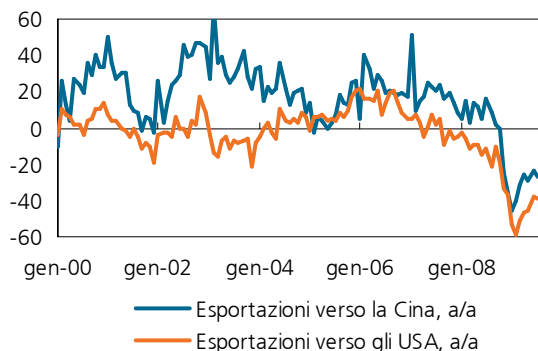
temporanei alla crescita (incentivi auto, normalizzazione delle scorte, stimolo fiscale). La dinamica dell'export giapponese sarà sostenuta dalla quota crescente di esportazioni verso l'Asia e in particolare verso la Cina. Nel 2008, la quota di export verso la Cina aveva raggiunto il 16% del totale, a fronte di un 17,5% delle esportazioni verso gli Stati Uniti. La quota delle esportazioni verso la Cina è aumentata ininterrottamente dal minimo del 2% di fine 1990, a un ritmo crescente a partire da fine 1999 quando l'export verso la Cina rappresentava solo il 5% delle esportazioni totali. Lo spostamento di peso relativo del commercio estero dagli Stati Uniti alla Cina e al resto dell'Asia non sarà comunque sufficiente a riportare il contributo del canale estero su livelli significativamente positivi, soprattutto se non ci sarà una svolta verso un deprezzamento dello yen. Le importazioni dovrebbero chiudere il 2009 con un calo del 14,4%, seguito da una ripresa del 6,4% nel 2010. Per l'export, al calo del 26,2% atteso per il 2009, farà seguito una normalizzazione, con una crescita di 8,8%.

La bilancia commerciale è tornata positiva per il crollo dell'import



Fonte: EcoWin

La ripresa del commercio internazionale non sarà sufficiente a generare un contributo positivo alla crescita



Fonte: EcoWin

La politica monetaria resterà bloccata dalla debolezza della crescita e dalla **deflazione persistente**. Il CPI dovrebbe restare in territorio negativo non solo per il resto del 2009, ma anche nel 2010. La BoJ manterrà i tassi invariati per tutto il 2010 e sarà probabilmente l'ultima banca centrale a invertire la politica monetaria.

Cina: la crescita accelera

- Le azioni di stimolo fiscale e di politica monetaria fortemente espansiva hanno favorito la tenuta dei consumi e un forte aumento degli investimenti, aiutando la crescita a consolidarsi poco al di sotto dell'8% nel 2° trimestre dell'anno, nonostante il forte calo delle esportazioni.
- Le prospettive per le esportazioni rimangono deboli, dato l'andamento dei consumi atteso nei paesi industrializzati. Una sostituzione della domanda estera dai paesi occidentali a quelli asiatici, dove le prospettive per i consumi privati sono più rosee, sarà un processo lento e non in grado di avere un impatto sensibile sulle esportazioni cinesi nel breve-medio periodo.
- Gli incentivi fiscali hanno permesso la tenuta dei consumi reali sia rurali che urbani. Il costante buon andamento delle vendite al dettaglio proseguito nei mesi estivi e il miglioramento della fiducia dei consumatori punta a un tasso di crescita dei consumi del 9,5% nel 2009, più elevato di quanto precedentemente stimato.
- L'andamento degli indici di attività punta alla prosecuzione della ripresa della produzione industriale. Questo, insieme al forte balzo degli investimenti e del credito, ci induce a rivedere al rialzo le stime di crescita per il 2009 a 8,1% da un precedente 6,6%.
- Nonostante ciò crediamo che l'eccessiva crescita del credito e degli investimenti possa generare un eccesso di capacità produttiva in molti settori, soprattutto in un contesto di ripresa debole della domanda internazionale, lasciando rischi al ribasso sulla crescita del 2010.

Silvia Guizzo

Previsioni macro	2005	2006	2007	2008	2009	2010
PIL (prezzi costanti)	10,4	11,6	13,0	8,9	8,1	8,6
Consumi privati	7,9	9,6	10,2	8,9	9,5	9,5
Consumi pubblici	12,7	11,2	11,2	9,6	16,4	12,3
Investimenti fissi	13,1	12,8	12,8	7	12,8	7,4
Esportazioni	20,3	21,2	18	10,9	-10,4	8,4
Importazioni	7	11,8	13,6	8,8	-3,8	9,1
Produzione industriale	11,7	13	14,7	9,3	7,7	9,9
Inflazione (CPI)	1,8	1,8	4,8	5,9	-1	1,2
Tasso di disoccupazione	4,2	4,1	4	4,1	4,6	4,2
Salari medi	12,4	12,8	17,1	9,8	6,9	10,8
Tasso sui prestiti a 1 anno	5,6	5,9	6,9	6,9	5,3	5,3
Cambio USD/CNY (media)	8,2	8,0	7,6	7,0	6,8	6,7
Saldo delle partite correnti	1317,9	1992,3	2828,6	2960,5	2258,8	2229,1
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	7,4	9,8	11,4	10,2	6,9	6,2
Saldo di bilancio in % del PIL	-1,3	-0,8	0,7	-0,4	-3,8	-4,6

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

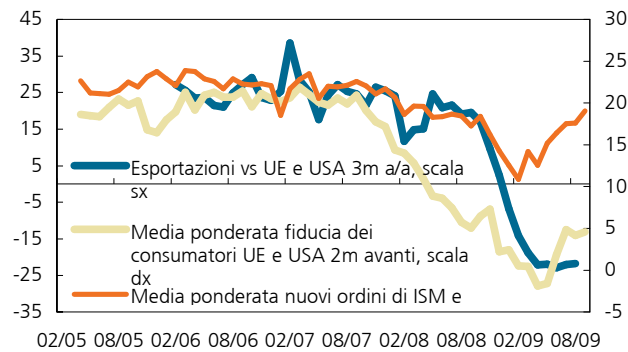
Le esportazioni ristagnano, ma la domanda interna migliora...

L'economia cinese è cresciuta del 7,9% nel 2° trimestre del 2009, in forte accelerazione rispetto a quel 6,1% del 1° trimestre che rappresenterà il punto di minimo almeno per l'anno corrente. L'accelerazione si è concentrata soprattutto nel settore industriale, maggior beneficiario dello stimolo fiscale, cresciuto del 6,6% rispetto a un 5,3% del trimestre precedente, e nel settore dei servizi, che ha registrato una crescita dell'8,3% rispetto al 7,4% del 1° trimestre.

Continuano a migliorare le esportazioni di prodotti assemblati (export processing), passate da un calo del 24,7% a maggio a un calo del 17,1% in agosto, mentre le esportazioni di prodotti ordinari hanno continuato a registrare cali tra il 29 e il 30% nei mesi estivi. Le esportazioni totali sono calate del 23,4% nel 2° trimestre del 2009 rispetto a -19,7% del 1° trimestre e, nonostante i miglioramenti dei dati mensili in atto da febbraio, continuano a essere deboli. In agosto sono calate del 23,4% a/a e dell'1,6% rispetto a luglio. La media ponderata delle componenti "nuovi ordini" di ISM e PMI area euro è tornata a livelli di metà 2008, ossia poco al

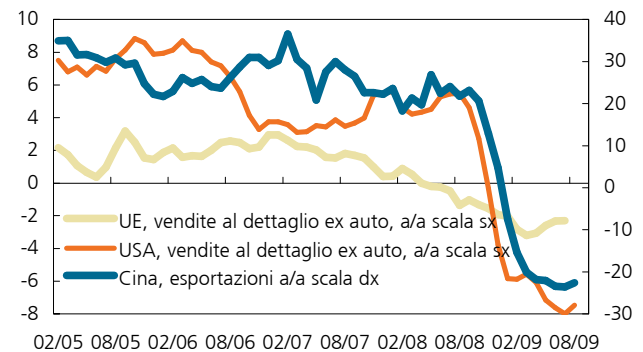
di sotto dei livelli mantenuti negli anni precedenti. Anche la media ponderata della fiducia dei consumatori americani ed europei è migliorata quasi a livelli pre-crisi, ma resta, così come l'andamento delle vendite al dettaglio, ben lontana dai livelli del 2005-07. Tutto questo punta a un miglioramento solo modesto delle esportazioni nei prossimi mesi.

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



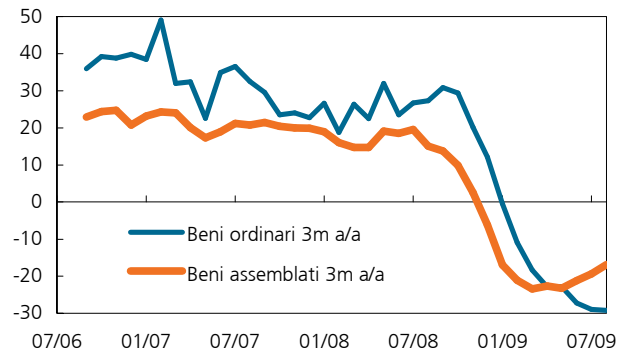
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, medie mobili a 3 mesi

... ma i consumi internazionali continuano a essere deboli ...



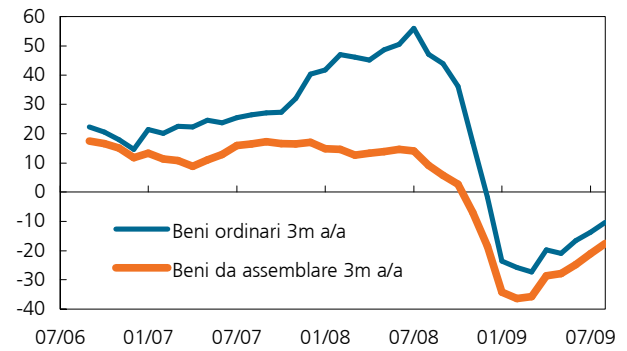
Fonte: Bloomberg, medie mobili a 3 mesi

Migliorano le esportazioni...



Fonte: EcoWin

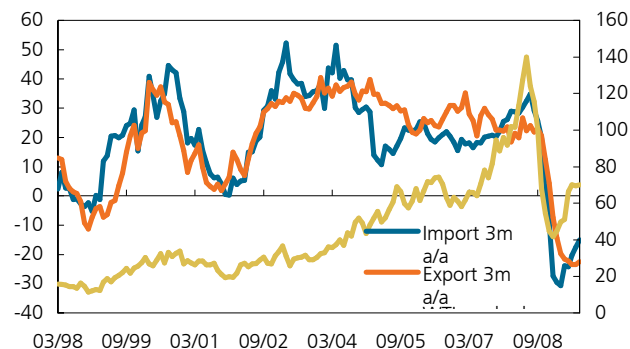
... e le importazioni di beni da assemblare



Fonte: EcoWin, dati in milioni di tonnellate

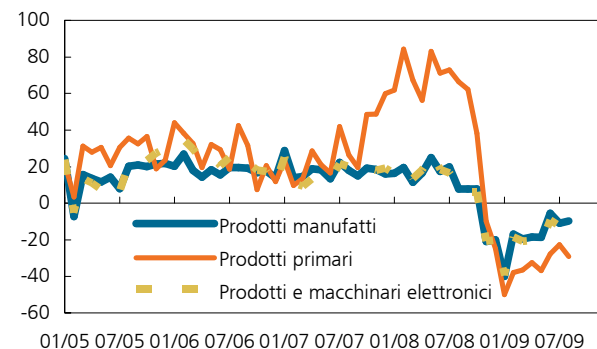
Le importazioni hanno, invece, messo a segno miglioramenti più marcati, registrando un calo del 20,2% nel 2° trimestre rispetto a un calo del 30,8% nel 1° trimestre. In agosto, nonostante il calo dell'8% m/m le importazioni sono scese del 17,0%, lontano dai minimi dell'inizio dell'anno. Il miglioramento non è da imputare all'aumento del prezzo del petrolio: in volume le importazioni di greggio sono salite nei mesi estivi, ma non in valore in quanto il prezzo dello stesso rimane ancora ben al di sotto dei massimi dell'anno scorso. Continuano invece a migliorare le importazioni di beni manufatti, soprattutto macchinari e attrezzature per il trasporto (-8% vs un minimo di -36,7% a gennaio) e i prodotti e macchinari elettronici (-13,5% rispetto a -39,4% a gennaio).

