

# Scenario Macroeconomico

**Servizio Studi e Ricerche**  
Giugno 2010

## Indice

<b>L'ultima battaglia?</b>	<b>2</b>
<b>Le misure straordinarie contro la crisi fiscale nella zona euro</b>	<b>6</b>
<b>Stati Uniti – le cicale continueranno a cantare</b>	<b>13</b>
Economia reale e inflazione	13
Politica fiscale ancora espansiva	20
Politica monetaria: aspettando la svolta	24
<b>Area euro – La correzione fiscale non compromette la ripresa, per ora</b>	<b>27</b>
L'altra faccia della medaglia: si apre un biennio di crescita	28
Il mix di politiche economiche non è tale da causare un'inversione del ciclo ravvicinata	28
Il testimone della crescita passerà gradualmente dall'export agli investimenti delle imprese	29
Il ciclo mondiale è favorevole, ma potrebbe essere più breve rispetto al passato	30
L'area euro è l'unica tra le principali aree ad aver già iniziato un sentiero di correzione fiscale ...	31
... che tuttavia non sarà in grado di far deragliare la ripresa nel 2011, compensato dal traino dalla domanda estera	36
Focus: Analisi di shock sul tasso di cambio EUR/USD	38
Inflazione in risalita, ma soltanto per fattori esogeni	43
BCE in trincea fino a quando?	46
Germania: avanti con crescente distacco	49
Italia: il ciclo ora è ben impostato, ma non durerà a lungo	55
<b>Regno Unito – torna la crescita, rimane il problema fiscale</b>	<b>58</b>
<b>Asia</b>	<b>59</b>
Giappone: crescita record nel 2010, ma è solo in prestito dal futuro	59
Cina: la crescita rimane elevata ma restano i rischi al ribasso	66
India: normalizzazione dei tassi graduale per sostenere la crescita	80
<b>Mercati valutari</b>	<b>88</b>

Giugno 2010

Nota trimestrale

Intesa Sanpaolo  
Servizio Studi e Ricerche

Macroeconomic and  
Fixed Income Research

Macroeconomic Research  
Team

Luca Mezzomo  
Responsabile

Giovanna Mossetti  
Economista - USA e Giappone

Anna Maria Grimaldi  
Economista - Area euro

Paolo Mameli  
Economista - Area euro

Alessio Tiberi  
Economista

Asmara Jamaleh  
Economista – Mercati Valutari

International Economics

Silvia Guizzo  
Economista Macro - Asia  
Emergenti

I prezzi del presente documento sono aggiornati al 18 giugno 2010

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

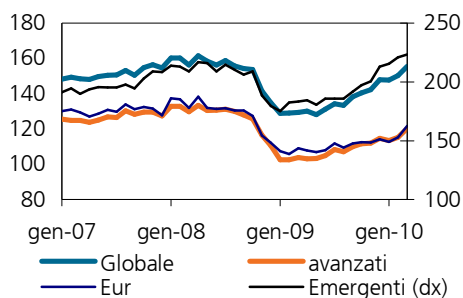
## L'ultima battaglia?

La crisi finanziaria divampata nel 2007 ha subito un'ultima mutazione, dando avvio alla temuta crisi fiscale. Per ora il fenomeno ha riguardato soltanto alcuni emittenti periferici della zona euro, ma le sue implicazioni influenzeranno negativamente lo scenario economico dei prossimi anni. Per il momento, comunque, prevalgono le note positive: il ciclo economico mondiale è in ripresa e l'espansione dovrebbe consolidarsi nei prossimi trimestri. Fino al prossimo anno, il mix di politiche economiche sarà accomodante.

Luca Mezzomo

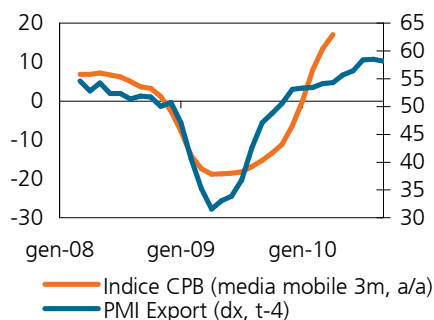
L'evento degli ultimi mesi è stato senza ombra di dubbio il divampare della crisi sul mercato europeo dei titoli di stato, con tali pressioni sui premi al rischio di diversi emittenti da obbligare uno di essi (la Grecia) a richiedere l'assistenza finanziaria del FMI e dell'Eurogruppo, e le autorità economiche dell'Eurozona a introdurre durante un drammatico weekend di inizio maggio una serie di misure straordinarie per bloccare il contagio che si stava manifestando in altri paesi (v. pag. 6). Quest'ultima mutazione della crisi finanziaria iniziata nel 2007 ha notevoli implicazioni per lo scenario macroeconomico, che passano attraverso l'accelerazione di piani di risanamento fiscale, il congelamento della normalizzazione monetaria avviata dalla BCE in marzo, il movimento dei cambi dell'euro, il peggioramento del clima di fiducia e, infine, il maggior costo dei fondi per le banche europee.

Indici CPB di commercio mondiale



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati CPB

PMI Globale – ordini all'export



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati CPB e Markit

Fortunatamente l'episodio è intervenuto quando la rete di sicurezza stesa negli ultimi anni dalle banche centrali sul sistema finanziario era ancora pienamente operativa, il che ha evitato conseguenze pesanti sul sistema bancario mondiale. Un'altra importante differenza con la prima fase della crisi è che siamo in una fase di ripresa economica mondiale diffusa e in progressivo rafforzamento, e non agli stadi iniziali di una recessione. Negli ultimi mesi la crescita della domanda interna nei paesi emergenti e negli Stati Uniti e l'orientamento positivo del ciclo delle scorte hanno consentito un forte rimbalzo dei flussi commerciali internazionali, che ormai hanno recuperato i livelli pre-crisi. Le indagini congiunturali presso le imprese, come i PMI, suggeriscono che la ripresa si protrarrà ai mesi estivi, anche se probabilmente a ritmi meno intensi rispetto a quelli recenti. Grazie al traino della domanda mondiale, i livelli produttivi sono ormai in ripresa anche nella zona euro, dove i dati del 1° semestre hanno sorpreso in positivo e potrebbero nei prossimi mesi sostenere una moderata ripresa degli investimenti e un miglioramento della situazione occupazionale.

Nei prossimi mesi lo scenario sarà ancora sostenuto da un mix di politiche fiscali e monetarie per lo più accomodanti. Anche nell'Eurozona, dove l'impegno alla riduzione del disavanzo è più esplicito, l'effetto netto delle misure fiscali è espansivo nel 2010 e diventa solo moderatamente restrittivo nel 2011; inoltre, l'indebolimento dell'euro dovrebbe consentire alle imprese europee di guadagnare quote sui mercati internazionali e interni, con effetti che dovrebbero svilupparsi in pieno nel 2° semestre. Gli Stati Uniti sono alle prese con elezioni di metà mandato ad altissimo

**Un mix di politica economica  
ancora accomodante**

rischio per l'amministrazione democratica, e difficilmente potranno imbarcarsi in un'aggressiva correzione fiscale nel 2011. Anche le politiche monetarie sono più espansive del previsto: la Federal Reserve continua a segnalare che i tassi rimarranno fermi a lungo e rimane molto cauta anche nel drenare l'eccesso di riserve; la BCE, che aveva annunciato un calendario di rimozione delle misure non convenzionali è stata costretta a congelare tutto a causa della crisi sul debito pubblico, e probabilmente non alzerà i tassi fino a metà 2011. L'orientamento delle politiche economiche rappresenterà un rischio per l'espansione economica soltanto dal 2012. A questo proposito è bene ricordarsi che il disavanzo dei conti e i problemi di sostenibilità non riguardano soltanto l'eurozona: quest'anno il saldo primario corretto per il ciclo è infatti stimato dal FMI a -7,6% del PIL negli Stati Uniti, a -5,4% nel Regno Unito e a -6,5% in Giappone. L'ombra delle misure necessarie a garantire la sostenibilità del debito continua perciò a gravare sullo scenario globale di medio termine. Quanto meno dovrebbe trattarsi dell'ultima battaglia di questa guerra per la stabilizzazione del sistema finanziario mondiale, anche se probabilmente sarà seguita più da una tregua transitoria che da un armistizio definitivo.

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

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Lo scenario di riferimento presentato nel rapporto assume che le tensioni sul debito pubblico dell'Eurozona si stabilizzino nel corso del prossimo semestre e che non avvengano eventi di credito di valenza sistemica. L'ipotesi è che gli acquisti ufficiali BCE, l'avvio della EFSF, la cooperazione fra governi e banche e la correzione fiscale consentano di riassorbire le tensioni sul mercato dei titoli di stato. Implicitamente stiamo anche ipotizzando che l'abbondante liquidità fornita dalla BCE, ricapitalizzazioni e fusioni consentano di gestire il deterioramento nella qualità degli attivi bancari dei paesi più esposti. A scanso di equivoci, non si sta ipotizzando affatto che non vi siano problemi di fragilità sistemica, ma che le misure adottate per fronteggiare tali problemi abbiano successo.

La previsione di una crescita economica mondiale robusta sia nel 2010 sia nel 2011, e per di più ancora sbilanciata verso i paesi emergenti, è connessa ad aspettative di rialzo dei prezzi delle materie prime energetiche e dei metalli industriali. I ritmi di incremento sono tuttavia più contenuti rispetto a quelli stimati per il 2010, che sconta anche i benefici dello spostamento dei flussi di capitale verso i comparti più ciclici.

Proiezioni sui prezzi delle materie prime sottostanti la previsione					
	2007	2008	2009	2010	2011
Petrolio (Brent, dollari al barile)	72,7	97,9	61,6	77,7	83,2
	+11,6	+34,7	-37,1	+26,1	+7,1
Materie prime escluso combustibili (1990=100)	140,6	151,1	122,8	144,2	146,9
	+14,1	+7,4	-18,7	+17,5	+1,9
Metalli (1990=100)	183,3	168,7	120,4	169,9	180,0
	+17,4	-8,0	-28,6	+41,2	+5,9
Agricole (1990=100)	114,2	113,3	94,1	101,5	91,8
	+5,0	-0,8	-17,0	+7,9	-9,6

Nota: livelli e variazioni medie annue

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Rischi

### Materie prime

### Il quadro per area in sintesi

La previsione per gli Stati Uniti vede un sentiero di crescita relativamente solida, spinto da una combinazione di politiche economiche espansive e di ripresa dell'economia mondiale. Il punto centrale dello scenario statunitense è la **diffusione della crescita a tutti i settori**.

#### Stati Uniti

Anche se, rispetto ad altre fasi di svolta ciclica, l'espansione appare tiepida, lo scenario è positivo, con una **crescita prevista a 3,4%** nel 2010-11. Lo spostamento in avanti della svolta di politica monetaria, l'introduzione continua di misure fiscali espansive, la ripresa dell'economia mondiale e del commercio internazionale, il calo dei rendimenti americani conseguente alla crisi europea rafforzano lo scenario espansivo. La crescita mondiale continuerà a sostenere il settore manifatturiero e i consumi privati resteranno solidi grazie alla forte espansione del reddito disponibile prevista fino a quando le politiche fiscali e monetarie non svolteranno. Sull'orizzonte 2010-11 la possibilità di un *double dip* è remota e dipende da shock esogeni. **I rischi sullo scenario sono simmetrici**. Elementi di fragilità dello scenario sono l'elevato tasso di disoccupazione di lungo termine e la mancata correzione dei conti federali. Rischi verso l'alto per la crescita derivano da un sentiero di consumi più forte di quello previsto, con le famiglie che non aumentano il risparmio e da una crescita mondiale in ulteriore accelerazione, spinta da politiche economiche espansive a livello globale. Le previsioni sono basate sull'ipotesi che la politica monetaria non svolti fino almeno al 1° trimestre 2011 e che la politica fiscale federale resti espansiva fino alle elezioni presidenziali del 2012. Il ritorno a politiche economiche restrittive sarà il tema dominante dello scenario del 2012-13. Per ora le autorità non sembrano inclini a ritirare stimolo economico.

L'area euro è entrata in un biennio di crescita dopo la sostanziale stagnazione del 2009. Per i ritardi con cui agisce sull'economia reale, il mix di politiche economiche, che rimane estremamente espansivo, è in grado di sostenere l'economia fino al 2011 inoltrato e giustifica una moderata revisione al rialzo delle proiezioni. Guardando al prossimo anno, il freno rappresentato dalla restrizione fiscale annunciata da diversi paesi dell'Eurozona, pari a circa quattro decimi di PIL, sarà compensato quasi interamente dall'effetto espansivo del deprezzamento del cambio e dallo scenario di tassi ufficiali e di mercato più bassi rispetto a quello ipotizzato tre mesi fa. Inoltre, l'area euro beneficerà almeno in parte di un contesto in cui l'economia mondiale tornerà a crescere ai ritmi del 2004-07. Anzi, il testimone della crescita si sposterà gradualmente nei prossimi trimestri dall'export e dalle scorte a un più "genuino" ciclo degli investimenti delle imprese.

#### Area euro

Il deprezzamento del cambio ci porta a rivedere al rialzo anche le previsioni d'inflazione per il 2010 e il 2011, rispettivamente a 1,4 e 1,7%. Tuttavia, la dinamica sottostante rimarrà ancora frenata dalle condizioni cicliche; le uniche pressioni su tale fronte verranno dal rialzo della tassazione indiretta e dai prezzi amministrati. Le attese d'inflazione a medio termine rimangono stabili.

La crisi ha obbligato la BCE a sospendere il ritiro delle misure non convenzionali, arricchitesi il 10 maggio con il Securities Markets Program e il 10 giugno con l'annuncio di tre aste trimestrali ad assegnazione piena. L'impianto in essere consentirebbe ancora alla BCE di riprendere il controllo della gestione della liquidità già da fine anno, tramite l'abbandono della piena allocazione. Tuttavia, il corso della politica monetaria rimane fortemente condizionato dai tempi di stabilizzazione del mercato dei titoli di stato e dalle scelte di politica fiscale. In uno scenario di lenta normalizzazione i tassi potrebbero salire dal 2° trimestre del 2011, ma non è possibile escludere che la fragilità del sistema finanziario impedisca alla BCE di restringere la politica monetaria per un periodo di tempo anche più lungo.

Il 2010 sarà per il Giappone un anno di crescita record dai primi anni '90, dopo la contrazione senza precedenti vista nel 2009. La previsione vede **la crescita del PIL al 3,4% nel 2010** e del 2,4% nel 2011. La dipendenza dell'economia giapponese dal commercio estero e la netta ripresa della crescita nei paesi emergenti hanno determinato la svolta ciclica. La politica fiscale espansiva, a supporto soprattutto dei consumi e del reddito delle famiglie, ha aggiunto un considerevole contributo della domanda domestica alla crescita complessiva. Il PIL giapponese resterà su un sentiero di espansione al di sopra della media dell'ultimo decennio, con un moderato rallentamento atteso nel 2011.

#### Giappone

Per quanto riguarda i prezzi, la deflazione prevarrà ancora nel 2010, ma sarà in graduale miglioramento nel 2011. Nel 2010, il calo dei prezzi è esacerbato dalla politica fiscale che per via dell'introduzione della gratuità delle rette scolastiche ridurrà la crescita dei prezzi di circa lo 0,5pp fino ad aprile 2011.

Il quadro, apparentemente molto positivo, non modifica il problema centrale dell'economia giapponese: la **finanza pubblica** rappresenta un supporto nel breve per l'economia, ma un rischio di medio termine per lo scenario economico. I conti pubblici restano su un sentiero esplosivo, con il rapporto deficit/PIL previsto all'8,5% nel 2010 e all'8% nel 2011 e il debito/PIL sopra il 200%.

La **BoJ** si è impegnata a mantenere condizioni finanziarie "estremamente espansive". Alla politica di tassi a zero, si accompagnano misure non convenzionali mirate a sostenere "i fondamentali della crescita economica". La Banca centrale ha introdotto un programma di prestiti per 3 trilioni di yen per finanziare progetti che sostengano la crescita di lungo termine: questa è una svolta di politica industriale, più che di politica monetaria e non è detto che porti risultati in termine di crescita, soprattutto su un orizzonte di medio termine.

Rispetto allo scenario di marzo, la proiezione per la crescita economica della Cina nel 2010 è stata rivista al ribasso dal 9,5% a 9,0%, essenzialmente a causa di un minor contributo del canale estero dovuto alla maggiore crescita delle importazioni. Sulla crescita del 2011 inciderà il graduale, ma inevitabile cambio di stanche della politica monetaria e fiscale nella seconda parte dell'anno. La possibilità di un rallentamento dell'attività sul mercato immobiliare più ampio delle attese continua, tuttavia, a costituire il maggior rischio al ribasso sullo scenario di crescita cinese, per gli impatti negativi che potrebbe avere sia sulle finanze dei governi locali sia sulla performance del settore bancario. Questa rimane anche la preoccupazione maggiore delle Autorità cinesi e, insieme all'incertezza sulla tenuta della domanda mondiale, è alla base della gradualità delle misure di normalizzazione della liquidità intraprese in questi mesi e della persistenza del peg al dollaro.

#### Cina

In India la crescita nel 2010 rimarrà elevata (7,8%), guidata da un'accelerazione di consumi privati ed investimenti, che continuerà anche nel corso del 2011. I rischi sullo scenario sono al ribasso sulla crescita e al rialzo sull'inflazione. I primi provengono essenzialmente dall'incertezza sulla solidità della ripresa della domanda internazionale. I secondi sono essenzialmente interni e vengono dalle pressioni inflazionistiche endogene.

#### India

## Le misure straordinarie contro la crisi fiscale nella zona euro

La minaccia di crisi sistemica ha finalmente trovato una risposta coordinata ed energica da parte di BCE e Unione Europea. Il quadro delle misure adottate o proposte include sia misure destinate a fronteggiare l'emergenza, tra le quali il cruciale programma BCE per l'acquisto di titoli di stato, sia l'embrione di un nuovo regime di sorveglianza sugli squilibri e le dinamiche macroeconomiche nell'eurozona. La proposta della Commissione su quest'ultimo fronte sembra raccogliere molti dei suggerimenti emersi dal recente dibattito sulla riforma del Patto di Stabilità e Crescita. Il rischio di dissolvimento dell'unione monetaria è sovrastimato.

Luca Mezzomo

Scrivete Bagehot che "ogni banchiere sa che deve dimostrare di essere degno di credito, per quanto solide siano le sue ragioni, di fatto il suo credito è già svanito"<sup>1</sup>. Un problema simile si sono trovati a fronteggiare nella prima settimana di maggio diversi Stati membri dell'Eurozona. La crisi della Grecia (paese che effettivamente presentava seri problemi di sostenibilità del debito) ha subito una mutazione, coinvolgendo in un crescendo di panico emittenti sovrani caratterizzati da rilevanti scadenze debitorie, problemi di credibilità dati da un elevato debito detenuto da non residenti (Italia) o da livelli correnti di disavanzo primario elevati (Spagna, Portogallo). Con la crisi entrata in una fase analoga a quella di una 'corsa ai depositi' per le banche, non c'erano più alternative credibili alla mobilitazione della base monetaria a supporto del mercato: nessuna manovra fiscale correttiva, infatti, avrebbe potuto arginare allo stesso tempo uno 'sciopero' improvviso degli investitori esteri alle aste dei titoli di stato e la liquidazione di una parte rilevante del portafoglio detenuto da non residenti, soprattutto se avesse coinvolto anche operatori della zona euro. D'altro canto, le implicazioni sistemiche di una crisi del debito sovrano di uno o più Stati grandi dell'Eurozona sarebbero state catastrofiche, viste le fitte interconnessioni fra i sistemi bancari dell'area favorite da oltre un decennio di unione monetaria.

Esposizione consolidata del sistema bancario verso l'estero in miliardi di dollari, dicembre 2009																
Esposizione verso:	Esposizione estera totale	Banche europee	Aus	Bel	Fra	Ger	Gre	Irl	Ita	Ola	Por	Spa	Svi	UK	Gia	US
<b>Totale</b>	30469.2	19460.1	535.7	433.5	3773.1	3302.1	167.2	626.5	961.3	1588.4	169.7	1378.4	1633.8	3643.8	2428.3	2492.5
<b>Europa</b>	16025.5	10404.6	240.0	273.3	2300.8	2059.4	60.8	433.6	652.4	916.8	111.0	734.4	558.1	1086.7	797.3	1236.5
<b>Aus</b>	319.1	292.0		5.6	26.6	101.1	0.3	6.0	115.0	9.7	0.8	6.2	10.9	5.6	6.1	7.7
<b>Bel</b>	675.0	563.0	4.6		301.4	40.7	0.1	6.1	5.3	131.5	1.2	9.4	11.6	30.7	23.3	31.0
<b>Fra</b>	1735.0	804.5	11.1	38.3		195.6	2.1	20.6	37.4	92.7	8.1	50.4	66.7	239.2	96.3	134.7
<b>Ger</b>	2105.2	1296.9	55.2	23.8	292.9		5.9	36.4	274.9	176.6	4.6	51.0	85.0	173.0	148.7	146.9
<b>Gre</b>	236.2	188.6	4.6	3.6	75.2	45.0		8.5	6.9	11.9	9.7	1.3	3.6	15.1	6.4	16.6
<b>Irl</b>	867.0	634.6	8.5	60.8	60.3	183.8	0.8		18.4	30.8	21.5	15.7	16.5	187.5	30.2	58.6
<b>Ita</b>	1417.9	1032.8	25.4	29.9	511.4	189.7	0.7	46.3		68.7	5.2	46.8	16.4	76.9	53.1	53.8
<b>Ola</b>	1079.6	592.9	18.3	27.7	150.6	155.6	5.4	15.5	26.7		11.4	22.8	33.9	96.7	51.2	91.6
<b>Por</b>	285.7	240.6	2.8	3.1	44.7	47.4	0.1	5.4	6.7	12.4		86.1	3.9	24.3	4.2	5.0
<b>Spa</b>	1145.8	851.1	8.8	21.5	219.6	238.0	0.4	30.2	31.1	119.7	28.1		18.3	114.1	28.0	52.7
<b>Svi</b>	555.1	215.0	9.2	1.1	66.5	58.4	0.9	2.5	11.2	17.1	2.2	6.4		29.7	21.9	34.0
<b>UK</b>	3569.7	2132.0	23.6	36.1	341.6	500.6	18.0	232.0	51.6	189.9	10.4	409.4	205.5		198.6	496.7
<b>Gia</b>	991.7	474.0	0.5	1.8	187.9	50.3	0.0	15.2	...	14.5	0.0	0.7	77.9	118.2		233.6
<b>US</b>	5393.5	3597.6	19.2	47.9	573.6	533.4	5.1	95.5	50.2	264.7	10.2	197.7	664.9	1069.3	875.1	

Fonte: elaborazione su dati BRI, immediate borrower basis. L'intestazione di colonna si riferisce al paese creditore

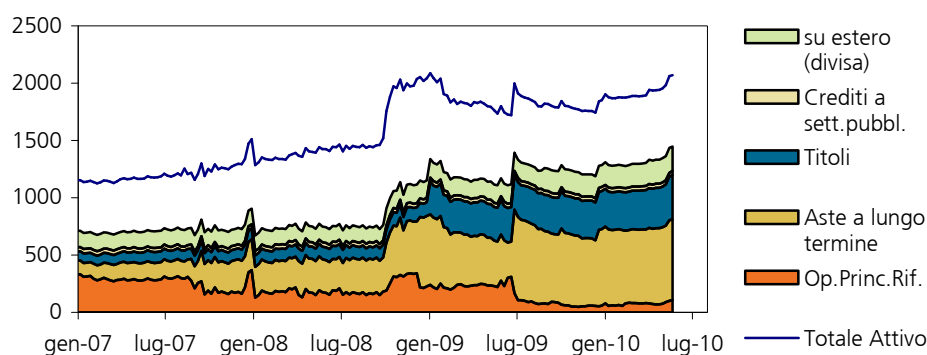
È stato perciò con sollievo che dalle riunioni europee del 7-9 maggio si è visto alla fine uscire un piano energico e tempestivo di arresto della crisi. I cardini del piano sono quattro: primo, misure di emergenza per mobilitare la base monetaria a supporto del mercato dei titoli di stato, risollevandone spessore e liquidità; secondo, la predisposizione di un embrionale meccanismo di gestione della crisi (lo European Stabilization Mechanism), svincolato dal farraginoso meccanismo dei prestiti bilaterali adottato per la Grecia; terzo, il lancio di un programma di riforma del meccanismo di sorveglianza economica e finanziaria nell'Eurozona; quarto, l'accelerazione della correzione fiscale negli Stati membri più esposti.

1 W. Bagehot, *Lombard Street*, Ch. 2, 1873.

## 1. La BCE costretta a usare l'arma nucleare contro la crisi sistemica

Ai fini della stabilità finanziaria la misura più importante – anche perché l'unica con effetti immediati – è il lancio da parte della BCE del **Securities Markets Program (SMP)**, che prevede acquisti di titoli pubblici o privati sul mercato secondario. Il rischio che si paventava era che eccessive preoccupazioni per l'indipendenza della Banca centrale potessero far optare per soluzioni sub-ottimali e rischiose, come un sostegno alle banche perché assorbissero i flussi di titoli di stato ceduti dagli esteri. Che tali dubbi non fossero del tutto infondati è apparso chiaro dal fatto che la BCE ha approvato le misure con un'ampia maggioranza, ma non all'unanimità, e che successivamente il Presidente della Bundesbank ha espresso commenti critici sulla decisione del consiglio direttivo<sup>2</sup>.

Composizione dell'attivo del Sistema Europeo di Banche Centrali, miliardi di euro



Fonte: elaborazioni su dati settimanali BCE. I 'crediti al settore pubblico' includono soltanto poste antecedenti al 1994.

Il programma, che ha la finalità di sostenere spessore e liquidità del mercato (e indirettamente di normalizzare gli spread dei periferici sui mercati *core* e favorire costi di rifinanziamento sostenibili), ha avuto fin dal primo giorno un notevole impatto di mercato, anche se con il tempo la percezione che il supporto non si estendeva alle emissioni di Spagna e Italia ha causato un allargamento degli *spread* di questi due emittenti. Le Banche centrali nazionali non hanno però fornito dati sui titoli acquistati. Per quanto riguarda la contabilizzazione degli effetti quotidiani sulla liquidità, al momento lo SMP viene incluso tra i fattori autonomi, estremamente volatili rispetto alle stime settimanali BCE<sup>3</sup>. La BCE fornisce ora settimanalmente una stima degli acquisti netti regolati dall'inizio del programma fino al venerdì precedente. Fino all'11 giugno il totale assommava a 47 miliardi di euro. I titoli acquistati risultano nel rendiconto settimanale dell'Eurosistema alla voce 7.1 (Titoli detenuti ai fini della politica monetaria), assieme ai *covered bonds*<sup>4</sup>.

Lo SMP rappresenta una misura di *credit easing* e non di stimolo quantitativo, perché comporta una ricomposizione dell'attivo della Banca centrale (calo dei crediti verso le istituzioni monetarie e finanziarie, aumento del portafoglio di titoli di stato), ma non obiettivi definiti di espansione

2 Si vedano le dichiarazioni di Trichet al termine della riunione BRI del 10 maggio. Weber ha dichiarato a Boersen Zeitung lo stesso 10 maggio che "l'acquisto di titoli di stato comporta significativi rischi per le politiche di stabilità e perciò vedo questa parte della decisione del consiglio BCE come critica".

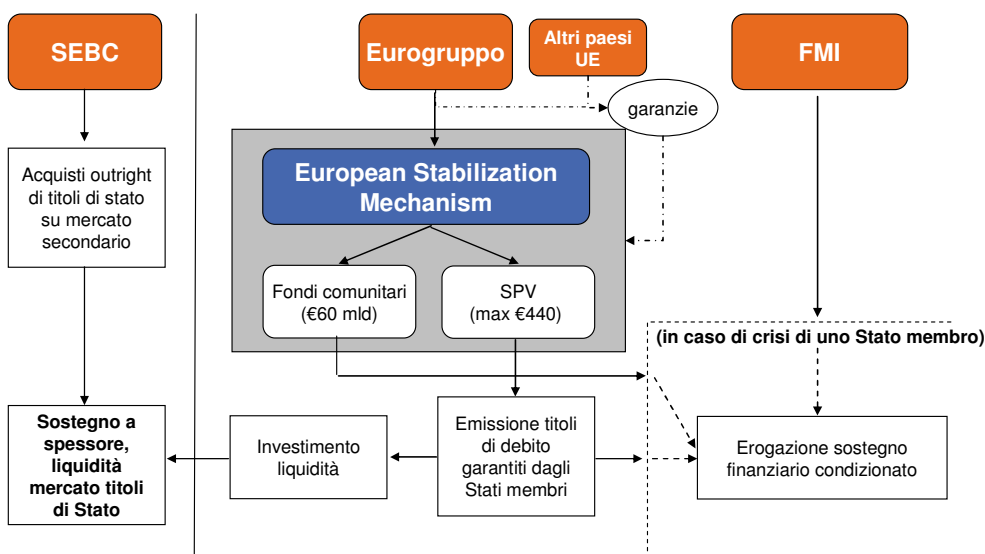
3 Tale classificazione è inizialmente apparsa alla pagina Reuters ECB40, che contiene l'informativa quotidiana della BCE sulle condizioni di liquidità nell'area euro.

4 Il rendiconto viene diffuso il mercoledì successivo alla settimana a cui si riferisce. Quello relativo al 21/5 riportava titoli per 79,8 miliardi, di cui 53,1 miliardi *covered bonds*. La BCE indica esplicitamente quale parte dell'incremento rispetto alla settimana precedente è dovuto al programma sulle obbligazioni garantite e quale, invece, allo SMP.



del bilancio della Banca centrale. Per rimarcare il concetto, la BCE ha affermato che gli effetti sulla liquidità degli acquisti di titoli saranno sterilizzati con opportune misure. In realtà, l'offerta di base monetaria nell'Eurozona è endogena e totalmente determinata dalla domanda, in quanto le principali aste di creazione prevedono tuttora la piena allocazione al margine: non essendoci razionamento della liquidità, la BCE avrebbe potuto evitare qualsiasi intervento. Il drenaggio quotidiano dell'eccesso di liquidità viene attualmente operato dalle stesse banche con il riversamento nella *deposit facility*, che il 10 maggio ha toccato addirittura 314 miliardi di euro e nell'ultimo periodo di riserva contava in media giacenze per 218 miliardi. Tra le molteplici opzioni a disposizione, la BCE ha optato per l'**emissione di certificati di deposito settimanali**, collocati mediante un'asta a tasso variabile con tetto all'1% che si tiene lo stesso giorno dell'operazione principale di rifinanziamento. Le operazioni hanno effetto sulla composizione del bilancio, spostando parte dell'eccesso di riserve parcheggiate presso BCE dalla scadenza giornaliera a quella settimanale, ma non sulla sua dimensione. Al momento, infatti, la dimensione del bilancio della BCE risulta 'elastica', guidata dalla domanda di liquidità espressa dal sistema bancario dell'Eurozona: con il riemergere delle tensioni sull'interbancario e l'approssimarsi della scadenza del 1° luglio, per esempio, si è assistito a un aumento dell'eccesso medio di riserve dai 147 miliardi di gennaio ai 326 miliardi del 16 giugno. Da notare che proprio per contrastare tali segnali di stress la BCE ha annunciato che altre due aste trimestrali saranno condotte a tasso fisso con piena allocazione (26 maggio e 30 giugno), e ha previsto un'asta semestrale a tasso indicizzato che il 12 maggio ha iniettato 35,7 miliardi di liquidità. Infine, sono state riattivate le aste di fondi in dollari, la prima delle quali ha avuto luogo l'11 maggio con la modalità della piena allocazione a tasso fisso.

#### Il meccanismo di gestione dell'emergenza



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

## 2. Lo European Stabilisation Mechanism (ESM)

Non meno rivoluzionarie, anche se di minor rilevanza per la gestione immediata dell'emergenza, sono le misure adottate dall'Ecofin nella riunione del 9 maggio. A parte ratificare il prestito alla Grecia nei termini già annunciati, il Consiglio ha lanciato lo **European Stabilisation Mechanism**, articolato su due moduli. Primo, un fondo da 60 miliardi garantito da risorse comunitarie, ispirato a quell'art. 122.2 del Trattato che prevede sostegno finanziario agli Stati in difficoltà per circostanze eccezionali che esulano dal loro controllo. L'accesso al fondo, normato da un Regolamento del Consiglio, è subordinato all'accettazione di misure di stabilizzazione "nel contesto di un sostegno congiunto UE/FMI". Il fondo sarà poi integrato con risorse raccolte da un **veicolo finanziario**, denominato **European Financial Stabilization Facility**, sovra-garantite *pro*

*rata* dagli Stati membri, fino a un massimo di **440 miliardi di euro**. Il veicolo finanziario è stato costituito mediante un accordo intergovernativo fra gli Stati membri dell'Eurozona e incorporato in Lussemburgo. Sull'onda dell'emergenza, dunque, sono state superate le resistenze a raccogliere fondi finanziari mediante emissioni comunitarie. Il comunicato Ecofin aggiunge che "il FMI parteciperà negli accordi finanziari e si attende che fornisca fondi pari almeno alla metà del contributo UE attraverso le sue operazioni ordinarie."<sup>5</sup> La figura alla pagina precedente illustra la struttura prevista per la gestione di una nuova eventuale crisi.

Quali benefici comporterebbe il nuovo assetto rispetto alla gestione su base bilaterale adottata nei confronti della Grecia? In primo luogo, la fase delicata, lunga e rischiosa della ratifica parlamentare viene anticipata a livello di impostazione del meccanismo. In caso di emergenza, qualora sia raggiunto a livello comunitario un accordo con lo Stato in difficoltà sulle condizioni (misure di austerità, riforme strutturali ecc.) il sostegno finanziario potrebbe perciò essere lanciato più rapidamente e con meno incertezze rispetto al piano di sostegno alla Grecia. In secondo luogo, si crea finalmente una procedura per gestire la crisi, un problema lasciato irrisolto dal Trattato anche dopo le ultime revisioni alle quali è stato sottoposto. Lo ESM è abbastanza articolato da potersi evolvere nel sistema definitivo di gestione delle crisi, come ha segnalato la Commissione Europea nella sua comunicazione del 12 maggio.

Il progetto presenta ancora alcuni punti da chiarire. In particolare, un programma di sostegno a favore di uno Stato membro di grossa dimensione potrebbe avvenire in un contesto di incertezza sul merito di credito di vari paesi dell'Eurozona, come nelle ultime settimane, il che comprometterebbe il valore delle garanzie prestate dagli Stati al veicolo. In pratica potrebbero risentirne i costi della raccolta effettuata dal veicolo stesso, anche se la scelta di fornire garanzie in eccesso del 20% rispetto alle emissioni e l'effettuazione delle emissioni prima di una crisi conclamata dovrebbe mitigare il problema.

### 3. La riforma del Patto di Stabilità e Crescita

**Il 12 maggio la Commissione Europea ha diffuso l'attesa comunicazione sulla riforma del sistema di sorveglianza degli squilibri economici e finanziari nell'Eurozona**, preannunciata dall'Ecofin straordinario del 9 maggio. Le linee di intervento proposte affrontano le criticità emerse negli ultimi anni, mirando a una più rapida individuazione e correzione degli squilibri, all'introduzione di un sistema credibile di incentivi e punizioni che indirizzi gli Stati membri verso politiche sostenibili e, infine, all'introduzione di un meccanismo di gestione delle crisi. Si tratta di interventi che esulano dalla gestione dell'emergenza, ma che se applicate con determinazione potranno con il tempo contribuire a ripristinare la fiducia dei mercati nell'Eurozona. Queste le proposte sul tavolo:

- **Rafforzamento del carattere ex ante della programmazione** con l'introduzione del "semestre europeo". Si prevede un esame anticipato reciproco e coordinato dei programmi di stabilità all'interno dell'Eurogruppo, che può condurre a raccomandazioni per la revisione prima che gli organi legislativi nazionali esaminino i budget.
- **Rafforzamento della sorveglianza sugli sviluppi macroeconomici nell'Eurozona.** La Commissione propone a tal fine un regolamento comunitario. Si vuole sviluppare un cruscotto di indicatori che consenta di identificare quanto prima possibile l'emergenza di gravi squilibri e disporre di strumenti normativi che consentano di erogare raccomandazioni vincolanti agli Stati membri attraverso atti dell'Eurogruppo. Nell'ambito della sorveglianza fiscale si porrà maggiore enfasi sul debito, puntando a una sua riduzione nel tempo, e alla relazione del debito con il deficit.

---

5 Il FMI ha precisato che la sua partecipazione sarà caso per caso e che non è previsto uno stanziamento specifico in bilancio.