La migliore performance delle importazioni non è legata al petrolio



Fonte: EcoWin, variazioni a/a

Continuano a migliorare le importazioni di manufatti e macchinari

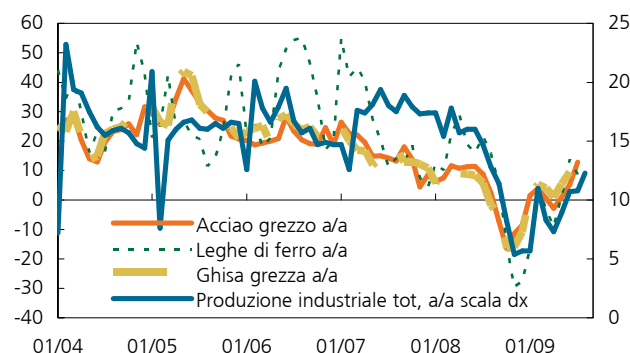


Fonte: EcoWin, variazioni a/a

In agosto, per la prima volta da mesi, le importazioni di alcuni metalli hanno mostrato dei cali rispetto al mese precedente, in particolare quelle di ferro, acciaio e alluminio. La ricostituzione delle scorte potrebbe essere ormai quasi completata, come segnala l'ennesimo aumento della componente "scorte di input" dell'indice PMI, o frenata dal forte aumento del prezzo dei metalli rispetto ai minimi raggiunti a fine 2008 e inizio 2009. Il prezzo dei *future* sull'alluminio, infatti, è salito del 59% da gennaio ad agosto 2009, e così quello dell'acciaio, mentre il prezzo *future* del rame è salito addirittura del 92% nello stesso periodo.

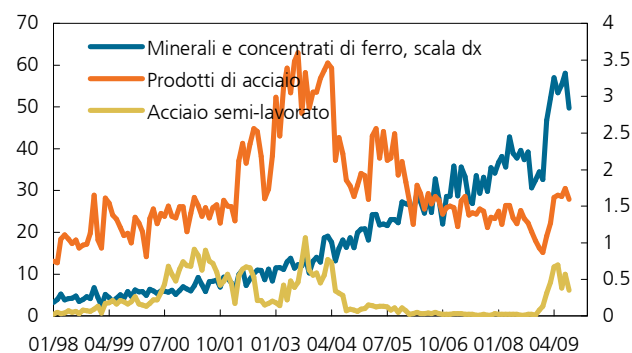
La produzione di metalli invece ha continuato a salire, con aumenti del 22,9% per il minerale di ferro e del 29,7% per i prodotti dell'acciaio. La produzione dell'industria pesante è, infatti, salita del 13,2% in agosto tornando ai tassi di crescita dell'agosto scorso, mentre la produzione dell'industria leggera ha registrato un aumento del 9,8%, ancora al di sotto dei tassi a due cifre dell'estate del 2008. La produzione industriale totale è salita del 12,3% in agosto, in linea con l'aumento della produzione di elettricità (+8,9% in agosto). L'indice PMI CFL (*China Federation of Logistics*) è salito a 54 in agosto da 53,3 in luglio, mentre l'indice redatto dal CLSA-Markit, generalmente meno volatile, è salito di ben 2,24 punti a 55,13. La componente nuovi ordini è balzata a 59,3 da 55,9, mentre quella degli ordini esteri è salita a 54,9 da 50,2. Gli aumenti risultano invece molto più contenuti nella rilevazione CFL, dove la componente ordini dall'estero è rimasta invariata rispetto a luglio. L'andamento degli indici *Leading Indicator* OCSE e dei PMI è tuttavia ancora compatibile con aumenti della produzione industriale nei prossimi mesi.

La produzione di alcuni metalli riprende...



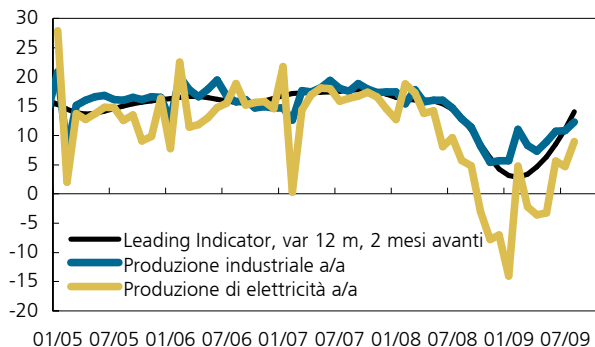
Fonte: Bloomberg

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



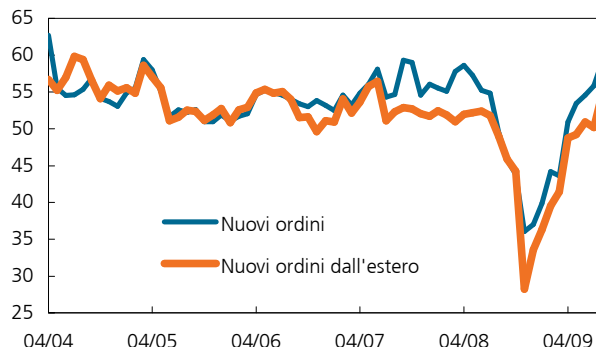
Fonte: EcoWin, dati in milioni di tonnellate

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



Fonte: Bloomberg

... e della componente ordini del PMI

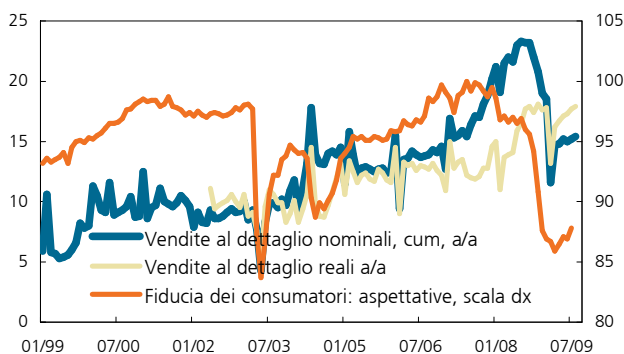


Fonte: CLSA-Markit

Gli incentivi fiscali all'acquisto di auto e di elettrodomestici hanno influito positivamente sulle vendite di questi prodotti, in particolare delle auto, le cui vendite in volume sono balzate dell'81,6% a/a in agosto. Le vendite al dettaglio totali in agosto sono salite del 15,4% a/a, in linea con i tassi di crescita dei tre mesi precedenti mentre in termini reali il tasso di crescita è stato intorno al 17% grazie ai continui cali dell'inflazione. Una dinamica simile, anche se su tassi di crescita più contenuti, segue la spesa pro-capite nominale e reale, sia urbana sia rurale, segnalando la tenuta dei consumi privati. La fiducia dei consumatori continua, infatti, a migliorare: l'indice relativo alle aspettative è salito a 87,8 a luglio da un minimo di 85,9 a marzo.

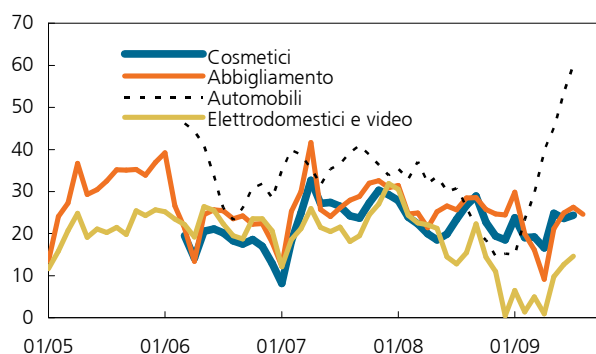
Tuttavia, come abbiamo già segnalato a giugno, il tasso di crescita dei redditi nominali è rallentato, così come quello delle retribuzioni. Le retribuzioni totali sono, infatti, salite del 13,6% nel 2° trimestre del 2009, in netto rallentamento rispetto al 21,1% del 2° trimestre del 2008, un andamento simile mostrano le retribuzioni medie. Il calo è andato di pari passo all'aumento del tasso di disoccupazione nelle aree urbane, salito al 4,3% nel 1° trimestre del 2009 dal 4,2% in media del 2008.

Le vendite crescono stabilmente e la fiducia dei consumatori migliora ulteriormente



Fonte: Bloomberg

Le vendite migliorano anche nei comparti non sostenuti dagli incentivi fiscali

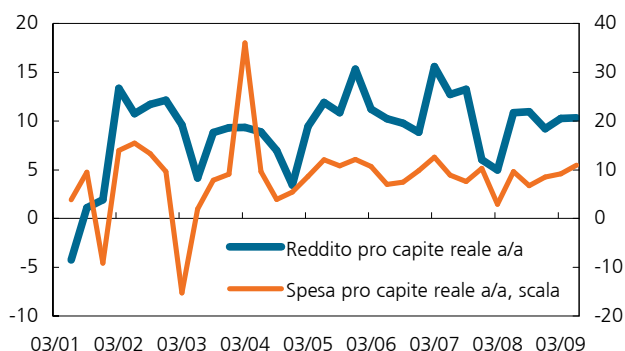


Fonte: EcoWin, variazioni 3m a/a su dati nominali

La componente "occupazione" del PMI CLSA è salita a 51,8 in agosto ed è sopra 50 da aprile, così come la rilevazione CFL, mentre l'indagine Manpower sulle intenzioni di assunzione per il 4° trimestre del 2009 ha registrato un aumento a 11% rispetto al minimo del 2% raggiunto nel 3° trimestre. Nonostante questi segnali di miglioramento è tuttavia difficile fare una valutazione accurata della situazione del mercato del lavoro. Secondo il Ministero delle Risorse Umane e dell'Assistenza Sociale nei primi otto mesi del 2009 sono stati creati 7,6 milioni di posti di lavoro

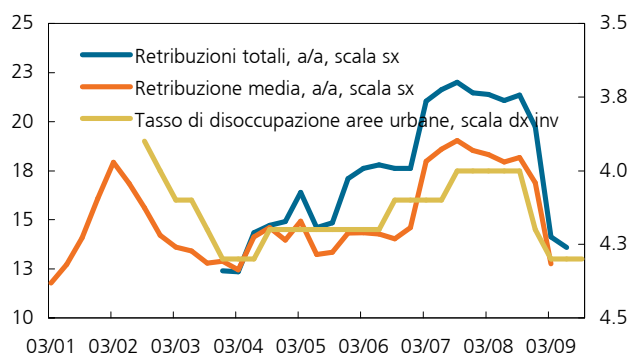
rispetto a un target per l'anno di 9 milioni e il numero dei disoccupati tra i lavoratori migranti nelle città (che non rientra nella misurazione del tasso di disoccupazione) sarebbe di 7 milioni rispetto alla stima di 20 milioni fatta a febbraio. Ciò denoterebbe una situazione molto meno preoccupante di quella che si prefigurava a inizio anno per questa categoria di lavoratori che non hanno per lo più accesso ai programmi di assistenza governativa. Circa il 30% delle persone licenziate non è tuttavia riuscita a trovare un nuovo lavoro così come il 22% dei laureati. Ciò lascia, nel complesso, una situazione del mercato del lavoro ancora critica nonostante le prospettive siano migliorate rispetto a qualche mese fa.

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



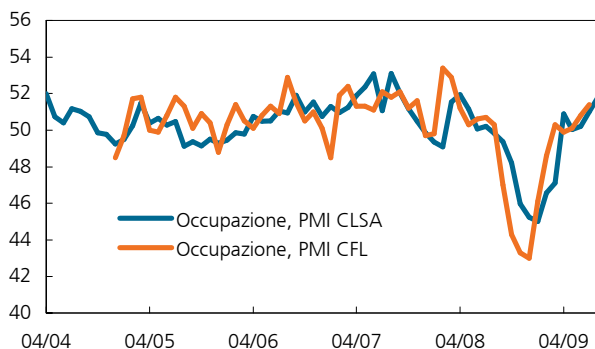
Fonte: Bloomberg, EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo (media redditi urbani e redditi rurali)

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



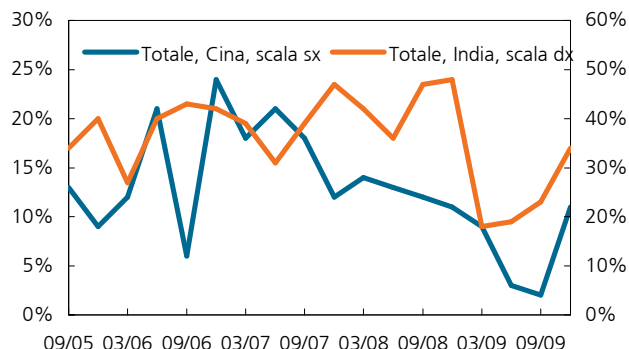
Fonte: Bloomberg, Thomson Reuters - Datastream

PMI, componente occupazione



Fonte: Thomson Reuters - Datastream e Bloomberg

Indagine Manpower



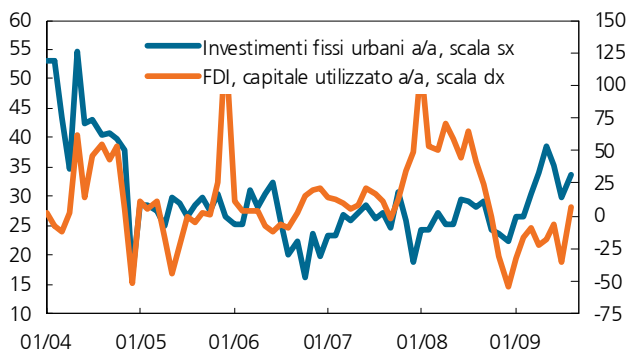
Fonte: Bloomberg

Gli investimenti continuano ad accelerare ...