- **Rafforzamento della struttura di incentivi**, prevedendo depositi infruttiferi in caso di politiche fiscali inadeguate e una distribuzione più rigorosa e condizionata della spesa comunitaria (oggi la sospensione dei fondi strutturali è prevista soltanto come ultimo passo della procedura di sanzione); accelerazione della procedura contro i disavanzi eccessivi nel caso di violazioni ripetute.
- **Consolidamento del sistema di gestione delle crisi**. Il quadro finale sarà imperniato sull'evoluzione dell'European Stabilization Mechanism e incorporerà il concetto di condizionalità già applicato nel caso della crisi greca. L'assistenza finanziaria sarà nella forma di prestiti, che per la Commissione non violano in alcun modo l'art. 125 del Trattato, e su meccanismi di livello comunitario (non bilaterale).

Le riforme saranno introdotte senza emendare il Trattato, intervenendo sui regolamenti di contorno. La Commissione punta ad avviare l'esame preventivo e coordinato previsto dal meccanismo del "semestre europeo" già a inizio 2011. La comunicazione della Commissione Europea esprime tesi da noi ampiamente condivise riguardo alla necessità di usare le fasi cicliche favorevoli per ridurre il debito e di controllare gli squilibri finanziari anche nel settore privato, in particolare quando questi ultimi risultano associati a squilibri nei confronti dell'estero. La mera focalizzazione sul limite del 3% rischia di imporre politiche restrittive nel momento sbagliato. È ora importante che siano implementate velocemente e con rigore, senza ripetere gli errori quasi fatali compiuti fra il 2003 e il 2005 con il graduale ammorbidimento dei controlli previsti dal Trattato.

#### 4. Accelerazione del risanamento fiscale degli Stati membri

L'ultimo tassello della strategia di stabilizzazione scaturita dall'Ecofin è l'accelerazione dei programmi di stabilità dei paesi che si sono trovati sulla linea del fuoco: Grecia (si veda qui sotto), Portogallo, Spagna ma anche Italia. Si tratta di una mossa necessaria, ma anche con le nuove misure correttive i primi tre paesi si troveranno anche nel 2011 con rilevanti deficit fiscali e tutti hanno scadenze che li manterranno esposti al mutevole umore degli investitori.

#### 5. Grecia: le misure di sostegno regalano tempo per attuare un'ardua correzione fiscale

L'Eurogruppo e il FMI hanno anche annunciato il lancio dell'atteso piano finanziario di sostegno alla Grecia, condizionato all'approvazione di nuove misure correttive che agiranno già sui conti 2010. Le risorse stanziati ammontano a 45 miliardi, di cui 30 in prestiti bilaterali erogati dai paesi dell'Eurogruppo e 15 miliardi nella forma di uno *Standby Arrangement* del FMI. Circa 20 miliardi sono stati subito resi disponibili per consentire alla Grecia di gestire le scadenze di pagamento di maggio, che includevano il rimborso di un'obbligazione per 8,5 miliardi. Si prevede che il credito raggiunga i 110 miliardi nell'arco dei prossimi tre anni, assumendo un parziale ritorno al mercato della Repubblica Ellenica con il ristabilirsi di un avanzo primario. Parallelamente, la Banca Centrale Europea ha limitato il rischio di crisi di liquidità delle banche greche rimuovendo la soglia minima di rating per la stanzialità dei titoli di stato.

In base al piano concordato con Commissione Europea e FMI, la Grecia deve realizzare quest'anno una correzione tale da portare il disavanzo all'8,1% del PIL. Nel 2011 sono previste misure pari al 4% del PIL (10 miliardi di euro) per ridurre il disavanzo complessivo al 7,6%, mentre per i due anni seguenti sono state programmate correzioni del 2%. La riduzione del deficit sotto il 3% avverrebbe nel 2014. Il programma non prevede una ristrutturazione del debito pubblico. Rispetto alle stime della Commissione Europea, basate su un disavanzo del 9,3% nel 2010 e del 9,9% nel 2011, le proiezioni che accompagnano il programma ribassano la stima del PIL a -4,0% nel 2010 e al -2,6% nel 2011 (contro -3,0 e -0,5% rispettivamente). Le stime appaiono adeguatamente prudenti, almeno nel 2010: nel 1° trimestre il PIL si è contratto di -0,8% e un calo medio annuo di quattro punti implica che il calo acceleri ad almeno 1,5 punti trimestrali nella parte centrale del 2010.

Innanzitutto, è evidente che con questi numeri le misure di sostegno garantiscono alla Grecia un massimo di due anni di autonomia finanziaria, trascorsi i quali o il programma viene integrato, o il Paese deve tornare a raccogliere sul mercato (che è l'ipotesi di base). Per trattare il problema assumiamo una crescita di lungo periodo del 2% nello scenario base, ma adattando lo scenario per i prossimi anni in base all'intensità e alla composizione della correzione fiscale. Le misure programmate implicherebbero nell'orizzonte del piano un calo della spesa pubblica dal 50% al 43% del PIL e un incremento delle entrate dal 37% al 41% del PIL<sup>6</sup>. Ipotizziamo un moltiplicatore fiscale severo di 1,3 per gli interventi sulla spesa e di 1,0 per quelli sulle entrate, ma per il periodo 2010-11 vengono semplicemente adottate le proiezioni allegate al programma. Il costo del debito a regime viene aggiornato assumendo spread che dipendono dallo scenario specifico. In aggiunta a tali ipotesi, si considera anche l'incremento della spesa legata all'invecchiamento stimato dalla Commissione Europea nel suo *Sustainability Report 2009*, assumendo per semplicità che l'incremento sia lineare. In tal modo otteniamo una stima per l'incremento del debito di circa 54 miliardi di euro. A questi vanno sommati i rimborsi dei titoli in scadenza, che ammontano a oltre 80 miliardi di euro. Il fabbisogno da coprire ipotizzando che il piano di risanamento fiscale sia implementato senza sforamenti sarebbe di oltre 130 miliardi di euro. Il problema potrebbe essere alleviato nel caso in cui i creditori privati all'interno dell'Eurozona cooperassero al piano di sostegno. Una ristrutturazione del debito, che per il momento è esclusa e sarebbe di ben scarsa utilità fino al raggiungimento di un avanzo primario, potrebbe consentire di ridurre di qualche punto l'entità della manovra correttiva cumulata.

Una seconda questione, molto più delicata, è ovviamente la capacità della Grecia di realizzare una correzione di tale portata, soprattutto dopo che si sarà esaurita la lista di interventi facili e a più alta resa in termini di impatto sul bilancio e che le misure di restrizione avranno iniziato a incidere sul tenore di vita della popolazione. Il Governo gode di un'ampia maggioranza parlamentare, ma si troverà a fronteggiare un'ondata di scioperi. Per il momento è stato archiviato il primo passo, quello dell'approvazione parlamentare dell'ultima manovra correttiva, e anche il secondo, l'annuncio della riforma previdenziale che sarà presto votata dal Parlamento e che serve a contenere il devastante impatto di lungo termine delle componenti di spesa legate all'invecchiamento della popolazione.

## 6. Crisi fiscale e rischio di dissoluzione dell'unione monetaria

Durante la fase acuta della crisi non sono mancate profezie di una vicina dissoluzione dell'unione monetaria, vuoi per l'uscita di un paese in crisi fiscale (Grecia), vuoi per la decisione della Germania e di altri paesi sicuri di sganciarsi da una periferia travolta dalla deriva fiscale e competitiva. Gli scenari di dissoluzione di uscita di uno o più paesi dalla zona euro peccano spesso di semplicismo riguardo alle implicazioni del processo concreto di sganciamento, che rendono la rottura dell'unione monetaria molto diversa da una banale svalutazione di una parità di cambio.

Iniziamo con lo scenario di uscita di un paese debole dall'Eurozona, per esempio la Grecia. Innanzitutto, è improbabile che l'uscita dall'UEM possa avvenire a sorpresa: primo, perché probabilmente richiederebbe una consultazione del Parlamento; secondo, perché bisognerebbe introdurre il nuovo circolante, nonché adattare i sistemi dei pagamenti e i sistemi informativi a gestire una nuova moneta<sup>7</sup>; terzo, perché abbandonare l'unione monetaria è possibile soltanto

6 V. *Note on the Economic Policy Programme relating to the Eurogroup and the IMF Support Mechanism*, May 2nd 2010.

7 L'operazione sarebbe più semplice rispetto a quella che ha visto l'introduzione dell'euro, perché si potrebbe introdurre la nuova moneta con un cambio di 1:1 nei confronti dell'euro.

abbandonando l'Unione Europea e la procedura per farlo prevedrebbe la consultazione degli altri Stati membri<sup>8</sup>. Ma uno sganciamento preannunciato, per le aspettative di svalutazione e conversione delle passività denominate in euro che porta con sé, condurrebbe razionalmente a fughe di capitali, liquidazione del debito detenuto da non residenti, tesaurizzazione del circolante in euro (che rappresenterebbe un problema anche nel caso di conversione non preannunciata). La prevenzione di questi fenomeni implicherebbe l'annuncio di una *bank holiday*, nonché l'introduzione di severe restrizioni ai movimenti dei capitali e l'obbligo di cambio del circolante in euro. Questo scenario di congelamento del sistema monetario e finanziario sarebbe associato a una contrazione dell'economia che potrebbe essere anche più severa di quella causata da un risanamento fiscale classico, dato che il paese dovrebbe istantaneamente pareggiare la partite correnti della bilancia dei pagamenti.

Teoricamente l'uscita dalla zona euro di un paese 'forte', per esempio la Germania, non comporterebbe problemi di fuga dei capitali, né la necessità di chiudere preventivamente il sistema bancario. In pratica, però, controlli ai movimenti di capitale potrebbero rivelarsi necessari per i paesi che rimangono nell'unione monetaria, per i quali la transizione sarebbe ugualmente turbolenta. Ma quello che più conta è che lo scenario di rivalutazione del nuovo marco rispetto ai resti dell'euro sarebbe dirompente per il sistema finanziario tedesco, carico di attivi svalutati, e per l'industria tedesca, che vedrebbe dissolversi in poche settimane il vantaggio competitivo accumulato nel corso di anni. Tutto considerato, rimane molto improbabile che qualche paese della zona euro possa scegliere di abbandonare l'unione monetaria.

---

8 V. P. Athanassiou, "Withdrawal and expulsion from the EU and EMU: some reflections", *ECB Legal Working Papers* no. 10, December 2009. La denuncia del trattato è ovviamente possibile, ma implica che l'uscita dall'unione monetaria avvenga in un contesto di elevata conflittualità con gli altri paesi europei.

## Stati Uniti – le cicale continueranno a cantare

- La previsione per gli Stati Uniti vede un sentiero di crescita relativamente solida (+3,4% nel 2010 e nel 2011), spinta da una combinazione di politiche economiche espansive e di ripresa dell'economia mondiale. Il punto centrale dello scenario statunitense è la **diffusione della crescita a tutti i settori**. La disinflazione in atto dovrebbe essere temporanea, con una dinamica dei prezzi core sempre moderata ma non più in rallentamento dalla fine del 2010.
- Sull'orizzonte 2010-11 la possibilità di un *double dip* è remota e dipende da shock esogeni. I **rischi sullo scenario sono simmetrici**. Elementi di fragilità dello scenario sono l'elevato tasso di disoccupazione di lungo termine, la mancata correzione dei conti federali e la lentezza della svolta del credito. Rischi verso l'alto per la crescita derivano da un sentiero di consumi più forte di quello previsto, con le famiglie che non aumentano il risparmio, e da una crescita mondiale in ulteriore accelerazione, spinta da politiche economiche espansive a livello globale.
- Le previsioni sono basate sull'ipotesi che la **politica monetaria** non svolti fino almeno al 1° trimestre del 2011 e che la **politica fiscale federale** resti espansiva fino alle elezioni presidenziali del 2012. Il ritorno a politiche economiche restrittive sarà il tema dominante dello scenario del 2012-13. Per ora le Autorità non sembrano inclini a ritirare lo stimolo economico, necessario anche a contrastare la restrizione fiscale a livello statale e a preparare le elezioni *midterm* dell'autunno.

Giovanna Mossetti

Previsioni macro	2009	2010	2011	2009			2010				2011	
				3	4	1	2	3	4	1	2	
				PIL (US\$ 1996, a/a)	-2,4	3,4	3,4	-2,6	0,1	2,5	3,7	3,9
- trim./trim. annualizzato				2,2	5,6	3,0	4,0	3,2	3,2	3,5	3,6	
Consumi privati	-0,6	2,5	2,7	2,8	1,6	3,5	3,0	2,6	2,8	2,8	2,6	
IFL - privati non residenziali	-17,8	2,9	10,8	-5,9	5,3	3,1	5,0	7,9	11,4	12,7	12,4	
IFL - privati residenziali	-20,5	1,6	5,1	18,9	3,7	-10,7	14,5	3,5	5,0	4,5	5,0	
Consumi e inv. pubblici	1,8	0,9	0,1	2,7	-1,3	-1,9	6,0	-1,6	-0,3	-0,1	-0,3	
Esportazioni	-9,6	11,2	11,1	17,8	22,8	7,2	8,6	10,0	8,3	12,1	12,9	
Importazioni	-13,9	9,6	7,8	21,3	15,8	10,4	7,7	5,6	8,3	8,9	7,6	
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0,6	1,2	0,2	0,2	0,9	0,4	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	
Partite correnti (%PIL)	-2,9	-3,7	-3,7	-2,9	-3,2	-3,8	-3,7	-3,6	-3,8	-3,8	-3,9	
Deficit Federale (%PIL)	-9,5	-9,6	-8,7									
Debito pubblico (%PIL)	83,3	89,9	94,2									
CPI nsa (a/a)	-0,3	1,9	2,0	-1,6	1,5	2,4	2,1	1,7	1,4	1,4	1,8	
Produzione Industriale	-9,7	5,3	4,9	6,4	7,1	7,6	5,2	6,2	4,7	4,8	4,4	
Disoccupazione (%)	9,3	9,8	9,3	9,6	10,0	9,7	9,8	9,8	9,8	9,7	9,4	

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

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

## Economia reale e inflazione

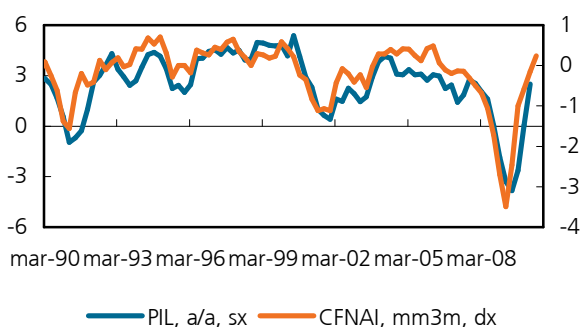
Mentre l'Europa viene flagellata dai mercati e costretta ad attuare una rapida e incisiva strategia di uscita dalle politiche fiscali espansive del biennio passato, con effetti restrittivi sulla crescita, gli Stati Uniti restano su un sentiero di crescita relativamente solida, spinta da una combinazione di politiche economiche espansive e di ripresa dell'economia mondiale. **Il punto centrale dello scenario USA è la diffusione della crescita a tutti i settori**. Anche se rispetto ad altre fasi di svolta ciclica l'espansione americana appare tiepida, lo scenario 2010-11 è positivo, con **una crescita prevista a 3,4%** in entrambi gli anni. Lo spostamento in avanti della svolta di politica monetaria, l'introduzione continua di misure fiscali espansive (mirata anche a controbilanciare la restrizione fiscale a livello statale), la ripresa dell'economia mondiale e del commercio internazionale, il calo dei tassi di interesse americani conseguente alla crisi europea rafforzano lo scenario espansivo. La crescita mondiale continuerà a sostenere il settore manifatturiero e i consumi privati resteranno solidi grazie alla forte espansione del reddito disponibile prevista fino a quando le politiche fiscali e monetarie non svolteranno.

## Scenario Macroeconomico

Giugno 2010

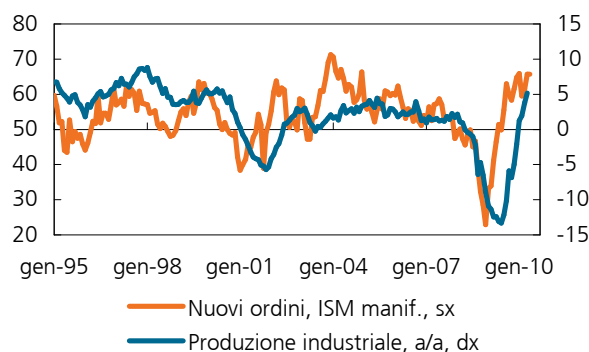
Sull'orizzonte 2010-11 la possibilità di un *double dip* è remota, nonostante le difficoltà derivanti dalla crisi europea e la fragilità conseguente alla crisi finanziaria. Lo scenario di crescita sostenuta permetterà un rientro "cosmetico" del deficit ciclico americano e una riduzione del rapporto deficit/PIL almeno fino al 2012. I problemi strutturali delle finanze pubbliche restano invariati. Questo è l'elemento centrale dello scenario: gli Stati Uniti, grazie al ruolo di porto sicuro e di valuta di riserva possono dilazionare la correzione strutturale che si renderà necessaria per via dell'esplosione della spesa sanitaria e previdenziale, e verrà appesantita dall'onere degli interessi su un debito in rapido aumento.

### Segnali di crescita



Fonte: EcoWin

### Il settore manifatturiero sostiene la ripresa



Fonte: EcoWin

La **crescita del PIL nel 2010 è prevista a 3,4%**, in rialzo rispetto alla previsione precedente di 3,1%. Consumi, investimenti, scorte, spesa pubblica, domanda internazionale (con l'eccezione di quella europea) crescono a ritmi sostenuti: che cosa potrebbe fare deragliare la crescita nella seconda metà dell'anno o nel 2011?

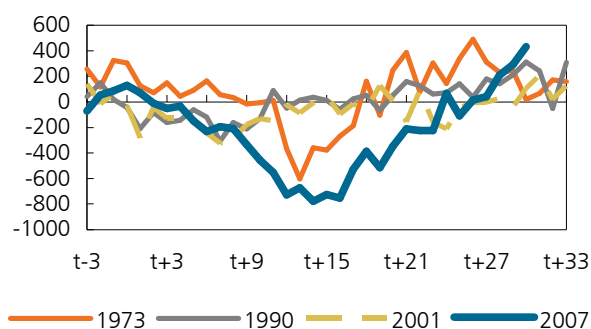
A livello domestico, la ripresa potrebbe essere bloccata da un'inversione delle politiche economiche, poco probabile per la politica monetaria fino a inizio 2011 (o al più presto a fine 2010), quasi impossibile per la politica fiscale fino al 2012, e con ogni probabilità fino al 2013 (dopo le elezioni presidenziali). La politica fiscale restrittiva che gli Stati dovranno attuare almeno fino al 2012 farà da freno, ma sarà ancora alleviata dai trasferimenti federali. A livello internazionale, un riacutizzarsi della crisi finanziaria europea e problemi dei bilanci bancari dovuti a perdite sull'attivo potrebbero ripercuotersi sulle condizioni di liquidità e sui tassi di mercato. Tuttavia, a ridimensionare i rischi verso il basso sta il fatto che negli Stati Uniti **la crescita della domanda privata è diventata sostenibile** e l'espansione non è più dipendente esclusivamente dalle politiche economiche espansive. Pertanto, l'inerzia dei trend macroeconomici è abbastanza potente da permettere di sopportare eventuali shock idiosincratici locali senza un deragliamento della crescita. Altro discorso riguarderebbe ovviamente i rischi di natura sistemica che potrebbero essere determinati dalla degenerazione della crisi europea.

Complessivamente, ipotizzando un quadro stabile per le politiche economiche, i **rischi endogeni sullo scenario sono simmetrici**. Elementi di fragilità dello scenario sono l'elevato tasso di disoccupazione di lungo termine e la mancata correzione dei conti federali. Rischi verso l'alto per la crescita derivano da un sentiero di consumi più forte di quello previsto, con le famiglie che non aumentano il risparmio, e da una crescita mondiale in ulteriore accelerazione, spinta da politiche economiche espansive a livello globale. Per quanto riguarda l'**inflazione**, il processo di rallentamento della crescita dei prezzi dovrebbe gradualmente esaurirsi, con una stabilizzazione e svolta del trend verso il basso del tasso di inflazione core nella parte finale del 2010. La chiusura dell'output gap, e la riduzione dell'effetto calmierante derivante dal comparto abitazione dovrebbero riportare la dinamica dei prezzi su un sentiero moderato ma positivo.

Se la forza della ripresa USA dipende dal fatto che **tutte le componenti della domanda sono positive**, la sostenibilità della crescita nello scenario 2010-11 ha un nome: il **consumatore**. I rischi per lo scenario fino a inizio 2010 erano legati alla debolezza delle prospettive dei consumi, in una fase di rialzo del risparmio e di ristrutturazioni dei bilanci. Tuttavia i dati dei primi 5 mesi dell'anno mostrano una dinamica molto sostenuta dei redditi delle famiglie, in particolare del reddito disponibile reale, associata a un periodo di riduzione del tasso di risparmio. Gli interventi della politica fiscale federale, la ripresa della crescita dell'occupazione, il calo dell'inflazione e il miglioramento delle condizioni creditizie determinano uno scenario di **crescita dei consumi sostenibile e compreso fra il 2,5 e il 3% nel biennio**. Questa è la base dell'aumento di ottimismo sulla crescita 2010-11. Come mostrano i grafici qui sotto, la svolta per consumi e occupazione in questo ciclo è stata ritardata e frenata rispetto ai cicli del passato, ma la ripresa del mercato del lavoro ora in atto rende sostenibile una dinamica discreta dei consumi nei prossimi 18 mesi, anche al netto dell'accelerazione della crescita degli occupati legata alle assunzioni per il censimento.

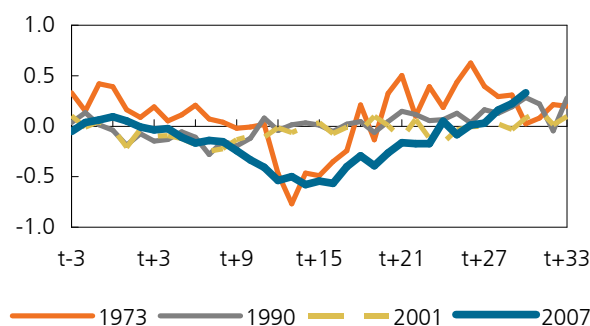
**Consumi in crescita del 2,6% nel 2010-11**

Nuovi occupati non agricoli: cicli a confronto



Fonte: EcoWin, elaborazioni Intesa Sanpaolo. Nota: t = inizio della recessione con datazione NBER

Consumi reali (m/m): cicli a confronto



Fonte: EcoWin, elaborazioni Intesa Sanpaolo. Nota: t = inizio della recessione con datazione NBER

A maggio si è vista una svolta nella dinamica del credito al consumo, con il primo rialzo (+1 miliardo di dollari) dopo cali ininterrotti da inizio 2009. Un fattore di sostegno ai consumi viene anche dagli effetti del massiccio ridimensionamento del passivo delle famiglie attuato da inizio 2008: in percentuale del reddito disponibile, il servizio del debito e il *financial obligation ratio* sono passati rispettivamente da picchi di 14% e di 18,9% a marzo 2008 al 12,6% e al 17,5% a fine 2009 (vedi grafico sotto), liberando capacità di spesa in eccesso rispetto a quella generata dai trasferimenti fiscali. La riduzione del debito delle famiglie attuata anche grazie al sostegno fiscale permetterà il mantenimento di un sentiero di consumi stabile anche con la fine delle misure espansive attuate nel 2009-10.

Le indagini di fiducia delle famiglie recentemente hanno segnalato una svolta su un trend verso l'alto dopo circa 6-8 mesi di stabilità all'interno di un range circoscritto, dando supporto alla previsione di una dinamica discreta dei consumi. Nel nostro scenario la spesa delle famiglie è frenata dalla previsione di ripresa del trend al rialzo del tasso di risparmio, interrotto nella parte finale del 2009. Ipotizziamo un **rialzo del tasso di risparmio** di circa 1 punto percentuale nel 2011. Pur non includendo nello scenario del prossimo anno una svolta decisiva sulla politica fiscale, iniziamo a incorporare una risposta da parte delle famiglie alla possibile introduzione nel medio termine di rialzi di imposte dirette e/o di un'IVA, entrambe misure probabili nella fase di correzione fiscale futura (dopo il 2013). Questo comportamento precauzionale da parte delle famiglie romperebbe con i trend degli ultimi 20 anni e spiega la moderazione della crescita attesa nel biennio. Negli ultimi mesi il tasso di risparmio delle famiglie non ha mostrato una chiara ripresa del trend verso l'alto visto fra fine 2008 e fine 2009: in questo periodo il tasso di risparmio è salito dallo 0,8% al 3,6%. Il rialzo del tasso di risparmio ha coinciso con un periodo

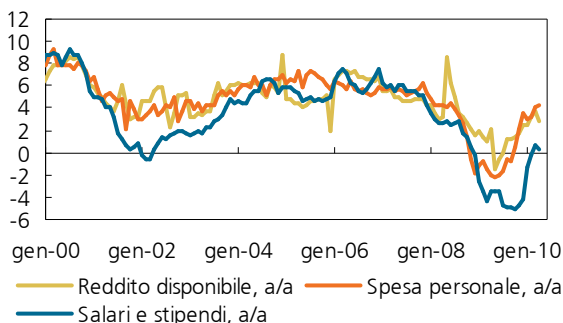


## Scenario Macroeconomico

Giugno 2010

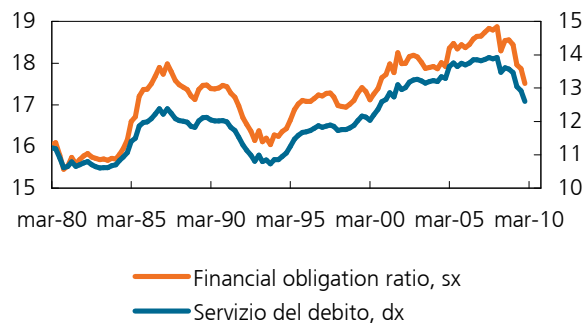
di ripetuti interventi fiscali di dimensione senza precedenti. Il risparmio è ora sui livelli del 2002-04. Nel caso in cui il risparmio aumentasse meno di quanto prevediamo nel nostro scenario, la dinamica dei consumi sarebbe più forte del 2,6% medio incorporato nelle nostre previsioni per il biennio 2010-11.

### Consumi e redditi



Fonte: EcoWin

### Il calo del servizio del debito libera risorse per le famiglie



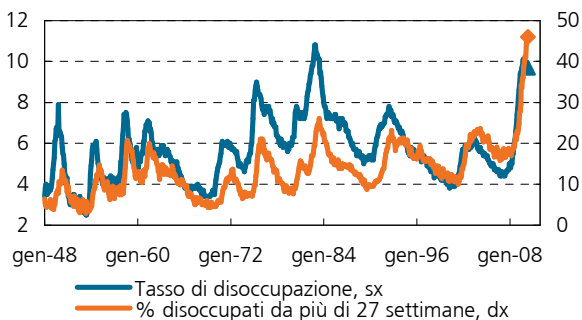
Fonte: Federal Reserve Board

Il **mercato del lavoro** ha svoltato e sta migliorando, ma rimane un fattore di freno per lo scenario americano, soprattutto nel medio termine. Anche con una crescita dell'occupazione relativamente sostenuta prevista per il 2010-11, **il tasso di disoccupazione scenderà solo modestamente, all'8,9% a fine 2011**. I dati del 2010 sono influenzati in modo temporaneo dalle assunzioni per il censimento, che gonfiano la crescita occupazionale nel 2° trimestre e la riducono nella seconda metà dell'anno. Astruendo da tali effetti, la crescita dell'occupazione dovrebbe essere dell'1,8% a/a sia a fine 2010 sia a fine 2011, non in grado di riportare il tasso di disoccupazione sui livelli di equilibrio su un arco di due o tre anni, pur ipotizzando che il NAIRU sia salito portandosi vicino al 6%. Il CBO ha aumentato la propria stima del NAIRU a 5% da 4,8% dello scorso anno. Anche la Fed segnala un rialzo del tasso di disoccupazione di lungo termine nelle proprie proiezioni macroeconomiche: il tasso di disoccupazione di lungo termine è in un intervallo fra 5 e 5,3% ad aprile (da 4,8-5% di aprile 2009) e nella distribuzione delle singole previsioni dei membri del FOMC, si osservano due stime al di sopra del 6% e cinque fra 5,2 e 5,3%.

**Mercato del lavoro:**  
miglioramento ciclico,  
deterioramento strutturale

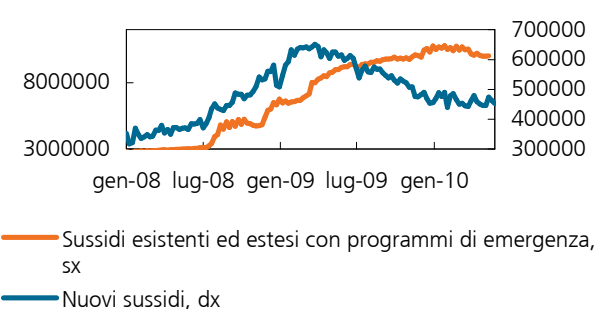
Il tasso di disoccupazione, che ha toccato un record dal 1983, non è sufficiente a riassumere in modo efficiente il quadro occupazionale. Una caratteristica del mercato del lavoro in questo ciclo è il drammatico rialzo della **disoccupazione di lungo termine**. Come appare dal grafico qui sotto, la percentuale di disoccupati da più di 27 settimane ha raggiunto il 46% del totale a maggio 2010, e ha continuato ad aumentare anche nel periodo in cui il tasso di disoccupazione è sceso.

### Il mercato del lavoro svolta, ma lascia in eredità un enorme aumento della disoccupazione strutturale



Fonte: EcoWin

### Ancora 10 milioni di sussidi esistenti



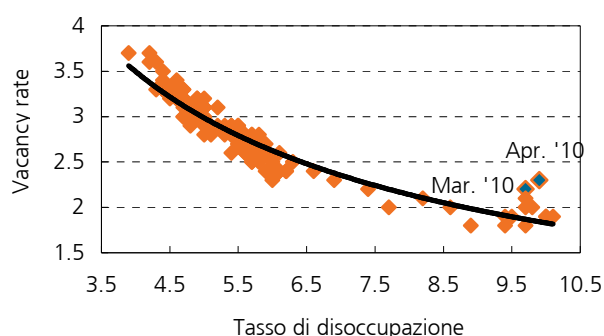
Fonte: EcoWin

La svolta del mercato del lavoro si è riflessa finora solo su una parte circoscritta della forza lavoro: i nuovi sussidi sono in calo dalla primavera del 2009, e si aggirano intorno a 450 mila, ma rappresentano una percentuale irrisoria del totale dei sussidi erogati.

I sussidi esistenti ed estesi, per un totale di circa 10 milioni di persone, hanno visto una riduzione contenuta. Il Congresso sta discutendo una legge per estendere nuovamente i sussidi fino a fine anno (con un impatto sul deficit di quest'anno di 12 miliardi di dollari e di 26 miliardi il prossimo). L'estensione dei sussidi con i programmi di emergenza ha toccato record storici in questo ciclo. Con le attuali estensioni, i sussidi possono essere estesi fino a 99 settimane: la regola è una durata di 26 settimane. E' possibile che proprio queste estensioni abbiano l'effetto di prolungare la durata della disoccupazione riducendo gli incentivi a trovare e accettare posti di lavoro. Questo effetto comportamentale sul tasso di disoccupazione osservato è stimato da Valletta 2010<sup>9</sup>. In un aumento del tasso di disoccupazione di 0,4pp, su un incremento di circa 6pp del tasso di disoccupazione osservato in questo ciclo.

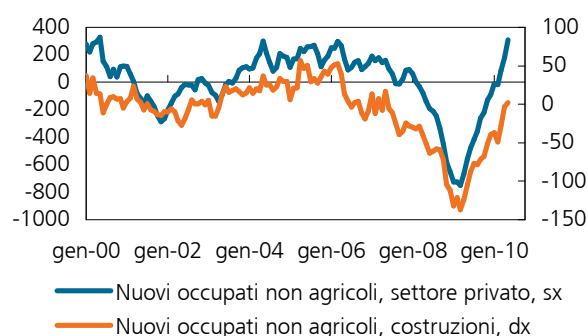
L'ipotesi di "mismatch" fra offerta e domanda di lavoro dà supporto al rialzo delle stime di disoccupazione di equilibrio. Disaggregando in base al titolo di studio, si osserva che il tasso di disoccupazione è sceso solo per gli individui con una laurea o livello più elevato di istruzione, da un massimo del 5% a febbraio 2010 a 4,7% a maggio 2010; questa categoria di individui rappresenta il 30% della forza lavoro. Al contrario, per i livelli intermedi di istruzione, il tasso di disoccupazione ha continuato ad aumentare; gli individui senza un diploma di scuola media superiore hanno visto un picco del tasso di disoccupazione al 15,6% a febbraio 2010, ma nei mesi più recenti il calo registrato a marzo si è nuovamente invertito. Il ridimensionamento del settore costruzioni ha ridotto gli occupati di circa 2,5 milioni fra il picco del 2006 e maggio 2010, alimentando il numero dei disoccupati di lungo termine. I dati elaborati dal Bureau of Labor Statistics con l'indagine JOLT suggeriscono la possibilità che la curva di Beveridge si stia spostando all'infuori (vedi grafico qui sotto) indicando una minore possibilità di soddisfare la domanda di lavoro con l'offerta disponibile. Gli effetti del rialzo della disoccupazione di equilibrio nel breve termine sono moderati dalla politica fiscale, ma nel medio termine possono dar luogo a revisioni verso il basso della crescita potenziale, che si sommerebbero agli effetti dell'invecchiamento della popolazione.

La curva di Beveridge si sta spostando in fuori?



Fonte: BLS. Dati da dicembre 2000 ad aprile 2010.

Gli occupati espulsi dal settore costruzioni non hanno le caratteristiche necessarie per i posti creati dopo la recessione



Fonte: Ecowin

Le indagini delle imprese e i dati sugli ordini sono coerenti nell'indicare espansione degli **investimenti fissi non residenziali** in accelerazione nei prossimi trimestri. Gli ordini nell'indagine

**Gli investimenti delle imprese accelerano ...**

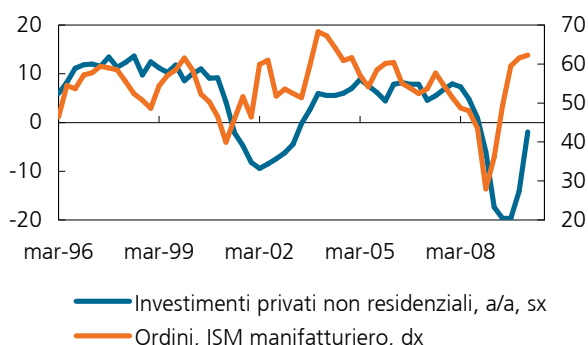
9 R. Valletta, K. Kuang, Extended Unemployment and UI Benefits, FRBSF Economic Letter, 2010-12, aprile 2010

## Scenario Macroeconomico

Giugno 2010

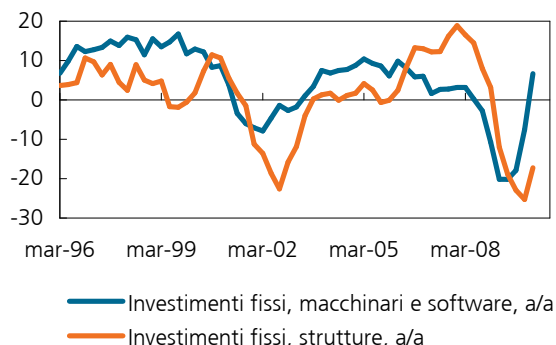
ISM sono stati in media a 61,5 nel 1° trimestre e in aumento a 62,7 nei primi due mesi del 2° trimestre. Gli investimenti fissi non residenziali dovrebbero crescere del 5% nel 2° trimestre e del 7,9% nel 3°, spinti dalla dinamica di macchinari e software, dopo un 2009 in forte contrazione (-17,8%), e continuare ad accelerare nei trimestri successivi, sulla base dell'andamento degli ordini e della domanda estera. Come appare chiaro dal grafico qui sotto, anche gli investimenti in strutture hanno svoltato, pur restando ancora in territorio negativo. Le previsioni vedono ancora contrazione per gran parte del 2010.

### Gli investimenti delle imprese tornano a crescere...



Fonte: EcoWin

### ...spinti da macchinari e software

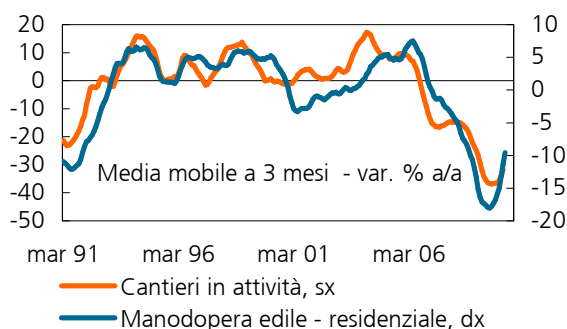


Fonte: EcoWin

L'**edilizia residenziale** e il settore immobiliare residenziale sono stati influenzati dagli incentivi all'acquisto di case in vigore dall'estate 2009 ed estesi fino ad aprile 2010. In particolare le vendite di case nuove già da maggio e quelle di case esistenti da luglio in poi subiranno delle correzioni, dopo i forti rialzi registrati nei mesi recenti. La previsione è una dinamica modesta ma positiva delle costruzioni residenziali nel 2011. Il basso livello dei tassi implicherebbe una crescita degli investimenti residenziali nell'ordine del 20% nel 2011, ma la correzione strutturale del settore rende l'aggiustamento molto più lento rispetto ad altri cicli.

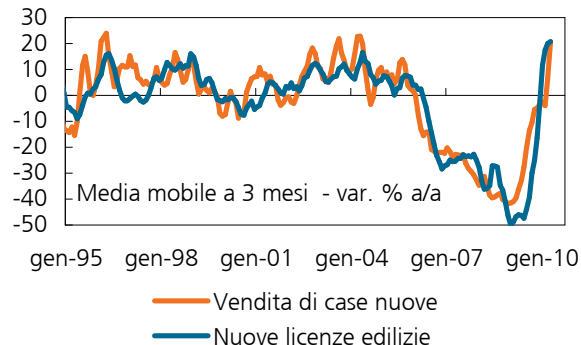
... e l'**edilizia residenziale si stabilizza**

### L'edilizia residenziale resta debole...



Fonte: Thomson Reuters

### ...ma ha smesso di frenare la crescita complessiva



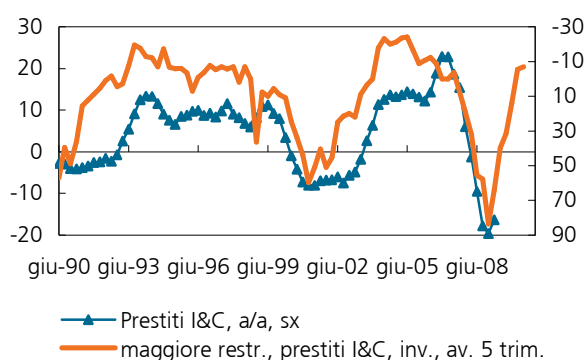
Fonte: Thomson Reuters

La ripresa degli investimenti e dei consumi trova supporto anche nella dinamica del **credito** e nei dati dei flussi dei fondi. L'indagine dei Senior Loan Officers di aprile mostra riduzione della restrizione creditizia e miglioramento della domanda di prestiti, confermando il segnale di svolta visto già con l'indagine di gennaio. I dati sull'attivo delle banche sono viziati dalla modifica degli standard contabili in vigore a partire da fine marzo 2010. Questa modifica ha determinato l'emersione di attivo che in precedenza era in veicoli fuori bilancio, con le variazioni più macroscopiche sui prestiti al consumo, che nel mese di aprile hanno visto un incremento mensile del 42,7%; i prestiti industriali e commerciali sono aumentati ad aprile dell'1,3% m/m, per poi

calare di 0,5% m/m a maggio. Nei dati settimanali di giugno si rileva una dinamica modesta ma positiva, a conferma dell'indicazione di svolta che emerge dall'indagine del credito (vedi grafico qui sotto).

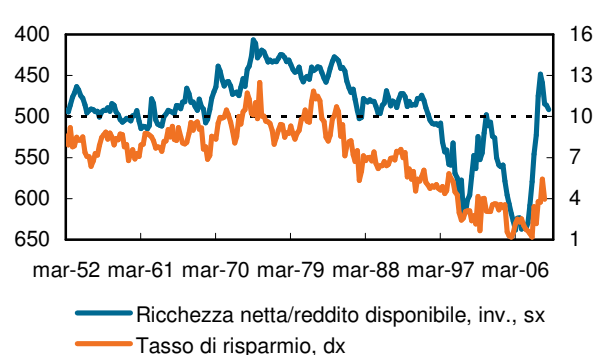
Anche i dati dei **flussi dei fondi** danno indicazioni di miglioramento nel 1° trimestre nei bilanci di imprese e famiglie. Il debito complessivo negli Stati Uniti aumenta nel 1° trimestre di 3,5% t/t ann. spinto dal settore pubblico. Le famiglie riducono ancora il loro indebitamento, a ritmi crescenti rispetto al 4° trimestre (-2,4% t/t ann. dopo -1,6%), ma le imprese lasciano invariato il debito dopo 5 trimestri consecutivi di contrazione. Pur in presenza di un modesto calo della ricchezza immobiliare (-0,4% t/t), il bilancio delle famiglie mostra miglioramenti: si è verificato il terzo aumento consecutivo delle attività (+1,4% t/t) grazie all'aumento delle attività finanziarie, mentre il passivo scende ancora per via di un calo dei mutui e del credito al consumo. I dati più recenti sul credito al consumo mostrano a maggio il ritorno in territorio positivo della variazione del credito al consumo. Il rapporto ricchezza netta/reddito disponibile ritorna su livelli di fine 2007.

#### L'indagine del credito punta a un ritorno alla crescita dei prestiti



Fonte: Board of Governors, EcoWin, elaborazioni Intesa Sanpaolo

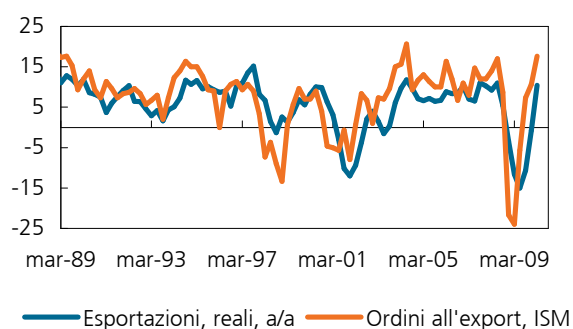
#### Il tasso di risparmio non è più su livelli di emergenza



Fonte: Flussi dei fondi, Board of Governors

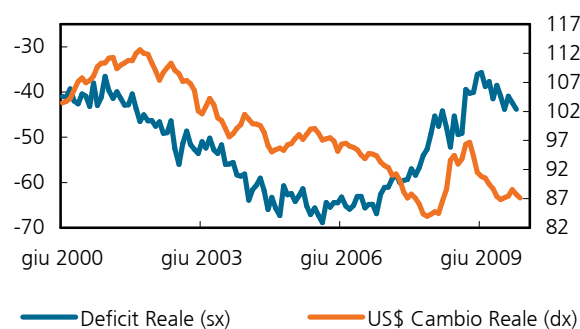
Gli ordini sono spinti anche dalle **esportazioni**, nonostante l'apprezzamento del cambio. Il livello della componente ordini all'export nell'ISM a 62 a maggio, è sui massimi da gennaio 1989. Le esportazioni dovrebbero mantenersi su un ritmo di crescita a due cifre (11,1% in media nel 2010-11); le importazioni dovrebbero essere in aumento del 9,6% nel 2010, in modesto rallentamento nel 2011 (7,8%).

#### Le esportazioni aiutano la crescita



Fonte: EcoWin

#### Anche se il deficit commerciale torna ad allargarsi



Fonte: Thomson Reuters

## Politica fiscale ancora espansiva

La **politica fiscale** rappresenta il rischio principale per lo scenario americano nel medio termine: quando si metterà mano al rientro dei conti federali, gli effetti restrittivi freneranno la crescita.

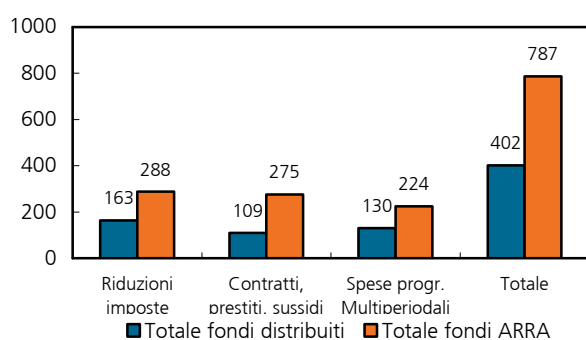
**Nel breve termine la politica fiscale resta espansiva.** Il quadro nel biennio 2010-11 è complicato da diversi fattori: restrizione a livello statale, fine dei tagli delle imposte attuati da Bush, riforme fiscali differenti proposte dall'Amministrazione e dal Congresso, termine delle misure introdotte con il pacchetto ARRA del 2009. Nel complesso, però, pur con le molte incertezze legate al processo politico, riteniamo che sull'orizzonte 2010-12 la politica fiscale rimanga di stimolo alla crescita, con una previsione di riduzione modesta del rapporto deficit/PIL del governo federale (e delle pubbliche amministrazioni) nel prossimo anno.

**Politica fiscale ancora espansiva, nonostante la restrizione a livello statale**

1. **Fondi ARRA ancora da spendere.** L'attuazione delle misure incluse nel pacchetto di stimolo ARRA dello scorso anno prosegue, ma è completata solo a metà. Complessivamente sono stati erogati fondi per il 51% del totale (vedi grafico sotto): 56,6% delle riduzioni di imposta, 58% degli aumenti di spesa per programmi multi-periodali (sanità, previdenza), 39,6% della spesa discrezionale per progetti e prestiti. È da notare che nel corso del 2009 sono stati aggiunti fondi a supporto dell'economia e a gennaio 2010 il CBO ha stimato che gli interventi previsti dal pacchetto ARRA raggiungano un totale di 968 miliardi di dollari (invece dei 787 miliardi previsti inizialmente dalla legge) con un impatto di 862 miliardi sul deficit del periodo 2009-19. Il Committee for a Responsible Federal Budget stima che, dei 968 miliardi autorizzati, siano stati spesi 442 miliardi. Secondo il Council of Economic Advisers, fra il 2° e il 4° trimestre del 2009 sono state attuate misure per circa 84 miliardi di dollari al trimestre, per interventi cumulati di 263 miliardi.

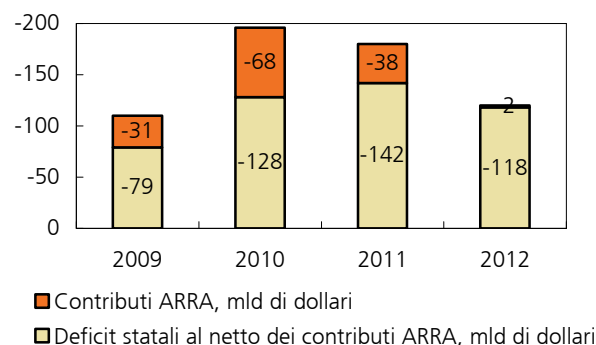
2. **Politiche fiscali degli Stati e degli enti locali.** I bilanci statali restano su un sentiero di massiccia restrizione che dovrebbe durare almeno fino al 2013. A livello statale, il deficit complessivo previsto per l'a.f. 2011 (che per gli Stati in media va da giugno 2010 a maggio 2011) è di 180 miliardi di dollari. Gran parte dei deficit sono spiegati dal crollo delle entrate, più che da una crescita eccessiva delle spese, pertanto dovrebbero rientrare a partire dal 2013 con il miglioramento ciclico. Gli stati devono avere bilanci in equilibrio e hanno possibilità limitate di ricorrere all'indebitamento. Da metà 2008 a maggio 2010, sono stati eliminati 231 mila posti nel settore statale/locale e 100 mila posti nei distretti scolastici. Il Bureau of Economic Analysis stima **che la contrazione del settore statale e locale abbia ridotto la crescita complessiva del PIL di 0,5pp**, da 3,5% a 3% t/t ann.; nel 3° trimestre il contributo negativo del settore statale/locale era stato di 0,27 pp. Gli stati avranno accesso ancora a 38 miliardi di fondi del pacchetto ARRA nel 2011, portando la restrizione attesa a 140 miliardi (v. grafico). La restrizione a livello statale e locale dovrebbe avere un effetto restrittivo sul PIL analogo a quello visto nel 1° trimestre di quest'anno anche nel resto dell'anno, con effetti restrittivi gradualmente in calo nella seconda metà del 2011. I bilanci statali sono stati discussi e definiti ipotizzando che il governo federale estenda i trasferimenti per la spesa sanitaria erogata attraverso il programma Medicaid. Il Senato sta discutendo emendamenti a un pacchetto approvato dalla Camera (HR 4213) che include tali estensioni. Il pacchetto prorogherebbe fino a fine novembre i sussidi di disoccupazione e i contributi all'assistenza sanitaria che non possono più essere rinnovati per scadenza dei termini, con un costo di circa **40 miliardi di dollari sugli anni 2010-11**, di cui 12,3 miliardi nell'anno fiscale in corso, 26,6 miliardi nel prossimo. La restrizione fiscale statale/locale sarà in calo solo a partire dall'anno fiscale 2012 (che inizia a giugno 2011), tuttavia continuerà a essere più che contrastata dall'espansione a livello federale.

Ancora da erogare circa il 50% dei fondi ARRA



Fonte: Recoery.gov

La restrizione statale non si allenterà fino al 2013, nonostante i trasferimenti federali



Fonte: Center on Budget and Policy Priorities. Dati per anni fiscali degli stati. Valori in ordine inverso

**3. Imposte sul reddito delle famiglie: un quadro incerto, ma ancora espansivo.** Dal lato delle famiglie, il 2011 vedrebbe insieme la fine dello stimolo introdotto con le misure straordinarie del pacchetto ARRA e la scadenza dei tagli di imposta introdotti da Bush e successivamente estesi diverse volte.

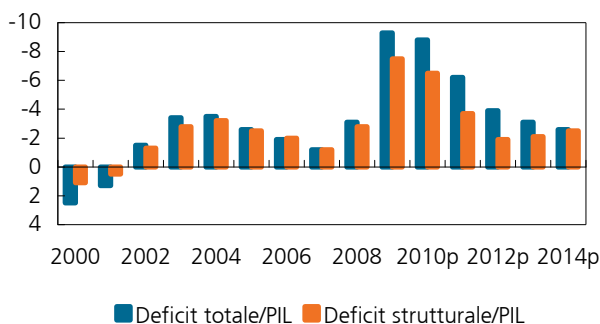
Le misure relative alle imposte per le famiglie attuate in base a ARRA tra marzo e dicembre 2009 sono state pari a 56 miliardi di dollari<sup>10</sup>. Il picco degli interventi è stato nel 2° trimestre 2009 (28 miliardi), e nella seconda metà dell'anno i tagli di imposta sono stati pari a circa **12 miliardi per trimestre**. Una parte dei fondi previsti sotto la voce riduzione delle imposte riguardava l'eliminazione degli effetti dell'Alternative Minimum Tax: questi interventi verranno comunque rinnovati ogni anno, o l'imposta verrà abolita. Il resto delle misure per le famiglie, attraverso sussidi estesi, e contributi per l'assicurazione sanitaria erogati dagli Stati, sono già stati rinnovati più volte (totale erogato: 57,5 miliardi a fine 2009) e difficilmente verranno eliminati fino a quando non ci sarà un miglioramento delle finanze pubbliche statali (non prima del 2012, vedi sopra) e/o un miglioramento ciclico tale da ridurre significativamente il livello della disoccupazione. I sussidi estesi sono circa 10 milioni, e in media pagano 1.300 dollari al mese, a cui si aggiunge un trasferimento di circa 1.100 dollari al mese per l'integrazione della copertura sanitaria. Il reddito disponibile continuerà a essere sostenuto largamente da questi trasferimenti. Pertanto il supporto che verrebbe meno a partire dal 2011 sarebbe pari a circa 50 miliardi di dollari circa all'anno. I dati sui bilanci delle famiglie mostrano però che il calo del peso degli interessi per via del livello più basso dei tassi e della riduzione del debito più che compenserà un eventuale effetto restrittivo derivante dal rientro delle misure del pacchetto.

Più rilevante è la questione relativa alla **struttura delle aliquote dal 2011 in poi**. Come noto, a partire dal 2011 tutti i tagli attuati dall'Amministrazione Bush verranno definitivamente a scadenza, con rialzi generalizzati non solo ai redditi alti, ma anche a quelli medi. Se la legislazione attuale (sulla base della quale il CBO fa le proiezioni per il budget 2010-20) restasse invariata, la politica fiscale diventerebbe più restrittiva. Come appare dai grafici qui sotto, che rappresentano le stime del CBO, il **deficit strutturale a legislazione invariata** si chiuderebbe rapidamente, passando dal 6,5% stimato per il 2010 al 3,7% del 2011 e al 2% medio nel 2012-13. Questo risultato si ottiene con un rialzo delle entrate strutturali al netto degli interventi ciclici, pari a circa 3% del PIL, mentre le spese proseguono su un trend verso l'alto. La nostra

<sup>10</sup> The Impact of the American Recovery and Reinvestment Act of 2009, Executive Office of the President, Council of Economic Adviser, rapporto trimestrale, gennaio 2010.

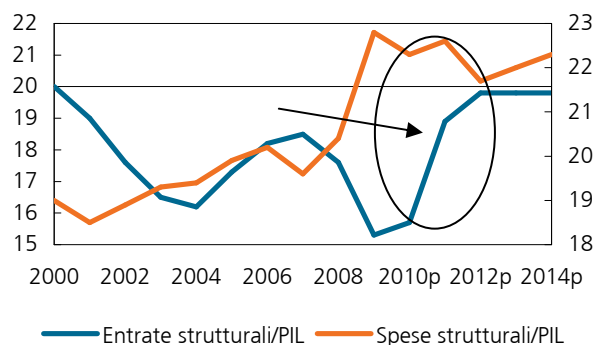
valutazione è che la legislazione verrà modificata, evitando effetti complessivamente restrittivi derivanti da un ritorno delle aliquote sui livelli pre-2001 per gran parte delle classi di reddito.

Il deficit strutturale si chiude dal 2011...



Fonte: CBO, proiezioni dal 2010 al 2014, scala inversa

...solo se si lasciano scadere i tagli di imposta dell'Amministrazione Bush



Fonte: CBO. Proiezioni dal 2010 al 2014

Qual è il futuro delle imposte sui redditi delle famiglie? Attualmente ci sono diverse alternative: 1) mantenimento della legislazione attuale (fine delle misure espansive attuate dal 2001 in poi); 2) mantenimento delle politiche attuali (cioè i tagli Bush e le successive estensioni); 3) attuazione delle misure incluse nel budget 2011; 4) attuazione delle misure incluse in un disegno di legge per la riforma fiscale presentata in Congresso da una coalizione *bipartisan*.

Nonostante l'incertezza sulle misure specifiche che verranno effettivamente introdotte, un punto sembra probabile e sta alla base del nostro scenario: **le imposte non torneranno ai livelli pre-Bush**, pertanto la restrizione fiscale che sembrerebbe probabile sulla base delle proiezioni a legislazione invariata non sarà attuata.

Paragoniamo le misure fiscali del **budget 2011** con la situazione a **legislazione invariata** (che prevede la fine dei tagli) e con quella a **politiche invariate** (estensione permanente dei tagli attuati fra il 2001 e il 2009). In media, nel 2012 l'**aliquota federale media sul reddito** delle persone fisiche è a legislazione invariata pari al 23,4%, a politiche invariate pari al 21,9%, e con il budget 2011 pari a 21,3% (stime Tax Policy Center). Il budget 2011 ridurrebbe le aliquote rispetto alla legislazione corrente. Rispetto alla politica corrente il rialzo delle aliquote colpirebbe solo i percentili più elevati. Il calo del reddito medio dopo le imposte (-0,8%) si otterrebbe esclusivamente attraverso una riduzione del reddito del quintile più elevato (-2,1%), concentrato sul primo 1% della distribuzione del reddito. Gli effetti sulla crescita complessiva di un simile rialzo delle imposte sarebbero quasi nulli, considerando che questa è la classe di reddito che risparmia, mentre si avrebbero effetti espansivi dati dalla riduzione delle aliquote sui redditi più bassi, che hanno una propensione marginale al consumo più elevata. Gli scenari delle imposte si discostano anche per via del fatto che nel budget 2011 si elimina definitivamente l'Alternative Minimum Tax, che tipicamente da anni viene "neutralizzata" su base annuale con provvedimenti *ad hoc*.

Più in generale, il CBO nella sua analisi del budget 2011 riporta diverse stime degli effetti delle misure complessivamente proposte con il budget e mostra che fra il 2011 e il 2015 il budget avrebbe effetti espansivi compresi fra 0,9 e 1,2pp per anno. Quindi, se la finanza pubblica statale avesse effetti restrittivi per circa 0,5pp nel 2011 e 0,3pp nel 2012, **il contributo netto della politica fiscale resterebbe comunque espansivo per più dello 0,5% del PIL nel 2011 e quasi di un punto nel 2012 e negli anni seguenti.**

Oltre alle tre alternative considerate sopra, è in discussione una proposta bipartisan di riforma fiscale presentata da Wyden e Gregg in Senato che sarebbe circa neutrale in termini di gettito rispetto allo scenario base del CBO secondo le stime del Tax Policy Center. Riteniamo però probabile che venga approvata una versione, magari annacquata del budget 2011 con alcuni punti fermi dal lato dell'imposizione sulle famiglie, in linea con le promesse pre-elettorali del presidente Obama.

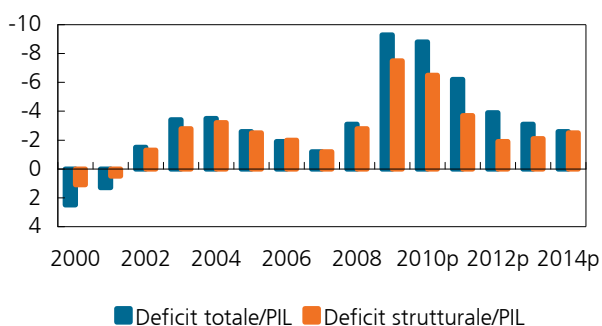
Tassazione del reddito personale: scenari alternativi a confronto							
Percentile di reddito	Budget 2011	Politica corrente			Legislazione corrente		
	Aliquota media	Reddito dopo le imposte (var. %)	Aliquota media (var. %)	Aliquota media (livello)	Reddito dopo le imposte (var. %)	Aliquota media (var. %)	Aliquota media (livello)
1° quint.	2,8	1,9	-1,8	1,0	2,5	-2,4	5,2
2° quint.	9,3	1,0	-0,9	8,4	3,3	-2,9	12,2
quint. centrale	15,8	0,5	-0,4	15,4	2,9	-2,4	18,1
4° quint.	18,9	0,2	-0,2	18,7	3,4	-2,6	21,5
top quint.	26,6	-2,1	1,6	28,1	2,3	-1,7	28,2
<b>Totale</b>	<b>21,3</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>21,9</b>	<b>2,7</b>	<b>-2,1</b>	<b>23,4</b>
Addendum:							
top 1 per cento	33,0	-6,0	4,3	37,3	-0,5	0,3	33,3
top 0.1 per cento	36,5	-7,7	5,3	41,8	-1,4	0,9	37,4

Fonte: Tax Policy Center

Il **deficit federale** nei prossimi anni sarà in calo per motivi ciclici, mentre il rapporto debito/PIL continuerà a salire. Il CBO stima che con il budget 2011 il deficit scenda a 1,3 trilioni di dollari (8,9% del PIL), da 1,5 trilioni del 2010 (10,3% del PIL). Il debito detenuto dal pubblico dovrebbe salire a 70,1% del PIL nel 2011 da 63,2% del 2010. La differenza fra il sentiero dello scenario base e quello del budget 2011 è di 3,7 trilioni di dollari sul periodo 2011-20. La differenza sulle entrate è di circa 150 miliardi all'anno, mentre per le spese la differenza è più contenuta nei primi anni (100 miliardi all'anno fino al 2013) e su un sentiero esplosivo negli anni successivi (370 miliardi in media nel periodo 2018-20) dovuto all'esplosione della spesa sanitaria e previdenziale.

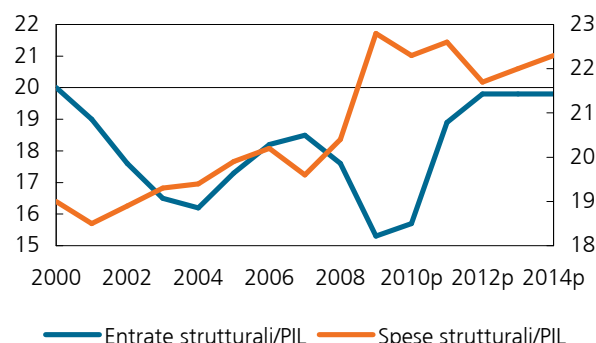
Lo scenario del CBO (a legislazione invariata) fornisce un quadro falsamente rassicurante sul trend del deficit strutturale fra il 2011 e il 2014, quando lo scenario base prevede un rialzo di imposte più elevato rispetto a quanto incorporato nel budget 2011.

Deficit strutturale in calo a legislazione invariata



Fonte: CBO

Entrate e spese strutturali a legislazione invariata



Fonte: CBO

In conclusione, lo scenario americano per il biennio 2010-11 è favorevole, con una crescita discreta, una graduale chiusura dell'output gap e un rientro dell'inflazione verso i livelli obiettivo della Banca centrale. Su un orizzonte più lungo il rientro delle politiche economiche, che



probabilmente vedrà contemporaneamente restrizione fiscale e monetaria, pone rischi verso il basso sulla crescita: ma questa è una storia per lo Scenario Macroeconomico Trimestrale di fine 2011.

### Politica monetaria: aspettando la svolta

L'aggravarsi della crisi del debito europeo indurrà probabilmente la Fed a spostare ancora in avanti il momento della svolta sui tassi. Nei discorsi recenti quasi tutti gli esponenti del FOMC hanno minimizzato la stima dell'impatto della crisi sull'economia americana. Tuttavia i rischi derivanti da un potenziale evento disastroso sul sistema finanziario mondiale, se pure con probabilità molto bassa, sono sufficienti a mantenere la Fed in stand-by e non segnalare l'avvio della strategia di uscita dalla politica monetaria straordinariamente espansiva in atto.

La sequenza dei passi da adottare per la svolta sembra essere condivisa da gran parte del Comitato: 1) allargamento del corridoio dei tassi con qualche ulteriore rialzo del tasso di sconto e test di operatività su depositi a termine e operazioni di drenaggio, 2) modifica del testo del comunicato e dell'impegno a mantenere i tassi sui livelli attuali per un "periodo esteso", 3) drenaggio di riserve attraverso depositi a termine, 4) rialzo dei tassi sui fed funds, 5) ridimensionamento definitivo del bilancio attraverso vendita di titoli in portafoglio. I tempi dei primi tre passi potrebbero essere non particolarmente lunghi e concludersi entro fine 2010. Per quanto riguarda la svolta dei tassi, si dovrebbe vedere il primo rialzo nel 1° trimestre 2011, mentre i tempi delle vendite di titoli potrebbero andare almeno al 2012. Quasi tutti i membri del FOMC propendono per alzare i tassi prima e vendere dopo, tranne Bullard che ritiene ottimale una sequenza opposta. In ogni caso entro fine 2011 andranno a scadenza circa 200 miliardi di titoli: il mancato rinnovo di tali titoli ridurrebbe comunque il bilancio della Fed (e le riserve in eccesso) di un ammontare corrispondente.

Il primo passo della strategia di uscita sarebbe la modifica del riferimento al "periodo esteso": difficilmente il comunicato verrà cambiato nei prossimi mesi, nonostante il dissenso esplicito o il "disagio" di alcuni membri del Comitato. Hoenig sta ripetendo da diverse settimane che i tassi andrebbero alzati all'1% entro l'estate: il suo dissenso potrebbe estendersi ai tassi oltre che al testo. Bullard potrebbe dissentire sul periodo esteso, dopo aver detto di recente che la Fed non dovrebbe modificare i propri tempi per la crisi europea, anche se, prima di alzare i tassi, dovrebbe ridurre l'ammontare di titoli: nell'attivo in portafoglio. A parte questa "frangia", il resto del FOMC è coeso al centro e condivide la preoccupazione per le possibili ripercussioni negative della crisi europea. Da segnalare che Kohn ha rimandato la data del proprio ritiro, a quando saranno confermate le nomine dei tre nuovi membri del Board proposti dall'Amministrazione. In un articolo del WSJ del 15 giugno, si segnala addirittura che la **Fed sta "silenziosamente" valutando opzioni disponibili per allentare ulteriormente la politica monetaria** in caso di deterioramento dei mercati e trasmissione della crisi europea. Secondo il WSJ, le alternative considerate dalla Banca centrale sarebbero 1) il reinvestimento dei titoli rimborsati dal portafoglio della Fed (circa 200 miliardi di dollari entro fine 2011), 2) la riapertura dei programmi di acquisto titoli e 3) la modifica del linguaggio nel comunicato, con indicazioni anche più forti di quelle attuali riguardo al mantenimento di tassi a zero per molto tempo. Nell'Economic Letter di giugno, **Rudebusch** (vice presidente della San Francisco Fed) offre degli argomenti che potrebbero giustificare una fase di attesa sui tassi anche più lunga di quella incorporata ora dai mercati. Secondo Rudebusch, applicando una regola semplice che riassume in modo relativamente accurato il comportamento della Fed negli ultimi 20 anni, i tassi potrebbero restare fermi fino al 2012. Questa regola, ottenuta dalla relazione fra tassi di policy, inflazione e gap di disoccupazione, indica che i fed funds verrebbero abbassati di 1,3pp per 1pp di calo del tasso di inflazione e di 2pp per un aumento di 1pp del tasso di disoccupazione. In base a questa regola, il tasso sui fed funds dovrebbe essere a -2,9% oggi e non dovrebbe essere alzato fino a

metà 2012. Rudebusch elabora le proiezioni sulla base della regola, tenendo conto degli effetti delle politiche monetarie non convenzionali sui tassi a lungo termine.

La Fed continua a prevedere che l'economia sia su un sentiero di ripresa "moderata", ma i rischi e le fragilità di questo ciclo rimangono tali da indurre gran parte del Comitato a ritenere che sia meglio sbagliare muovendo troppo tardi piuttosto che troppo presto come è emerso dai verbali di aprile. La disinflazione persistente, la debolezza del mercato del lavoro e l'assenza di una svolta sugli aggregati monetari e creditizi contribuiscono alla cautela della Banca centrale.

**La svolta sui tassi è rinviata per i rischi della crisi europea...**

Anche se il punto di svolta e i segnali verbali di preparazione del mercato vengono dilazionati, proseguono i preparativi per l'operatività dell'uscita. La Fed ha annunciato il nuovo programma di **depositi a termine** e ha condotto la prima asta il 14 giugno, con l'offerta di 1 miliardo di dollari a 14 giorni. La domanda è stata per 6,14 miliardi di dollari: sono stati assegnati 1,15 miliardi a un tasso di 0,27% (2pb al di sopra della remunerazione delle riserve in eccesso delle banche presso la Fed). Altre due aste sono in programma entro fine luglio, con durata più estesa. Durante l'estate è probabile che la Fed conduca altre operazioni anche per ammontare maggiore.

**...ma proseguiranno i preparativi per l'uscita**

Da marzo in poi, in concomitanza con la riapertura del Supplementary Financing Program del Tesoro, che ha ridotto le riserve in eccesso per 200 miliardi di dollari, **il differenziale fra fed funds effettivi e obiettivo si è chiuso** portandosi all'interno di un *range* compreso fra 2 e 6pb, dopo avere oscillato intorno a 12pb nel periodo fra ottobre 2009 e febbraio 2010. Questa è una indicazione di ritorno a tassi di mercato sotto il controllo della Fed, cruciale per l'efficacia della politica monetaria al momento della svolta. Il FOMC potrebbe anche decidere di ritoccare **il tasso di sconto**. Ad aprile due Fed regionali avevano proposto un rialzo del tasso di sconto: è possibile che nel corso dell'estate venga deciso un nuovo rialzo per avere un corridoio più ampio al momento del rialzo dei tassi ufficiali, anche come compromesso fra gruppi con opinioni divergenti all'interno del FOMC, senza implicazioni di breve termine sulla politica monetaria effettiva.

In conclusione, la Fed manterrà uno scenario di ripresa moderata, con un calo molto lento del tasso di disoccupazione e senza rischi sui prezzi per un periodo prolungato. Con uno scenario macro in linea con le previsioni, gli elementi che determineranno i tempi della svolta sui tassi sono di natura monetaria e finanziaria: la riduzione di tensioni sui mercati monetari e sui titoli governativi europei da un lato, e la ripresa dell'attività del credito a livello domestico dall'altro. La parola d'ordine per ora è "*wait and see*".

## Scenario Macroeconomico

Giugno 2010

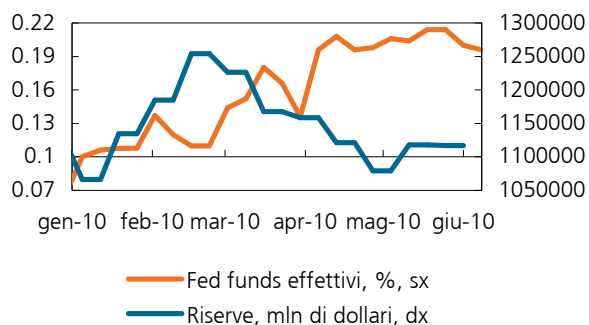
Distribuzione dei titoli nell'attivo del bilancio della Fed per scadenza					
	0-1 anno	1-5 anni	5-10 anni	>10 anni	Totale
Miliardi	86,1	336,9	219,2	143,7	<b>785,9</b>
% Treas.	11,0	42,9	27,9	18,3	100,0
Miliardi	47,5	98,3	34,4	2,3	<b>182,6</b>
% Agenzie	26,0	53,8	18,9	1,3	100,0
Miliardi	0,0	0,03	0,02	1.113,6	<b>1.113,7</b>
% MBS	0,0	0,0	0,0	100	100
<b>Totale</b>	<b>133,6</b>	<b>435,2</b>	<b>253,6</b>	<b>1.259,7</b>	<b>2.082,2</b>
% tot. titoli	6,4	20,9	12,2	60,5	100,0

Fonte: Federal Reserve Board

Bilancio della Fed			
	09.06.2010		09.06.2010
<b>Attivo</b>		<b>Passivo</b>	
Titoli	2.057,32	Circolante	942,05
Treasuries	776,93		
Agenzie	166,72		
MBS	1.113,67	Reverse repos	60,76
Repos	0	Depositi e altro	
Finestra di sconto	70,79	Riserve (banche)	1.075,18
Prestiti primary dealer	85	Tesoro	19,14
Term Auction Credit	0	SFP	199,96
Carta commerciale	0	Esteri e servizi	4,57
Oro e SDR	16,24	Altro e capitale	71,2
Swap valuta	1		
Altro	142,48		
<b>Totale</b>	<b>2.373,07</b>	<b>Totale</b>	<b>2.373,07</b>

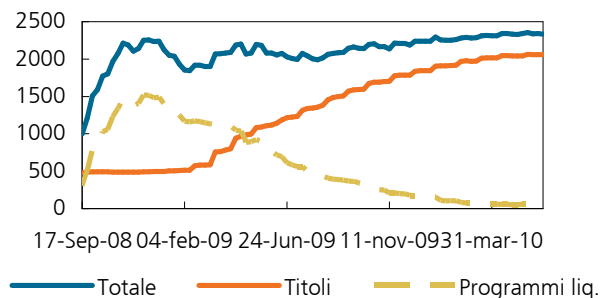
Fonte: Federal Reserve Board

### La Fed sta riacquistando il controllo sui tassi di mercato



Fonte: Federal Reserve Board

### Bilancio della Fed: attivo



Fonte: Federal Reserve Board

## Area euro – La correzione fiscale non compromette la ripresa, per ora

- L'area euro è entrata in un biennio di crescita dopo la sostanziale stagnazione del 2009. Per i ritardi con cui agisce sull'economia reale, il mix di politiche economiche, che rimane estremamente espansivo, è in grado di sostenere l'economia fino al 2011 inoltrato.
- In particolare, guardando al prossimo anno, il freno rappresentato dalla restrizione fiscale annunciata da diversi Paesi dell'Eurozona, pari a circa quattro decimi di PIL, sarà compensato quasi interamente dall'effetto espansivo del deprezzamento del cambio.
- Più in generale, difficilmente anche l'area euro non beneficerà almeno in parte di un contesto in cui l'economia mondiale tornerà a crescere ai ritmi del 2004-07 (infatti, anche nel recente ciclo l'ipotesi di un "decoupling" rispetto alle altre aree geografiche si è rivelata illusoria). Anzi il testimone della crescita si sposterà gradualmente nei prossimi trimestri dall'export e dalle scorte a un più "genuino" ciclo degli investimenti delle imprese, in un contesto in cui la domanda per consumi potrebbe però rimanere anemica.
- Il deprezzamento del cambio ci porta a rivedere al rialzo le previsioni d'inflazione per il 2010 e il 2011 rispettivamente a 1,4 e 1,7%. Tuttavia, la dinamica sottostante rimarrà ancora frenata dalle condizioni cicliche; le uniche pressioni su tale fronte verranno dal rialzo della tassazione indiretta e dai prezzi amministrati. Le attese d'inflazione a medio termine rimangono stabili.
- La crisi ha obbligato la BCE a sospendere il ritiro delle misure non convenzionali, arricchitesi il 10 maggio con il Securities Markets Program e il 10 giugno con l'annuncio di tre aste trimestrali ad assegnazione piena. L'impianto in essere consentirebbe ancora alla BCE di riprendere il controllo della gestione della liquidità già da fine anno, tramite l'abbandono della piena allocazione. Tuttavia, il corso della politica monetaria rimane fortemente condizionato dai tempi di stabilizzazione del mercato dei titoli di stato e dalle scelte di politica fiscale. In uno scenario di lenta normalizzazione i tassi potrebbero salire dal 2° trimestre del 2011, ma non è possibile escludere che la BCE sia impedita a restringere la politica monetaria dalla fragilità del sistema finanziario anche più a lungo.