Gli investimenti continuano a mostrare tassi di crescita superiori al 30% in linea con la forte crescita del credito. Gli investimenti fissi urbani sono saliti del 33,6% a/a in agosto (in rallentamento rispetto al picco del 38,7% di maggio) e del 41,5% in termini reali. Anche nel 2° trimestre e nei mesi estivi il contributo maggiore è arrivato dagli investimenti governativi, sostenuti in maniera massiccia dal pacchetto di stimolo fiscale varato a fine anno e dallo stimolo monetario. Gli investimenti di origine governativa sono, infatti, cresciuti del 49,9% cumulato a/a in luglio, rispetto al picco del 25,8% cum. a/a registrato dagli investimenti a prevalenza privata. I tassi di crescita tendenziali degli investimenti calcolati sui dati cumulati sono rimasti poco al di sotto dei picchi di maggio anche se il rallentamento appare già più evidente se si guardano agli stessi tassi sui dati mensili. Data la stagionalità degli investimenti, che tendono a salire molto di

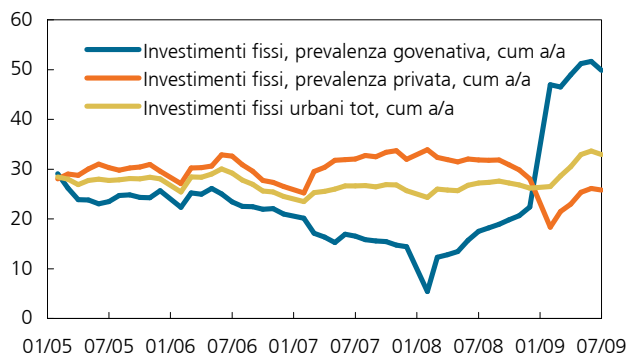
più nella prima parte dell'anno, ci aspettiamo che il rallentamento continui nell'ultima parte dell'anno.

Rimbalzo degli investimenti fissi totali...



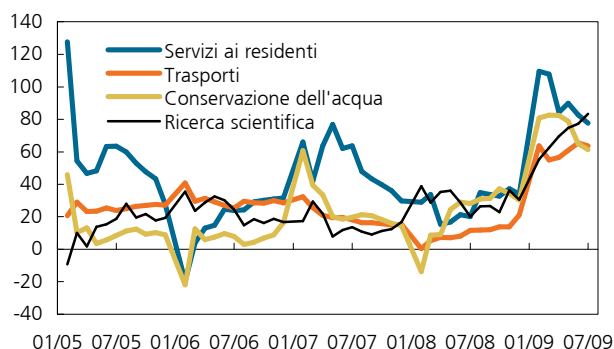
Fonte: Bloomberg

... grazie soprattutto alla spesa governativa



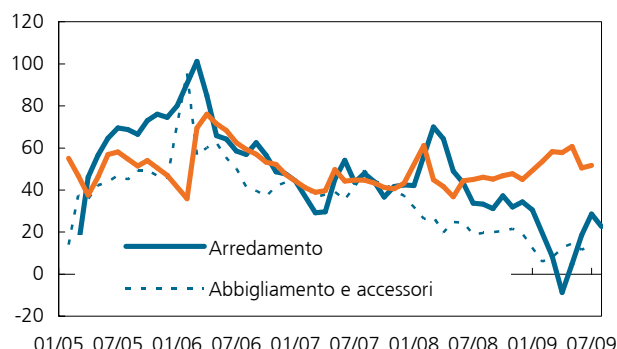
Fonte: EcoWin, variazioni su dati a prezzi correnti, ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Investimenti del settore statale



Fonte: EcoWin, var a/a

Investimenti del settore privato in alcuni comparti del settore manifatturiero



Fonte: EcoWin, var a/a

Nel complesso gli investimenti nel settore manifatturiero hanno continuato a registrare una crescita solida del 28,1% cum. a/a in luglio, mostrando miglioramenti anche in alcuni settori particolarmente orientati alle esportazioni, come quello dell'abbigliamento e dell'arredamento, che avevano registrato forti rallentamenti almeno fino alla primavera.

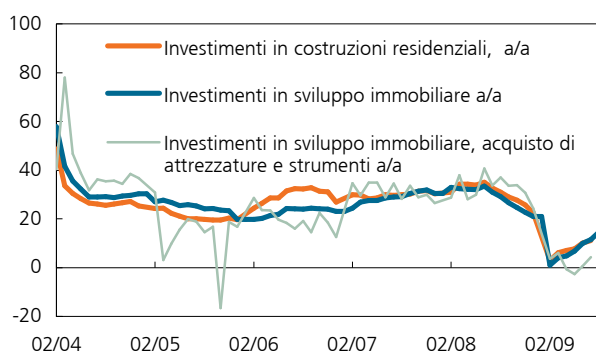
Gli investimenti nelle regioni occidentali sono rallentati registrando un tasso di crescita del 38,8% in agosto rispetto a tassi tra il 48% e il 49% tra marzo e maggio. Stessa dinamica per gli investimenti nelle regioni nord orientali, mentre sono rimasti stabili i tassi di crescita degli investimenti nelle regioni centrali e in aumento in quelle orientali (28,2% in agosto).

Gli investimenti del settore immobiliare hanno continuato a crescere a tassi elevati mostrando la forte ripresa del settore. Gli investimenti in progetti immobiliari sono saliti del 14,7% in agosto, in costante recupero rispetto all'1% di gennaio, mentre gli investimenti in edilizia residenziale sono saliti dell'11,1% in luglio. I dati sui volumi degli edifici venduti, sia residenziali sia a uso commerciale, hanno continuato a mostrare tassi di crescita tendenziali elevati e in aumento (38,8% e 37,1% rispettivamente in agosto) dopo variazioni negative che hanno caratterizzato gran parte del 2008. Ciò è in linea con il persistente recupero dell'indice di fiducia dei costruttori, che pur rimanendo al di sotto della soglia di 100, che indica un peggioramento dell'attività, è salito a 98,01 in luglio rispetto al minimo di 94,74 toccato in marzo. Nonostante

gli edifici iniziati e gli acquisti di terreni mostrino ancora dei cali, sia in valore sia soprattutto in volume, i prezzi delle case, pur con differenze tra città e città, in media a livello nazionale hanno registrato variazioni positive a partire da giugno crescendo del 2% in agosto.

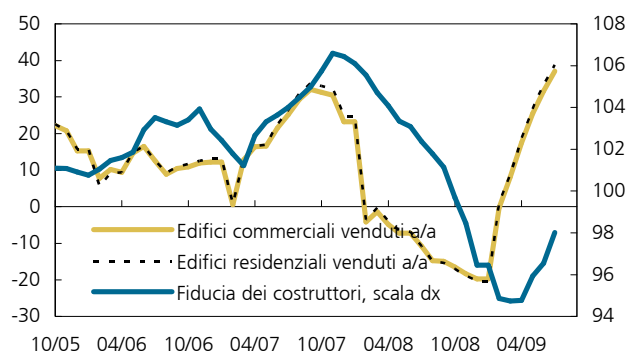
Gli investimenti stranieri diretti continuano a mostrare tassi di crescita tendenziale negativi anche se in netto miglioramento (-17,5% in agosto) rispetto ai minimi di inizio anno (32,6%) in linea con una riduzione dell'avversione al rischio degli investitori.

Gli investimenti in costruzioni recuperano lievemente...



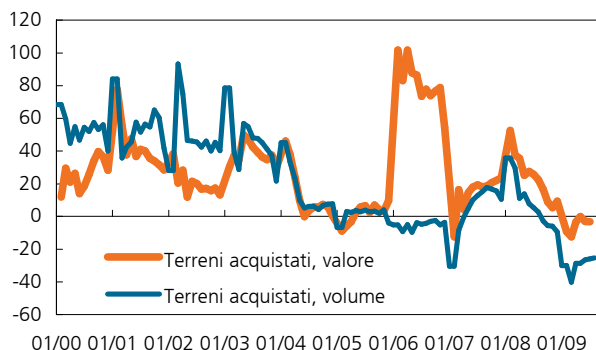
Fonte: EcoWin

... insieme alle vendite e alla fiducia dei costruttori



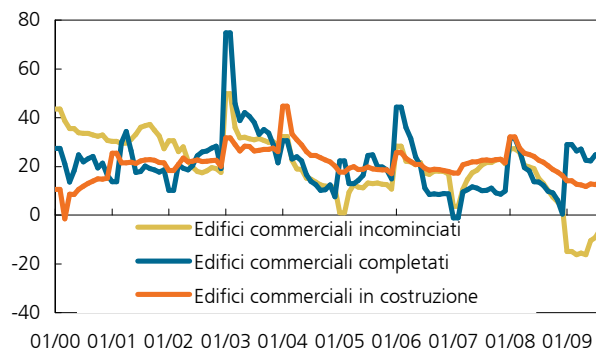
Fonte: Bloomberg variazioni a/a di dati espressi in milioni m²

Le compravendite di terreni rimangono ancora deboli...



Fonte: EcoWin e CEIC, variazioni a/a

... così come i nuovi edifici incominciati



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

... sostenuti da una massiccia accelerazione del credito

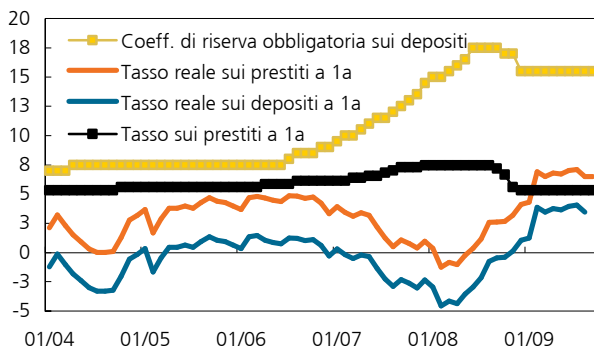
L'aumento degli investimenti fissi è il riflesso dell'aumento dell'offerta monetaria e degli aggregati creditizi che continuano a crescere a tassi elevati. M2 è salita del 28,5% in agosto, il massimo dal 1999, e i crediti delle istituzioni finanziarie sono aumentati del 31,6% nello stesso mese, in lieve rallentamento rispetto al picco di 34,4% registrato in giugno. A differenza dei primi mesi del 2009 l'aumento del credito è guidato dai finanziamenti a lungo termine (in valuta locale ed estera) che sono saliti del 35,6% in agosto, dal 25,8% a maggio, mentre quelli a breve termine sono saliti del 13,7%. Gli sconti di portafoglio continuano sì a salire a tassi elevati (+123% a giugno), ma in netto rallentamento rispetto ai picchi di marzo e giugno (182%). Continuano ad aumentare soprattutto i crediti al settore agricolo e a quello commerciale, mentre quelli al settore industriale e costruzioni sono in fase di lieve decelerazione. Il nuovo credito in media tra luglio e agosto è stato di 383 miliardi di yuan, 57 miliardi in più rispetto agli stessi mesi del 2008, tuttavia in rallentamento rispetto all'elevata media mensile del 1° e del 2° trimestre del 2009, che è stata di 1.526 e 929 miliardi rispettivamente. Il nuovo credito erogato

complessivamente dall'inizio dell'anno è stato di 8,13 trilioni di yuan, ben al di sopra del target di 5 trilioni previsto per l'intero 2009. Nei primi sei mesi dell'anno il nuovo credito è stato pari al 53% del PIL nominale rispetto al 18% del 2008 e al 23% del 2007.

Politica monetaria, primi segnali di svolta, ma non sui tassi

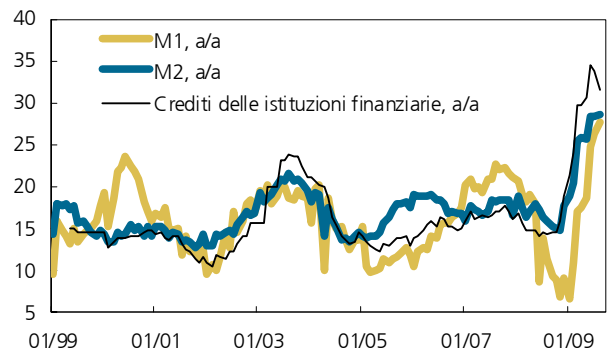
La forte accelerazione del credito sta cominciando a preoccupare la PBOC (*People's Bank of China*) e la CBRC (*China Banking Regulatory Commission*). A luglio quest'ultima ha richiesto alle banche commerciali di innalzare gli accantonamenti sui crediti in sofferenza da 135% a 150% entro fine anno e di assicurarsi che i finanziamenti agli investimenti fissi non siano poi riversati in attività speculative¹². La CBRC ha inoltre recentemente dichiarato che, nonostante l'andamento dei crediti in sofferenza sia per ora positivo, intensificherà i controlli sulla *governance* bancaria intervenendo, se necessario, anche sui *capital adequacy ratio* per cercare di mitigare i rischi sul sistema bancario. Questo aumenta le aspettative di un rallentamento del credito nel 4° trimestre del 2009.