Anna Maria Grimaldi e  
Paolo Mameli

Previsioni macro	2009	2010	2011	2009			2010			2011	
				3	4	1	2	3	4	1	2
	PIL (prezzi costanti, a/a)	<b>-4,1</b>	1,1	1,6	<b>-4,1</b>	<b>-2,1</b>	<b>0,6</b>	1,2	1,2	1,5	1,7
- t/t				<b>0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	0,5	0,4	0,3	0,5	0,4
Consumi privati	<b>-1,2</b>	0,1	0,9	<b>-0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,1</b>	0,1	0,1	0,1	0,3	0,4
Investimenti fissi	<b>-10,9</b>	-2,4	2,1	<b>-1,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,1</b>	0,5	0,4	0,3	0,6	0,6
Consumi pubblici	<b>2,7</b>	1,5	1,1	<b>0,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,6</b>	0,3	0,2	0,3	0,3	0,2
Esportazioni	<b>-13,2</b>	7,4	7,8	<b>2,8</b>	<b>1,7</b>	<b>2,5</b>	1,2	1,8	1,8	2,4	1,6
Importazioni	<b>-11,9</b>	6,1	5,8	<b>2,8</b>	<b>1,2</b>	<b>4,0</b>	-0,5	0,5	1,9	2,0	1,7
Var. scorte (contrib., % PIL)	<b>-0,8</b>	0,6	-0,5	<b>0,5</b>	<b>0,1</b>	<b>0,9</b>	-0,4	-0,4	0,2	-0,1	0,0
Partite correnti (% PIL)	<b>-0,6</b>	-0,1	0,5	<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	-0,5	0,0	0,3	0,2	0,4
Deficit pubblico (% PIL)	<b>-6,3</b>	-6,5	-5,4								
Debito pubblico (% PIL)	<b>76,0</b>	84,8	89,3								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	<b>0,3</b>	1,6	1,7	<b>-0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>1,1</b>	1,6	1,8	1,8	1,8	1,7
Produzione industriale (a/a)	<b>-14,8</b>	6,6	1,5	<b>0,9</b>	<b>2,2</b>	<b>4,0</b>	1,5	-0,5	1,0	-0,1	0,6
Disoccupazione (ILO, %)	<b>9,4</b>	10,3	10,7	<b>9,7</b>	<b>9,8</b>	<b>10,0</b>	10,2	10,4	10,6	10,8	10,9
Euribor 3 mesi	<b>1,23</b>	0,72	1,42	<b>0,87</b>	<b>0,72</b>	<b>0,66</b>	0,68	0,75	0,78	0,97	1,28
EUR/USD	<b>1,39</b>	1,27	1,25	<b>1,43</b>	<b>1,48</b>	<b>1,38</b>	1,29	1,19	1,23	1,24	1,24

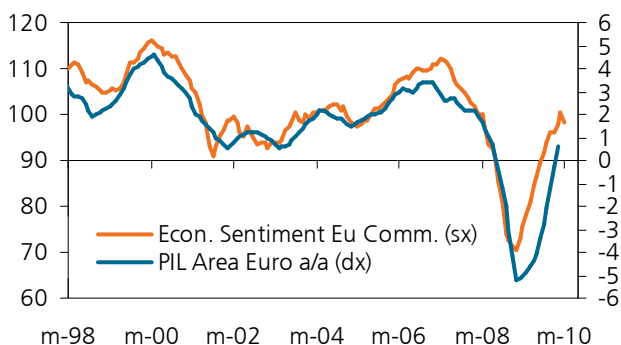
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato.

Fonte: EcoWin, Intesa Sanpaolo

## L'altra faccia della medaglia: si apre un biennio di crescita

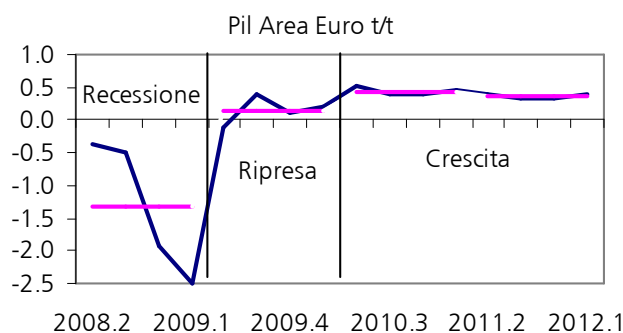
L'area euro è stata di recente al centro della turbolenza sui mercati finanziari a causa del timore che l'aumento del debito in alcuni paesi (oltre alla Grecia, virtualmente tutti i paesi "periferici") potesse mettere a repentaglio la stessa tenuta dell'Unione Monetaria. Tuttavia, **nello scenario centrale nel quale non si verifica alcun evento "traumatico"** (default o uscita dall'Unione Monetaria di un paese membro, eventi che restano a nostro avviso a probabilità modesta) in grado di alimentare ulteriormente tali timori, l'altra faccia della medaglia dell'attuale situazione, cui si attribuisce forse non sufficiente importanza, è il fatto che **siamo alle porte di almeno un biennio di crescita**. Abbozzando una "cronologia" recente del ciclo, possiamo constatare che l'Eurozona, dopo la profonda recessione che l'ha colpita tra la primavera del 2008 e quella del 2009 (crescita media del PIL tra il 2° trimestre del 2008 e il 1° trimestre del 2009: -1,3% t/t), ha nell'anno successivo vissuto una fase di lenta uscita dalla recessione, che si è sostanziata, pur in un contesto di ampia volatilità, in una fase di stagnazione dell'attività economica (crescita media del PIL tra il 2° trimestre del 2009 e il 1° trimestre del 2010: 0,1% t/t). A nostro avviso, **nonostante la crisi sul debito di cui si è detto, sta per verificarsi una decisa accelerazione del ciclo che dovrebbe materializzarsi già a partire dal trimestre primaverile** e che durerà per almeno un paio d'anni (nei quali il ritmo di crescita su base trimestrale dovrebbe attestarsi attorno allo 0,4% t/t, un ritmo peraltro storicamente non elevato). L'entità della ripresa da noi stimata deriva per il breve termine dalle indicazioni che provengono dal livello degli indici di fiducia (che anzi segnalerebbero rischi verso l'alto su tale previsione); per il medio termine, **il fatto che la ripresa in corso possa durare per i prossimi due anni deriva dall'eccezionalità degli stimoli monetari e fiscali messi in campo, tenuto conto del ritardo con cui essi agiscono** (difatti hanno tirato fuori l'economia dalle secche della recessione, ma non l'hanno ancora portata in uno stato di sostenibile e autonoma espansione).

Le indicazioni congiunturali per il breve termine rimangono improntate a un consolidarsi della ripresa



Fonte: Commissione Ue, Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Dopo la recessione e la stagnazione, ecco la crescita



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

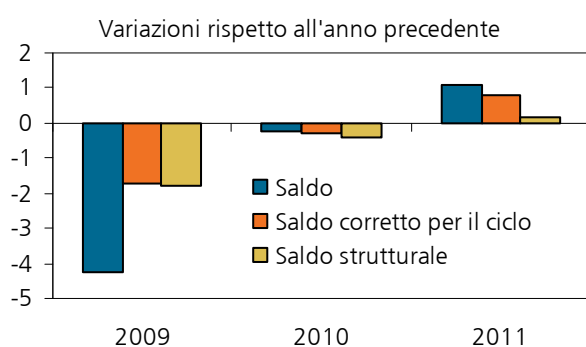
## Il mix di politiche economiche non è tale da causare un'inversione del ciclo ravvicinata

Per quanto riguarda la politica fiscale, è vero che **il 2010 ha visto uno stimolo addizionale decisamente minore che nel 2009, ma comunque si è trattato di un anno di politica fiscale espansiva**: il saldo di bilancio, dopo l'eccezionale allargamento registrato lo scorso anno, si è ampliato ancora di un ulteriore 0,4% considerando il saldo strutturale, dopo l'1,8% del 2009. Un indicatore dell'orientamento di politica monetaria è invece il tasso di interesse reale a breve termine (abbiamo scelto l'Euribor a 3 mesi deflazionato con i prezzi al consumo). Tale indicatore mostra che **è nel 2010 che la politica monetaria ha fornito il massimo stimolo, portando i tassi reali sotto zero** per la prima volta da quando esiste la zona euro (a -0,9% da +0,9% nel 2009) - da notare che nel nostro scenario centrale di previsione i tassi reali resteranno negativi anche

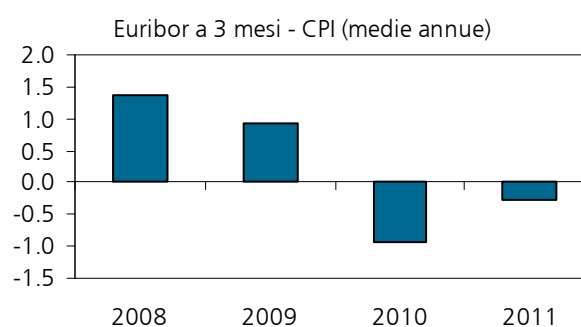
l'anno prossimo (a -0,3%), una situazione nella quale si può certamente parlare di una politica monetaria ancora espansiva. Ancor più eccezionale è lo stimolo *aggiuntivo* di politica monetaria, visto che nel 2010 i tassi reali sono scesi di quasi 2 punti (erano calati di -0,4% nel 2009).

Dunque, il 2010 è stato un anno in cui il *mix* delle politiche economiche è rimasto in territorio decisamente espansivo. Ciò, tenendo conto che il ritardo con cui gli stimoli sia fiscali che monetari agisce sull'economia reale è di circa un anno (tramite l'usuale meccanismo dei moltiplicatori), può sostenere il ciclo anche in prospettiva nel 2011 (quando sia la politica monetaria che quella fiscale invertiranno in maniera molto *soft*).

Nel 2010 la politica fiscale, pur fornendo minor stimolo che nel 2009, è rimasta espansiva (invertirà solo nel 2011)...



... e la politica monetaria ha fornito il massimo supporto al ciclo



Nota: la stima per il saldo strutturale 2011 è quella della Commissione Europea e non include gli effetti delle manovre annunciate nell'ultimo mese.  
Fonte: Commissione Ue, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

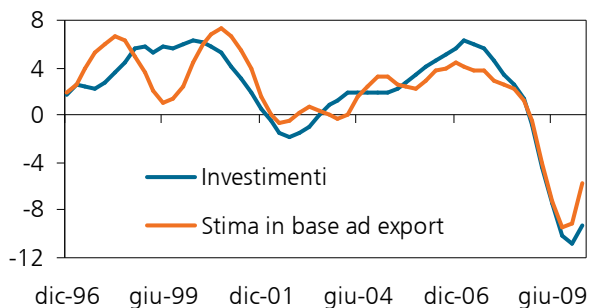
Fonte: Eurostat, Datastream, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

## Il testimone della crescita passerà gradualmente dall'export agli investimenti delle imprese

Il *pattern* di crescita nell'area euro è rimasto sinora improntato a un'accentuata volatilità, in quanto i principali *drivers* sono stati, oltre alla spesa pubblica, due componenti caratterizzate per loro natura da ampie fluttuazioni, e cioè esportazioni e scorte. In prospettiva, **nell'arco dei prossimi due anni il testimone della crescita dovrebbe spostarsi gradualmente dalle scorte al ciclo degli investimenti, mentre l'export dovrebbe continuare a sostenere piuttosto vigorosamente il ciclo e la ripresa dei consumi ben difficilmente non si configurerà come anemica.**

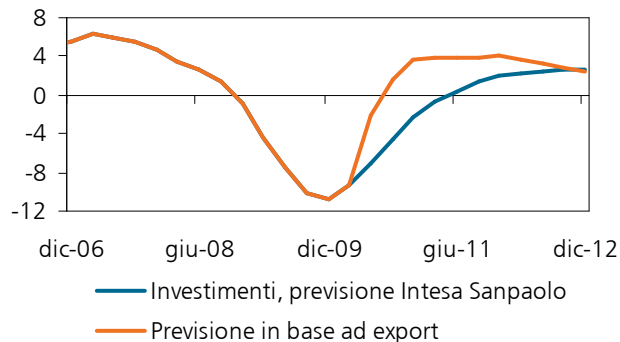
Da una semplice analisi econometrica emerge come **nell'area euro la correlazione tra export e investimenti sia significativa, e sia cresciuta negli ultimi anni.** La semplice analisi delle due serie (in variazione annua) mostra una correlazione di quasi l'80% tra investimenti ed esportazioni, con un ritardo ottimale di un trimestre. Un semplice modello che spieghi gli investimenti sulla base delle esportazioni mostra una significatività elevata (il modello costruito sulle medie a 4 termini delle variazioni annue mostra un  $R^2$  di 0,79 e uno *standard error* di 1,9%). Sembra anzi esservi stato un *break* strutturale proprio in occasione del 2001, a partire da quando la correlazione aumenta decisamente (l' $R^2$  sale a 0,90 e lo *standard error* scende a 1,4%). Da notare che, se si prevedessero gli investimenti unicamente in base al modello che ha come unica variabile esplicativa l'export e utilizzando le stime dei coefficienti dal 2001, nel nostro scenario gli investimenti stessi crescerebbero nel 2010 del 3,7% (anziché calare del 2,4% come nel nostro scenario centrale) e nel 2011 del 4% (anziché del 2,1% come nel più prudente scenario centrale). Un chiaro segnale del fatto che **deve ancora esplicitarsi in pieno sugli investimenti l'effetto di traino dalle esportazioni.**

Una stima degli investimenti in base all'export mostra una significatività elevata e in crescita nel periodo più recente...



Fonte: Eurostat, modello econometrico Intesa Sanpaolo

... il che segnala l'esistenza di rischi verso l'alto sulla nostra stima di crescita degli investimenti fissi lordi



Fonte: Eurostat, modello econometrico Intesa Sanpaolo

### Il ciclo mondiale è favorevole, ma potrebbe essere più breve rispetto al passato

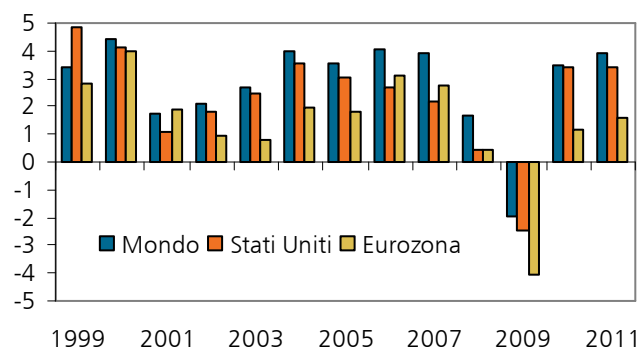
Guardando al 2011, i rischi di un nuovo rallentamento dell'attività economica non vanno trascurati, ma a nostro avviso non sono prevalenti, perché l'ipotesi di un "decoupling" dell'area euro rispetto alle altre principali aree geografiche (che cresceranno tutte a un ritmo assai sostenuto per il secondo anno consecutivo) **si è dimostrata, anche in occasione dell'ultimo ciclo, illusoria**. Tanto più che il quadro favorevole riguarda concordemente sia i paesi sviluppati che quelli cosiddetti "emergenti".

Infatti, nel nostro scenario centrale **nel 2010-11 l'economia mondiale**, spinta da politiche economiche ancora ampiamente espansive e che in quasi tutte le aree al di fuori dell'area euro non accennano nemmeno a invertire, **riprenderà a crescere a ritmi simili a quelli visti nel 2004-07** (vicini al 4%), anzi con una crescita negli Stati Uniti anche più forte (vicina al 3,5%). Negli anni dal 2004 al 2007, l'economia dell'area euro, grazie a quel formidabile traino, cresceva a un ritmo medio del 2,4%. Pertanto, la nostra stima sul biennio (vediamo l'area euro crescere dell'1,1% quest'anno e dell'1,6% l'anno prossimo) appare piuttosto cauta.

È pur vero che le due situazioni sono solo lontanamente comparabili in quanto nel 2009 l'economia mondiale ha sperimentato una crisi profonda con interessamento del sistema finanziario, mentre negli anni dal 2001 al 2003 si poteva parlare solo di rallentamento o di recessione molto lieve. Ciò introduce da un lato rischi verso il basso perché la crisi è stata così profonda da lasciare conseguenze non transitorie (l'abbassamento del tasso di crescita potenziale dovuto a un aumento "strutturale" del costo del capitale e del tasso di disoccupazione); l'altra faccia della medaglia però è che nel 2009 si è creato un *output gap* talmente ampio (-5,4% in base alle nostre stime) che è lecito attendersi un rimbalzo anche significativo in termini di crescita annua, che comunque non sarà tale da colmare quel vuoto. Nel nostro scenario centrale, il PIL tornerà ai livelli del 2008 solo nel 2012, e l'output resterà negativo sino al 2015 compreso.

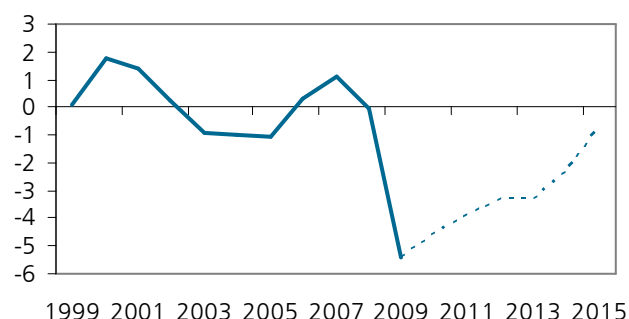
Inoltre, **questo ciclo sarà a nostro avviso più breve dei precedenti**, perché la restrizione delle politiche economiche (non solo fiscale ma anche monetaria) che potrebbe avvenire su scala mondiale negli anni dal 2012 al 2014 ben difficilmente non causerà un rallentamento dell'economia, che a oggi non si può escludere possa tramutarsi in una nuova recessione. Ciò farà sì che il ciclo positivo possa durare da un minimo di due a un massimo di tre anni (contro i quattro anni del periodo 2004-07).

Come in passato, difficilmente l'area euro non beneficerà di un contesto di crescita mondiale assai sostenuta...



Fonte: Eurostat, Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

... che comunque non sarà ancora tale da colmare l'output gap, che rimarrà negativo sino al 2015 compreso



Fonte: Oxford Economics Forecasting sulla base delle previsioni Intesa Sanpaolo

## L'area euro è l'unica tra le principali aree ad aver già iniziato un sentiero di correzione fiscale ...

Tra le principali aree geografiche, l'area euro è l'unica ad avere intrapreso la strada dell'*exit strategy* per la politica fiscale, iniziando (per alcuni paesi, già dal 2010) una correzione che si protrarrà sino al 2014.

Riepiloghiamo preliminarmente le misure correttive sinora annunciate. A muoversi prima e in misura più significativa, per le note vicende che l'hanno coinvolta, è stata come noto la **Grecia**, con una correzione, che, decisa a più riprese a gennaio, febbraio, marzo e maggio, comporta in totale uno spostamento dei saldi pari al 13% del PIL (spalmato su 5 anni dal 2010 al 2014).

### La correzione fiscale annunciata in Grecia

	2010	2011	2012	2013	2014	Cumulato
<b>ENTRATE</b>						
Aumenti del 10% dell'IVA (dal 10% all' 11%; dal 21% al 23%)	0,3	0,4				0,8
Ampliamento della base imponibile IVA		0,4	0,2			0,7
Tassa sulla benzina	0,1	0,1				0,2
Tassa sulle sigarette	0,1	0,1				0,2
Royalties sul gioco		0,1	0,2			0,3
Imposta speciale sulle imprese ad alto profitto		0,3			-0,2	0,1
Tassazione "presunta" professionisti		0,2				0,2
Aumento del valore legale dei beni immobili		0,2	0,1			0,3
Condono edilizio		0,2			-0,2	0
Tassazione su costruzioni non autorizzate		0,4				0,3
Altro		0,5	0,2	-0,3		0,3
<b>TOTALE ENTRATE</b>	<b>0,5</b>	<b>2,9</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>3,5</b>
<b>SPESE</b>						
Riduzione dei salari tramite tagli di bonus/indennità	0,5	0,2				0,7
Riduzione della forza lavoro (circa 20.000 unità)			0,3	0,2		0,5
Eliminazione dei bonus da pensione (eccetto pensioni minime)	0,6	0,2				0,9
Tagli nei consumi intermedio	0,3	0,1				0,4
Risparmi sugli amministratori locali		0,2	0,2	0,2		0,7
Tagli nei trasferimenti alle aziende pubbliche		0	0,7			0,7
Tagli nella spesa per investimenti	0,2	0,2	0,2			0,7
Risparmi ancora da quantificare per riforme strutturali				1,8	2,4	4,2
Altro	0,3	0,2	0,3	0,1		0,8
<b>TOTALE SPESE</b>	<b>2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>9,5</b>
<b>TOTALE CORREZIONE</b>	<b>2,5</b>	<b>4,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>13</b>

Fonte: Governo greco, elaborazioni Intesa Sanpaolo



## Scenario Macroeconomico

Giugno 2010

Assai significativa anche la restrizione annunciata in **Portogallo** e **Spagna**, pari rispettivamente all'11,1% e al 9,2% del PIL sull'intero orizzonte 2010-13 (vedi tabelle). Tra i paesi più a rischio da notare come manchi all'appello l'**Irlanda**, che, dopo il congelamento dei salari annunciato a inizio anno, pure necessita a nostro avviso di ulteriori misure restrittive visto che a legislazione invariata il suo deficit resterà in doppia cifra l'anno prossimo (tornando anzi ad allargarsi lievemente a -12,1%).

La correzione fiscale annunciata in Portogallo...					
	2010	2011	2012	2013	Cumulato
<b>ENTRATE</b>					
Aumento tasse sul reddito	0,5	0,5	0,5	0,5	2
Maggiori entrate da contributi sociali		0,2	0,3	0,4	0,9
<b>TOTALE ENTRATE</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>2,9</b>
<b>SPESE</b>					
Restrizioni sui salari pubblici	0,5	0,2	0,4	0,6	1,7
Taglio ai sussidi	1	0,5	0,8	1	3,3
Spesa pensionistica			0,1	0,1	0,2
Tagli a spesa corrente		0,2	0,2	0,2	0,6
Tagli agli investimenti pubblici	0,8	0,3	0,6	0,8	2,5
<b>TOTALE SPESE</b>	<b>2,3</b>	<b>1,2</b>	<b>2</b>	<b>2,7</b>	<b>8,2</b>
<b>TOTALE CORREZIONE</b>	<b>2,8</b>	<b>1,9</b>	<b>2,8</b>	<b>3,6</b>	<b>11,1</b>

Fonte: Governo portoghese, elaborazioni Intesa Sanpaolo

... e in Spagna		
	2010	2011-13
<b>ENTRATE</b>		
Aumento aliquote IVA	0,5	0,6
Aumento accise	0,3	1
Ritiro sconti fiscali da 400 euro	0,4	0,4
Aumento tassazione sul risparmio	0,1	
Taglio tassa sui profitti delle PMI	-0,1	
Ritiro differimento di imposte		0,3
Altri aumenti di imposte dirette		0,4
Aumento dei contributi sociali		0,2
<b>TOTALE ENTRATE</b>	<b>1,2</b>	<b>2,9</b>
<b>SPESE</b>		
Fondo Nazionale per l'occupazione e la sostenibilità locale	-0,5	
Tagli di spesa corrente	0,8	1
Taglio assunzioni e stipendi settore pubblico	0,5	1,9
Tagli agli investimenti pubblici		0,9
Tagli ai sussidi		0,5
<b>TOTALE SPESE</b>	<b>0,8</b>	<b>4,3</b>
<b>TOTALE CORREZIONE</b>	<b>2</b>	<b>7,2</b>

Fonte: Governo spagnolo, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Per quanto riguarda poi i tre maggiori paesi, **Italia** e **Germania** hanno annunciato un pacchetto significativo di misure restrittive (pari all'1,5% del PIL sugli anni 2011-12 per l'Italia, e al 3% del PIL nel periodo 2011-14 per la Germania, per il dettaglio si vedano i pezzi monografici). Manca all'appello la **Francia**, che pure necessita di una significativa correzione in quanto a legislazione corrente il suo disavanzo calerebbe solo lievemente l'anno prossimo (al 7,4% del PIL dall'8,2% di quest'anno). Per ora il Governo francese ha reso noto solo qualche dettaglio della manovra per tagliare il deficit, tra cui il "congelamento" dei finanziamenti del Governo centrale alle Amministrazioni locali. L'annuncio di questa nuova manovra è giunto dopo il blocco della spesa del Governo centrale prevista per il 2011-13. A ciò dovrebbe aggiungersi un aumento di imposte pari a 3,7 miliardi (lo 0,2% del PIL) il prossimo anno: aumento al 41% dell'aliquota massima dell'imposta sul reddito (230 milioni di gettito), ritiro del credito d'imposta sui dividendi (645 milioni), tassazione dei *capital gains* alla stessa aliquota dell'imposta sul reddito (180 milioni) e aumento delle imposte su *stock options* e *bonus*. Sarkozy sembra pronto a rivedere anche il

sistema pensionistico e sanitario, che costerà 30 miliardi di euro di deficit (l'1,5% del PIL) nel 2010 (che salirà a 50 miliardi nel 2020 a legislazione invariata secondo le stime del Governo). Quasi certo, infatti, un aumento dell'età pensionabile (dagli attuali 60 anni a 62 entro il 2018).

Le manovre fiscali annunciate nell'area euro						
In % PIL	2010	2011	2012	2013	2014	TOT
<b>GERMANIA</b>						
Minori spese		0,3	0,5	0,7	0,7	2,3
Maggiori entrate		0,1	0,2	0,2	0,2	0,7
<b>Totale</b>		<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>3</b>
<b>ITALIA</b>						
Minori spese		0,5	0,5	0,5		1,4
Maggiori entrate		0,3	0,3	0,3		0,9
<b>Totale</b>		<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>		<b>2,3</b>
<b>SPAGNA</b>						
Minori spese	0,8	1,4	1,4	1,4		5,1
Maggiori entrate	1,2	1	1	1		4,1
<b>Totale</b>	<b>2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>		<b>9,2</b>
<b>GRECIA</b>						
Minori spese*	2	1,1	1,7	2,3	2,3	9,4
Maggiori entrate	0,5	3	0,7	-0,3	-0,3	3,5
<b>Totale</b>	<b>2,5</b>	<b>4,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>13</b>
<b>PORTOGALLO</b>						
Minori spese	2,3	1,2	2	2,7		8,2
Maggiori entrate	0,5	0,7	0,8	0,9		2,9
<b>Totale</b>	<b>2,8</b>	<b>1,9</b>	<b>2,8</b>	<b>3,6</b>		<b>11,1</b>
<b>MEDIA G,I,S,G,P</b>						
Minori spese	1,7	0,9	1,2	1,5	1,5	6,9
Maggiori entrate	0,7	1	0,6	0,4	-0,1	2,6
<b>Totale</b>	<b>2,4</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,4</b>	<b>9,5</b>
<b>MEDIA PESATA G,I,S,G,P</b>						
Minori spese	0,3	0,7	0,8	0,9	0,4	3,1
Maggiori entrate	0,3	0,5	0,4	0,4	0,1	1,6
<b>Totale</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>0,5</b>	<b>4,7</b>
<b>MEDIA PESATA AE (senza correzione in altri Paesi)</b>						
Minori spese	0,2	0,4	0,5	0,5	0,3	1,8
Maggiori entrate	0,2	0,3	0,3	0,2	0	1
<b>Totale</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,3</b>	<b>2,8</b>

\*Nota: la maggior parte delle riduzioni di spesa per il 2013-14 non sono ancora state specificate.  
Fonte: Governi nazionali, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nel complesso, le manovre sin qui annunciate per il periodo 2010-14 valgono per la media dei paesi in questione (Germania, Italia, Spagna, Grecia, Portogallo) il 9,4% del PIL se si considera una media semplice, il 4,5% se si considera una media ponderata. Ipotizzando (ottimisticamente, come si evince da quanto detto sopra) che negli altri paesi non venga attuata alcuna correzione, **la restrizione totale per l'area euro sarebbe pari al 2,7% del PIL spalmato su cinque anni. Il grosso della correzione grava sugli anni dal 2011 al 2013: in particolare per il 2011 le manovre ammontano allo 0,7% del PIL.** L'effetto sui saldi (ipotizzando ottimisticamente che le manovre siano pienamente efficaci, ma pessimisticamente che negli altri paesi non vengano attuate simili misure restrittive – i due effetti potrebbero bilanciarsi) sarebbe quello evidenziato in tabella.

## Scenario Macroeconomico

Giugno 2010

I saldi di bilancio nei Paesi dell'area euro							
LEGISLAZIONE VIGENTE +	2008	2009	2010	2011	2009	2010	2011
MANOVRE (da previsioni governative)					vs2008	vs2009	vs2010
<b>Area Euro</b>	-2	-6,3	-6,5	-5,4	-4,3	-0,2	1,1
Austria	-0,4	-3,4	-4,7	-4,6	-3	-1,3	0,1
Belgio	-1,2	-6	-5	-5	-4,8	1	0
Cipro	0,9	-6,1	-7,1	-7,7	-7	-1	-0,6
Finlandia	4,2	-2,2	-3,8	-2,9	-6,4	-1,6	0,9
Francia	-3,3	-7,6	-8,2	-7,4	-4,3	-0,6	0,8
<b>Germania</b>	<b>0</b>	<b>-3,3</b>	<b>-5</b>	<b>-4,2</b>	<b>-3,3</b>	<b>-1,7</b>	<b>0,8</b>
<b>Grecia</b>	<b>-7,7</b>	<b>-13,6</b>	<b>-8,1</b>	<b>-7,6</b>	<b>-5,9</b>	<b>5,5</b>	<b>0,5</b>
Irlanda	-7,3	-14,3	-11,7	-12,1	-7	2,6	-0,4
<b>Italia</b>	<b>-2,7</b>	<b>-5,3</b>	<b>-5</b>	<b>-3,9</b>	<b>-2,6</b>	<b>0,3</b>	<b>1,1</b>
Lussemburgo	2,9	-0,7	-3,5	-3,9	-3,6	-2,8	-0,4
Malta	-4,5	-3,8	-4,3	-3,6	0,7	-0,5	0,7
Paesi Bassi	0,7	-5,3	-6,3	-5,1	-6	-1	1,2
<b>Portogallo</b>	<b>-2,8</b>	<b>-9,4</b>	<b>-7,3</b>	<b>-4,6</b>	<b>-6,6</b>	<b>2,1</b>	<b>2,7</b>
Slovacchia	-2,3	-6,8	-6	-5,4	-4,5	0,8	0,6
Slovenia	-1,7	-5,5	-6,1	-5,2	-3,8	-0,6	0,9
<b>Spagna</b>	<b>-4,1</b>	<b>-11,4</b>	<b>-9,3</b>	<b>-6</b>	<b>-7,3</b>	<b>2,1</b>	<b>3,3</b>

Nota: in neretto i Paesi che hanno annunciato manovre restrittive. Fonte: previsioni Commissione UE per la stima dei saldi a legislazione vigente e Governi Nazionali per la stima dell'impatto delle manovre.

Per stimare l'effetto sulla crescita di tali manovre, consideriamo l'impatto della politica fiscale secondo i moltiplicatori del modello *Interlink* dell'OCSE<sup>11</sup>, il più consolidato in questo campo. L'aggiornamento del modello fatto più di recente dall'OCSE<sup>12</sup> e modelli comparabili (ad esempio quello della BCE<sup>13</sup>) giungono a risultati analoghi. **L'impatto di un aumento della spesa pubblica o di un taglio delle imposte pari all'1% del PIL è dopo un anno rispettivamente dello 0,8% e dello 0,5% del PIL nell'area euro.** Come prevedibile, il moltiplicatore è più elevato per gli interventi dal lato della spesa che su quelli dal lato delle entrate. Si registra anche qualche differenza tra paesi (in particolare l'impatto dei tagli di imposte è minore in Italia e Francia che in Germania). La struttura internazionale del modello mostra anche che, nel caso in cui gli shock di politica fiscale riguardino non solo l'area euro, ma anche gli altri paesi sviluppati, l'effetto è amplificato (il che segnala che **l'impatto della restrizione fiscale sarà maggiore a partire dal momento in cui anche le altre aree cominceranno a correggere** – ovvero nel caso di Stati Uniti e Giappone verosimilmente non prima del 2012-13). Nel nostro esercizio comunque ipotizziamo che la correzione fiscale riguardi solo l'Eurozona.

Impatto sul PIL dopo 1 anno di:	
<b>Aumento spesa pubblica dell'1% del PIL</b>	
Germania	0,90
Francia	0,60
Italia	0,80
Media area euro	0,80
<b>Taglio delle imposte dell'1% del PIL</b>	
Germania	0,80
Francia	0,30
Italia	0,30
Media area euro	0,50

Fonte: OECD Economics Department, Working Papers No. 306, "Standard Shocks in the OECD Interlink Model", Thomas Dalsgaard, Christophe André, Pete Richardson

11 OECD Economics Department, Working Papers No. 306, "Standard Shocks in the OECD Interlink Model", Thomas Dalsgaard, Christophe André, Pete Richardson.

12 "The OECD's New Global Model", Karine Hervé, Nigel Pain, Pete Richardson, Franck Sédillot, Pierre-Olivier Beffy, OECD Economics Department Working Papers No. 768.

13 Si veda ECB WP n. 456 di marzo 2005, n. 944 di ottobre 2008 e n. 654 di luglio 2006.

A questo punto, applicando i moltiplicatori del modello, distinti per paese e per tipologia di intervento (su entrate o spese), si ottiene l'impatto delle manovre annunciate sulla crescita. Ripetiamo lo stesso schema visto in precedenza, riportando nella tabella qui di seguito l'effetto sui singoli paesi, sulla media (semplice o ponderata) di quei paesi e sul totale dell'Eurozona ipotizzando assenza di correzione negli altri Stati membri. Il risultato è che **l'impatto sarà dello 0,5% in ciascuno degli anni dal 2011 al 2013.**

In conclusione, riteniamo che: **1) l'entità della correzione per il 2011 non sarà tale da pregiudicare la ripresa in corso**, vista la perdurante spinta proveniente dal rimbalzo della domanda mondiale che, assieme al recente deprezzamento dell'euro (vedi *infra*), può favorire (già ci sono segnali in tal senso) l'innescarsi di un ciclo degli investimenti; **2) ci sembra sia stato saggio da parte dei membri dell'area euro aver intrapreso una correzione fiscale**, in qualche caso (non solo Grecia, ma anche Italia e Germania) anche superiore rispetto all'entità richiesta dalla Commissione UE, per due motivi: a) viste le turbolenze in atto sui mercati, era necessario assicurare i mercati in merito alla credibilità delle politiche di rientro del deficit; b) ci sembra che iniziare la correzione nel 2011 possa rappresentare un buon *timing* perché è opportuno correggere la politica fiscale durante un periodo di crescita, quando il quadro congiunturale internazionale rimane impostato positivamente. **La correzione fiscale esplicherà maggiormente i suoi effetti di freno all'attività economica a partire dal 2012 (e verosimilmente con maggiore virulenza nel 2013-14)**, quando si innesterà su un quadro congiunturale meno favorevole e quando potrebbe essere amplificata da una restrizione fiscale simultanea in altre aree geografiche (Stati Uniti *in primis*).

L'impatto sul PIL delle manovre di correzione fiscale sinora annunciate nell'area euro						
In % PIL	2010	2011	2012	2013	2014	Totale
<b>GERMANIA</b>						
Minori spese		-0,3	-0,5	-0,6	-0,7	-2,1
Maggiori entrate		-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,6
<b>Totale</b>		<b>-0,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>-2,6</b>
<b>ITALIA</b>						
Minori spese		-0,4	-0,3	-0,1		-0,9
Maggiori entrate		-0,1	-0,1	0,0		-0,1
<b>Totale</b>		<b>-0,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,1</b>		<b>-1,0</b>
<b>SPAGNA</b>						
Minori spese	-0,6	-1,1	-1,1	-1,1		-4,0
Maggiori entrate	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5		-2,1
<b>Totale</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,6</b>		<b>-6,1</b>
<b>GRECIA</b>						
Minori spese*	-1,6	-0,9	-1,3	-1,8	-1,8	-7,3
Maggiori entrate	-0,3	-1,5	-0,4	0,2	0,2	-1,8
<b>Totale</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>-9,2</b>
<b>PORTOGALLO</b>						
Minori spese	-1,8	-0,9	-1,6	-2,1		-6,4
Maggiori entrate	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5		-1,5
<b>Totale</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,6</b>		<b>-7,9</b>
<b>MEDIA G,I,S,G,P</b>						
Minori spese	-1,3	-0,7	-1,0	-1,1	-1,2	-5,4
Maggiori entrate	-0,4	-0,5	-0,3	-0,2	0,0	-1,4
<b>Totale</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>-6,8</b>
<b>MEDIA PESATA G,I,S,G,P</b>						
Minori spese	-0,2	-0,5	-0,6	-0,7	-0,4	-2,5
Maggiori entrate	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,8
<b>Totale</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,4</b>	<b>-3,3</b>
<b>MEDIA PESATA area euro (senza correzione in altri Paesi)</b>						
Minori spese	-0,1	-0,3	-0,4	-0,4	-0,2	-1,5
Maggiori entrate	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,5
<b>Totale</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>-2,0</b>

Fonte: Governi nazionali, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### ... che tuttavia non sarà in grado di far deragliare la ripresa nel 2011, compensato dal traino dalla domanda estera

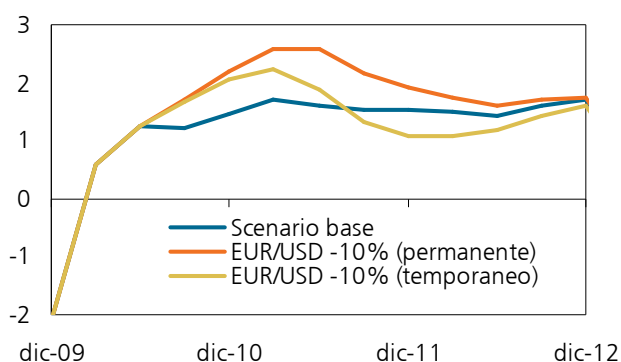
Se una restrizione fiscale più accentuata e più ravvicinata rispetto a quanto precedentemente stimato è senza dubbio la principale novità dello scenario (con i riflessi negativi che ne derivano sulla crescita a partire dal 2011), dall'altra parte gli ultimi mesi sono stati anche caratterizzati da un **significativo indebolimento del tasso di cambio dell'euro** (peraltro causato proprio, almeno in gran parte, dalle preoccupazioni circa la crisi sul debito europeo), che viceversa ha riflessi positivi sulla crescita delle esportazioni e dunque del PIL.

Il tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro si è deprezzato (sino a metà giugno) del 9% solo nel secondo trimestre (che per inciso si aggiunge a un precedente deprezzamento di quasi il 6% nel 1° trimestre e di oltre il 2% negli ultimi tre mesi del 2009). Per valutare l'effetto dello shock sin qui verificatosi sul cambio, nonché di ulteriori che possano verificarsi, abbiamo simulato nel modello di *Oxford Economics Forecasting* uno shock consistente in un deprezzamento del tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro.

In base a tale simulazione, un **deprezzamento del 10% del cambio** (imputato a partire dal 3° trimestre del 2010), se **permanente**, ha un impatto dello 0,8% nel primo anno dopo lo *shock* (che rientra leggermente nel secondo anno, per un impatto cumulato nell'arco di otto trimestri pari a 0,6%). Ovvero, un euro meno caro del 10% rispetto al nostro scenario-base (che vede un tasso di cambio col dollaro in media a 1,27 nel 2010 e a 1,25 nel 2011) provocherebbe una revisione della stima di crescita di tre decimi quest'anno (a 1,4%) e di sette decimi l'anno prossimo (a 2,3%).

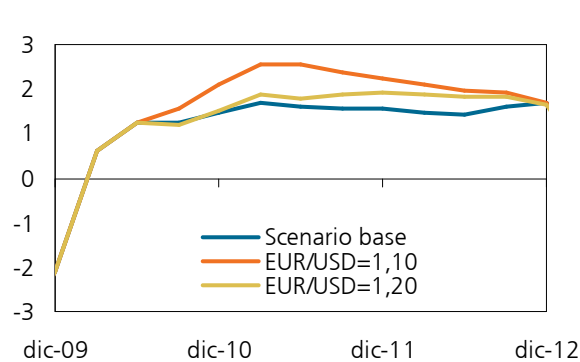
Nel caso invece in cui lo *shock* sia **transitorio**, ovvero che il tasso di cambio, dopo un deprezzamento del 10% nel 3° trimestre, torni entro il 2° trimestre del 2011 ai valori del nostro scenario-base, ne deriverebbero comunque effetti importanti (+0,5% sul primo anno dopo lo *shock*, +0,1% nell'arco di due anni). In questo caso comunque ne beneficerebbe solo il PIL 2010 (che salirebbe di tre decimi a 1,4%), mentre non ne risulterebbe intaccata la stima sul 2011.

PIL area euro (a/a) in caso di deprezzamento del 10% (permanente o temporaneo) del cambio euro/dollaro



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su modello Oxford Economics Forecasting

PIL area euro (a/a) nell'ipotesi in caso di cambio euro/dollaro costante a 1,20 o 1,10 nell'orizzonte di previsione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su modello Oxford Economics Forecasting

In ogni caso, il **solo impatto del movimento sino a oggi verificatosi sul mercato dei cambi è tale che, se l'euro rimanesse attorno agli attuali livelli (circa 1,20), causerebbe un impatto positivo sulla crescita** di circa lo 0,1% dopo il primo anno e di altrettanto dopo il secondo. Nel complesso, la stima sul PIL 2010 ne risulterebbe invariata, mentre la stima sul 2011 dovrebbe essere rivista al rialzo di quasi tre decimi (quindi, rispetto al nostro scenario-base, salirebbe all'1,9%). La revisione sul 2011 riguarderebbe non solo l'export (+0,6%), ma anche gli investimenti (+0,2%) mentre i consumi non ne sarebbero toccati. **Nel caso in cui già nel 3°**

trimestre il cambio si deprezzasse ulteriormente sino a 1,10 e rimanesse a quel livello per tutto l'orizzonte di previsione, l'effetto sarebbe molto più ampio, pari a sette decimi di PIL tutti nell'arco del primo anno. In questo caso la crescita salirebbe a 1,4% nel 2010 e addirittura a 2,4% nel 2011, con una revisione al rialzo di oltre un punto percentuale per la stima 2011 sia per l'export (+1,8% rispetto allo scenario-base) che per gli investimenti (+1,1%). Da notare come, mentre per l'export l'impatto dello *shock* (+1,6%) si esaurirebbe nell'arco dei primi quattro trimestri, l'effetto sugli investimenti sarebbe maggiormente "diluito" nel tempo (+0,6% nei primi 4 trimestri e +0,3% nei successivi 4) per via del *lag* temporale nella trasmissione degli impulsi dalla domanda estera alla domanda domestica.

Effetti sul PIL area euro di <i>shock</i> al ribasso sul tasso di cambio dell'euro (%)						
	2010	2011	Diff. vs base 2010	Diff. vs base 2011	Impatto dopo 1 anno	Impatto dopo 2 anni
Scenario-base	1,1	1,6				
Deprezzamento permanente del 10% dell'EUR/USD	1,4	2,3	0,3	0,7	0,8	0,6
Deprezzamento permanente del 5% dell'EUR/USD	1,3	1,9	0,2	0,3	0,4	0,3
Deprezzamento transitorio del 10% dell'EUR/USD	1,4	1,6	0,3	0,0	0,5	0,1
Deprezzamento transitorio del 5% dell'EUR/USD	1,3	1,6	0,2	0,0	0,3	0,0
EUR/USD costante a 1,20	1,1	1,9	0,0	0,3	0,1	0,2
EUR/USD costante a 1,10	1,4	2,4	0,3	0,8	0,7	0,7

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su modello Oxford Economics Forecasting

In sintesi, tali simulazioni mostrano che: 1) l'effetto, positivo sulla crescita, dello *shock* già verificatosi sul cambio è tale (se permanente) da controbilanciare interamente (+0,6% considerando l'impatto sul 2011) l'effetto in senso opposto della restrizione fiscale (-0,5%); 2) le simulazioni mostrano che in caso di ulteriori *shock* sui cambi l'effetto sarebbe assai significativo, il che segnala l'esistenza di rischi al rialzo sulle nostre stime di crescita per il biennio 2010-2011 (lo scenario opposto, di sensibili scostamenti a favore dell'euro rispetto al nostro scenario centrale, ci appaiono a probabilità più ridotta).

### Focus: Analisi di shock sul tasso di cambio EUR/USD

Il modello utilizzato per le simulazioni citate nel testo è l'**Oxford Economics Forecasting – Global Macro Model (OEF)**, che opera su una base dati storica dall'anno 1980 e previsa fino al 2015 con frequenza trimestrale.

Alessio Tiberi

La base dati originariamente fornita dagli sviluppatori del modello è stata aggiornata con i dati storici disponibili fino a inizio giugno. Successivamente abbiamo generato uno scenario *baseline* di equilibrio arricchito con le nostre stime sulle principali variabili macro delle maggiori economie e aggregati su scala globale. La base di dati utilizzata è coerente con le nostre previsioni "centrali" sullo scenario di riferimento fino al 2012.

Lo scenario *baseline* costituisce un naturale punto di partenza nell'esercizio di statica comparata per la misurazione delle conseguenze di uno shock applicato al cambio EUR/USD. In particolare, abbiamo considerato le ipotesi di un deprezzamento dell'euro nel 3° trimestre del 2010 con un valore del cambio stimato nello scenario *baseline* a 1,185; tale livello del cambio costituisce un punto di minimo della nostra previsione che, nei trimestri successivi, vede l'euro muoversi in un range tra 1,22 e 1,28.

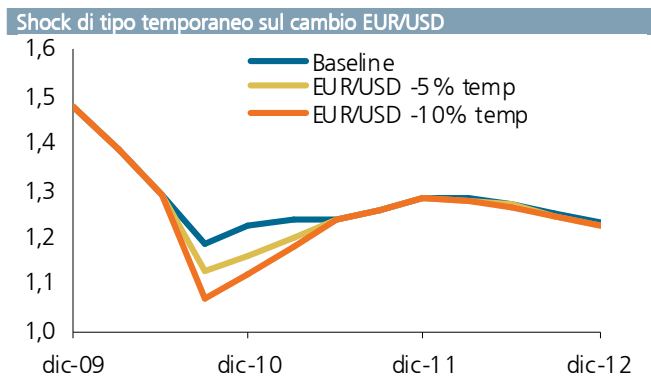
Abbiamo testato due differenti misure di shock:

- shock del **-5%** rispetto al livello *baseline* (portando il valore del cambio del 3° trimestre 2010 a 1,126);
- shock del **-10%** del valore *baseline* (portando il valore del cambio del 3° trimestre 2010 a 1,067).

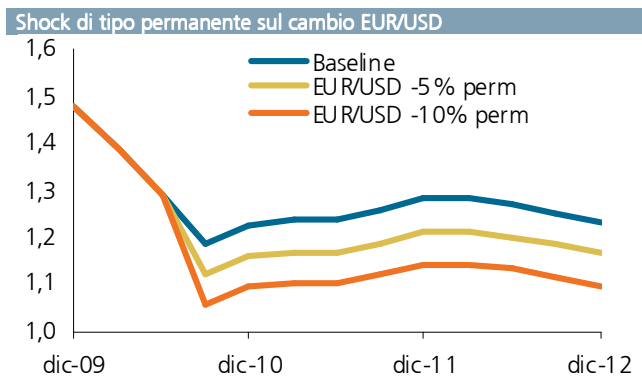
Lo shock è stato applicato sia in termini di shock temporaneo che permanente:

- per lo **shock temporaneo**, abbiamo ipotizzato un graduale riassorbimento del calo nei tre trimestri successivi; in tal modo il calo applicato al livello del cambio viene riassorbito all'interno di un orizzonte di un anno e nel 2° trimestre del 2011 torna a coincidere col livello *baseline* a 1,235;
- per lo **shock permanente**, nei trimestri successivi è stato mantenuto lo stesso *path* di variazioni percentuali trimestrali dello scenario *baseline*; in tal modo il profilo del livello del cambio risulta a tutti gli effetti permanentemente traslato verso il basso con uno *shift* pari alla misura del relativo shock.

Si precisa che in tutte le simulazioni effettuate è stato imposto esogenamente, e mantenuto invariato rispetto allo scenario *baseline*, il tasso di riferimento BCE.



Fonte: OEF ed elaborazioni Intesa Sanpaolo



Fonte: OEF ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

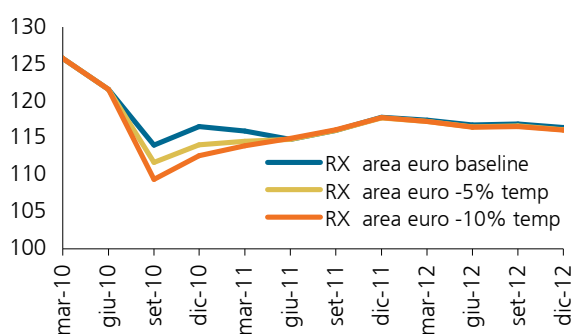
Complessivamente abbiamo prodotto **quattro scenari di shock** partendo da quello *baseline*. Le economie che abbiamo considerato sono: **area euro, Germania, Francia e Italia**. Sotto il profilo della misurazione degli effetti generati, abbiamo osservato le seguenti variabili reali di contabilità nazionale: **prodotto interno lordo (GDP), consumi privati (C), investimenti fissi lordi (IF), importazioni (M) ed esportazioni (X)**, la variabile relativa all'**indice dei prezzi al consumo (CPI)** e, per osservare gli effetti sulle esportazioni attraverso la trasmissione dello shock alle altre valute, la variabile del **tasso cambio effettivo nominale (RX)**. Nelle tabelle seguenti abbiamo sintetizzato i risultati delle simulazioni riportando:

- Tabella A: **scostamento generato dallo shock**, calcolato come differenza tra le variazioni medie annue percentuali delle variabili negli scenari di shock rispetto a quello *baseline* per il 2010 e il 2011;
- Tabella B: **impatto dopo uno/due anni dallo shock**, calcolato come media delle differenze tra le variazioni percentuali *a/a* delle variabili per quattro/otto trimestri negli scenari di shock rispetto a quello *baseline*.

Nella meccanica del modello, l'effetto di uno **shock** di deprezzamento del cambio EUR/USD si esplica attraverso un incremento della competitività, a cui segue un aumento dell'inflazione.

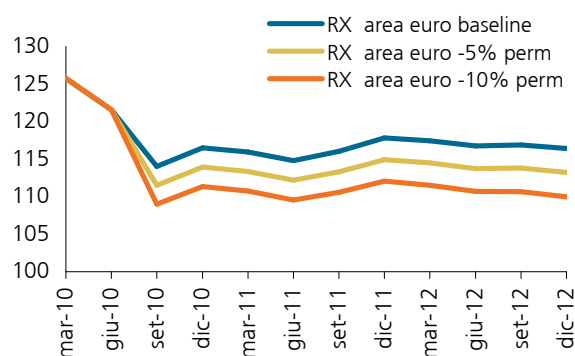
Gli effetti sul cambio effettivo nominale, che tiene conto di diverse valute in relazione al peso che hanno nelle esportazioni nette, presentano un profilo analogo per Germania, Francia e Italia. Nel corso del 2010, il **cambio effettivo** scende per poi rimbalzare nel 2011 riassorbendo lo shock e portandosi, nel caso di shock temporaneo, sugli stessi livelli dello scenario *baseline* nei primi due trimestri del 2012; il calo risulta inizialmente più marcato nel caso dello scenario permanente e viene solo parzialmente riassorbito nei trimestri successivi, risultando in un livello permanentemente traslato verso il basso rispetto al livello dello scenario *baseline*. Per l'area euro nel complesso l'effetto sul cambio effettivo risulta maggiore che per le singole economie dell'area, dove il dato è più contenuto poiché è diluito dalle esportazioni all'interno dell'area, che hanno un peso considerevole sul totale esportato.

Shock di tipo temporaneo sul cambio EUR/USD



Fonte: OEF ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Shock di tipo permanente sul cambio EUR/USD



Fonte: OEF ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

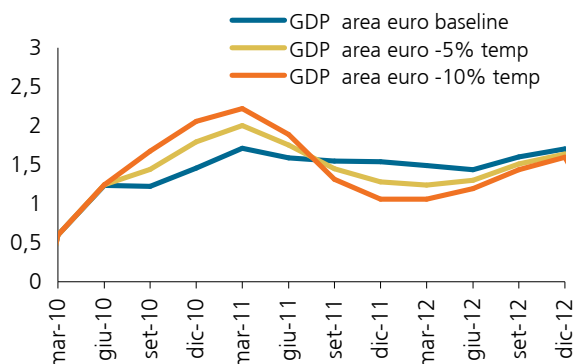
Il deprezzamento del cambio, accrescendo la competitività, implica un incremento del volume delle **esportazioni nette**, che si riflette in una maggiore crescita nel 2010, con un rimbalzo nel caso dello shock temporaneo nel 2011 o un riassorbimento nel caso di quello permanente.



## Scenario Macroeconomic

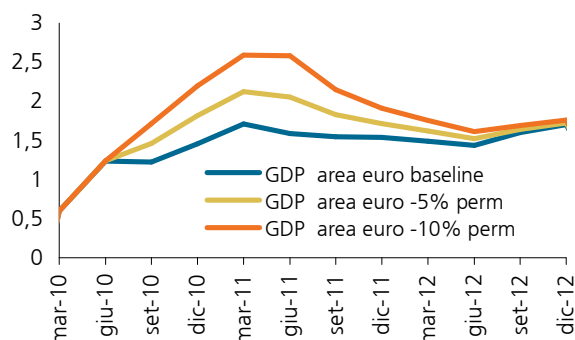
Giugno 2010

Shock di tipo temporaneo sul cambio EUR/USD – var. % a/a



Fonte: OEF ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

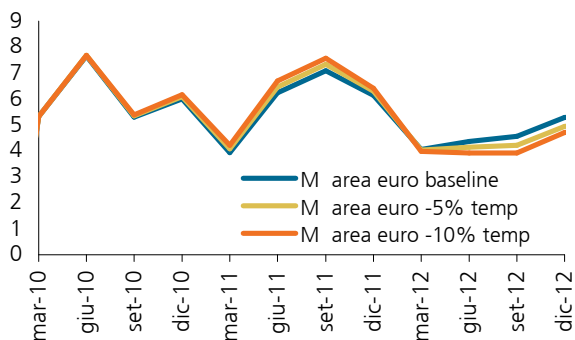
Shock di tipo permanente sul cambio EUR/USD – var. % a/a



Fonte: OEF ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

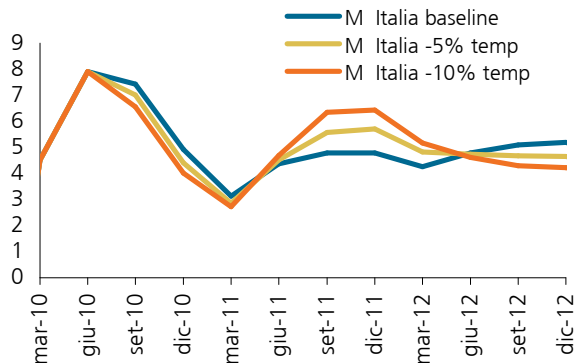
Per le economie dell'area, gli effetti sulla crescita sono in linea con l'area euro nel suo complesso. L'impatto sul PIL dopo un anno sarebbe pari al +0,5% nel caso di shock temporaneo del -10% sul cambio e +0,8% nel caso di shock permanente del -10%; gli effetti sarebbero smorzati nell'arco di due anni dallo shock e quasi completamente riassorbiti nel caso di shock temporaneo. L'impatto risulterebbe più pronunciato per l'Italia (+0,6% dopo un anno nel caso di shock temporaneo e +1,1% nel caso di shock permanente) dovuto all'iniziale calo delle importazioni, più sensibili al cambio col dollaro per via del maggior peso dell'import di commodity del settore energetico.

Shock di tipo temporaneo sul cambio EUR/USD – var. % a/a



Fonte: OEF ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

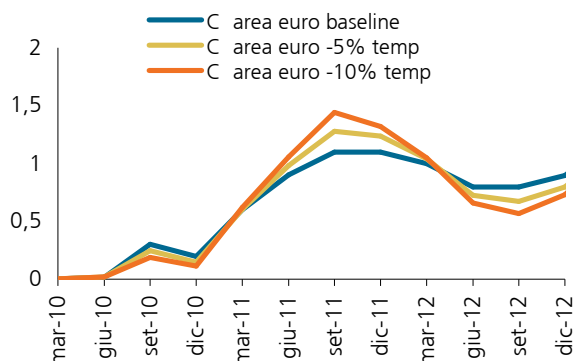
Shock di tipo permanente sul cambio EUR/USD – var. % a/a



Fonte: OEF ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

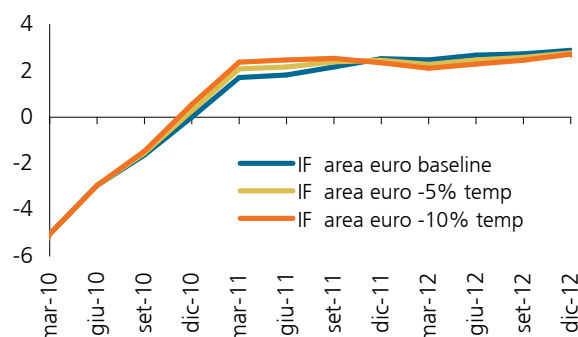
Osservando le altre componenti del PIL in termini reali, gli investimenti reagiscono in misura sensibilmente maggiore dei consumi, con differenze positive rispetto allo scenario *baseline* già nel 2010, per effetto della ripresa del ciclo produttivo. Mentre per i **consumi privati** dell'area euro l'impatto sarebbe mediamente nullo dopo un anno e appena positivo in due anni, gli **investimenti fissi lordi** vedrebbero un incremento della crescita media dopo un anno analoga a quella del prodotto interno lordo e pari al +0,5% dopo un anno, nel caso di shock temporaneo del -10%, e +0,7% nel caso di shock permanente sempre del -10% sul cambio EUR/USD.

Shock di tipo temporaneo sul cambio EUR/USD – var. % a/a



Fonte: OEF ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

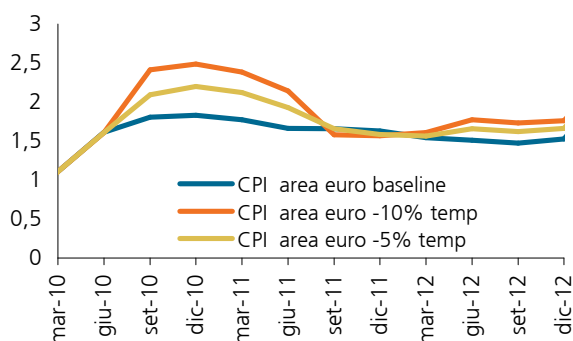
Shock di tipo temporaneo sul cambio EUR/USD – var. % a/a



Fonte: OEF ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

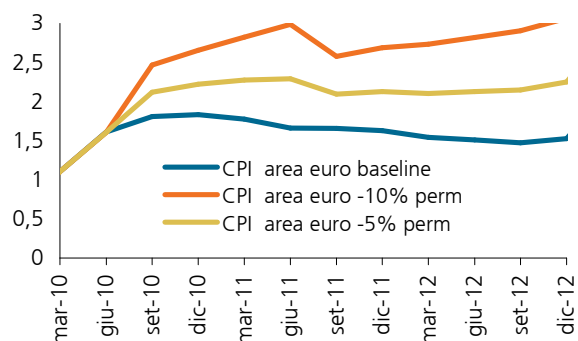
L'inflazione gioca un ruolo essenziale, erodendo in parte l'aumento di competitività e riportando la crescita sui livelli dello scenario *baseline*. L'indice CPI dell'area euro subirebbe un impatto pari al +0,6% in media dopo un anno, nel caso di shock temporaneo del -10% sul cambio, e +1% nel caso di shock permanente. Nel caso di shock permanente, l'effetto sui prezzi del calo dell'euro persiste anche nei due anni successivi, con un'inflazione permanentemente accresciuta del +1% (in misura più contenuta per la Francia, +0,7%). Nel caso di shock temporaneo, all'iniziale incremento dei prezzi seguirebbe, per tutte le economie, un rientro dell'inflazione (con effetti più marcati in Francia e meno in Italia), ma con un livello dei prezzi permanentemente accresciuto rispetto al livello *baseline*. L'incremento d'inflazione negli otto trimestri successivi allo shock temporaneo è pari al +0,3% per l'area euro e la Germania, mentre è del +0,2% per la Francia e dello +0,4% per l'Italia.

Shock di tipo temporaneo sul cambio EUR/USD – var. % a/a



Fonte: OEF ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Shock di tipo permanente sul cambio EUR/USD – var. % a/a



Fonte: OEF ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

## Scenario Macroeconomico

Giugno 2010

Tabella A: Shock temporaneo/permanente - differenze vs. *baseline* (a/a %)

	Scenario	Area euro		Germania		Francia		Italia	
		2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011
GDP	EUR/USD -5% temp	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	-0,1
	EUR/USD -5% perm	0,2	0,3	0,1	0,3	0,1	0,2	0,2	0,3
	EUR/USD -10% temp	0,3	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,4	-0,2
	EUR/USD -10% perm	0,3	0,7	0,2	0,6	0,2	0,5	0,5	0,7
C	EUR/USD -5% temp	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
	EUR/USD -5% perm	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1
	EUR/USD -10% temp	-0,1	0,2	-0,2	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1
	EUR/USD -10% perm	-0,1	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,2
IF	EUR/USD -5% temp	0,1	0,2	0,0	0,3	0,1	0,2	0,2	0,0
	EUR/USD -5% perm	0,1	0,5	0,0	0,4	0,1	0,4	0,2	0,5
	EUR/USD -10% temp	0,2	0,4	0,1	0,5	0,1	0,3	0,4	-0,1
	EUR/USD -10% perm	0,2	1,1	0,1	0,9	0,1	0,8	0,5	1,0
M	EUR/USD -5% temp	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	-0,2	0,4
	EUR/USD -5% perm	0,0	0,4	0,1	0,4	0,2	0,3	-0,3	0,0
	EUR/USD -10% temp	0,1	0,4	0,2	0,2	0,3	0,1	-0,4	0,8
	EUR/USD -10% perm	0,1	0,8	0,3	0,8	0,3	0,8	-0,5	0,1
X	EUR/USD -5% temp	0,4	0,0	0,4	0,0	0,4	0,0	0,5	-0,2
	EUR/USD -5% perm	0,4	0,7	0,4	0,7	0,4	0,7	0,5	0,8
	EUR/USD -10% temp	0,7	-0,1	0,7	-0,1	0,7	0,0	0,9	-0,4
	EUR/USD -10% perm	0,8	1,6	0,8	1,5	0,8	1,7	1,1	1,6
CPI	EUR/USD -5% temp	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	0,1	0,3
	EUR/USD -5% perm	0,2	0,5	0,2	0,5	0,2	0,4	0,1	0,6
	EUR/USD -10% temp	0,3	0,2	0,4	0,1	0,3	0,0	0,2	0,5
	EUR/USD -10% perm	0,4	1,1	0,5	1,1	0,4	0,8	0,2	1,2
RX	EUR/USD -5% temp	-0,9	0,7	-0,4	0,3	-0,4	0,3	-0,4	0,3
	EUR/USD -5% perm	-1,0	-1,2	-0,5	-0,6	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5
	EUR/USD -10% temp	-1,6	1,4	-0,8	0,7	-0,6	0,6	-0,6	0,6
	EUR/USD -10% perm	-2,0	-2,5	-1,0	-1,2	-0,8	-0,9	-0,8	-0,9

Fonte: OEF ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tabella B: Shock temporaneo/permanente - differenze vs. *baseline* (impatto % a/a)

	Scenario	Area euro		Germania		Francia		Italia	
		dopo 1 anno	dopo 2 anni	dopo 1 anno	dopo 2 anni	dopo 1 anno	dopo 2 anni	dopo 1 anno	dopo 2 anni
GDP	EUR/USD -5% temp	0,3	0,0	0,2	0,1	0,2	0,0	0,3	0,0
	EUR/USD -5% perm	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,5	0,3
	EUR/USD -10% temp	0,5	0,1	0,3	0,1	0,3	0,0	0,6	0,0
	EUR/USD -10% perm	0,8	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	1,1	0,6
C	EUR/USD -5% temp	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	EUR/USD -5% perm	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
	EUR/USD -10% temp	0,0	0,1	-0,2	0,1	0,1	-0,1	0,0	0,1
	EUR/USD -10% perm	-0,1	0,1	-0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2
IF	EUR/USD -5% temp	0,3	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,4	0,0
	EUR/USD -5% perm	0,3	0,4	0,2	0,3	0,2	0,3	0,6	0,3
	EUR/USD -10% temp	0,5	0,2	0,3	0,2	0,4	0,1	0,8	-0,1
	EUR/USD -10% perm	0,7	0,8	0,4	0,7	0,5	0,6	1,3	0,7
M	EUR/USD -5% temp	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	-0,3	0,1
	EUR/USD -5% perm	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	-0,4	0,0
	EUR/USD -10% temp	0,2	0,2	0,4	0,2	0,5	0,0	-0,5	0,3
	EUR/USD -10% perm	0,3	0,6	0,7	0,7	0,8	0,6	-0,9	0,1
X	EUR/USD -5% temp	0,6	0,1	0,6	0,1	0,5	0,1	0,7	0,1
	EUR/USD -5% perm	0,9	0,6	0,9	0,6	0,8	0,7	1,1	0,7
	EUR/USD -10% temp	1,1	0,2	1,0	0,1	1,0	0,2	1,3	0,1
	EUR/USD -10% perm	1,8	1,3	1,8	1,3	1,8	1,5	2,4	1,4
CPI	EUR/USD -5% temp	0,3	0,2	0,3	0,2	0,3	0,1	0,3	0,2
	EUR/USD -5% perm	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5
	EUR/USD -10% temp	0,6	0,3	0,6	0,3	0,5	0,2	0,5	0,4
	EUR/USD -10% perm	1,0	1,0	1,1	1,1	0,9	0,7	0,8	1,1
RX	EUR/USD -5% temp	-1,2	0,0	-0,6	0,0	-0,4	0,0	-0,5	0,0
	EUR/USD -5% perm	-2,0	-1,1	-1,0	-0,5	-0,8	-0,4	-0,8	-0,4
	EUR/USD -10% temp	-2,0	0,1	-0,9	0,1	-0,7	0,0	-0,7	0,1
	EUR/USD -10% perm	-4,1	-2,3	-2,0	-1,1	-1,6	-0,9	-1,6	-0,9

Fonte: OEF ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

## Inflazione in risalita, ma soltanto per fattori esogeni

Il deprezzamento del cambio ci porta a rivedere al rialzo le previsioni d'inflazione per il 2010 e il 2011. Tuttavia, la dinamica sottostante rimarrà ancora frenata dalle condizioni cicliche; le uniche pressioni su tale fronte verranno dal rialzo della tassazione indiretta e dai prezzi amministrati. Le attese d'inflazione a medio termine rimangono stabili.

Anna Maria Grimaldi

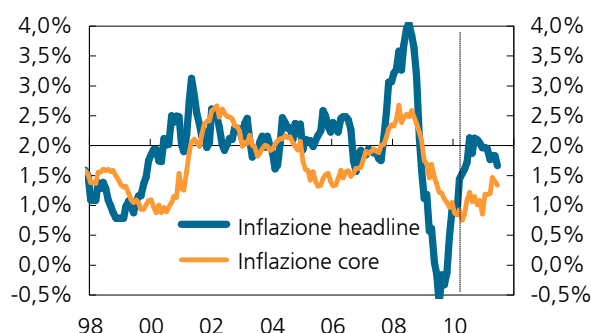
Nell'area euro l'inflazione è risalita dal minimo di -0,6% a/a toccato la scorsa estate all'1,6% di maggio. Il rimbalzo si conferma dovuto al rialzo dei prezzi delle materie prime e, in minor misura, a quelli degli alimentari. Il deprezzamento del cambio tra la fine 2009 e giugno di quest'anno (10,1% in termini di cambio effettivo e 16% rispetto al dollaro) ha esacerbato l'impatto del rincaro delle materie prime sulla dinamica dei prezzi all'import.

Il ritorno dell'inflazione è ancora dovuto al rialzo dei prezzi delle materie prime

Rivediamo al rialzo le stime per la dinamica inflazionistica nel biennio in corso: la media 2010 passa dall'1,4 all'1,7%; nel 2011 l'inflazione è attesa all'1,7% da una stima precedente di 1,5%. **Le revisioni scontano un deprezzamento del cambio EUR/USD di circa il 10% concentrato su quest'anno:** il nostro scenario di riferimento incorpora un cambio medio di 1,26 contro un precedente 1,39 nel 2010 e di 1,25 contro un precedente 1,40 nel 2011. Tipicamente uno shock sul cambio si trasmette all'economia tramite una variazione dei prezzi all'import. Il ritardo nella trasmissione dello shock ai diversi settori dell'economia è variabile e dipende dal grado di dipendenza del settore dal commercio internazionale (nel caso delle materie prime la trasmissione è immediata).

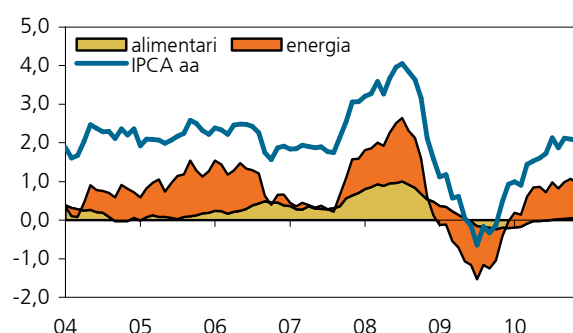
Dinamica su 18 mesi in rialzo per effetto del deprezzamento del cambio

Area euro – Rimbalzo dell'inflazione per ora ...



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

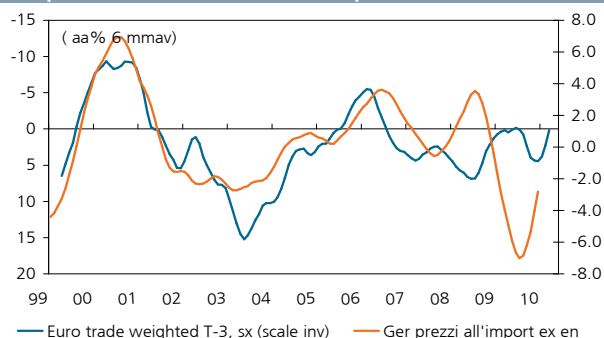
... spiegata dal rincaro dei prezzi delle commodity



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nel medio periodo si attivano effetti di sostituzione tra prodotti domestici e importati con ulteriori effetti su PIL e inflazione. La risposta del CPI a uno shock sul cambio varia tra 0,3-1,0% a seconda del modello di riferimento. La nostra equazione strutturale incorpora un impatto contenuto in circa lo 0,5% dopo un anno.

Variazioni del cambio effettivo si trasmettono ai prezzi all'import con un ritardo medio di 3 periodi



Fonte: ECB, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

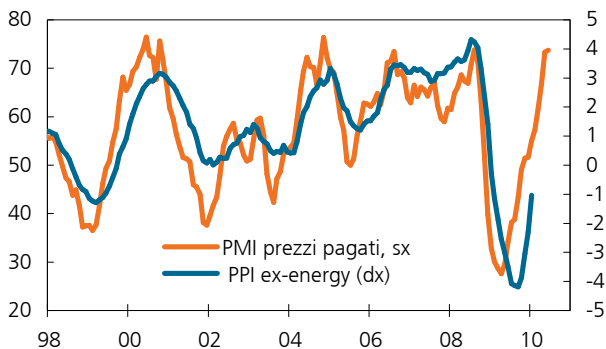
Risposta del CPI ad un deprezzamento del cambio del 5%, deviazioni dallo scenario base

	Dopo 1 anno	Dopo 2 anni
MZE INSEE *	1,0	1,3
OECD Interlink **	0,7	0,8
OECD Global Model **	0,20	0,35
Oxford Economic Forecasting	1,0	1,3

Fonte: \*MZE a Small Macro Model for the Euro Area, (2003) INSEE wp no .367; \*\*Standard Shocks in Oecd Interlink Model, (2001) OECD wp no.368; \*\*\* The OED New Global Model, (2010) wp 768

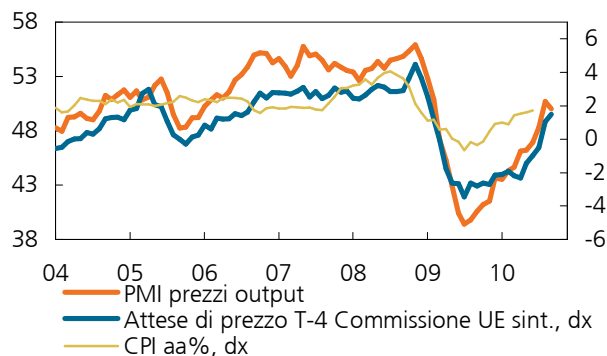
Le dinamiche di cambio e materie prime continuano ad alimentare pressioni a monte della catena produttiva: l'indice PMI prezzi pagati nell'industria è tornato sui massimi storici a maggio (73,7).