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



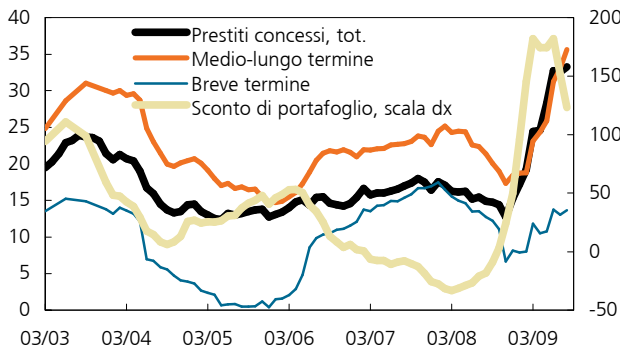
Fonte: Bloomberg

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



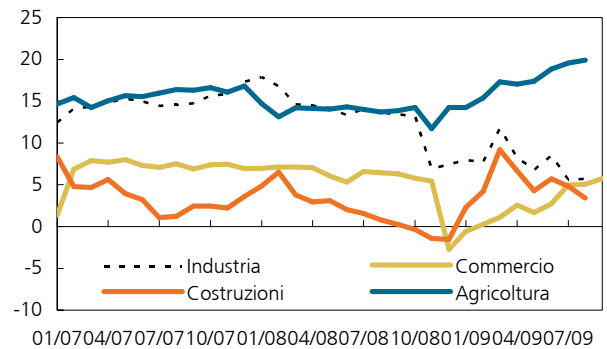
Fonte: Bloomberg, Monetary and Financial Institutions Survey

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



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

Aumentano i prestiti al settore agricolo e commerciale



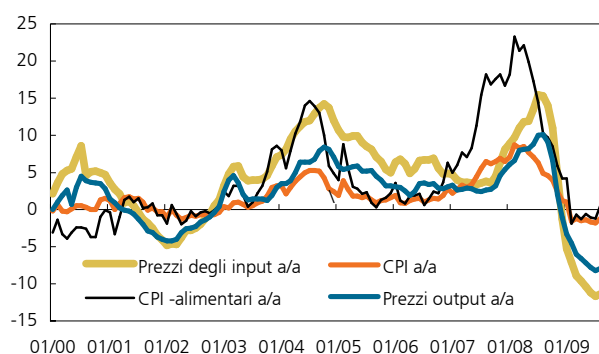
Fonte: EcoWin, Monetary and Financial Institutions Survey, variazioni a/a

La PBOC ha ribadito, sia nel Rapporto trimestrale sulla politica monetaria del 2° trimestre pubblicato in agosto, sia in una recente dichiarazione, l'intenzione di portare avanti una politica monetaria moderatamente espansiva con l'obiettivo principale di promuovere una crescita

¹² ADB Outlook 2009 Update, Bloomberg

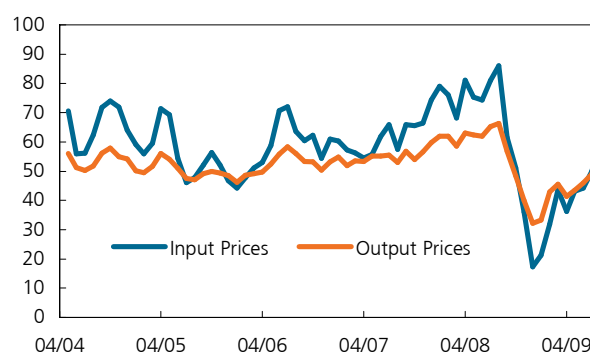
economica "relativamente rapida e solida". Alcuni commenti estivi, nonché la ripresa delle operazioni di emissioni di titoli a breve termine durante l'estate, avevano innescato speculazioni su un imminente cambio di marcia della politica monetaria con effetti sulla curva dei rendimenti e sul mercato azionario. Il tasso shibor overnight è, infatti, salito a un massimo di 1,48 a fine luglio rispetto a 0,81% a metà giugno e, dopo una fase di discesa a 1,0% durante l'estate è risalito a 1,30% a fine settembre. I rendimenti dei titoli governativi a due anni sono saliti da inizio a fine luglio da 1,19% a 1,79%, per poi scendere di soli 10pb nel mese di settembre. L'indice Shanghai composite, che è salito del 56% rispetto all'inizio dell'anno, è sceso del 18% rispetto ai massimi raggiunti a inizio agosto.

I prezzi alla produzione continuano a scendere...



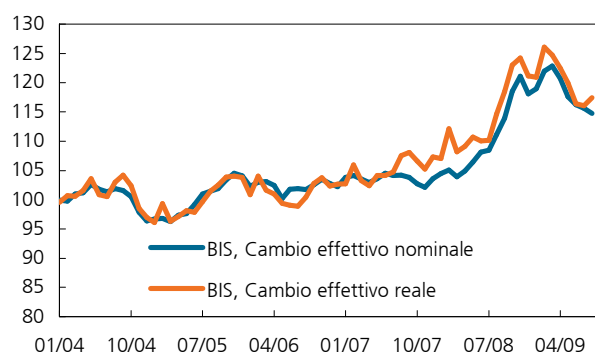
Fonte: Bloomberg

... ma le componenti prezzi del PMI salgono



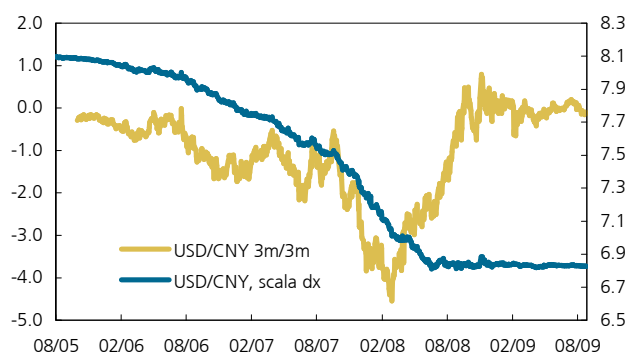
Fonte: Thomson Reuters - Datastream - CLSA Markit

Il cambio effettivo si deprezza...



Fonte: EcoWin

... ma il cambio con il dollaro rimane stabile



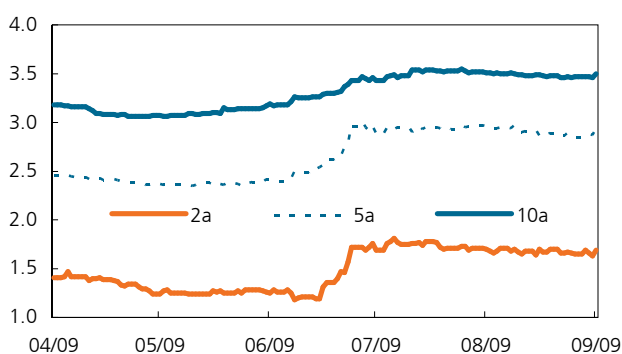
Fonte: Bloomberg

Al momento, tuttavia, non ci sono motivi per pensare che ci siano forti rischi al rialzo sull'inflazione. I prezzi degli input e i prezzi alla produzione sono scesi rispettivamente dell'11,4% e del 7,9% in agosto, poco meno rispetto al picco negativo di luglio e con cali estesi a tutti i comparti. I prezzi al consumo sono scesi del 2% in agosto, con cali concentrati nel comparto delle comunicazioni (-18,8% a giugno), nei beni di consumo (-1,1%), servizi (-1,5%) e abbigliamento (-2,4% a luglio). I prezzi degli alimentari invece, dopo 5 mesi di variazioni negative, sono saliti dello 0,5% in agosto essenzialmente a causa dei forti aumenti che hanno caratterizzato i comparti della verdura (+10,1%) e della frutta (+24,1%). Le componenti "prezzi degli input" e "prezzi degli output" dei PMI continuano a salire segnalando possibili pressioni al rialzo sui prezzi alla produzione nei prossimi mesi.

I prezzi al consumo dovrebbero risalire soprattutto grazie a un effetto base, ma escluse pressioni dagli alimentari i rischi sull'inflazione rimangono contenuti. L'incertezza del mercato del lavoro,

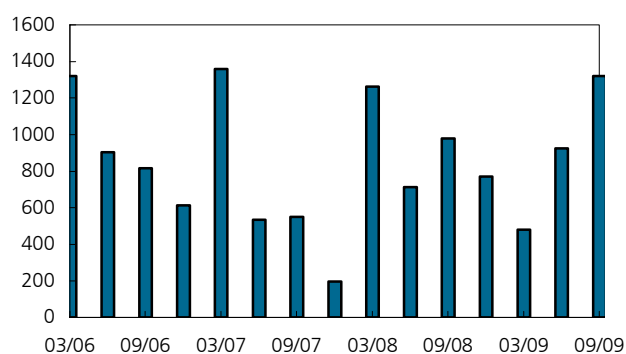
infatti, impedirà una forte crescita dei consumi nei prossimi trimestri e l'eccesso di investimenti potrebbe portare alla luce nel medio periodo una sovra capacità produttiva innescando pressioni al ribasso sui prezzi. In questo contesto la PBOC, date le reazioni estive dei mercati, rimarrà più preoccupata di mantenere la solidità della crescita e prima di intervenire sui tassi ufficiali preferirà ricorrere a misure amministrative o a altre misure di drenaggio della liquidità come l'emissione di titoli zero coupon a cui sta già massicciamente ricorrendo. Le emissioni lorde di questi titoli (con scadenza a tre mesi o a un anno) sono quasi triplicate nel 3° trimestre del 2009 rispetto al 1° trimestre. La PBOC inoltre sembra orientata a proseguire nella politica di stabilità del cambio vs dollaro, che è rimasto pressoché invariato da fine luglio dello scorso anno.

Rendimenti dei titoli governativi



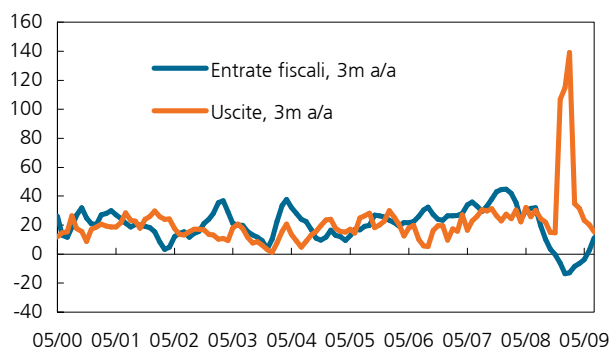
Fonte: Bloomberg

Emissioni lorde di titoli zero coupon da parte della PBOC



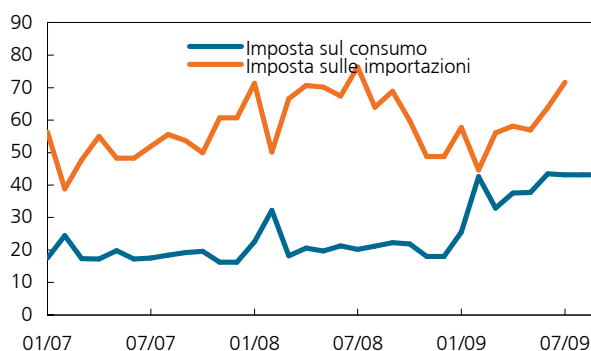
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, dati al 23.09.2009

Le entrate fiscali stanno migliorando...



Fonte: Bloomberg

... soprattutto quelle legate ai consumi



Fonte: Bloomberg

Conti pubblici: migliorano le entrate

La politica fiscale continua a sostenere la crescita implementando i programmi del piano di stimolo fiscale a sostegno degli investimenti in opere infrastrutturali e dei consumi. Secondo un recente comunicato del Governo al 30 aprile del 2009 erano già stati spesi il 57,1% dei 908 milioni di yuan allocati a tale scopo nel 2009, mentre le diverse misure di esenzione fiscale dirette sia alle imprese che ai consumatori avrebbero fatto pagare ai contribuenti meno imposte per 120 miliardi di yuan già nel 1° trimestre del 2009. Le prospettive per il deficit pubblico nel 2009 rimangono negative con previsioni di -3,8%, anche se negli ultimi mesi le entrate fiscali hanno cominciato a mostrare tassi di crescita positivi soprattutto grazie alle entrate che provengono dai dazi sulle importazioni e dall'imposta sul consumo, che riguarda per lo più i beni di lusso.

India

- L'economia indiana ha superato bene la fase di crisi internazionale. Il pacchetto fiscale è stato in grado di contrastare il rallentamento di consumi privati e investimenti e insieme al contributo del canale estero è stato fondamentale per mantenere la crescita tendenziale del PIL intorno al 6% negli ultimi tre trimestri.
- Secondo la RBI i rischi sulla crescita e sull'inflazione sono entrambi al rialzo, tanto da rendere plausibile un'inversione della politica monetaria nel breve termine. L'andamento degli indici di attività (PMI e LEI OCSE) e degli indici di fiducia continua a fornire segnali positivi per l'andamento dell'economia nei prossimi trimestri, mentre la componente alimentari dei prezzi all'ingrosso continua a salire, così come salgono i prezzi al consumo.
- Tuttavia, nonostante l'ampia liquidità presente nel sistema e la normalizzazione dei mercati monetari, l'andamento del credito rimane debole. La recente siccità, che si preannuncia una delle peggiori degli ultimi anni, potrebbe avere effetti più negativi sulla crescita del settore agricolo che sull'inflazione dei prezzi degli alimentari, grazie alla possibilità di utilizzare le ampie riserve statali di cereali. Entrambi i fattori potrebbero ritardare l'inversione della stance di politica monetaria.
- Le prospettive di crescita per il resto dell'anno rimangono comunque positive con un tasso di crescita del 5,8% per il 2009 e del 6,7% per il 2010.

Silvia Guizzo

Previsioni macro	2005	2006	2007	2008	2009	2010
PIL (prezzi costanti)	9,1	9,9	9,4	7,5	5,8	6,7
Consumi privati	8	6,2	7,9	3,6	2,3	6
Consumi pubblici	11,1	4,3	3,1	19,6	7,8	6,8
Investimenti fissi	17,8	15,7	14,5	9	4,3	8,8
Esportazioni	20,4	23,8	2,8	17	-7	5,6
Importazioni	40,1	31,6	4,4	27,7	-16,9	7,2
Produzione industriale	7,9	10,5	9,9	4,4	4,2	7,2
Inflazione (CPI)	4,5	6	6,5	7,8	9,2	6,0
Tasso di disoccupazione	8	8	8	8	8	8
Salari medi	11,8	12,7	13	13,3	5,4	10,2
Tasso sui prestiti a 1 anno	6,1	6,9	7,7	7,9	4,8	5,3
Cambio USD/INR (media)	44,0	45,2	41,2	43,4	48,8	47,5
Saldo delle partite correnti	-456,6	-430,1	-440,2	-1616,1	-113,8	-1350,8
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	-1,3	-1,1	-1,0	-3,1	-0,1	-2,1
Saldo di bilancio in % del PIL	-4,2	-3,5	-2,9	-5,0	-7,1	-6,7

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

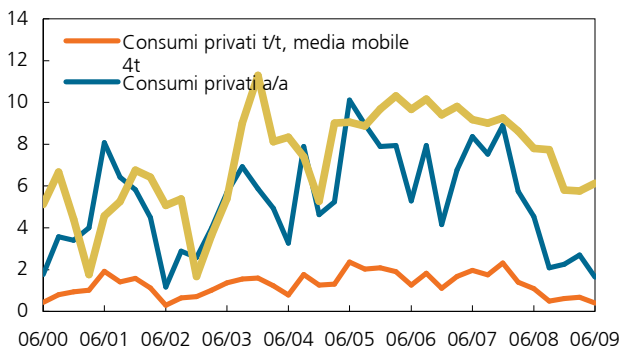
Il canale estero e la spesa pubblica contrastano il rallentamento

L'economia indiana ha registrato una crescita del 6,1% a/a nel 2° trimestre del 2009, dopo il 5,8% registrato nei due trimestri precedenti. Sensibili accelerazioni hanno riguardato il settore minerario ed elettrico, ma anche il settore manifatturiero che è tornato ad avere una crescita positiva (3,4%) dopo il calo del 1° trimestre. Il settore agricolo è cresciuto del 2,4% in lieve rallentamento rispetto al 2,7% del 1° trimestre. Il settore dei servizi è quello in cui il rallentamento è stato più lieve se pur con delle distinzioni. I servizi legati all'attività domestica come le comunicazioni hanno registrato forti accelerazioni, mentre quelli legati al commercio hanno continuato a registrare delle decelerazioni. In totale il settore è cresciuto del 7,7% nel 2° trimestre del 2009 e del 7,8% al netto delle costruzioni. Queste ultime sono salite del 7,1% rispetto al minimo del 4,2% registrato nel 4° trimestre del 2008.

I consumi privati sono saliti dell'1,6%, in rallentamento rispetto ai tassi di crescita sopra il 2% nei tre trimestri precedenti e rispetto al 4,5% del 2° trimestre del 2008. Anche gli investimenti

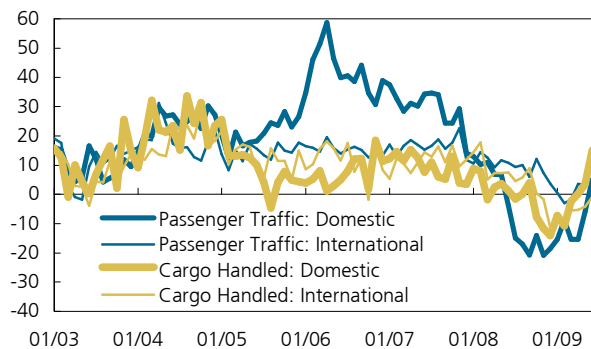
hanno seguito una dinamica simile, saliti del 4,5% rispetto al 9,2% dello stesso trimestre del 2008. Il rallentamento di consumi e investimenti è stato compensato da una crescita ancora elevata della spesa pubblica (+10,2%), dalle scorte e da esportazioni nette positive.

I consumi rallentano ma la crescita tiene



Fonte: EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

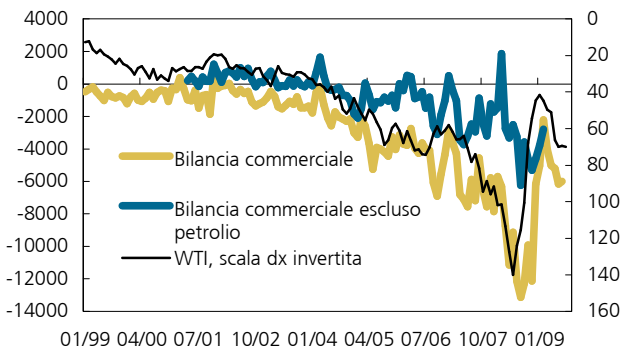
Traffico passeggeri e cargo



Fonte: CEIC, dati fino a luglio 2009

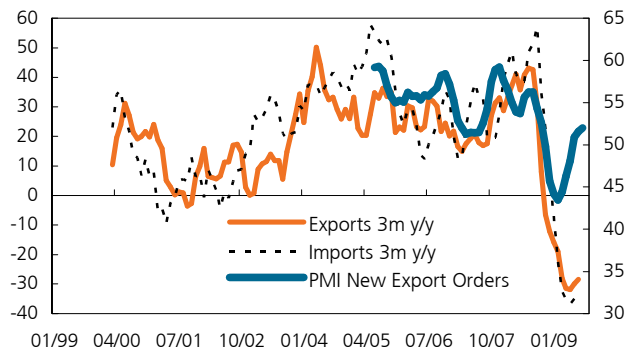
Le importazioni di beni e servizi sono calate del 21,2% nel 2° trimestre dell'anno rispetto al -10,9% delle esportazioni. Questo si è tradotto in esportazioni nette positive che nel secondo trimestre hanno offerto il contributo maggiore alla crescita del PIL (3%). A luglio le importazioni di beni hanno registrato un calo del 37,1% (24,5% al netto del petrolio), rispetto a 29,3% a giugno (16,5% al netto del petrolio), tuttavia da febbraio le variazioni mensili sono state positive, se pur più contenute al netto del petrolio. Un profilo mensile simile si nota per le esportazioni che mostrano una variazione tendenziale a -28,4% a luglio, poco al di sotto di giugno. I dati sul traffico cargo internazionale disponibili fino a luglio segnalano un miglioramento del traffico interno replicato anche dai dati sul traffico di passeggeri più marcato rispetto al traffico internazionale.

Bilancia commerciale



Fonte: Bloomberg

Lieve miglioramento delle esportazioni



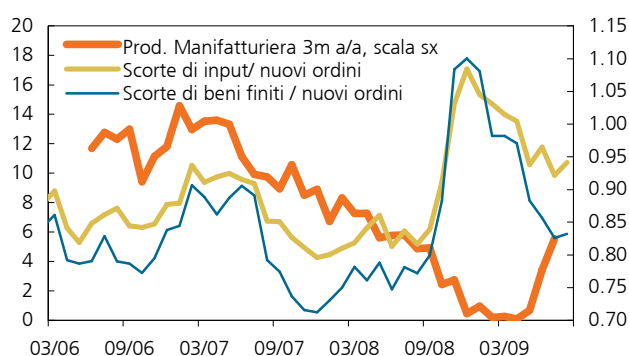
Fonte: Bloomberg

Segnali positivi dalla produzione industriale e dai consumi

In linea con l'aumento degli indici di attività PMI, che prosegue da gennaio, la produzione industriale in termini destagionalizzati ha mostrato variazioni mensili positive da febbraio e a luglio è salita del 6,8% a/a, in lieve rallentamento rispetto all'8,6% di giugno, con accelerazioni concentrate nel comparto dei beni durevoli di consumo (+19,8% a/a) e nei beni di consumo (+8,8%). Al contrario della Cina e di altri paesi asiatici, il PMI indiano è sceso in agosto a 53,2 dopo essere rimasto in area 55 nei tre mesi precedenti. In particolare la componente "ordini esteri" dell'indice CLSA PMI è scesa a 51,2 in agosto, dopo il picco a 52,7 in luglio, rimanendo

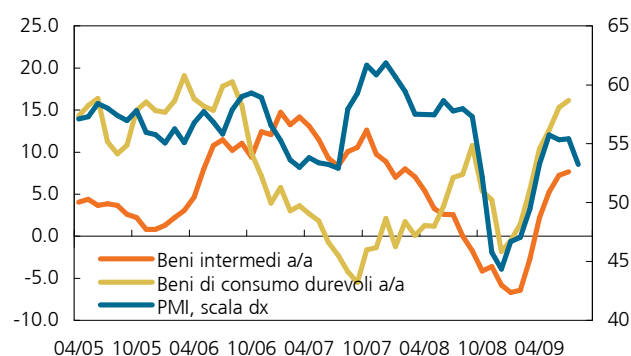
compatibile con un modesto miglioramento delle esportazioni nei prossimi mesi. Anche la componente nuovi ordini, pur rimanendo ampiamente sopra 50, è scesa di quasi 4 punti in agosto, passando da un massimo di 60 a luglio a 56,4 in agosto. L'indice di fiducia *Dun & Bradstreet*, mostra una stabilizzazione in giugno collocandosi poco al di sotto dei livelli di marzo e interrompendo il trend di brusco calo in atto da inizio anno. L'andamento degli indici *Leading Indicator* OCSE rimane coerente con lieve recupero o una stabilizzazione sui tassi di crescita attuali della produzione industriale almeno nei prossimi due/ tre mesi.

Produzione industriale in recupero...



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

... soprattutto in alcuni comparti



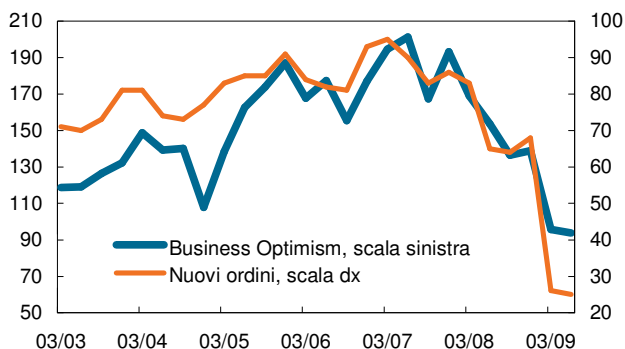
Fonte: Bloomberg, Thomson Reuters - Datastream, var. 3m a/a

Le vendite domestiche di cemento hanno registrato un aumento del 17,1% in agosto, dopo il calo del 2,2% in luglio. Il tasso di crescita rimane dunque solido, seppur in rallentamento, rispetto ai picchi di giugno. Lo stesso ci si può attendere nei prossimi mesi dalle vendite di auto che hanno registrato un forte aumento del 24,5% a/a in agosto. Le presenze turistiche, nonostante il miglioramento stagionale, continuano a mostrare variazioni tendenziali negative rispetto all'anno scorso, ma i ricavi in valuta sono invece saliti grazie al deprezzamento della rupia. Gli utenti di telefoni cellulari continuano a mostrare tassi di crescita costanti intorno al 49%.