**Il rialzo a monte della catena produttiva ...**



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**... potrebbe avere ripercussioni a valle tra qualche mese**



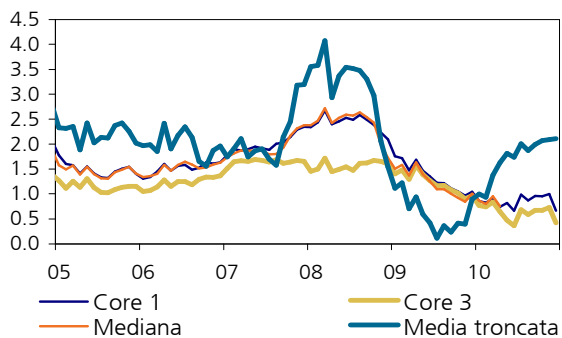
Fonte: Markit, Commissione UE, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le pressioni non interessano più soltanto il comparto energetico: cominciano ad emergere segnali di forte rialzo nei prossimi mesi anche nella dinamica dei prezzi alla produzione al netto dell'energia e si potrebbe perciò presto avere qualche ripercussione anche sui prezzi a valle. Tuttavia, sia il PMI dei prezzi pagati sia l'indice sulle attese di prezzo come rilevate dall'indagine della Commissione Europea rimangono su livelli coerenti con una dinamica dell'inflazione ancora al di sotto del 2%.

**L'inflazione core ha frenato ulteriormente**

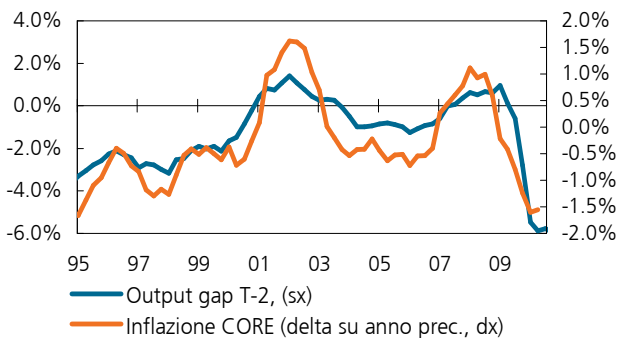
A fronte di un graduale rialzo dell'inflazione calcolata sull'indice generale, le diverse misure di dinamica sottostante hanno continuato a frenare a cavallo del nuovo anno. Sulla misura preferita dalla BCE, l'inflazione core è arrivata a toccare un nuovo minimo a 0,7% a/a ad aprile (precedente minimo 1,0% nel 1998-99). La mediana calcolata su diverse misure di inflazione sottostante è passata a 0,8% a/a ad aprile, dal picco di 2,6% dell'ottobre 2008. La media troncata al 15%, utilizzata anche dalla BCE, ha guadagnato ulteriormente quota ad aprile per effetto del rincaro dell'energia. Generalmente, come mostra il grafico, la media troncata tende ad anticipare le svolte degli altri indicatori d'inflazione sottostante. Il nostro profilo di previsione suggerisce che quello di aprile dovrebbe essere stato il minimo per l'inflazione core. La dinamica sottostante dei prezzi al consumo rimarrà comunque nell'intorno dell'1,0%. Solo nel 2011, con graduale rientro delle pressioni dal ciclo, può ipotizzarsi una dinamica più sostenuta.

**La dinamica sottostante rimane sotto l'1,0%**



Core 1: IPCA esclusi energia ed alimentari freschi; Core 3: IPCA esclusi energia e prezzi amministrati. Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Frenata dall'ampio slack nell'economia**

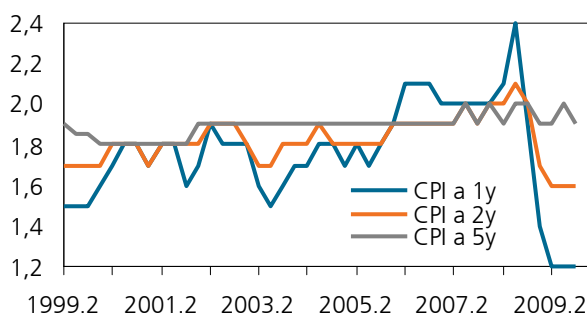


Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Per quanto riguarda le attese di inflazione, le stime di consenso sono rimaste sostanzialmente invariate: in maggio erano all'1,1% per il 2010 e all'1,5% per il 2011. Le indagini congiunturali hanno cominciato a segnalare un progressivo rientro delle pressioni verso il basso sui prezzi e delle attese delle famiglie. Le attese di più lungo termine si sono mantenute in linea con la definizione della BCE di stabilità dei prezzi: le previsioni a 5 anni nell'indagine dei Professional Forecasters sono rimaste all'1,9% negli ultimi due anni nonostante le forti fluttuazioni dell'inflazione effettiva e dei movimenti delle attese di breve termine derivabili dalla stessa indagine. Anche le attese di inflazione a 5 anni derivabili dai *forward* sono rimaste stabili.

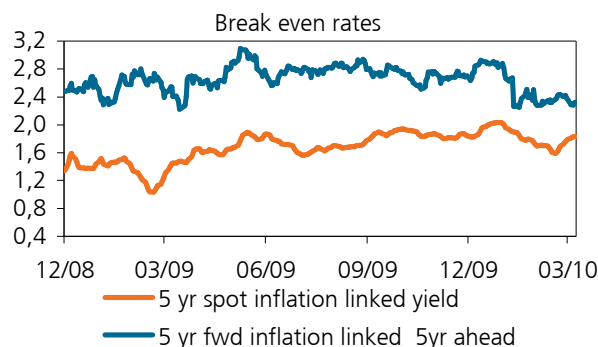
**Attese d'inflazione di medio termine stabili**

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



Fonte: Consensus Economics ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... mercato stabili



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

### Le scelte BCE non alterano i rischi per la dinamica inflazionistica

L'analisi economica suggerisce che le pressioni sulla dinamica sottostante dei prezzi al consumo rimangono contenute e che le spinte verso l'alto deriveranno ancora dalle esogene e dalla politica fiscale. Tuttavia, l'annuncio del 10 maggio sull'avvio del Securities Markets Program (SMP) ha sollevato preoccupazioni che l'acquisto di titoli governativi potesse alterare la stance di politica monetaria e quindi introdurre rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Non condividiamo le preoccupazioni che le scelte adottate dalla BCE questo mese possano in qualche modo compromettere la stabilità dei prezzi. In primo luogo, la BCE ha deciso di sterilizzare gli acquisti (anche se la liquidità è determinata endogenamente dal sistema fin tanto che rimane in piedi la piena allocazione alle aste di liquidità).

È comunque difficile capire come le **misure di politica monetaria adottate possano alterare la dinamica inflazionistica futura**. Nel caso dell'Eurozona accertare l'esistenza di una relazione di lungo termine tra crescita della moneta e inflazione e/o variabilità della dinamica inflazionistica risulta piuttosto complicato data l'esperienza breve di politica monetaria comune. Un recente studio della BCE<sup>14</sup> valuta che in regimi con obiettivi di inflazione, la crescita della moneta spiega una percentuale elevata della variabilità di inflazione anche se la correlazione tra la crescita degli aggregati monetari e livello dell'inflazione è bassa.

**Il legame tra liquidità e inflazione dipende comunque dall'ipotesi che la liquidità immessa nel sistema non sia riassorbita e che i moltiplicatori della base monetaria siano effettivamente funzionanti.** L'eccesso di liquidità creato dalla BCE mirava a rimuovere le tensioni sull'interbancario e a sbloccare l'erogazione di credito. Per natura, le misure straordinarie andranno a naturale esaurimento. L'ultima Bank Lending Survey della BCE indicava che le condizioni al credito rimanevano ancora moderatamente restrittive e i moltiplicatori monetari non stavano ancora dando segnali di ripresa. **La stessa BCE, nel bollettino di aprile 2010, nel**

14 Si veda *Long run evidence on money growth and inflation*, ECB working paper no. 1027, marzo 2009

valutare i recenti sviluppi della dinamica di M3 e del credito concludeva che **la crescita dei prestiti sarebbe rimasta più depressa che nei cicli precedenti** data la crescita molto robusta degli aggregati creditizi negli anni precedenti la crisi e l'elevato indebitamento del settore privato. Un secondo motivo per cui riteniamo che le pressioni inflazionistiche rimarranno sotto controllo e che l'*output gap* farà da freno alla dinamica domestica dei prezzi. Le uniche pressioni verso l'alto continueranno a venire dai prezzi in euro delle materie prime e dai rialzi di prezzi amministrati e imposte indirette.

### BCE in trincea fino a quando?

La crisi ha obbligato la BCE a sospendere il ritiro delle misure non convenzionali, arricchitesi il 10 maggio con il Securities Markets Program e il 10 giugno con l'annuncio di tre aste trimestrali ad assegnazione piena. L'impianto in essere consentirebbe ancora alla BCE di riprendere il controllo della gestione della liquidità già da fine anno, tramite l'abbandono della piena allocazione. Tuttavia, il corso della politica monetaria rimane fortemente condizionato dai tempi di stabilizzazione del mercato dei titoli di stato e dalle scelte di politica fiscale. In uno scenario di lenta normalizzazione i tassi potrebbero salire dal 2° trimestre 2011, ma non è possibile escludere scenari più estremi.

#### La BCE ha interrotto l'uscita dalle misure straordinarie con il SMP e...

Pressata dalla crisi del mercato dei titoli di stato, il 10 maggio la BCE ha dovuto bruscamente interrompere il suo piano di graduale abbandono delle misure non convenzionali, dando inizio al discusso, ma cruciale, Securities Markets Program (SMP). La scelta ha incontrato non poche critiche, ma Trichet ha difeso strenuamente la credibilità della BCE indicando che tale passo era indispensabile per alleviare le tensioni di mercato e garantire la trasmissione della politica monetaria. Anche alla riunione di giugno la BCE si è rifiutata di fornire dettagli sulla durata residua del programma. Tra il 10 e l'11 giugno gli acquisti di titoli regolati ammontavano a 47 miliardi di euro, nominalmente sterilizzati tramite il collocamento in asta di certificati di deposito settimanali. In linea di principio, la sterilizzazione degli acquisti dovrebbe mantenere inalterata la stance di politica monetaria e quindi la scelta non pone problemi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. È pur vero che ad oggi la sterilizzazione per la BCE ha costo zero, dal momento che la liquidità disponibile nell'Eurosistema è ancora determinata endogenamente dalle banche. La sterilizzazione garantirà un impatto *de facto* e non solo di principio sulla stance di politica monetaria se rimarrà in essere anche quando la BCE riacquisterà il controllo della liquidità, e se allora lo SMP fosse ancora attivo.

#### ...ritardato a fine 2010 la data in cui potrebbe tornare ad una gestione attiva della liquidità

Proprio riguardo alla gestione della liquidità, alla riunione di giugno **la BCE ha fatto un altro passo indietro annunciando altre tre operazioni di rifinanziamento a tre mesi ad assegnazione piena e a tasso fisso (il 28 luglio, il 25 agosto e il 29 settembre)** che di fatto ritardano a fine 2010 la data in cui la BCE potrebbe riappropriarsi della gestione della liquidità. Si noti che in questo modo la BCE sta garantendo al sistema un approvvigionamento illimitato di fondi non solo sulle scadenze settimanali e mensili ma nuovamente anche su quelle trimestrali.

#### La BCE ha ancora tutte le strade aperte

**L'acquisto di titoli governativi e le aste straordinarie, annunciati il 10 maggio e il 10 giugno scorso, non alterano la stance di politica monetaria né la possibilità di riprendere l'uscita dalle misure non convenzionali come la BCE aveva deciso a dicembre scorso.** In linea di principio la BCE potrebbe tornare a una gestione attiva della liquidità, una volta che verranno a scadenza i fondi immessi con l'asta di fine settembre. La Banca centrale ha ancora tutte le opzioni aperte, come ci sembra più che ragionevole nel contesto attuale. Ad oggi è quindi difficile valutare

quanto ancora possano perdurare le tensioni di mercato, quale sarà la stance di politica fiscale e quali le ripercussioni sul quadro macro.

Ci sembra, quindi, opportuno tracciare uno scenario più probabile per la politica monetaria, ma valutare anche casi più estremi.

#### Scenario centrale: una nuova Primavera per la BCE nel 2011

Lo scenario che vediamo come centrale è quello di un progressivo rientro delle tensioni sui governativi area euro. Il *flight to quality* che abbiamo visto in queste settimane dovrebbe avere a un certo punto un esaurimento naturale una volta completata la riallocazione dei portafogli, anche grazie alla valvola di sfogo del SMP. In uno scenario di questo tipo presumibilmente rientrerebbe anche il grosso delle pressioni sull'interbancario e la BCE potrebbe quindi riprendere l'uscita dalle misure non convenzionali di politica monetaria, confermando il ritorno al vecchio meccanismo d'asta per inizio 2011, nonché il ripristino delle regole sulle garanzie dal 2011. Contestualmente la BCE potrebbe terminare l'acquisto di titoli governativi, continuando a sterilizzare i titoli detenuti in bilancio e non ancora scaduti. **Per un intervento sui tassi di policy la BCE potrebbe attendere almeno giugno del prossimo anno**, quando il quadro sulle misure di politica fiscale e ripercussioni sulla crescita area euro sarà più chiaro.

Lo scenario macro BCE di giugno supporta la nostra view che il corso della politica monetaria sarà determinato dall'evolvere delle tensioni interne. **la BCE ha rivisto al ribasso le previsioni di crescita per il biennio in corso e solo marginalmente al rialzo le stime d'inflazione.** (Le ipotesi di fondo sono un petrolio a 80 dollari al barile e un cambio a 1,30 nel 2010 ed in calo all'1,26 nel 2011). Il netto miglioramento della domanda mondiale giustifica un ritocco verso l'alto alla crescita 2010 e in particolare alla stima per i mesi primaverili: in media la crescita è vista all'1,0% e non più a 0,8% come nelle stime di marzo. L'elevato grado d'incertezza che continua a permeare la dinamica dei mercati suggerisce cautela. La stima 2011 è stata difatti rivista verso il basso all'1,2% da un precedente 1,5%. Sulla previsione incide la restrizione fiscale che controbilancia l'impatto del cambio. Le stime d'inflazione sono state riviste al rialzo all'1,3% da un precedente 1,2% nel 2010 e all'1,6 da un precedente 1,5% nel 2011. La revisione sconta maggiori pressioni dai prezzi delle *commodities* in euro ma pressioni domestiche ancora contenute. Il solo rischio per la dinamica sottostante dei prezzi al consumo nel medio termine deriva da rialzi dei prezzi amministrati e della tassazione indiretta data la stretta di politica fiscale prevista nel 2011. L'enfasi su questo punto e sull'assenza di pressioni dal canale monetario suggeriscono che il quadro d'inflazione non rappresenta ad oggi un elemento di ostacolo al proseguimento di una politica monetaria più che accomodante anche il prossimo anno.

Con una crescita nominale inferiore al 3%, la BCE potrebbe portare il refi poco al di sotto del 2% nel 2011 e proseguire verso il 3% nel 2012.

Lo scenario BCE e di consenso ancora coerente con un moderato ciclo di rialzi nella seconda metà del 2011 - Proiezioni macroeconomiche

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

Fonte: BCE, Consensus Forecast, Intesa Sanpaolo. \*Consensus: previsioni 2011 riferite a maggio 2010



#### **Scenario benevolo: la BCE riprende la normalizzazione della politica monetaria a inizio 2011**

Non può escludersi una risoluzione più rapida della crisi, tramite un rientro per l'estate delle tensioni sul mercato interbancario e/o degli emittenti sovrani, in parte favorito da una rapida riallocazione dei portafogli. La BCE potrebbe chiudere il programma di acquisti di titoli governativi, continuare a sterilizzare i titoli in bilancio non ancora scaduti da fine estate. Nel contempo potrebbe riassumere il controllo della liquidità a ottobre e dare il via quindi a un moderato ciclo di rialzi già da marzo prossimo, come ipotizzavamo fino a qualche mese fa.

#### **Scenario di mercato o di crisi prolungata: BCE in trincea fino a fine 2011**

**I mercati valutano che le tensioni emerse negli ultimi mesi costringeranno la BCE a mantenere il full allotment in essere fino a fine 2011.** I FRA sull'EONIA tra 6 mesi e 12 mesi scambiano difatti a 0,65%. Uno scenario di questo tipo implica quanto meno il perdurare di tensioni sull'interbancario ancora per un lungo periodo di tempo. Stando alle ultime stime del Financial Stability Report di aprile scorso, le banche europee avrebbero ancora da contabilizzare perdite per 665 miliardi di dollari (la stima di ottobre era 815 miliardi). Le tensioni sull'interbancario potrebbero essere altresì alimentate da rinnovate pressioni sugli emittenti sovrani europei (difficoltà nel rifinanziamento del debito o nell'implementazione delle misure correttive). In realtà l'intervento della BCE sui titoli governativi ha già sortito il suo effetto e può rimanere in essere ancora a lungo se necessario, ma la riallocazione dei portafogli di cui facevamo menzione nello scenario centrale potrebbe perdurare più a lungo. In un contesto di questo tipo, oltre che ad estendere la fase di piena allocazione, probabilmente la BCE si troverebbe costretta a fare un passo indietro anche sulla normalizzazione delle regole sulle garanzie per buona parte o tutto il 2011. Il rischio sistemico e il tracollo di fiducia che ne deriverebbe consentirebbero alla BCE di giustificare facilmente l'estensione delle misure straordinarie al prossimo anno.

#### **Scenario ibrido: gestione accomodante della liquidità ma tassi di policy in salita**

Come abbiamo più volte argomentato, il ripristino del vecchio meccanismo d'asta è un passo importante perché l'Eonia torni a scambiare stabilmente al refi e perché il messaggio sulla politica monetaria sia coerente. Tuttavia, non può escludersi uno scenario anomalo in cui il quadro macroeconomico giustifica un ritocco dei tassi di policy, ma la condizione dell'interbancario richiede ancora una gestione della liquidità 'a goccia', a causa della segmentazione del mercato. In tal caso la BCE potrebbe mantenere, per un periodo, la piena allocazione sulle aste corte, pur spostando al rialzo il corridoio dei tassi.

## Germania: avanti con crescente distacco

Rivediamo al rialzo di circa sette decimi le previsioni di crescita per la Germania per il biennio in corso. Il recupero più che brillante della domanda mondiale e il deprezzamento del cambio daranno impulso alla produzione già nei mesi primaverili e un forte abbrivio fino a inizio 2011. La correzione fiscale (80 miliardi di euro in quattro anni) avrà un impatto esiguo sul 2011. È probabile, quindi, che nei prossimi anni si allargherà la distanza tra la Germania e i paesi periferici, costretti a interventi più pesanti. Ma, nonostante il crescente disincanto dell'opinione pubblica, le sorti della Germania rimangono imprescindibilmente legate a quelle dell'euro.

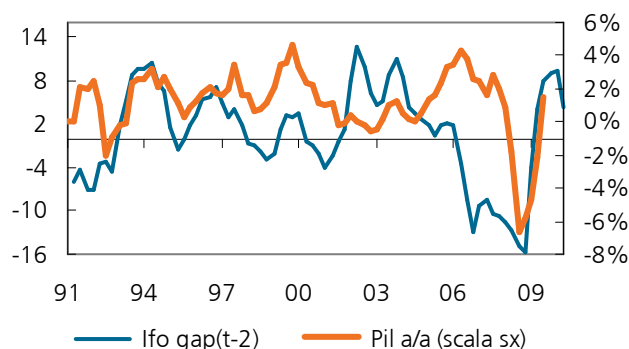
Anna Maria Grimaldi

La locomotiva tedesca sembra avanzare a tutta velocità nonostante la crisi della Grecia e la turbolenza sui mercati. **I dati degli ultimi mesi ci inducono a rivedere le stime di crescita per il biennio in corso di circa sette decimi.** La crescita 2010 potrebbe toccare l'1,6% (1,8% corretto per gli effetti di calendario), contro la precedente stima di 1,2%. Nel 2011, nonostante gli effetti della manovra correttiva, il PIL salirebbe dell'1,7%, rivisto al rialzo da 1,4%. **La revisione scosta:**

Rivediamo la crescita 2010 all'1,6% e all'1,7 nel 2011

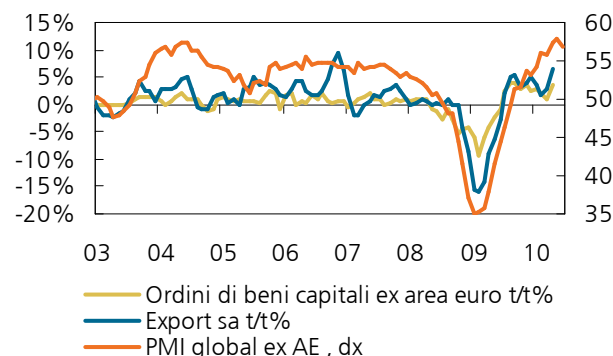
1. **Una crescita più forte delle attese a inizio 2010**, quando il PIL è avanzato di 0,2% t/t nonostante il clima eccezionalmente rigido avesse fatto temere una contrazione.
2. **Una forte accelerazione del PIL nei mesi primaverili**, che va letta non solo come un recupero dopo il rallentamento di fine 2009 inizio 2010, ma di una genuina sorpresa sulla dinamica sottostante. I segnali dal lato dell'offerta punterebbero addirittura a una crescita del PIL di circa un punto nel 2° trimestre. Il PMI composito nei mesi primaverili si è andato assestando su una media di 57,3 e l'IFO è tornato al di sopra della media di lungo termine recuperando tra febbraio e maggio circa 8 punti. L'industria potrebbe contribuire alla dinamica trimestrale del PIL per lo 0,6-0,7% t/t: la produzione industriale potrebbe registrare un incremento di 3,8% t/t a giugno, visto l'andamento di aprile. I dati sugli ordinativi e i permessi edilizi residenziali e il rimbalzo di produzione ad aprile suggeriscono un recupero degli investimenti in costruzioni tra la primavera e l'estate, dopo il calo di inizio anno dovuto a fattori climatici. Il settore continuerà a beneficiare dello stimolo fiscale (0,6% del PIL) nella restante parte dell'anno. Le indicazioni dai servizi sono altrettanto incoraggianti e suggeriscono un contributo di almeno lo 0,3%. Tuttavia, data l'endemica debolezza dei consumi tedeschi e l'incertezza sulla dinamica degli investimenti aziendali, manteniamo una stima conservativa di +0,8 %t/t nel 2° trimestre del 2010.

Le indagini di clima indicano una forte accelerazione del PIL in primavera/estate al traino...



Fonte: IFO, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... della domanda mondiale e degli ordini di beni capitali da paesi ex area euro



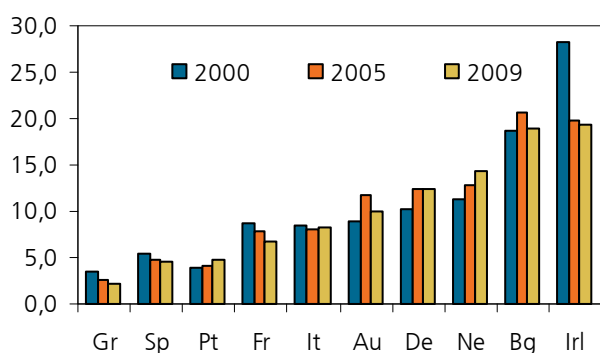
Fonte: Markit, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

3. **Nei mesi estivi si dovrebbe vedere un'ulteriore accelerazione dell'export all'8% a/a dal 7% del 1° trimestre.** La domanda mondiale cresce ai ritmi del 2004-06, più di quanto non ci si attendeva fino a tre mesi fa, data la sorprendente tenuta della crescita nei paesi emergenti e una dinamica più sostenuta anche in Stati Uniti e Giappone. Il PMI globale segnala una

tenuta del commercio internazionale nei prossimi mesi. La domanda estera rivolta alla Germania ha accelerato sensibilmente da inizio anno e le attese sulle esportazioni a maggio erano sui massimi assoluti. Anche il giudizio sugli ordini dall'estero da indagine PMI e IFO suggerisce un'ulteriore accelerazione dell'export nel 2° trimestre dopo il +2,6% t/t reale registrato a inizio anno. Tra aprile e marzo gli ordini di beni manufatti hanno più che confermato i segnali incoraggianti delle survey, dal momento che viaggiavano al 33% a/a e erano tornati sui livelli del settembre 2008. Il contributo è venuto per lo più dall'estero ed in particolare da paesi esterni all'area euro. L'abbrivio dato dal commercio internazionale e dal cambio dovrebbe compensare la lenta ripresa nel resto della zona euro, che rimane il principale partner commerciale della Germania. La domanda di beni capitali dall'Asia e da altre aree emergenti è in forte crescita e dovrebbe garantire una certa continuità all'industria tedesca.

4. **A favore della dinamica dell'export e della crescita sta chiaramente giocando anche il cambio.** Tra settembre 2009 e inizio giugno il tasso di cambio effettivo BCE ha visto un deprezzamento di circa il 15%. Il nostro scenario di previsione è basato su un range di 1,20-1,25 per il cambio con il dollaro, che implica un deprezzamento ulteriore del 4% rispetto al profilo utilizzato nelle stime di crescita precedenti, sebbene soltanto dell'1% come cambio effettivo. La risposta del PIL a una variazione del cambio EUR/USD dipende chiaramente dal grado di apertura dell'economia in esame. Quanto maggiore è la quota di export verso paesi al di fuori della zona euro tanto più significativo l'impatto sul PIL. Stando ai dati di Eurostat la Germania ha la maggiore apertura verso paesi extra-UE tra i grandi della zona euro. Stando ai modelli BCE<sup>15</sup>, e OECD<sup>16</sup> la risposta massima dovrebbe aver luogo a un anno dallo shock e la Germania dovrebbe beneficiarne più di Francia e Italia. Il modello OECD è annuale, mentre i blocchi paese utilizzati dalla BCE sono trimestrali. In Germania la risposta più ampia dovrebbe aver luogo dopo due trimestri, appunto nel 2° trimestre del 2010, ma l'impatto continua ad essere significativo anche nel 3° trimestre dopo lo shock.

Quota di esportazioni extra UE-27 in % del PIL



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Risposta del PIL a un deprezzamento permanente del cambio del 5%

	Deviazione dallo scenario base in % dopo un anno	
	Blocco paese modello BCE	OECD interlink
Germania	0,7	0,5
Francia	0,6	0,3
Italia	0,3	0,3

Fonte: blocchi paesi del modello Multicountry della BCE, OECD interlink e OECD Global Model

5. **Il calo dei tassi di interesse a medio-lungo termine generato dal flight to quality** verso i governativi tedeschi **dovrebbe offrire supporto alla domanda interna**, dal momento che la maggior parte dei prestiti in Germania è a tasso fisso e indicizzato sul medio periodo.

15 Si veda BCE working papers no: 456 *The French block of the ESCB multi country model*, no 660 *The Italian block of the ESCB multi country model*, no 654 *The German block of the ESCB multi country model*.

16 Si veda OECD Economics department working paper no. 306 *Standard shocks in the OECD Interlink model*.

Tuttavia, il beneficio potrebbe essere smorzato dall'aumento del costo del debito per gli intermediari finanziari. Nel contempo il calo dei tassi a 2, 5 e 10 anni riduce potenzialmente la spesa per interessi sul nuovo debito emesso dal Governo federale, e quindi la correzione fiscale necessaria nei prossimi anni.

Le indagini di clima e in particolare il divario tra attese e giudizio sulla situazione corrente IFO (ritardato di due periodi) suggeriscono una normalizzazione della crescita dopo la forte accelerazione del 2°-3° trimestre. In effetti, il massimo dell'impulso dal cambio (a meno di un ulteriore ribasso verso 1,10) dovrebbe vedersi per fine 2010. Nel corso del prossimo anno l'impulso dal commercio estero andrà progressivamente scemando dal momento che per quanto l'economia mondiale e in particolare l'Asia siano in ripresa è difficile immaginare che la crescita possa avanzare con la stessa intensità vista nella fase iniziale. Nel 2011, ci aspettiamo, quindi, una stabilizzazione della crescita tedesca all'1,7%.

**Stabilizzazione della domanda mondiale e della crescita tedesca nel 2011**

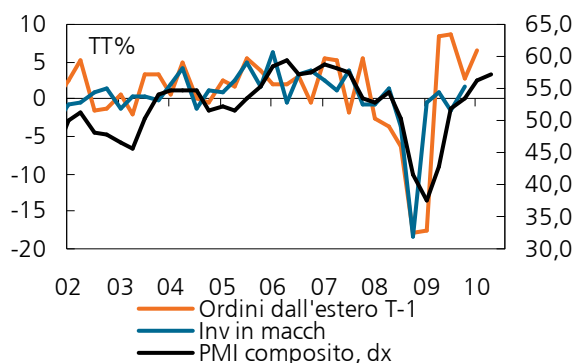
**La durata e l'intensità della ripresa nel corso del prossimo anno dipenderanno anche dalla dinamica della domanda interna e dal corso delle politiche economiche.**

Nel nostro scenario centrale la BCE non alzerà i tassi prima del giugno 2011, e in ogni caso il ciclo di rialzi dovrebbe risultare moderato. La politica fiscale diventerà restrittiva come prescritto dalla Commissione, ma la manovra di 80 miliardi da spalmare su quattro anni non avrà un peso significativo sulla crescita il prossimo anno dal momento che sono previste minori spese e maggiori entrate per soli 11 miliardi di euro (0,5% del PIL). Il grosso della correzione interesserà il periodo 2012-14 e non dovrebbe, data la natura dei tagli, pesare in modo marcato sulla dinamica della domanda interna (si veda pag. 7).

**Politiche economiche solo moderatamente restrittive**

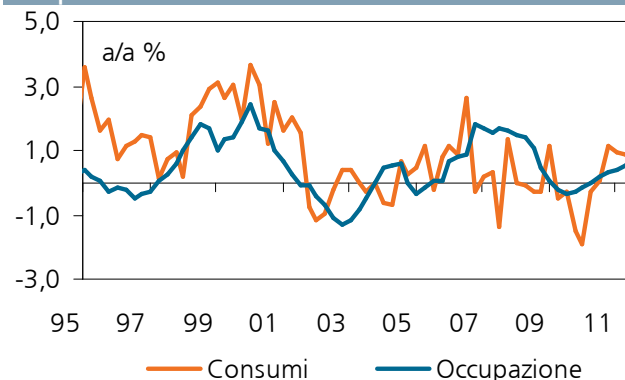
Per quel che concerne la domanda interna, **è ragionevole attendersi un ciclo degli investimenti più fiacco che in uscita dalle recessioni precedenti.** L'industria tedesca opera con un elevato grado di capacità produttiva inutilizzata, anche se nel 2010.T1 questa era risalita al 79,8 dal minimo di 71,1 della scorsa estate. Tuttavia, la capacità produttiva utilizzata conta relativamente per le decisioni di investimento: più rilevante è la dinamica degli ordini dall'estero. Una tenuta degli ordinativi dall'estero sui livelli attuali, se confermato nei prossimi mesi, dovrebbe innescare un processo di spesa per investimenti non solo di manutenzione, ma possibilmente anche di ampliamento. Si noti che nei cicli precedenti una crescita delle esportazioni nell'intorno dell'8% (come da nostra previsione per il 2010) avrebbe generato una crescita degli investimenti aziendali di circa il 6%. Abbiamo mantenuto una previsione più cauta dal momento che la spesa aziendale potrebbe essere frenata dall'incertezza sul quadro macroeconomico e finanziario da metà 2011 in avanti, nonché da una minore disponibilità di credito rispetto ad altri episodi ciclici.

**L'intensità degli investimenti aziendali dipende dalla tenuta della domanda e dal clima economico generale**



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Dinamica dei consumi fortemente dipendente dalle prospettive occupazionali**



Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

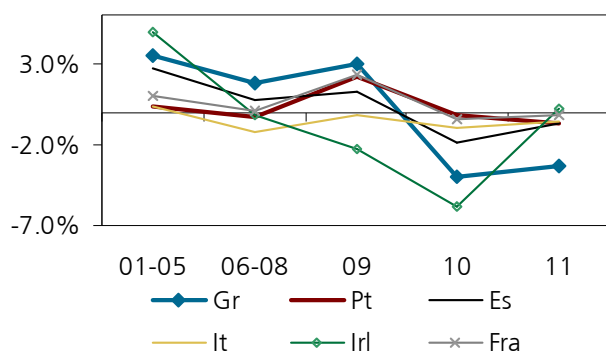
È difficile immaginare una forte accelerazione dei consumi nel corso di quest'anno e del prossimo. Il solo sostegno alla dinamica del reddito disponibile nel 2010 verrà dalle misure di politica fiscale e il supporto scemerà del tutto nel 2011. Il sostegno ai consumi dovrà quindi venire per lo più dalla dinamica del reddito da lavoro. Sull'orizzonte di previsione è più che probabile che i lavoratori dovranno rinunciare ad aumenti salariali a fronte di una dinamica occupazionale meno avversa rispetto ai cicli precedenti. La crescita dei salari nominali è vista all'1,25% nel 2010 e all'1,5% nel 2011, contro il 2,3% del 2009. Su base oraria è ragionevole attendersi un rallentamento più forte, dal momento che le ore lavorate saranno incrementate in uscita dalla crisi. Dal momento che l'inflazione è vista in rialzo su tutto l'orizzonte di previsione, i salari reali freneranno nel corso del 2011. Diventa cruciale per la dinamica dei consumi il sentiero dell'occupazione, che però risulta arduo da prevedere. In questa crisi il mercato del lavoro ha avuto una performance sorprendentemente positiva. I disoccupati calano dal luglio 2009 e a maggio si sono assestati a 246 mila unità sotto al livello di un anno fa. Il tasso di disoccupazione è calato secondo le stime dell'Ufficio Federale di Statistica al 7,7%, il minimo dal giugno 2008. La forza lavoro è calata meno della disoccupazione, il che, unitamente a fattori statistici di rilevazione, spiega il calo del tasso di disoccupazione. La dinamica dell'occupazione è stata meno brillante dal momento che il numero di occupati tra gennaio e marzo è aumentato di sole 54 mila unità e tra il settembre 2008 e il maggio 2010 è rimasto circa stabile. **Il programma di sostegno al lavoro a termine ha contribuito alla creazione di circa 1 milione di posti di lavoro part-time tra settembre 2008 e ottobre 2009.** Un calcolo rudimentale suggerisce che la disoccupazione tedesca potrebbe quindi essere più elevata di un punto. Negli ultimi mesi l'occupazione a termine è calata di 430 mila unità. Al di là del contributo del lavoro a termine, una spiegazione dalla migliore tenuta dell'occupazione in questa crisi è che le imprese hanno mirato a preservare quella forza lavoro che ha richiesto programmi di inserimento specifici e strettamente legati all'attività dell'azienda e che sarebbe stato più costoso assumere una volta tornati alla normalità. Le riforme degli ultimi anni e il maggior ricorso ad accordi tra singola impresa e lavoratori con una maggiore flessibilità in termini di ore e salari negoziabili hanno contribuito a limitare l'espulsione di forza lavoro. La tenuta dell'occupazione sull'orizzonte di previsione dipende dall'intensità della ripresa e dall'ipotesi di una crescita ordinata. Del resto, la decisione di mantenere forza lavoro, che ha richiesto un training specifico potrebbe essere rivista se la svolta ciclica dovesse perdere di intensità. A oggi, non vi sono indicazioni in tal senso. Le indicazioni dalle indagini di clima sono per un aumento dell'organico in tutti i comparti. L'indice sintetico settori Intesa Sanpaolo sulle attese occupazionali nei diversi settori è difatti tornato a maggio in territorio marginalmente positivo. L'indice sull'occupazione dai PMI si è assestato a 52,7 ed è quindi coerente con un aumento su base annua dell'occupazione già in primavera. In media, continuiamo ad assumere un calo dell'occupazione di 0,2% quest'anno e una crescita di 0,3-0,4% il prossimo anno.

Le nostre previsioni di crescita per la Germania e il resto della zona euro mettono in risalto la tendenza sorta durante la crisi. I paesi periferici quali Grecia, Irlanda, Spagna, Portogallo che crescevano fino a fine 2008 ben al di sopra della Germania, per i problemi strutturali esplosi durante la crisi si trovano a fare progressivamente peggio. Solo l'Irlanda è vista recuperare nel 2011 dal momento che la forte apertura al commercio extra area euro fa sperare in un recupero spiccato della crescita. Gli altri paesi saranno penalizzati dalle manovre correttive di finanza pubblica.

Anche sul fronte dei conti pubblici la Germania si conferma più virtuosa degli altri paesi membri. A fine 2009, il rapporto deficit/PIL tedesco ha toccato il 3,2% in netto peggioramento rispetto al saldo in pareggio del 2008, ma il più basso all'interno dell'area euro.