L'ultimo rapporto trimestrale¹³ sull'occupazione del Ministero del Lavoro rileva che, a differenza del 1° trimestre, si è registrato un calo degli occupati nel 2° trimestre del 2009 (di 130 mila unità rispetto a fine marzo) concentrato nei settori orientati alle esportazioni, in particolare nel settore tessile e della gioielleria, mentre si sono registrati degli aumenti nei settori non legati alle esportazioni come il settore automobilistico. Altri aspetti che emergono sono una tendenza da parte delle aziende a preferire lavoratori a progetto rispetto a quelli con contratti normali e una diminuzione delle retribuzioni totali dell'1,3% rispetto al 1° trimestre. L'indagine Manpower sulle intenzioni di assunzione di personale nel 4° trimestre ha registrato tuttavia un ulteriore incremento rispetto al trimestre puntando a una tenuta del mercato del lavoro nel 2° semestre dell'anno. Questo permetterebbe ai consumi di non rallentare ulteriormente, creando un circolo virtuoso, indipendentemente dalla ripresa delle esportazioni.

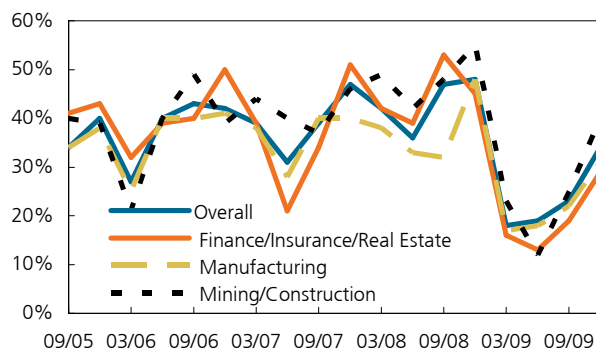
¹³ I rapporti sono stati istituiti con lo scopo di valutare l'impatto della crisi sull'occupazione. Il primo rapporto riguarda il 4° trimestre del 2008. Vedi: <http://labour.nic.in/>.

Indagine di fiducia Dun & Bradstreet



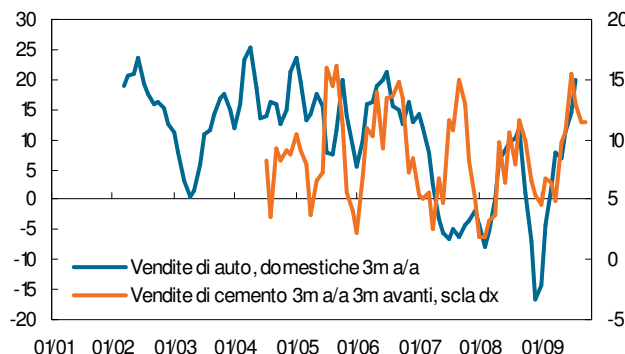
Fonte: EcoWin

Manpower: aspettative di assunzione da parte delle imprese



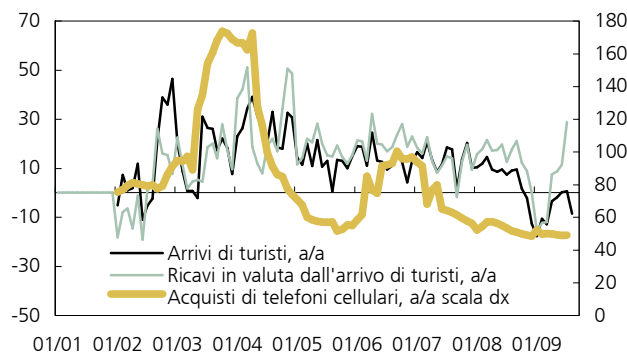
Fonte: Bloomberg

Le vendite di auto in forte accelerazione, ma per quanto?



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I servizi tengono



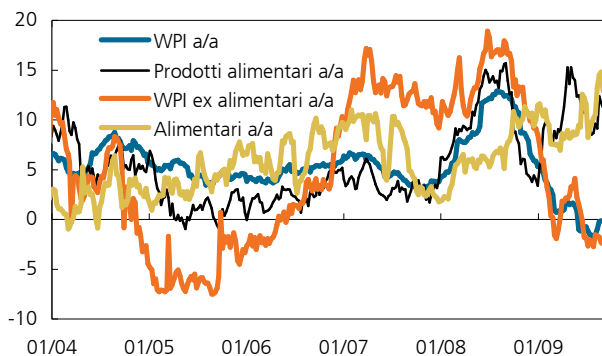
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rischi al rialzo sull'inflazione

L'inflazione dei prezzi all'ingrosso (WPI) è scesa in territorio negativo da giugno, raggiungendo un minimo di -1,5% a luglio, rispetto al picco di 12,53% del luglio scorso, per poi risalire a -0,1% in agosto. Il calo dell'inflazione non è tanto riconducibile a un calo della domanda, quanto al calo dei prezzi dell'energia e dei carburanti insieme ad un effetto base. I prezzi del comparto alimentari sono saliti del 14,4% nel mese di agosto. Gli alimentari freschi e confezionati costituiscono circa il 27% del paniere del WPI e hanno un forte impatto sui prezzi al consumo che, dopo un minimo a marzo, hanno continuato a salire registrando aumenti tra l'11,9 e il 12,9% in luglio. Ciò comincia a destare preoccupazione nella RBI che nel comunicato del meeting di fine luglio ha innalzato le previsioni per fine marzo 2010 sul WPI a 5 dal 4% stimato in aprile.

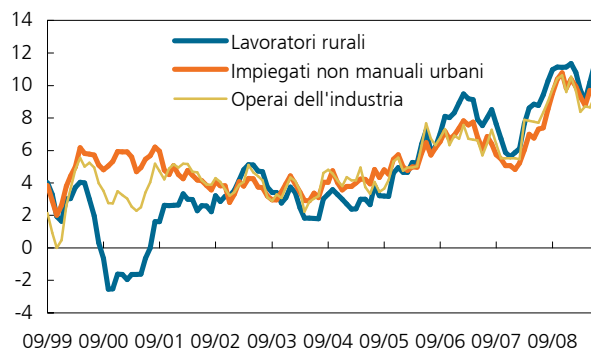
Sull'andamento dell'inflazione incombe inoltre la recente siccità causata da una riduzione delle piogge monsoniche tra giugno e settembre. Queste forniscono tra il 70 e l'80% delle precipitazioni annue e già a metà estate le precipitazioni erano del 28% in meno rispetto alla media di lungo periodo. Quasi metà dei 604 distretti hanno dichiarato lo stato di siccità, che si prefigura come una delle più severe degli ultimi anni. Il Governo ha recentemente enfatizzato i rischi al ribasso sulla crescita nella seconda parte dell'anno. Secondo il Ministro delle Finanze Mukherjee, infatti, l'impatto sui raccolti potrebbe essere tale da incidere molto negativamente sul tasso di crescita del settore agricolo e quindi sulla crescita economica, mentre gli effetti negativi sui prezzi potranno essere mitigati attraverso il ricorso alle ampie riserve statali di cereali.

Il calo dei prezzi all'ingrosso non investe il comparto degli alimentari...



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, dati settimanali

... e non si trasferisce sui prezzi al consumo che continuano a salire

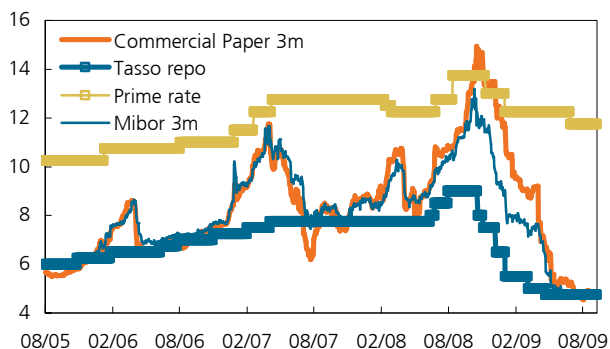


Fonte: EcoWin, dati mensili

Politica monetaria: verso l'inversione?

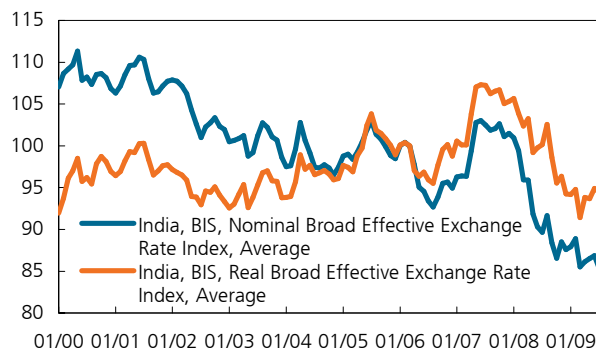
I rischi sulla crescita e sull'inflazione rimangono invece entrambi verso l'alto per la RBI. Nel rapporto trimestrale sul 2° trimestre del 2009, pubblicato a fine luglio, la Banca Centrale pur ribadendo di voler mantenere ampia la liquidità del sistema per assicurare supporto alla crescita economica, dichiara di mantenere un atteggiamento di stretta vigilanza sull'inflazione e di essere preparata a rispondere tempestivamente con un cambio di stanche.

Tassi fermi, ma per quanto?



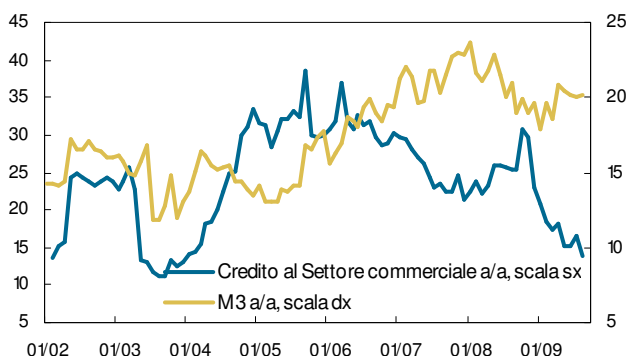
Fonte: Bloomberg

Tasso di cambio effettivo



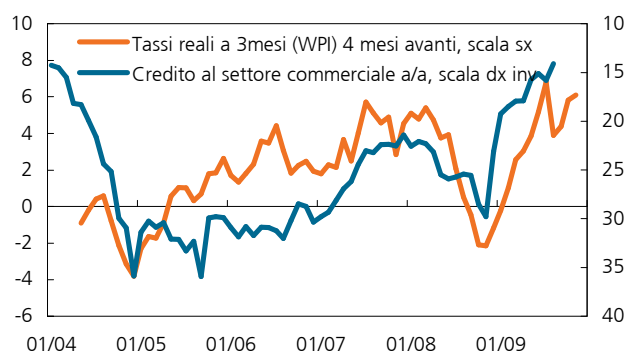
Fonte: EcoWin

Il credito rallenta...



Fonte: Bloomberg

... con l'aumento dei tassi reali



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nonostante la crescita di M3 si sia mantenuta intorno al 20% tra aprile e agosto¹⁴ quella del credito continua a rallentare. Il tasso di crescita del credito al settore commerciale è sceso a 14,1% in agosto dopo il rimbalzo al 16,6% a luglio. Una dinamica simile ha caratterizzato il credito al settore non alimentare, mentre la crescita del credito al settore alimentare si è stabilizzata intorno al 10% tra giugno e agosto. Secondo la RBI la decelerazione del credito al settore non alimentare è temporanea e da imputare in parte a fattori stagionali e in parte a una minore domanda da parte del settore petrolifero e dei fertilizzanti. Si può notare comunque che l'andamento del credito ha seguito, con qualche mese di ritardo, la dinamica dei tassi reali che, calcolata sul WPI, è salita sensibilmente durante la fase di allentamento monetario dato il calo più veloce dell'inflazione. Le banche hanno inoltre preferito impiegare gran parte della massiccia liquidità a disposizione nelle operazioni di reverse repo, nonostante il taglio dei tassi, mentre gli aumenti di capitale delle imprese attraverso le emissioni o quotazioni sul mercato, seppur in aumento, continuano a rimanere contenuti. Nella prima metà del 2009 gli aumenti di capitale delle imprese sono stati infatti circa 427 milioni di rupie, meno della metà rispetto al 1° semestre del 2007 (1097 milioni).

Segnali positivi per le imprese vengono invece dal mercato monetario, dove lo spread Mibor 3m-repo, rimasto eccezionalmente elevato in fase di taglio dei tassi, è rimasto in media a -14 negli ultimi tre mesi in linea con la media storica dei periodi di tassi fermi rispetto a livelli intorno a 100, in corrispondenza dell'ultimo taglio della RBI a fine aprile. Anche i tassi sulle *commercial paper* si sono ridotti sensibilmente, con lo spread rispetto al Mibor a 3 mesi tornato in media a 5pb, rispetto a una media di 46pb in aprile e di 244pb a gennaio.