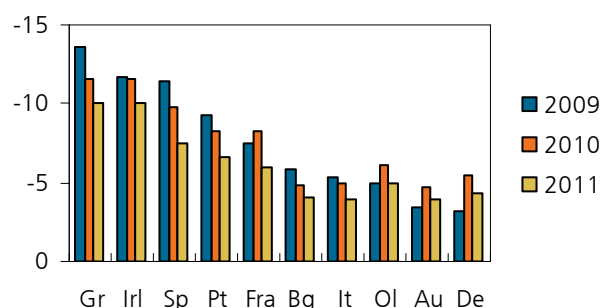
**Crescente distacco rispetto ai paesi periferici sia sul fronte della crescita ...**

I paesi periferici, che un tempo crescevano al di sopra della Germania faranno progressivamente peggio



Fonte: Eurostat e previsioni Intesa Sanpaolo

Il deficit tedesco rimane tra i più bassi della zona euro



Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nel 2010, il deficit potrebbe toccare il 5,5% del PIL come da Programma di Stabilità. Il peggioramento del rapporto deficit/PIL è da imputarsi non solo alle misure di stimolo varate dal precedente governo Merkel e pari al 2% del PIL, ma anche a fattori strutturali, tra cui il rallentamento delle entrate. Sul fronte della spesa sono attesi aumenti più contenuti che nel 2009, dal momento che i maggiori esborsi per i bonus famiglia e spesa pensionistica saranno in parte compensati dal venir meno della spesa per incentivi alla sostituzione dell'auto. Il debito è atteso toccare il 77,5% del PIL a fine 2010. **Il Programma di Stabilità di gennaio scorso proiettava un calo del rapporto deficit/PIL di un punto all'anno, fino al 3% nel 2013, come richiesto dalla Commissione:** era chiaro che un tale obiettivo non sarebbe stato raggiungibile a meno di misure di rientro della spesa e di aumento delle entrate. Il Governo tedesco ha approvato un Piano di tagli fiscali per 80 miliardi di euro da spalmare su quattro anni: 11 miliardi di euro (0,5) sono relativi al 2011, mentre per i tre anni successivi sono previsti tagli per lo 0,7-0,8% del PIL. La manovra interviene per lo più sulla spesa, in particolare con la riduzione del peso dei dipendenti pubblici di circa 10 mila unità e una riduzione delle forze armate di 100 mila unità. Sul fronte delle entrate le misure colpiscono l'industria energetica, in particolare il nucleare. Una tassa sarà imposta anche sugli utili bancari, ma i dettagli sono ancora da definire.

#### Prospetto di manovra fiscale 2011-14

	2011	2012	2013	2014
Manovra in miliardi di euro	11,6	19,1	24,7	26,6
Tassa sul traffico aereo	1	1	1	1
Dividendo Deutsche Bahn	0,5	0,5	0,5	0,5
Tassa sui proventi bancari	0	2	2	2
Tassa sui rifiuti dell'industria nucleare	2,3	2,3	2,3	2,3
Mercato del lavoro	4,3	6,3	8,7	10,2
Dipendenti pubblici	2,3	3,3	3,9	3,9
Rinvio progetti edili a Berlino	0,1	0,1	0,2	
Maggiori entrate in miliardi di euro	3,3	5,3	5,3	5,3
Maggiori entrate in % del PIL	0,13	0,2	0,2	0,2
Minori spese	7	10	12,9	14,6
Minori spese in % del PIL	0,28	0,4	0,4	0,4
Manovra in % del PIL	0,5	0,7	0,8	0,8

Fonte: Bloomberg e stime Intesa Sanpaolo

I risparmi derivanti dalla manovra dovrebbero garantire un ritorno del deficit sotto al 3% a fine 2014 e un miglioramento del saldo strutturale dell'1% circa; sforzi aggiuntivi saranno quindi necessari per rispettare il target di un deficit strutturale inferiore allo 0,36% del PIL nel 2016. Le stime dei moltiplicatori fiscali variano tra lo 0,5% e l'1%. Riteniamo che le misure tedesche avranno un impatto piuttosto contenuto sulla crescita dal momento che non incidono sulla tassazione indiretta e/o sui redditi né comportano tagli significativi della spesa contributiva.

## Scenario Macroeconomico

Giugno 2010

Il divario tra Germania e resto dell'area euro potrebbe quindi allargarsi ulteriormente nei prossimi anni sia sul fronte della solidità dei conti pubblici, sia su quello della crescita. Il malcontento dell'elettorato nei confronti dell'euro emerso negli ultimi mesi potrebbe accentuarsi se dovessero emergere negligenze da parte di altri paesi membri. Tuttavia, **la Germania rimane imprescindibilmente legata al resto della zona euro sia sul fronte commerciale, sia su quello finanziario** e l'ipotesi di un'uscita unilaterale dall'Eurozona (che presumibilmente sarebbe associata a un apprezzamento del cambio nominale e reale, nonché a violente turbolenze finanziarie e forse all'introduzione di restrizioni ai movimenti di capitale da parte di altri paesi) comporterebbe ormai più costi che benefici. L'economia tedesca è ancora fortemente dipendente dai legami con il resto dell'Eurozona non soltanto perché questa rimane il principale partner commerciale della Germania (41,5% delle esportazioni totali), ma anche per la stretta interdipendenza del sistema bancario tedesco con il resto della zona euro. Nel dicembre 2009 l'esposizione totale verso l'estero delle banche tedesche assommava a 2.105 miliardi di dollari, di cui 1.296 miliardi verso il resto dell'Eurozona (61% del totale), ed equivaleva a circa il 40% del PIL. La Germania ha quindi un concreto interesse a che la zona euro rimanga integra negli anni a venire.

Previsioni macro	2009	2010	2011	2009		2010				2011	
				3	4	1	2	3	4	1	2
				PIL (prezzi 1995, a/a) t/t	<b>-4,9</b>	1,8	1,7	<b>-4,8</b>	<b>-2,2</b>	<b>1,5</b>	1,8
Consumi privati	<b>0,0</b>	-0,9	0,9	<b>-1,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,8</b>	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2
Investimenti fissi lordi	<b>-9,8</b>	0,9	3,3	<b>0,8</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,2</b>	2,3	0,9	0,8	0,6	0,8
Consumi pubblici	<b>3,4</b>	2,7	1,0	<b>0,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,1</b>	0,8	0,8	0,7	0,2	0,2
Esportazioni	<b>-14,5</b>	7,8	7,2	<b>3,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>	1,4	0,8	2,0	2,0	2,1
Importazioni	<b>-9,5</b>	7,8	5,7	<b>4,7</b>	<b>-1,6</b>	<b>6,1</b>	1,4	0,9	1,3	1,8	1,7
Var. scorte (contrib., % PIL)	<b>-0,3</b>	1,2	-0,6	<b>1,5</b>	<b>-1,2</b>	<b>2,0</b>	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	-0,2
Partite correnti (% PIL)	<b>4,7</b>	5,9	3,4	<b>5,1</b>	<b>6,0</b>	<b>6,2</b>	5,7	5,6	5,9		
Deficit (% PIL)	<b>-3,2</b>	-5,7	-4,4								
Debito (% PIL)	<b>72,5</b>	77,5	79,5								
CPI (a/a)	<b>0,2</b>	1,5	1,7	<b>-0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,8</b>	1,2	2,0	1,9	1,8	1,8
Produzione Industriale	<b>-15,8</b>	7,5	4,5	<b>3,4</b>	<b>-8,4</b>	<b>5,4</b>	10,0	7,2	7,3	7,8	3,9
Disoccupazione (%)	<b>8,2</b>	7,9	8,1	<b>8,3</b>	<b>8,0</b>	<b>8,1</b>	7,8	7,8	7,9	8,1	8,0

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

## Italia: il ciclo ora è ben impostato, ma non durerà a lungo

Rivediamo al rialzo, da 0,7% a 1%, la nostra stima sulla crescita del PIL nel 2010, per effetto principalmente di una revisione al rialzo sul secondo trimestre dell'anno. Manteniamo la nostra stima di un'accelerazione all'1,2% nel 2011. La restrizione fiscale e un minor traino dall'export potrebbero però cominciare a frenare il ciclo già a partire dal 2012.

Paolo Mameli

Il Governo italiano ha ufficialmente presentato la **manovra finanziaria 2011-12** (con effetti limitati anche su 2010 e 2013). Le novità positive sono due: 1) vengono specificate le misure con le quali si intende conseguire la correzione dei saldi, che erano ancora indeterminate nel Programma di Stabilità; 2) l'intervento (quasi 25 miliardi di euro) viene tempestivamente aumentato rispetto al Programma di Stabilità per tener conto di andamenti tendenziali meno favorevoli.

L'intervento è incentrato per il 60% (14,9 miliardi) su tagli di spesa. Tra questi la principale misura (il 57% dei tagli sulle spese) consiste nella riduzione dei trasferimenti agli enti locali (a regime, di 8,2 miliardi di cui oltre la metà alle Regioni), una parte dei quali sarà presumibilmente compensata da aumenti di entrate (tributarie o tariffarie). Tra gli altri provvedimenti dal lato delle spese, alcune misure restrittive su pensioni e TFR valgono 3,5 miliardi, mentre 2,7 miliardi verranno dalle riduzioni di spesa dei vari ministeri e 1,8 miliardi dai risparmi sul pubblico impiego.

Dal lato delle entrate, il contributo principale (il 77% del totale delle maggiori entrate) sta in una serie di misure mirate a contrastare l'evasione fiscale e contributiva, che secondo il Governo potrebbero fruttare a regime 7,8 miliardi (ma sulla cui efficacia è lecito nutrire qualche dubbio). A ciò si aggiungono aumenti per alcune altre entrate principalmente non fiscali.

I punti critici della manovra consistono a nostro avviso, oltre all'elevata incidenza dei tagli ai trasferimenti agli enti locali (la cui sostenibilità in merito all'impatto sul bilancio di tali enti è tutta da verificare) e degli introiti da evasione (per loro natura incerti), nel fatto che la maggior parte delle proposte ha natura temporanea e non strutturale. D'altra parte, è pur vero che il deterioramento dei conti pubblici in Italia era stato dovuto in gran parte al ciclo (tramite l'azione degli stabilizzatori automatici) e non a misure fiscali discrezionali, il che fa sì che in Italia possa essere tollerato in sede europea un aggiustamento sui saldi meno "strutturale" che in altri Paesi.

Nelle proiezioni dei saldi per i prossimi anni rimangono dei rischi connessi al ritmo di crescita, che temiamo sarà inferiore a quanto previsto nei documenti del Governo (riteniamo ottimistico non tanto l'1% di quest'anno quanto l'1,5% del 2011 e soprattutto il 2% del 2012). Tenendo conto delle nostre previsioni di crescita e ipotizzando (ottimisticamente, sulla base dell'esperienza storica) che le misure correttive siano efficaci per un importo pari ai tre quarti di quello indicato, stimiamo che il deficit, dopo essersi attestato al 5% quest'anno, possa calare al 4,2% nel 2011 e al 3,5% (contro il 2,7% previsto dal Governo) nel 2012. In tali ipotesi, il debito salirebbe al 119,8% l'anno prossimo e al 120,4% nel 2012 (per poi cominciare a calare solo dal 2013).

Anche in Italia, come nel resto dell'Eurozona, **il ciclo è ormai impostato per una ripresa**, più per il recupero connesso all'esigenza di riattivare l'attività produttiva dopo il crollo epocale del 2009 e per il traino della domanda estera che non sulla scia di segnali di genuina ripartenza della domanda domestica. In ogni caso, ci sono segnali che, dopo essere stata riattivata dalla necessità di ricostituzione delle scorte, l'attività produttiva, apparsa discretamente vigorosa negli ultimi mesi, possa innescare un sia pur non straordinario ciclo degli **investimenti**.



La manovra di finanza pubblica 2011-13 (Decreto-legge del 31 maggio 2010, n.78)									
	Milioni di euro				Interventi aggiuntivi in % del PIL				
	2010	2011	2012	2013	2011	2012	2013	Cum.	
<b>Totale SPESE</b>	-662	7.958	14.891	16.975	0,5	0,4	0,1	1,1	
(in % della manovra)		66	60	68					
di cui									
Tagli a ministeri e PdCM	45	1.415	2.050	2.700	0,1	0,0	0,0	0,2	
Misure restrittive sul pubblico impiego	5	995	1481	1.802	0,1	0,0	0,0	0,1	
Tagli alla spesa ospedaliera in farmaci	300	600	600	600	0,0	0,0	0,0	0,0	
Misure restrittive su pensioni e TFR	-100	760	2.841	3.507	0,1	0,1	0,0	0,2	
Trasferimenti agli enti locali		6.000	8.200	8.200	0,4	0,1	0,0	0,5	
Altre spese	-912	-1.812	-281	166	-0,1	0,1	0,0	0,1	
<b>Totale ENTRATE</b>	693	4.095	10.091	8.004	0,2	0,4	-0,1	0,5	
(in % della manovra)		34	40	32					
di cui									
Contrasto all'evasione fiscale e contributiva	415	5.325	7.781	7.781	0,3	0,1	0,0	0,5	
Pedaggi e altre entrate non fiscali	128	520	635	635	0,0	0,0	0,0	0,0	
Altre entrate	150	-1.750	1.675	-412	-0,1	0,2	-0,1	0,0	
<b>Totale CORREZIONE</b>	<b>31</b>	<b>12.053</b>	<b>24.982</b>	<b>24.979</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,0</b>	<b>1,5</b>	

Fonte: relazione tecnica Decreto-legge del 31 maggio 2010, n.78 ("Misure urgenti in materia di stabilizzazione finanziaria e di competitività economica").

Di conseguenza **rivediamo al rialzo, da 0,7% a 1%, la nostra stima sulla crescita del PIL** nel 2010, per effetto principalmente di un maggior ottimismo sul secondo trimestre dell'anno, quando la produzione industriale potrebbe essere cresciuta almeno altrettanto che nei primi tre mesi dell'anno. Manteniamo la nostra stima sul 2011 (1,2%) in quanto riteniamo che l'impatto restrittivo della manovra (quantificabile in tre decimi di PIL, vedasi le elaborazioni fatte in merito alle politiche fiscali nell'area dell'euro) possa essere all'incirca compensato dall'effetto del deprezzamento del cambio (oltre che dal consolidarsi della ripresa del commercio internazionale). **L'impatto restrittivo (ritardato) della manovra, assieme a un esaurirsi della spinta aggiuntiva fornita dal cambio, potrebbe tuttavia innescare un nuovo rallentamento dell'attività economica nel 2012-13** specie in un quadro di possibile perdita di vigore della domanda mondiale (vista la necessità anche al di fuori dell'area euro di attuare strategie di uscita dalle politiche economiche ultra-espansive degli ultimi due anni).

Limitando l'analisi al 2010-11, pensiamo che la crescita dei **consumi** resterà anemica: la spesa delle famiglie dovrebbe rimanere stagnante quest'anno e crescere di circa l'1% (sotto il PIL) l'anno prossimo, in presenza di un reddito disponibile che anche quest'anno dovrebbe vedere una contrazione per tornare a salire solo nel 2011. Dalla **spesa pubblica**, visto l'innescarsi di manovre restrittive, non è lecito attendersi alcun supporto al ciclo. Oltre al contributo dal **commercio estero** (che dovrebbe aggiungere circa mezzo punto al PIL sia quest'anno che il prossimo), la spinta potrebbe venire anche dagli **investimenti**, che vediamo in crescita di 0,7% quest'anno e di 1,1% il prossimo. Più favorevoli le prospettive per gli investimenti in **macchinari e attrezzature**, che già stanno dando confortanti segnali essendo tornati a una crescita su base trimestrale positiva già dal terzo trimestre del 2009 (superiore al 2% la crescita media t/t tra 3° trimestre 2009 e 1° trimestre 2010), che non per gli investimenti in **mezzi di trasporto**, che, dopo il rimbalzo legato agli incentivi-auto della parte centrale dello scorso anno, sono tornati a scendere tra la fine del 2009 e l'inizio del 2010. Diversa la situazione per gli investimenti in **costruzioni**, che non sembrano ancora usciti dalla recessione (sono calati su base trimestrale in ognuno degli ultimi nove trimestri): stimiamo costruzioni ancora negative nel 2011 (per il quarto anno consecutivo), anche come effetto del rientro del boom visto nei 15 anni precedenti. Infine, il contributo delle **scorte**, significativo quest'anno, potrebbe esaurirsi o agire in senso moderatamente opposto l'anno prossimo in presenza di una minima ripartenza della domanda. In questo quadro, le **pressioni inflazionistiche** non rappresenteranno un problema (il CPI resterà al di sotto del 2% sia quest'anno che il prossimo), principalmente per il permanere di spinte al ribasso sul costo del lavoro derivanti dall'ulteriore deterioramento del quadro occupazionale

(vediamo un tasso di disoccupazione salire ulteriormente al 9,5% nel 2011 dal 9,1% di quest'anno).

Previsioni macro	2009	2010	2011	2009			2010			2011	
				3	4	1	2	3	4	1	2
				PIL (prezzi 1995, a/a)	-5,1	1,0	1,2	-4,7	-2,8	0,5	1,2
t/t				0,4	-0,1	0,4	0,5	0,2	0,0	0,3	0,5
Consumi delle famiglie	-1,8	0,2	1,0	0,5	-0,1	0,0	-0,2	0,0	0,2	0,3	0,3
Investimenti fissi lordi	-12,2	0,7	1,1	-0,4	0,4	0,6	0,5	0,2	-0,2	0,5	0,4
Consumi collettivi	0,6	-0,7	0,3	-0,3	-0,2	-0,5	-0,2	0,1	0,1	0,0	0,1
Esportazioni	-19,1	8,6	6,5	2,5	-0,4	5,3	1,7	2,1	1,7	1,7	1,2
Importazioni	-14,6	6,2	4,3	1,2	3,4	3,3	-0,2	0,8	1,0	1,5	1,0
Var. scorte (contrib. % PIL)	-0,4	0,3	-0,1	0,0	0,7	-0,4	0,5	-0,2	-0,3	0,0	0,2
Partite correnti (% PIL)	-3,2	-2,4	-1,7	-1,7	-2,7	-4,1	-2,6	-1,2	-1,8	-2,7	-1,8
Deficit (% PIL)	-5,3	-5,0	-4,2								
Debito (% PIL)	115,8	118,4	119,8								
CPI (a/a)	0,8	1,5	1,6	0,1	0,7	1,3	1,4	1,6	1,7	1,7	1,7
Produzione Industriale	-18,3	5,8	1,3	2,6	0,9	1,7	2,8	1,2	-0,6	-0,2	0,7
Disoccupazione (%)	7,8	9,1	9,5	7,9	8,2	8,8	9,0	9,2	9,4	9,5	9,5

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

Fonte: EcoWin, Intesa Sanpaolo

## Regno Unito – torna la crescita, rimane il problema fiscale

**Le previsioni di crescita dell'economia britannica rimangono pressoché stabili rispetto a marzo:** Asmara Jamaleh

**1,0% nel 2010 e 2,1% nel 2011.** La crescita attesa 2010 rimane meno della metà del potenziale, e i **fattori di vulnerabilità dell'economia rimangono molti.** Il **problema numero uno** è il grave stato dei **conti pubblici**: il rapporto deficit/PIL ha raggiunto il 12%. La prima manovra correttiva del governo conservatore sarà presentata soltanto il 22 giugno e in queste proiezioni non se ne può tenere conto. Dopo le misure sulla spesa che saranno annunciate questa settimana, il rischio è quello di dover cominciare a introdurre misure restrittive anche dal lato delle imposte per il pre-budget report di novembre.

Nonostante le misure fortemente espansive del 2009, i consumi hanno registrato crescita zero nel 1° trimestre di quest'anno e il PIL complessivo ha deluso con un +0,3% t/t – in rallentamento dal 4° trimestre del 2009 contro attese invece di accelerazione. Sono andate molto male le esportazioni nette, con espresso disappunto della BoE che da tempo confida che sia l'export a trainare la crescita – grazie a uno "sperato" deprezzamento della sterlina. Per il terzo trimestre di fila nel 1° trimestre il canale estero ha dato invece un "contributo" negativo alla crescita: -0,4%. Gli investimenti fissi sembrano in ripresa, ma ciò è soltanto frutto della coda delle politiche espansive del 2009 dopo il crollo (-14,9%) dello scorso anno. Quanto al **trimestre che sta per chiudersi**, le **stime sono di un progresso modesto della crescita dallo 0,3% del 1° trimestre a uno 0,4% t/t.** I dati di aprile e maggio hanno segnalato un accumulo volontario di scorte, grazie al miglioramento delle prospettive economiche estere e interne. Sembra che il contributo del canale estero non sia stato ancora positivo nel 2° trimestre.

**Dalla BoE non sono giunti fino ad ora segnali che lascino intendere fretta di alzare i tassi.** Ci attendiamo che la BoE inizi ad alzare i tassi soltanto nel 2011 – in linea con il consenso e le attese di mercato.

Previsioni macro	2009	2010	2011	2009			2010			2011	
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi cost.,a/a)	-4,9	1,0	2,1	-5,3	-3,1	-0,2	0,9	1,6	1,8	1,9	1,9
t/t				-0,3	0,4	0,3	0,4	0,5	0,6	0,4	0,4
Consumi privati	-3,2	0,4	1,4	0,0	0,4	0,0	0,2	0,2	0,3	0,5	0,4
Investimenti fissi	-14,9	-0,5	1,5	2,8	-2,7	1,5	0,5	0,4	-0,2	-0,5	1,5
Consumi pubblici	2,2	1,5	-1,5	0,6	1,0	0,5	0,0	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4
Esportazioni	-10,6	3,6	5,3	0,6	3,8	0,0	0,2	0,8	1,2	1,5	1,1
Importazioni	-11,9	6,4	3,3	1,2	4,7	1,4	1,1	0,9	1,0	0,8	0,5
Var. scorte (contrib., % PIL)	-1,2	1,6	0,9	-0,6	0,7	0,4	0,5	0,4	0,5	0,1	-0,1
Partite correnti (% PIL)	-1,3	-2,0	-1,5								
Deficit (% PIL)	-12,4	-11,9	-10,0								
RPIX (a/a)	2,2	2,9	1,6	1,5	2,1	3,3	3,0	2,9	2,6	1,6	1,4
Produzione Industriale	-10,2	1,9	2,3	-1,0	0,4	1,1	0,5	0,8	1,1	0,8	0,2
Disoccupazione (%)	4,7	4,8	5,0	4,9	5,0	4,9	4,7	4,8	4,9	4,9	5,0
Eurosterlina a 3 mesi	1,21	0,75	1,55	0,80	0,60	0,63	0,68	0,80	0,90	1,15	1,45
Sterlina/dollaro	1,57	1,48	1,50	1,64	1,63	1,56	1,49	1,42	1,43	1,46	1,49
Cambio effett. (1990=100)	80,1	79,8	81,6	82,5	80,0	79,3	80,2	80,7	79,2	80,6	81,8

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

## Asia

### Giappone: crescita record nel 2010, ma è solo in prestito dal futuro

Giovanna Mossetti

- L'economia giapponese dovrebbe vedere una crescita al 3,4% nel 2010, spinta dalla domanda mondiale e dagli effetti delle politiche economiche super-espansive in atto. Il contributo della domanda domestica sta aumentando, grazie al sostegno dato dalla politica fiscale a reddito disponibile delle famiglie.
- Anche dal lato delle imprese gli investimenti stanno svoltando: dati congiunturali e indici di fiducia puntano a una ripresa della crescita degli investimenti non residenziali.
- La deflazione dovrebbe gradualmente riassorbirsi, con la chiusura dell'output gap. Il 2010 vede un peggioramento temporaneo dovuto a misure di politica fiscale espansiva attuate dal governo ad aprile, con un effetto di riduzione dell'indice dei prezzi di circa 0,5 pp.
- Lo scenario di crescita positivo per il 2010-11 dovrà fare i conti con la correzione fiscale che diventerà improrogabile quando i tassi di interesse cominceranno a salire. Il nuovo governo ha dato indicazioni contraddittorie in termini di politica fiscale, ma qualsiasi intervento restrittivo difficilmente potrebbe avere effetti prima della seconda metà del 2011.

Previsioni macro				2009		2010			2011		
	2009	2010	2011	3	4	1	2	3	4	1	2
	PIL (prezzi costanti, a/a)	-5,3	3,4	2,4	-4,9	-1,4	4,2	2,9	3,5	2,9	2,2
- trim/trim annualizzato				0,4	4,6	5,0	1,6	2,8	2,4	1,9	2,0
Consumi privati	-1,0	2,4	1,7	2,6	2,9	1,7	2,0	2,8	2,0	1,2	1,2
IFL – priv. non residenziali	-19,3	0,3	2,7	-8,1	4,7	2,6	2,4	1,7	2,8	2,4	2,8
IFL – priv. residenziali	-13,9	-6,9	1,9	-26,0	-10,2	1,8	3,4	3,1	1,9	-0,1	1,5
Investim. pubblici	8,0	-1,2	0,2	-3,3	-3,6	-1,8	-8,2	0,8	0,8	0,8	0,8
Consumi pubblici	1,5	1,2	2,1	0,3	2,7	1,7	0,0	-0,8	5,8	2,4	2,4
Esportazioni	-24,1	25,5	11,6	39,2	25,2	30,6	19,3	13,9	11,8	10,4	10,2
Importazioni	-16,8	9,3	8,4	24,9	4,1	9,3	14,2	9,6	6,3	9,4	7,8
Var. scorte (contrib. % PIL)	0,1	-0,4	-0,3	-0,4	-0,1	0,1	-0,2	0,0	-0,3	-0,1	-0,1
Partite correnti (% PIL)	2,8	3,6	4,7	2,9	3,4	3,3	3,5	3,9	4,1	4,5	4,6
Deficit (% PIL)	-8,7	-9,2	-8,6								
Debito/PIL (% PIL)	183,8	189,6	194,2								
CPI (a/a)	-1,4	-0,7	0,3	-2,2	-2,0	-1,1	-1,1	-0,5	-0,2	-0,3	0,3
Produzione Industriale	-21,8	19,5	9,6	22,8	25,9	29,4	7,8	7,9	11,6	12,7	10,3
Disoccupazione (%)	5,1	4,9	4,5	5,4	5,2	4,9	4,8	4,7	4,9	4,7	4,5
Tasso a 3 mesi - CD (%)	0,47	0,64	0,92	0,40	0,31	0,25	0,83	0,77	0,72	0,50	0,59
Dollaro/Yen (Yen)	93,6	95,8	98,9	93,6	89,8	90,7	94,6	97,0	101,0	100,0	99,0
Cambio effettivo (1990=100)	151,4	151,7	147,5	148,9	153,0	155,2	152,9	153,3	145,6	146,5	147,8

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

Il 2010 sarà per il Giappone un anno di crescita record dai primi anni '90, dopo la contrazione senza precedenti vista nel 2009. La previsione vede la **crescita del PIL al 3,4% nel 2010**, e del 2,4% nel 2011. La dipendenza dell'economia giapponese dal commercio estero e la netta ripresa della crescita nei paesi emergenti hanno determinato la svolta ciclica già a partire da metà 2009, in anticipo rispetto a Stati Uniti, area euro e UK. La politica fiscale espansiva, a supporto soprattutto dei consumi e del reddito delle famiglie, ha aggiunto un considerevole contributo della domanda domestica alla crescita complessiva. Dopo un 1° trimestre del 2010 in crescita molto sostenuta (la più forte fra i paesi industrializzati, +1,2% t/t), il PIL giapponese resterà su un sentiero di espansione al di sopra della media dell'ultimo decennio, con un moderato rallentamento atteso nel 2011. Per quanto riguarda la deflazione, rimarrà ampia nel 2010, ma sarà in graduale miglioramento nel 2011. L'output gap rimane ampio (stima del Governo: -6,4% nel 4° trimestre del 2009) e non dovrebbe chiudersi fino al 2015, secondo il FMI. La BoJ stima (aprile 2010) che la crescita potenziale giapponese sia intorno allo 0,5%, e la crescita robusta attesa nel biennio 2010-11 contribuirà a una significativa riduzione dell'output

gap. Il trend dei prezzi alla produzione segnala una svolta verso variazioni dei prezzi positive nel 2011. Nel 2010, il calo dei prezzi è esacerbato dalla politica fiscale che per via dell'introduzione della gratuità delle rette scolastiche ridurrà la crescita dei prezzi di circa lo 0,5pp fino ad aprile 2011.

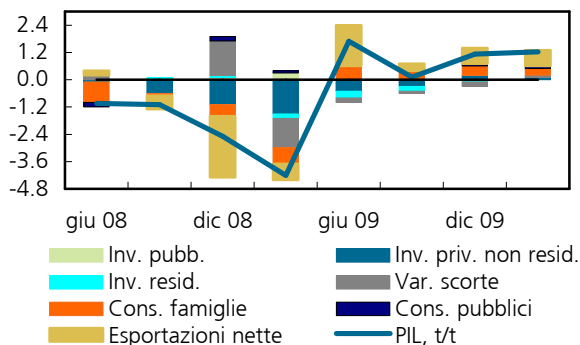
Il quadro apparentemente molto positivo non modifica il problema centrale dell'economia giapponese: la **finanza pubblica** rappresenta un supporto nel breve per l'economia, ma un rischio di medio termine per lo scenario economico. I conti pubblici restano il punto nevralgico dello scenario giapponese, con il debito su un sentiero esplosivo, e un deficit previsto all'8,5% nel 2010 e all'8% nel 2011. Il Governo entro giugno dovrebbe presentare un piano di rientro, ma per ora l'unico annuncio preciso consiste in un'indicazione di fabbisogno invariato nel 2012. Il cambiamento di governo aumenta l'incertezza sullo scenario fiscale. Il nuovo **primo ministro, Kan**, è il precedente ministro delle finanze. All'inizio del suo mandato Kan era stato molto accomodante sul fronte della politica fiscale, ma nell'ultimo mese aveva indicato di voler mantenere fermo il fabbisogno nel 2011-12 sui livelli dell'anno fiscale in corso; questo obiettivo è stato ribadito recentemente. A luglio ci sono le elezioni parlamentari e la linea di politica fiscale del Governo è al centro della **piattaforma elettorale**, che è stata delineata il 17 giugno. Nel manifesto pre-elettorale il primo ministro Kan, segretario del partito di maggioranza DPJ, ha detto che la politica fiscale deve mirare a una crescita economica al 2% e a un rientro dei conti pubblici entro dieci anni. Attualmente la BoJ stima che la crescita potenziale sia intorno allo 0,5%. Kan ha indicato l'obiettivo di azzerare il deficit/PIL entro 10 anni (dall'8% attuale). Con il sentiero indicato, il debito/PIL, oggi al 180%, continuerebbe ad aumentare fino al 2020. Il Primo Ministro ha confermato l'impegno a mantenere invariato il fabbisogno il prossimo anno fiscale sui livelli di quest'anno. Per raggiungere questo scopo, sarà necessario alzare le imposte, e in particolare quella sui consumi, dall'attuale 5%. Kan aveva affermato in passato che tale imposta non sarebbe stata toccata prima del 2013. Con gli annunci più recenti è probabile che l'imposta sui consumi venga alzata nel 2012, anche se per ora il Governo non ha dato indicazioni precise. L'unico dettaglio operativo che è emerso dalla piattaforma elettorale è una riduzione delle imposte societarie verso la media degli altri paesi industrializzati, circa 15pp al di sotto delle aliquote a cui sono soggette le imprese giapponesi. Le indicazioni di politica fiscale avranno effetti sul prossimo anno fiscale e non dovrebbero modificare il quadro di crescita sostenuta previsto per il 2010.

Per quanto riguarda la **politica monetaria**, la BoJ mantiene l'impegno a una politica monetaria estremamente espansiva, con uno spostamento di obiettivo dal sostegno alla crescita e ai prezzi nel breve termine, allo stimolo della crescita di medio-lungo. Con questo scopo la banca centrale ha annunciato ulteriori misure espansive a sostegno del credito che probabilmente avranno scarso impatto sulle condizioni macroeconomiche.

A meno di una svolta sulla politica fiscale da parte del nuovo Primo Ministro, lo scenario di breve termine è positivo. La ripresa mondiale, insieme a politiche economiche super-espansive, e una dinamica positiva dei consumi continueranno a dare sostegno alla crescita giapponese per il 2010-11, con un modesto freno esercitato dall'apprezzamento previsto per il cambio nella parte centrale dell'anno. Riteniamo però che **il boom di crescita di questo biennio sia preso a prestito dagli anni successivi**, quando si renderà improrogabile una massiccia correzione fiscale.

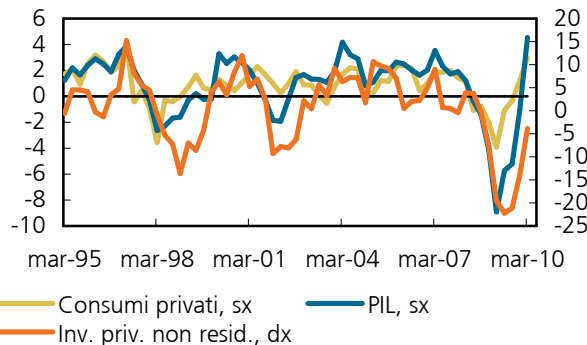
Come evidente dai dati dell'ultimo anno, il contributo determinante per la svolta del PIL giapponese è venuto dal canale estero. Nel 1° trimestre del 2010, le esportazioni nette hanno ancora rappresentato la maggior voce di crescita (contributo al PIL, +0,7pp). Ma da fine 2009, la **domanda privata interna** è tornata a crescere; nel 1° trimestre del 2010 la domanda domestica ha contribuito per quasi metà (0,6pp, di cui 0,7pp domanda privata, con 0,4pp per i consumi privati) della crescita complessiva (pari a +1,2% t/t).

La svolta è avvenuta grazie al canale estero...



Fonte: EcoWin

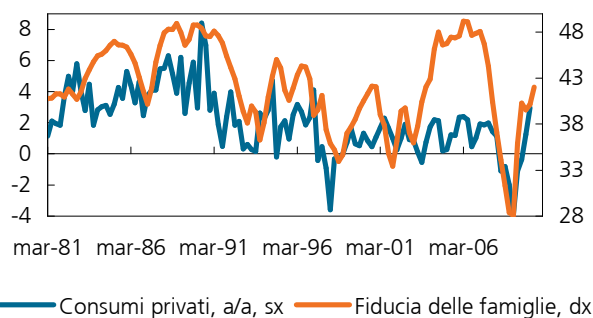
... ma i consumi sono diventati un motore importante per la crescita



Fonte: EcoWin

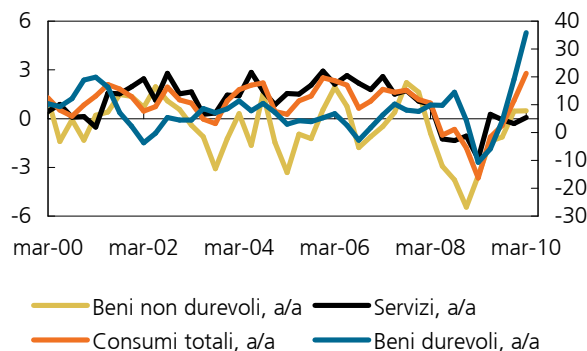
La forza dei **consumi privati** deriva dalla politica fiscale che con il nuovo Governo ha spostato il baricentro degli interventi espansivi dalle imprese alle famiglie. Questo effetto inizialmente si è trasferito sul massiccio aumento dei consumi di beni durevoli (sussidi per acquisto di auto in vigore fino a settembre 2010, si veda grafico consumi qui sotto). Le misure di sostegno diretto al reddito disponibile (circa 3 trilioni di yen) manterranno i consumi su un sentiero di espansione sostenuta anche dopo la fine degli incentivi auto. I bonus per i figli, i trasferimenti per le tasse scolastiche, i sussidi per l'agricoltura (con effetti calmieranti sui prezzi degli alimentari), il calo delle tariffe autostradali espandono la capacità di spesa delle famiglie per un ammontare pari a circa lo 0,6% del PIL. Le indagini di fiducia delle famiglie sono risalite su livelli coerenti con una crescita dei consumi su base tendenziale ancora in aumento rispetto al 2,7% del 1° trimestre.