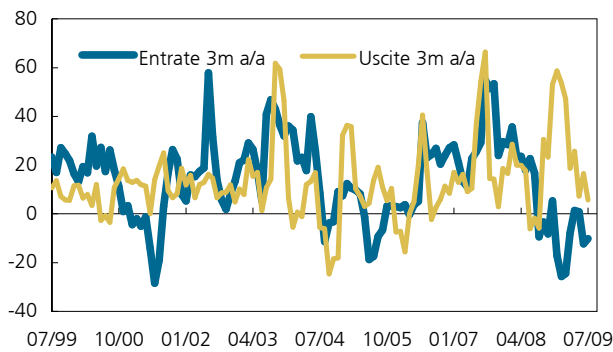
Tuttavia, l'aumento dell'inflazione e i dati positivi di crescita, insieme alle prospettive negative sul deficit, hanno favorito l'aumento dei rendimenti della curva governativa tra metà luglio e inizio settembre, provocando un appiattimento della pendenza 2-10 anni che è passata da 156pb il 24 luglio a 104pb attuali. I rendimenti sui titoli governativi a due anni sono saliti di quasi 100pb da fine luglio e lo stesso Governatore della RBI ha recentemente dichiarato che tassi troppo alti potrebbero portare a flussi eccessivi di capitale in entrata facilitando le speculazioni di borsa e, soprattutto, aumentando le pressioni sul cambio. Il cambio effettivo si è deprezzato del 17,6% in termini nominali e del 12,1% in termini reali rispetto ai massimi raggiunti a metà 2007. La fase di sensibile deprezzamento iniziata a maggio del 2008, ha portato il cambio vs dollaro da 40,590 rupie a un massimo di 51,89 a marzo del 2009. Dopo una fase di correzione la rupia si è stabilizzata in area 48 nel corso dell'estate, con un deprezzamento complessivo tra metà maggio 2008 e metà settembre 2009 del 19%. Un apprezzamento del cambio toglierebbe sostegno alla ripresa delle esportazioni in questo momento.

Il Budget dell'Unione presentato in versione definitiva a fine luglio prevede un aumento delle spese del 36% nell'anno fiscale (a.f.) 2009-10 rispetto a quelle previste per l'a.f. 2008-09, per un ammontare pari al 3,5% del PIL. I maggiori capitoli di spesa riguardano l'energia (26%), trasporti (21%) e servizi sociali (23%) e rispetto a quanto annunciato in autunno le somme allocate allo sviluppo rurale sono state aumentate in linea con le spese effettive dell'anno fiscale 2008-09 anche se gran parte delle spese continuano ad essere allocate alle infrastrutture (Energia e Trasporti) di cui l'India rimane carente. Il deficit fiscale provvisorio per l'a.f. 2008-09 è previsto a 6,2% del PIL rispetto a una stima iniziale del 2,5% e quello dell'a.f. 2009-10 è previsto salire a 6,8%. Mentre le uscite fiscali continuano a decelerare rispetto ai picchi di fine anno, le entrate, dopo un miglioramento tra aprile e maggio, risultano in calo a giugno e luglio rispetto allo stesso periodo dell'anno scorso. Il miglioramento della situazione economica nonché il taglio delle spese non pianificate del 10%, deciso a settembre tra le misure per razionalizzare

¹⁴ La crescita di M3 è stata del 20% nel 2° trimestre, rispetto a una crescita del PIL nominale di appena il 7,1%.

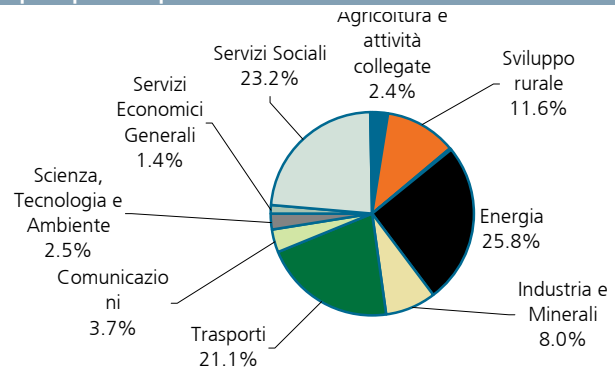
la spesa, non influirà in maniera sensibile su deficit nei prossimi mesi. Le prospettive rimangono dunque negative con stime di consenso di 8,4% nel 2009 e di un miglioramento solo nel 2010 (6,9%).

Entrate fiscali ancora deboli



Fonte: Bloomberg

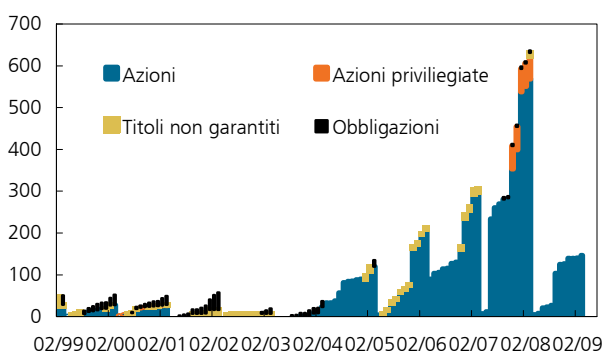
Spese previste per settore nell'a.f. 2009-10



Fonte: Union Budget 2009-10, vedi: http://finmin.nic.in/the_ministry/dept_eco_affairs/dea.html

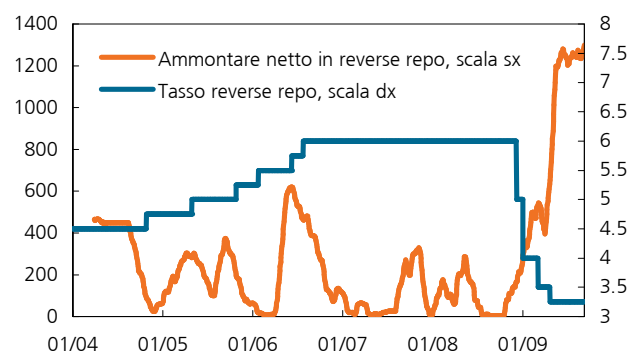
La RBI spiega che parte della crescita di M3 è imputabile al credito bancario nei confronti dello stato, incluse le operazioni di mercato aperto di acquisto di titoli di stato effettuate dalla stessa RBI. Le emissioni nette di titoli di stato (del governo centrale e dei singoli stati) nell'a.f. 2008-09 sono state circa due volte e mezzo quelle dell'a.f. 2007-08 e nell'anno fiscale 2009-10 sono previste in ulteriore aumento del 34%. La Banca Centrale, preoccupata dell'effetto di *crowding out* che questo potrebbe avere sul credito al settore privato, ha spiegato che continuerà a mantenere ampia la liquidità nel sistema ed ha innalzato per l'anno fiscale 2009-10 la previsione sul tasso di crescita di M3 a 18% a/a dal 17% a/a precedentemente stimato. Date queste premesse riteniamo che difficilmente la RBI vorrà invertire la stance di politica monetaria prima di vedere una ripresa più solida dell'economia anche in presenza di rischi in aumento per l'inflazione.

Aumenti di capitale delle società quotate* (mld di INR)



Fonte: CEIC, dati mensili cumulati

Ammontare netto depositato in reverse repo*



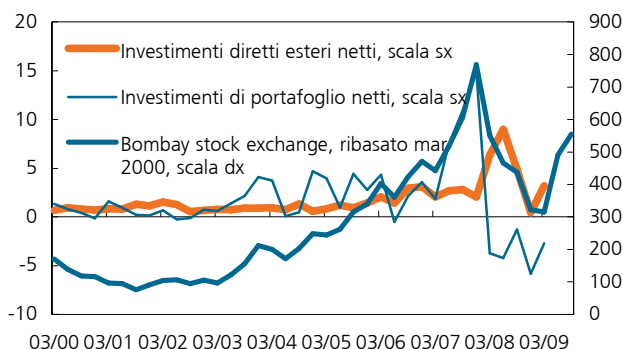
Fonte: Bloomberg, * dati giornalieri, media mobile 30gg

Vulnerabilità esterna

Nel 2009, a causa di un calo più marcato delle importazioni, ci aspettiamo un miglioramento della bilancia commerciale che potrebbe arrivare a -86 miliardi di dollari, rispetto ai -127 del 2008. Questo contribuirà a un sensibile miglioramento del saldo delle partite correnti che dovrebbe passare da -3,1% del PIL nel 2008 a -0,1% del PIL nel 2009, per poi ritornare a -2,1% nel 2010.

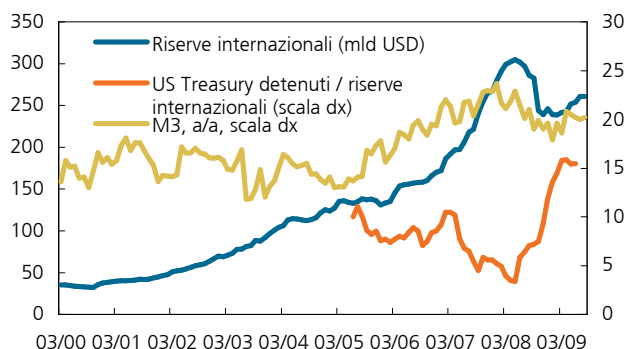
I dati sugli investimenti diretti netti evidenziano un miglioramento nel 1° trimestre dell'anno e l'ottimo andamento della borsa, che è salita del 115% rispetto ai minimi di marzo (Indice BSE500), è compatibile con un aumento degli investimenti netti di portafoglio nel 2° e 3° trimestre del 2009, dopo che sono stati negativi tra il 1° trimestre del 2008 e il 1° trimestre del 2009. Contrariamente a quanto ci si attendeva a inizio anno, la ripresa dei flussi di portafoglio in entrata e dei flussi positivi netti di investimenti diretti, porterà nel 2009 il saldo del conto finanziario a coprire completamente il saldo delle partite correnti, generando un accumulo di riserve internazionali.

FDI (miliardi di dollari)



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

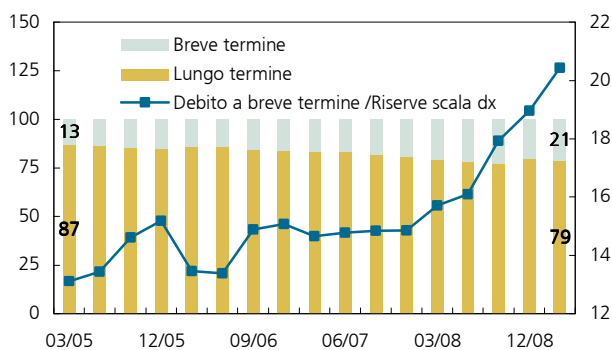
Le riserve si stabilizzano e aumentano gli acquisti di Treasury



Fonte: Bloomberg

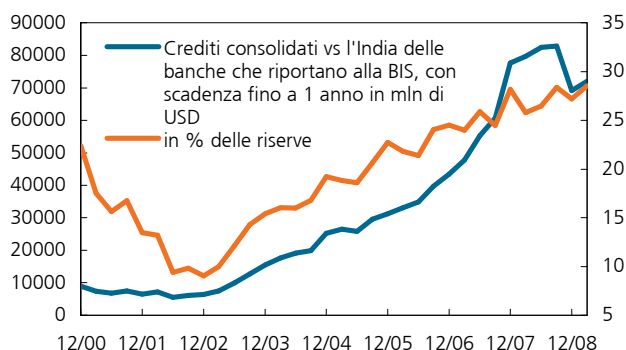
Le riserve in valuta estera, dopo un minimo a 238 miliardi di dollari, sono salite fino a 260 miliardi in agosto, in calo dell'8,9% a/a rispetto all'agosto dell'anno scorso secondo la RBI principalmente per effetti di variazione dei cambi degli asset che le compongono più che per variazioni della bilancia dei pagamenti. Alla diminuzione delle riserve si è accompagnato, da metà 2008 e in concomitanza con il deprezzamento della rupia, un aumento degli acquisti mensili di Treasury. L'ammontare dei T-note detenuti dall'India è salito a 39,3 miliardi di dollari a giugno, il doppio rispetto a giugno del 2008.

Composizione del debito estero (sulla base della scadenza originaria, in % sul totale)



Fonte: EcoWin

Crediti consolidati vs l'India delle banche che riportano alla BIS, con scadenza fino a 1 anno



Fonte: BIS, Consolidated statistics, tav. 9D ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I dati sullo stock di debito a breve termine (scadenza originaria) mostrano, dopo il calo tra il 3° e il 4° trimestre del 2008, un aumento in particolare per la componente relativa ai crediti commerciali con scadenza entro 6 mesi, che ha maggiormente risentito della restrizione del credito dovuta alla crisi internazionale. Il maggiore calo delle riserve ha però determinato un peggioramento del rapporto debito a breve sulle riserve da 17,7% nel 3° trimestre del 2008, a 20,4% nel 1° trimestre del 2009.

I crediti consolidati delle banche che riportano alla BIS vs l'India con scadenza fino a un anno erano pari a 82,8 miliardi di dollari a settembre 2008, quasi il doppio rispetto al livello di fine 2006, e sono calati a 72,0 miliardi a marzo 2009. Il maggior calo delle riserve ha portato il rapporto dei crediti consolidati sulle riserve, dopo un minimo a 25,8% nel 1° trimestre del 2008 a 28,5% nel 1° trimestre 2009, ossia sui livelli di fine 2007. A marzo 2009 le riserve erano in grado di coprire 4,9 volte il debito a breve (rispetto a 6,4 volte a marzo 2008) e il livello raggiunto a giugno permette di coprire 10,3 mesi di importazioni, in miglioramento rispetto a marzo e ben più alto della media dei paesi emergenti o con rating simile.

I mercati valutari - Corti dollaro per una manciata di euro?!

Possibile pausa/arresto del *trend* discendente del dollaro. Primi segnali di cedimento di euro e sterlina. Yen sopravvalutato sotto quota 90 USD/JPY.

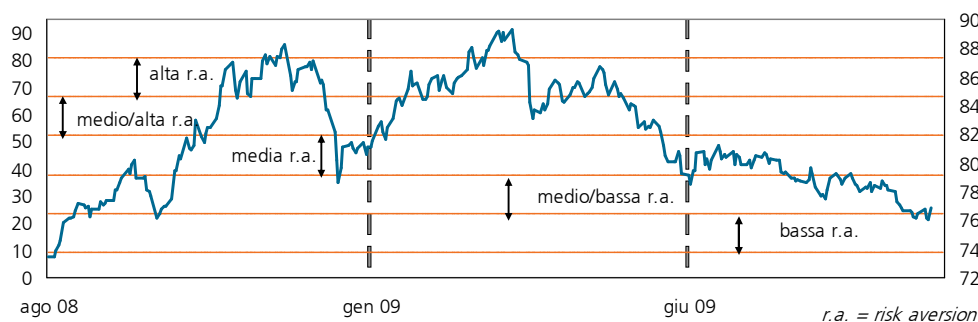
Asmara Jamaleh

USD – Il dollaro (cambio effettivo nominale) si è indebolito nel 3° trimestre. Questo si spiega con l'evoluzione della *risk aversion*, variabile che sintetizza il grado di avversione/propensione al rischio degli investitori:

- rispetto alle condizioni finanziarie/di mercato, e/o;
- rispetto alle condizioni macro in senso stretto (che spesso, ma non necessariamente sempre, sono correlate a quelle finanziarie/di mercato).

Più precisamente, **la dinamica del dollaro è andata di pari passo con i passaggi da un regime a un altro della *risk aversion*** (v. fig. 1), anche se le cause specifiche di tale legame sono discusse.

Fig. 1 – Evoluzione del dollaro in base al regime di risk aversion in cui si trova



Fonte: EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Ci sono state le fasi in cui, dopo lo scoppio della crisi economico-finanziaria globale dell'estate 2008, le preoccupazioni si sono concentrate prevalentemente sulla componente finanziaria e fasi in cui ha prevalso l'incertezza/preoccupazione sulle prospettive di crescita economica, ma (attenzione, questo è cruciale per capire le dinamiche più recenti) sulle prospettive di crescita anche non statunitensi. Ultimamente ci si trova perlopiù in questa seconda fase. Dai dati, non solo quelli statunitensi, stanno emergendo segnali di uscita dalla recessione, che il mercato interpreta come inizio della ripresa, senza tenere in considerazione quanto sia importante considerare *timing*, qualità, ampiezza e sostenibilità di tale ripresa – dato che viene da una crisi senza precedenti. In corso di trimestre dati USA positivi stanno provocando un indebolimento del dollaro, anomalia che si spiega anche alla luce del passaggio ad un regime prima di medio/bassa e ultimamente di bassa *risk aversion* (v. fig. 1). Una più bassa volatilità induce ad investire su *asset* più redditizi di quelli USA, (a) dato il livello dei tassi USA, (b) dato che la ripresa non riguarda solo gli USA, e (c) dato che dopo lo scoppio di una crisi senza precedenti il *sentiment* che potrebbe prender piede a livello di mercato è il dubbio sulla credibilità strutturale del modello economico-finanziario statunitense.

Se, come però non appare molto probabile,

- la ripresa si proporrà in forma di *de-coupling* rispetto alle altre aree economiche considerate (area euro, Regno Unito e Giappone), a favore di queste ultime, e/o
- il ritiro dello stimolo quantitativo avvenisse in almeno una di queste aree prima che negli Stati Uniti (ma su questo ultimamente sono giunti piccoli segnali dalla Fed in direzione opposta), e/o

- non si verificasse quella tanto attesa correzione importante delle borse,

allora il dollaro proseguirebbe il deprezzamento in corso, eventualmente anche portandosi sotto i minimi del 2008.

Nel nostro scenario centrale di previsione intorno allo scavalco dell'anno, i dati mostrano un *de-coupling* in termini di crescita degli Stati Uniti rispetto alle altre aree menzionate, a favore degli Stati Uniti. Di conseguenza il dollaro dovrebbe, entro tale orizzonte temporale, (a) entrare in una fase di stabilizzazione, seppure su livelli bassi, (b) intraprendere un recupero, seppure graduale e di ampiezza ridotta ed (c) evitare di scendere sotto i minimi 2008. Alla luce comunque di alcuni problemi strutturali che obiettivamente affliggono l'economia USA – come ad esempio riportare in ordine i conti pubblici dopo lo stimolo fiscale elargito post-crisi – appare verosimile ipotizzare che nei prossimi anni il biglietto verde si collochi mediamente su livelli inferiori a quelli degli anni scorsi. Negli ultimi giorni, comunque, l'azione coordinata di Fed, BCE, BoE e SNB in merito al ridimensionamento/modifica di condizioni di alcune specifiche *facilities* precedentemente introdotte con il *quantitative easing*, avrebbero fatto rimbalzare il dollaro (cambio effettivo nominale). Questo potrebbe contribuire almeno a ridurre o evitare un ulteriore indebolimento del biglietto verde, anticipando la fase di consolidamento e successiva ripresa.

EUR – Quanto detto sul dollaro si è riflesso quasi in un rapporto di 1 a 1 sull'euro. Ben pochi sono stati gli spunti di forza autonoma che hanno spinto l'EUR/USD da un minimo di 1,37 a un massimo di 1,48 (+8%). La tendenza è stata guidata dal dollaro, poi vi è stata qualche piccola oscillazione in base a dati europei che hanno sorpreso o deluso rispetto alle attese. Tecnicamente, il recente sfondamento al rialzo del corridoio 1,4647-1,4801, anticamera del fronte rialzista verso 1,50-1,60, potrebbe supportare l'idea di un temporaneo raggiungimento dell'area 1,50. Ammesso che questo avvenga, **un allargamento dei differenziali di crescita attesa tra area euro e USA a favore degli USA, avvalorerebbe l'aspettativa di una correzione verso 1,40 – se non poco sotto – sull'orizzonte menzionato.**

Nel medio termine, in ragione delle problematiche strutturali dell'economia USA, si può pensare ad un ritorno all'interno del range 1,45-1,50 e nel medio/lungo termine una stabilizzazione più verso la parte media-medio/alta al massimo del range 1,20-1,60 – con tendenza dell'euro ad intrattenersi in area di sopravvalutazione piuttosto che di sottovalutazione. Ma i rischi di tale scenario centrale sono verso il basso. **Nei prossimi anni infatti, in quello che finora è stato considerato una sorta di braccio di ferro a due, tra dollaro ed euro, se non ne uscirà vincente il dollaro non è detto che ne esca vincitore l'euro.** Potrebbero emergere infatti come valute *competitors* alcune di quelle dei paesi emergenti (ma non solo) che, per ragioni di forza propria delle rispettive economie, pur avendo subito anch'esse i contraccolpi della crisi, nel processo di parziale (perché una parte significativa di tale spiazzamento è già avvenuta) spiazzamento del dollaro come prima valuta di riserva e di scambio internazionale, diminuisca in termini percentuali la fetta dell'euro a propria volta almeno in parte spiazzata da altre valute (emergenti e non) supportate da fondamentali robusti, e da risorse "richieste" a livello globale (tra cui varie categorie di materie prime) proprie delle rispettive economie.

GBP – Nello stesso periodo la sterlina si è apprezzata del 7,6% da un minimo di 1,58 ad un massimo di 1,70 GBP/USD. In questo caso, **la recentissima correzione** che ha riportato il cambio da 1,67 a 1,59 **è stata amplificata dalla presa d'atto che a metà estate circa si fossero probabilmente formate aspettative un po' troppo ottimistiche sulle prospettive di crescita dell'economia britannica**, aspettative che sono state recentemente ridimensionate, soprattutto grazie alle esternazioni da parte della Bank of England. A parte dunque eventuali ritracciamenti rialzisti di breve, **rimangono ancora pressioni ribassiste sulla sterlina**, che potrebbero estendere ulteriormente la correzione all'interno del range 1,60-1,55 GBP/USD prima di generare un graduale recupero nel corso del 2010 lasciando alle spalle quota 1,6000. Come coerentemente

Scenario Macroeconomico

Settembre 2009

accaduto di recente, l'**indebolimento atteso** della divisa britannica **dovrebbe trasferirsi anche nei confronti dell'euro**, ma il movimento dovrebbe restare contenuto entro quota 0,95 EUR/GBP.

JPY – Apprezzamento nello stesso periodo del 10% circa anche dello yen contro dollaro, da minimi a 98 a massimi poco sotto 90 USD/JPY. **Qui però pare trattarsi più del diffondersi dell'idea che, per quanto detto sopra sul dollaro, il biglietto verde possa sostituire lo yen come *funding currency* nei *carry trades*. Ma date le condizioni critiche dell'economia giapponese, un eventuale ulteriore rafforzamento entro quota 85 sarebbe verosimilmente temporaneo**, e non dovrebbe riuscire ad impedire un successivo deprezzamento verso 95-100 USD/JPY.

Tassi di cambio: previsioni					
	28/09/09	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1,4626	1,40	1,42	1,44	1,45
USD/JPY	89,42	96	102	100	95
GBP/USD	1,5904	1,60	1,62	1,65	1,70
EUR/CHF	1,5105	1,55	1,57	1,59	1,55
EUR/SEK	10,2285	10,20	10,00	9,50	8,95
EUR/NOK	8,5435	8,60	8,50	8,30	8,10
EUR/DKK	7,4422	7,45	7,46	7,46	7,46
USD/CAD	1,0969	1,10	1,14	1,17	1,20
AUD/USD	0,8647	0,89	0,85	0,84	0,79
NZD/USD	0,7146	0,68	0,65	0,62	0,55
EUR/JPY	130,79	134	145	144	138
EUR/GBP	0,9196	0,88	0,88	0,87	0,85
EUR/CAD	1,6043	1,54	1,62	1,68	1,74
EUR/AUD	1,6915	1,57	1,67	1,71	1,84
EUR/NZD	2,0467	2,06	2,18	2,32	2,64

Fonte: Thomson Reuters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tassi di cambio: variazioni % attese				
	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	-4,3%	-2,9%	-1,5%	-0,9%
USD/JPY	7,4%	14,1%	11,8%	6,2%
GBP/USD	0,6%	1,9%	3,7%	6,9%
EUR/CHF	2,6%	3,9%	5,3%	2,6%
EUR/SEK	-0,3%	-2,2%	-7,1%	-12,5%
EUR/NOK	0,7%	-0,5%	-2,9%	-5,2%
EUR/DKK	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%
USD/CAD	0,3%	3,9%	6,7%	9,4%
AUD/USD	2,9%	-1,7%	-2,9%	-8,6%
NZD/USD	-4,8%	-9,0%	-13,2%	-23,0%
EUR/JPY	2,8%	10,7%	10,1%	5,3%
EUR/GBP	-4,9%	-4,7%	-5,1%	-7,3%
EUR/CAD	-4,0%	0,9%	5,0%	8,5%
EUR/AUD	-7,0%	-1,2%	1,3%	8,5%
EUR/NZD	0,6%	6,7%	13,5%	28,8%

Fonte: Thomson Reuters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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

Appendice

Certificazione degli analisti

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

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

Comunicazioni specifiche:

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

Comunicazioni importanti

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

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

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Metodologia di valutazione

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

Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

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