I consumi sono in ripresa



Fonte: EcoWin

Per ora soprattutto per gli incentive auto



Fonte: EcoWin

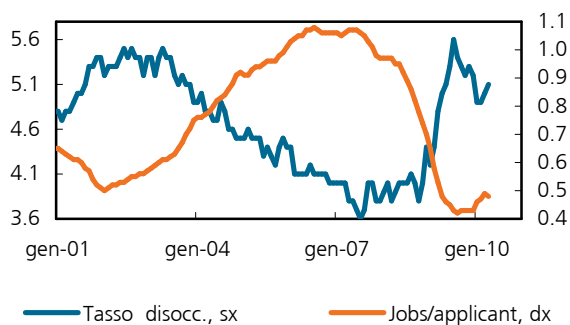
Il **mercato del lavoro** ha svoltato a metà 2009, con un picco del tasso di disoccupazione a 5,6% ad agosto 2009: ad aprile 2010, il tasso di disoccupazione era a 5,1%, con una dinamica positiva degli occupati su base mensile. Il reddito da lavoro ha ripreso a crescere (+1,6% a/a ad aprile 2010): con una deflazione a -1,2% ad aprile, questo implica una dinamica delle **retribuzioni reali vicina al 2,8% a/a**. Le indagini di settore dal lato delle imprese e quelle di fiducia delle famiglie restano positive per il mercato del lavoro. L'indagine PMI del settore manifatturiero vede la componente occupazione in aumento, e al di sopra di 50 da aprile (50,9 ad aprile, 51,4 a maggio), l'indagine delle famiglie registra una ripresa del trend verso l'alto della valutazione delle prospettive occupazionali a marzo, dopo una stabilizzazione nella seconda metà del 2009. Anche il Tankan segnala una riduzione dell'eccesso di offerta sul mercato del lavoro dai picchi dell'estate 2009. Il rialzo di due decimi del tasso di disoccupazione visto negli ultimi due mesi non dovrebbe quindi essere una svolta ciclica del mercato del lavoro, ma una pausa temporanea, in un mercato del lavoro di difficile lettura perché caratterizzato ormai dal

## Scenario Macroeconomico

Giugno 2010

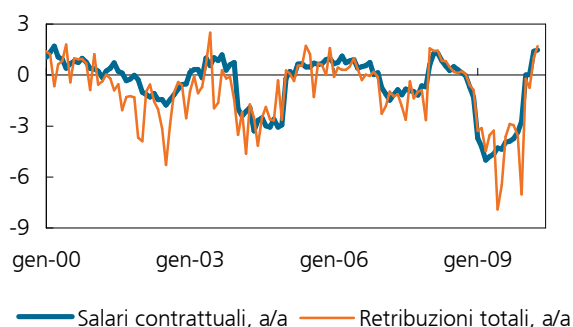
calo della forza lavoro dovuto all'invecchiamento della popolazione. Il sostegno del reddito e della politica fiscale quest'anno e il prossimo determinano una previsione per il 2010 di **crescita dei consumi del 2,25%**.

### Il mercato del lavoro ha svoltato



Fonte: EcoWin

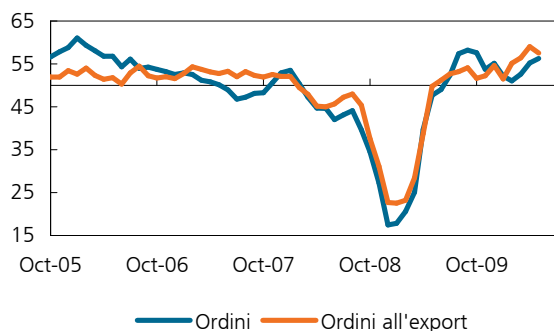
### Le retribuzioni crescono



Fonte: EcoWin

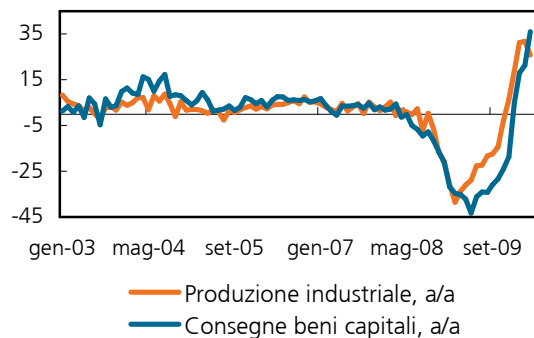
Dal lato delle imprese, gli **investimenti fissi** dovrebbero tornare in crescita nel 2010, grazie al miglioramento della domanda complessiva e allo smaltimento dei magazzini. L'indice della capacità produttiva aveva subito un calo fra aprile e settembre 2009, ma è tornato sui livelli pre-crisi, anche se l'utilizzo della capacità produttiva rimane al di sotto dei livelli del 2008. I piani di investimento delle imprese nel Tankan di marzo erano risaliti a 0: tipicamente le indicazioni dell'inizio dell'anno fiscale sono riviste verso l'alto nei trimestri seguenti. L'indagine delle piccole-medie imprese Shoko Chukin, tornata sui livelli di inizio 2008, indicherebbe un'espansione degli investimenti fissi delle imprese di 0,6% t/t nel 2° trimestre. Anche l'indagine BSI ha visto un netto miglioramento, soprattutto per le grandi imprese, sia negli indici coincidenti, sia in quelli relativi alle aspettative.

### Indagine PMI: gli ordini restano in aumento



Fonte: Markit

### Segnali positivi per gli investimenti



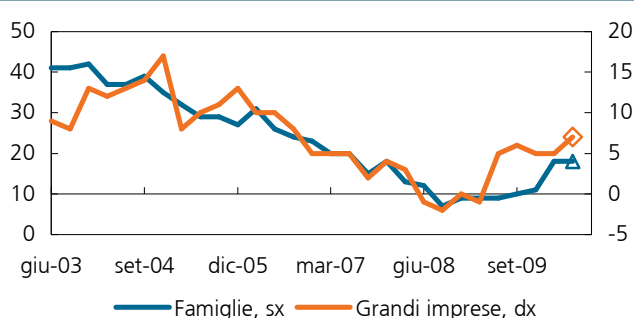
Fonte: EcoWin

La produzione industriale, gli ordini e le consegne di beni capitali puntano a un'espansione degli investimenti, dopo un +1% t/t nel 1° trimestre. Gli ordini sono ancora in aumento nelle indagini (PMI maggio a 56, con una correzione modesta degli ordini all'export nonostante l'apprezzamento del cambio e la crisi europea). Le consegne di beni capitali ad aprile sono in aumento del 5,9% rispetto alla media del 1° trimestre. La **previsione per gli investimenti fissi delle imprese nell'anno in corso è positiva, a 0,3%**, ma moderata dal crollo di -19,3% del 2009. La revisione verso il basso degli investimenti fissi delle imprese nel PIL del 1° trimestre abbassa la dinamica per l'anno, ma non modifica il sentiero positivo atteso per i trimestri successivi. Gli indicatori anticipatori per lo scenario di spesa in conto capitale restano positivi. Anche le scorte dovrebbero tornare a contribuire positivamente alla crescita. Per quanto riguarda gli investimenti

residenziali, su base trimestrale nel 2010 è iniziata la svolta dopo la contrazione che ha caratterizzato tutto il 2009 (-13,9%). I cantieri sono in ripresa: ad aprile, la dinamica tendenziale è tornata positiva per la prima volta da novembre 2008 (+0,5% a/a). Nell'anno tuttavia il settore contribuirà negativamente alla crescita, con un calo del 7,3%.

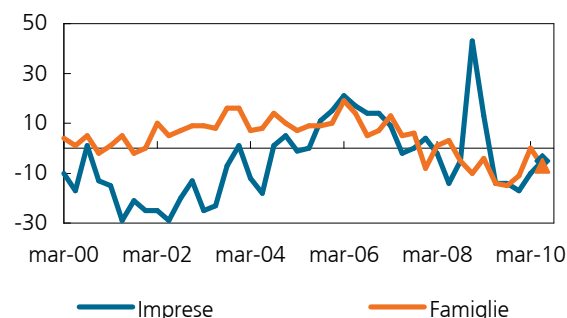
Le **indagini sul credito** sono in linea con un miglioramento della domanda privata. Infatti, l'indagine sulle condizioni del credito di marzo mostra sia un allentamento delle condizioni del credito (per imprese e famiglie) sia un miglioramento della domanda di prestiti per le imprese. Per quanto riguarda le famiglie il peggioramento della domanda di prestiti atteso dalle banche potrebbe riflettere la rapida svolta di fine 2009 dovuta all'incremento straordinario di acquisti di beni durevoli legato agli incentivi auto.

Indagini del credito: condizioni dei prestiti



Fonte: BoJ. Ultimo dato: previsione

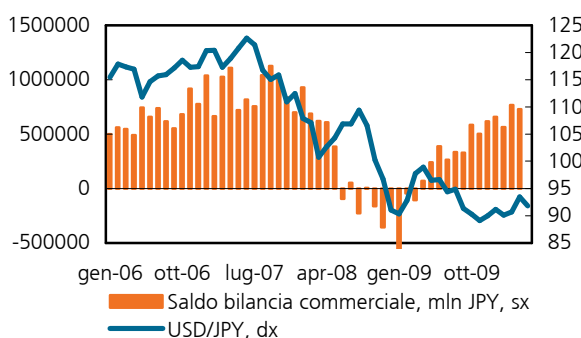
Indagini del credito: domanda di prestiti



Fonte: BoJ. Ultimo dato: previsione

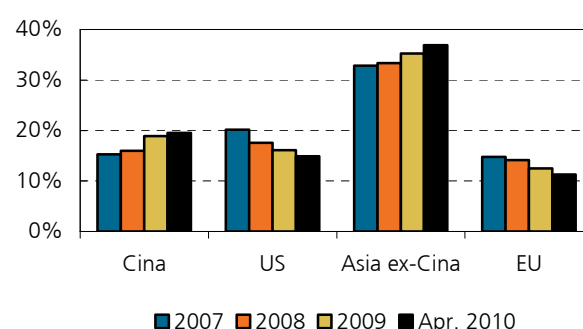
Il **commercio internazionale** rimarrà un fattore positivo per la crescita del 2010, grazie all'esposizione dell'export giapponese verso l'Asia. La quota dell'export verso l'Asia ad aprile 2010 ha raggiunto il 59,6% del totale, dal 51% del 2005. Di questo, il 19% è diretto verso la Cina (dal 15% del 2007) e il 37% è diretto verso l'Asia ex-Cina (dal 32,8% del 2007). Una tendenza opposta si riscontra per le esportazioni verso gli USA, che ad aprile 2010 erano il 14,9% del totale (dal 20% del 2007). Anche la quota di esportazioni verso l'Europa è su un trend in calo, dal 14,7% del totale nel 2007 all'11,3% del totale nell'aprile 2010.

La bilancia commerciale resta in attivo



Fonte: EcoWin

Quote di esportazioni sul totale



Fonte: Ministero delle Finanze

Ad aprile 2010, le esportazioni totali erano in crescita del 40,4% a/a: nonostante la svolta netta del commercio, in livelli le esportazioni ad aprile 2010 erano pari al 72% dell'export del 2008, le importazioni il 65% dei livelli del 2008. La diversificazione del commercio giapponese verso aree in crescita maggiore rispetto a quella dei paesi industrializzati permetterà al canale estero di avere ancora nel 2010 un ruolo trainante per la crescita. Le esportazioni nel 2010 dovrebbero crescere del 25,5% (dopo il -24,1% nel 2009), più di quanto previsto per le importazioni.



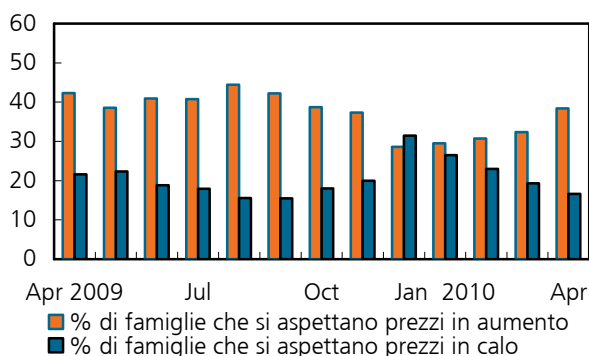
## Scenario Macroeconomico

Giugno 2010

L'import dovrebbe crescere del 9,3% nel 2010 (dopo il -16,7% nel 2009) e mantenere il saldo della bilancia commerciale ancora positivo, e in crescita, sia nel 2010 sia nel 2011.

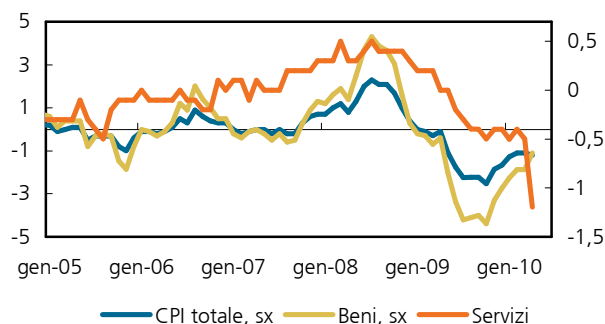
L'**inflazione** resta negativa, La dinamica dei prezzi su base tendenziale sarà in territorio negativo per il 2010 e fino a inizio 2011, ma in generale miglioramento. I dati del 2010 saranno influenzati dagli effetti della politica fiscale che attraverso le misure di sussidio per l'istruzione, hanno un effetto una tantum di -0,5pp a partire da aprile 2010 (fino a marzo 2011, vedi grafico qui sotto). Il capitolo istruzione ha registrato un crollo del 13% a/a ad aprile. Le previsioni contenute nello scenario della BoJ di fine aprile vedono l'inflazione al netto degli alimentari freschi a -0,5% nell'a.f. 2010 in aumento a +0,1% nel 2011. Il CPI nel 2010 dovrebbe essere in calo di 0,7% e in aumento di 0,4% nel 2011.

### In aumento le aspettative di inflazione



Fonte: Cabinet Office

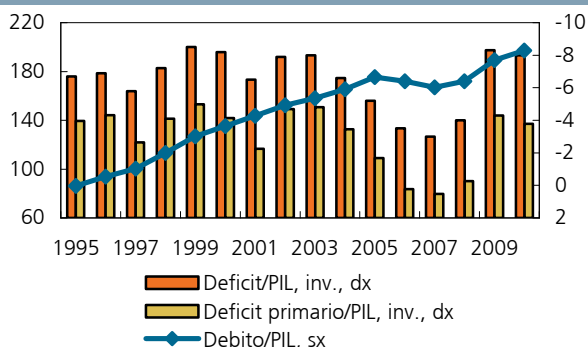
### Il sentiero di rientro della deflazione è ostacolato dalla politica fiscale



Fonte: EcoWin

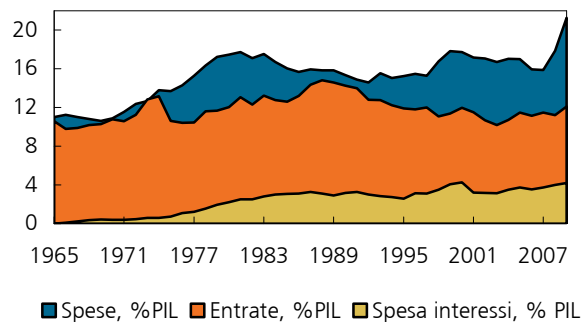
Le aspettative delle famiglie sull'inflazione hanno svoltato a inizio anno, con un aumento della percentuale che si aspetta inflazione positiva rispetto alla percentuale di chi aspetta prezzi in calo, invertendo il trend che si era visto nel 2009. Le aspettative di inflazione potrebbero essere un altro fattore a sostegno della dinamica dei consumi quest'anno. I prezzi alla produzione hanno svoltato nettamente e danno indicazioni di ritorno verso lo zero dell'inflazione al consumo nei prossimi mesi, al netto degli effetti *una tantum* sulla componente servizi. La svolta in territorio positivo dell'inflazione attesa per la parte centrale del 2011, se pure un fattore positivo di normalizzazione dell'economia giapponese, rappresenta un rischio per la finanza pubblica, perché potrebbe segnare una pericolosa svolta verso l'alto del costo degli interessi.

### Finanza pubblica giapponese: una tragedia greca



Fonte: Ministero delle Finanze

### Conti pubblici: rischi crescenti quando i tassi di interesse inizieranno a salire



Fonte: Ministero delle Finanze

Sul fronte della **politica fiscale** non ci sono novità rispetto all'analisi svolta nello scenario di marzo, a meno che il nuovo Governo modifichi la linea espansiva e mirata al sostegno del reddito delle famiglie seguita dall'autunno 2009. Sarà importante vedere nei prossimi mesi come il governo riconcilierà l'obiettivo di stabilità delle emissioni nel prossimo anno con il tetto di spesa annunciato. Nubi più cupe sullo scenario fiscale giapponese si addenseranno quando, con la svolta dell'inflazione, i tassi di interesse inizieranno ad avere pressioni verso l'alto.

Anche per quanto riguarda la **politica monetaria**, l'atteggiamento della BoJ rimarrà "estremamente accomodante" con l'apertura di nuovi fronti di politica monetaria non convenzionale. A marzo la BoJ ha raddoppiato le operazioni di finanziamento a 3 mesi, a 20 trilioni di yen, "per incoraggiare un calo dei tassi di interesse a lungo termine". I verbali di aprile riconoscono che i programmi di espansione del credito attuati finora hanno avuto gli effetti desiderati di riduzione dei tassi a lungo termine (il rendimento decennale è sceso di 35pb da metà aprile). Ora, la BoJ si sta avventurando in un'ulteriore espansione della politica monetaria non convenzionale, spingendosi su una strategia che dovrebbe in realtà essere definita di politica industriale. Si apre il nuovo programma di prestiti alle banche commerciali per l'erogazione di credito alle imprese per progetti che rinforzino "i fondamentali della crescita economica", "su una prospettiva di più lungo termine". Alla riunione di metà giugno sono stati forniti dettagli sulla nuova *facility* mirata a sostenere la crescita di lungo termine. La BoJ offrirà prestiti fino a 3000 miliardi di yen con scadenza a 1 anno, rinnovabili 3 volte, per il finanziamento di progetti che abbiano effetti sui "fondamentali per la crescita economica". La natura dell'intervento della BoJ sposta il campo di azione della politica monetaria verso quello della politica fiscale, con decisioni di allocazione del credito. La banca centrale è ben lontana da qualsiasi strategia di uscita anzi, sta ancora elaborando le linee guida della propria strategia di entrata nella politica monetaria non convenzionale. Resta ancora da vedere se il nuovo intervento di politica monetaria non convenzionale riuscirà a imprimere una svolta definitiva alla dinamica del credito.

Gli aggregati monetari hanno svoltato, con un aumento della crescita di M1 e della liquidità. A maggio 2010, il bilancio della Banca centrale ha subito un'espansione del 160% rispetto a fine 2008. Nel periodo che va da dicembre 2009 e maggio 2010, il bilancio è cresciuto del 38%. Come abbiamo scritto in passato, con il sentiero del debito pubblico in atto, è difficile ritenere credibili le indicazioni della BoJ secondo cui gli acquisti di JGB resteranno invariati sui livelli attuali.

## Cina: la crescita rimane elevata ma restano i rischi al ribasso

- L'economia cinese continua a crescere a ritmi sostenuti. Nel 1° trimestre del 2010 il PIL è salito dell'11,7%, in accelerazione rispetto al 10,7% del 4° trimestre, guidato dalla solida performance del settore industriale. Le esportazioni continuano a dare segnali di miglioramento pur continuando a crescere a ritmi inferiori alle importazioni, queste ultime trainate soprattutto dai beni destinati poi alla riesportazione e in parte gonfiate dall'aumento dei prezzi. La produzione industriale cresce a tassi elevati seppur in rallentamento rispetto ai picchi di fine anno e un andamento simile mostrano investimenti e credito. Tutto ciò segnala, insieme con l'andamento degli indici di attività PMI e dei *leading indicator*, che la crescita tendenziale è destinata a rallentare gradualmente nei prossimi trimestri.
- La situazione del mercato del lavoro ha visto un netto miglioramento nella prima parte del 2010, che ha permesso una lieve accelerazione del reddito pro-capite nominale e dei consumi. Le vendite al dettaglio continuano, infatti, a crescere ma sono destinate a risentire dello scemare della corsa agli incentivi all'acquisto di auto ed elettrodomestici.
- Gli investimenti immobiliari e i prezzi degli immobili non hanno ancora mostrato segnali di rallentamento anche se le misure amministrative di recente adottate dalle Autorità al fine di evitare la speculazione cominciano ad avere qualche primo effetto sulla superficie residenziale venduta e, nel mercato secondario, sui prezzi degli immobili di lusso. La possibilità di un rallentamento dell'attività sul mercato immobiliare più ampio delle attese continua, tuttavia, a costituire il maggior rischio al ribasso sullo scenario di crescita cinese, per gli impatti negativi che potrebbe avere sia sulle finanze dei governi locali sia sulla performance del settore bancario. Questa rimane anche la preoccupazione maggiore delle Autorità cinesi e, insieme all'incertezza sulla tenuta della domanda mondiale, è alla base della gradualità delle misure di normalizzazione della liquidità intraprese in questi mesi e della sostanziale stabilità del cambio nonostante il recente annuncio della ripresa della flessibilità.
- Rispetto allo scenario di marzo rivediamo leggermente al ribasso la crescita per il 2010, da 9,5% a 9,0%, essenzialmente a causa di un minor contributo del canale estero dovuto alla maggiore crescita delle importazioni. Sulla crescita del 2011 inciderà il graduale, ma inevitabile cambio di stanche della politica monetaria e fiscale nella seconda parte dell'anno.

Silvia Guizzo

Previsioni macro							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
PIL (prezzi costanti)	11,3	12,7	14,2	9,6	8,7	9,0	8,8
Consumi privati	9,6	10,9	11,4	9,5	9,6	9,2	9,7
Consumi pubblici	12,7	11,5	11,4	9,4	14,4	11	10,1
Investimenti fissi	13,1	12,8	13	8,5	18,7	8,2	7,8
Esportazioni	19,4	20,8	18,6	8,2	-12,4	13,7	14
Importazioni	6,7	12,6	14,3	6,5	-3,7	12,1	12,2
Produzione industriale	12,1	13,4	15,1	9,9	9,5	11,6	9,4
Inflazione (CPI)	1,8	1,5	4,8	5,9	-0,7	3,5	4,3
Tasso di disoccupazione	4,2	4,1	4	4,1	4,3	4,3	4,2
Salari medi	12,4	12,8	17	14,9	10,5	9,7	9,9
Tasso sui prestiti a 1 anno	5,6	5,9	6,9	6,9	5,3	5,6	6,8
Cambio USD/CNY (media)	8,2	8,0	7,6	7,0	6,8	6,8	6,6
Saldo delle partite correnti	1315,4	2013,1	2821,6	3021,2	2029,4	1963,1	2200,7
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	7,1	9,1	10,7	9,6	6,1	5,0	5,1
Saldo di bilancio in % del PIL	-1,2	-0,8	0,7	-0,4	-2,5	-2,6	-1,9

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

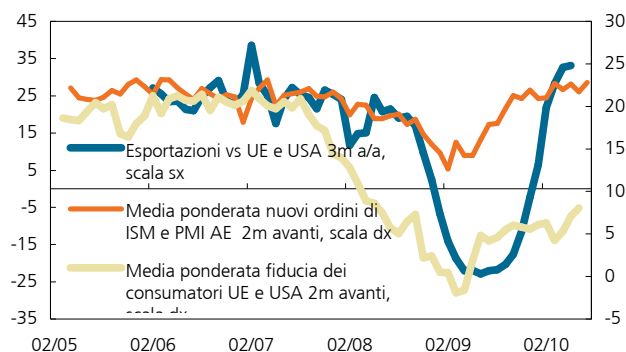
### Crescita e inflazione

L'economia cinese continua a crescere a ritmi sostenuti. Nel 1° trimestre del 2010 il PIL è salito dell'11,7% in accelerazione rispetto al 10,7% del 4° trimestre. Il settore industriale ha mostrato una ripresa nella seconda parte del 2009 continuata nel 1° trimestre del 2010, quando è

**La crescita accelera nel 1° trimestre ed è trainata dall'industria e dai servizi**

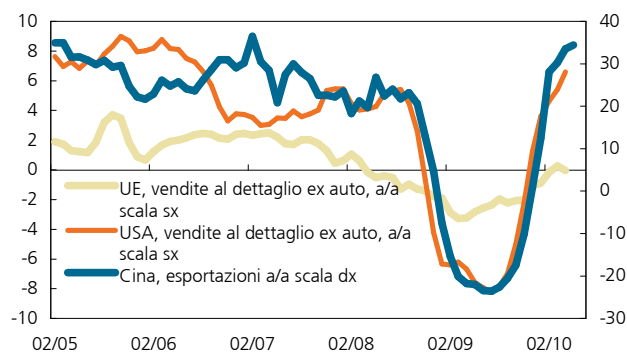
creciuto del 14,5% a/a rispetto al minimo del 5,3% nel 1° trimestre del 2009, superando il settore dei servizi (+10,2%).

**Nei paesi industrializzati la fiducia dei consumatori continua a migliorare anche se rimane lontana dai livelli pre-crisi**



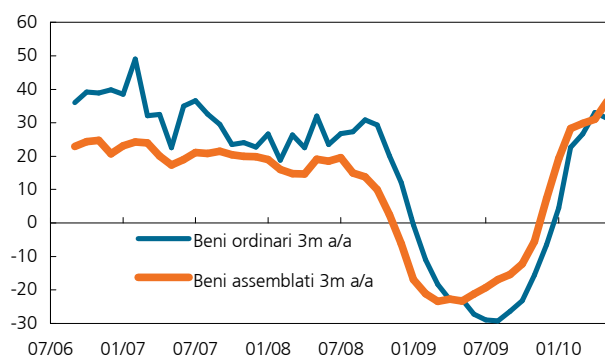
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, medie mobili a 3 mesi

**Il recupero delle vendite al dettaglio ha aiutato l'export cinese**



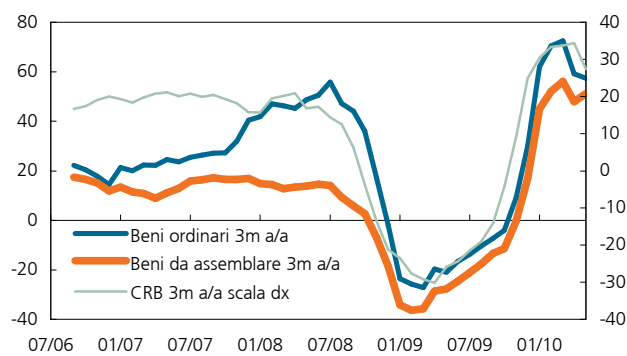
Fonte: Bloomberg, medie mobili a 3 mesi

**Migliorano soprattutto le esportazioni di beni assemblati**



Fonte: EcoWin, variazioni 3m a/a

**Le importazioni di beni ordinari rallentano lievemente**



Fonte: EcoWin, variazioni 3m a/a

**Migliorano le importazioni di beni da assemblare**



Fonte: CEIC, variazioni a/a

**I prezzi delle importazioni accelerano ancora**



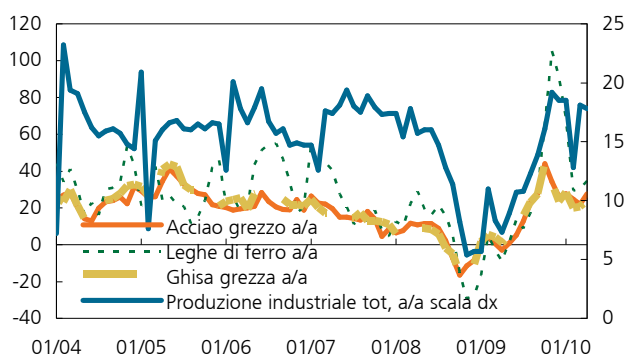
Fonte: EcoWin, variazioni a/a

Il recupero di importazioni ed esportazioni verificatosi nel 4° trimestre del 2009 (+22,3% e +0,2% a/a rispettivamente) è proseguito ampiamente nel primo trimestre dell'anno (+64,7% e +28,7% a/a rispettivamente). Dai dati trimestrali continua a emergere una crescita molto più elevata delle importazioni, che nel trimestre marzo-maggio sono salite del 54,9% 3m a/a

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

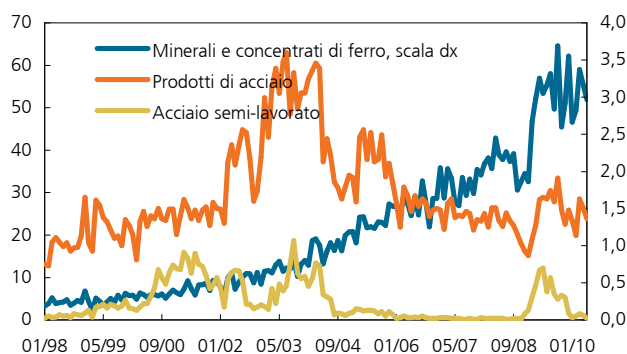
rispetto alle esportazioni, salite del 34,2% nello stesso periodo. Dai dati mensili emerge, tuttavia, un recupero delle esportazioni che a maggio sono salite del 48,5%, poco al di sopra delle importazioni (48,3%). Questo dipende solo in parte dal fatto che a maggio del 2009 le esportazioni avevano visto un secondo minimo dopo quello assoluto di febbraio, perché le esportazioni sono salite sul mese precedente, anche in termini destagionalizzati, a differenza delle importazioni che sono rimaste piatte. Il rallentamento delle importazioni di beni ordinari dai picchi di marzo è legato allo scemare dell'effetto base e alla correzione dei prezzi delle materie prime tra aprile e maggio. Negli ultimi tre mesi hanno continuato a crescere a ritmi elevati, invece, le importazioni di beni da assemblare, soprattutto quelli che rimangono di proprietà straniera e sono poi destinati alla riesportazione, mentre sono lievemente rallentate le importazioni di materiali per i beni da assemblare in prodotti del settore manifatturiero orientato all'export e delle attrezzature per questo tipo di lavorazione.

#### La produzione di alcuni metalli sta decelerando



Fonte: Bloomberg

#### Le importazioni di altri metalli rallentano



Fonte: EcoWin, dati in milioni di tonnellate

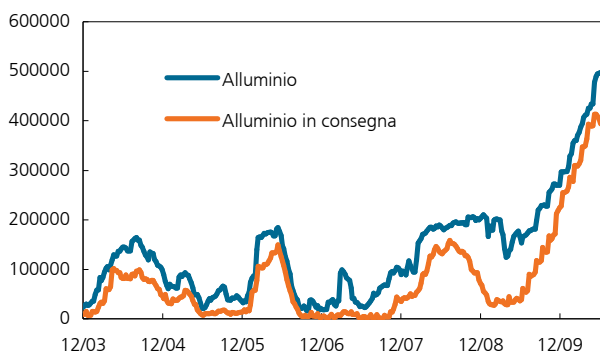
Gli **indici di attività e di fiducia** del settore manifatturiero **di area euro e Stati Uniti** si mantengono su livelli elevati, mentre gli indici di fiducia dei consumatori, pur in miglioramento rispetto ai minimi del 2009, rimangono ancora lontani dai livelli pre-crisi. In particolare in Europa la fiducia dei consumatori non avrà molto spazio di risalita in un contesto di crisi dei mercati obbligazionari e di inizio di politiche economiche restrittive di aggiustamento dei conti pubblici in più paesi dell'area. I consumi privati europei continueranno quindi a stagnare nei prossimi trimestri mentre ci aspettiamo una situazione un po' migliore negli Stati Uniti, dove le politiche fiscali rimarranno espansive più a lungo.

**Gli indici di attività in Cina rimangono su livelli elevati, ma in rallentamento**

Nonostante la permanenza degli indici di attività in Europa e negli Stati Uniti su livelli elevati o sui massimi storici, in **Cina** la componente "**ordini dall'estero**" dell'indice PMI ha continuato a scendere negli ultimi tre mesi nella rilevazione Markit-HSBC (arrivando a 52,9 in maggio rispetto al picco di 58,3 a febbraio), mentre è rimasta invariata a 54,5 tra marzo e aprile nella rilevazione dell'Ufficio Statistico, per scendere a 52,1 a maggio. La componente "**ordini dall'estero**" dell'indice PMI, pur mantenendosi su livelli elevati, è stata in calo a maggio in tutti i maggiori paesi asiatici in cui l'indice è rilevato. L'indice relativo a Hong Kong, che rileva i nuovi ordini dalla Cina, è calato di ben 6,5 punti a maggio, passando da 64,49 (il massimo da quando esiste la serie) a 57,98.

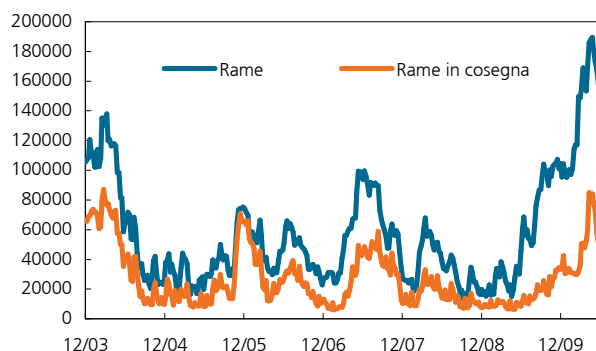
La debolezza dei consumi nei paesi industrializzati, unita all'attesa correzione degli indici di attività rispetto ai massimi attuali, alla recente correzione delle componenti di ordini esteri verso la Cina e allo scemare dell'effetto base nei prossimi mesi, continua a puntare a una ripresa solo moderata dell'export cinese con una decelerazione nella seconda parte dell'anno.

Le scorte di molti metalli continuano a salire ... (tonnellate)



Fonte: Bloomberg, scorte al Shanghai Futures Stock Exchange

... mentre altre hanno cominciato a scendere (tonnellate)

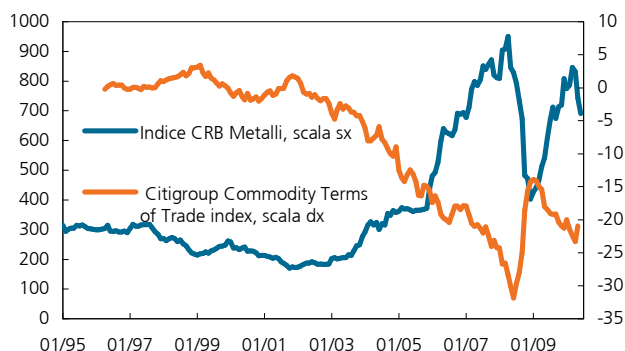


Fonte: Bloomberg, scorte al Shanghai Futures Stock Exchange

Le scorte di alcuni metalli (alluminio, zinco) al Shanghai Stock Exchange sono ai massimi dal 2003 e continuano a salire, mentre quelle di altri metalli hanno cominciato a scendere (**rame, acciaio**) insieme a quelle della gomma. Contemporaneamente i prezzi dei metalli sono scesi rispetto ai massimi di metà aprile. La componente metalli dell'indice CRB è scesa del 19,8% tra il picco di metà aprile e la prima settimana di giugno. Il Governo sta intraprendendo diverse misure per migliorare l'intensità energetica e raggiungere i target dell'XI piano quinquennale, tra cui spicca un aumento tra il 50% e il 100%, dal 1° giugno, del sovrapprezzo sull'energia elettrica per alcune imprese minerarie e metallurgiche<sup>17</sup> e un ritiro di tutte le tariffe elettriche preferenziali, nonché il blocco dei progetti di espansione di imprese ad alto consumo energetico. Secondo molti analisti questo avrà effetto soprattutto sulla produzione di alluminio (il cui prezzo sul mercato è recentemente sceso sotto il costo medio di produzione che si aggira sui 15.300 yuan alla tonnellata) e di carbone, a cui si sommeranno gli effetti delle misure per temperare la crescita del mercato immobiliare. La produzione di alcuni metalli e minerali potrebbe dunque rallentare nei prossimi mesi con un impatto sul livello della produzione industriale totale.

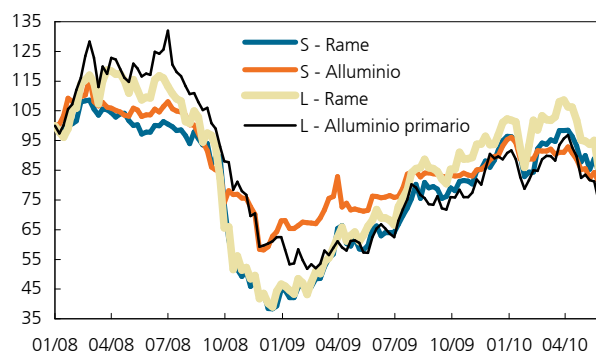
Le scorte di alcuni metalli cominciano a scendere

L'aumento del prezzo dei metalli e delle materie prime ha fatto peggiorare le ragioni di scambio



Fonte: Bloomberg

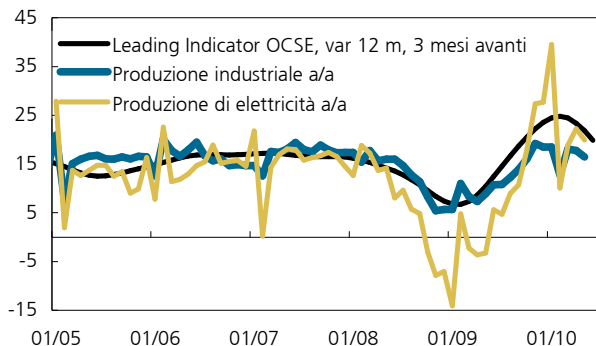
I prezzi dei metalli hanno corretto dai massimi di inizio aprile



Fonte: Bloomberg. Dati ribasati al 10 gennaio 2008. S: Shanghai Futures Exchange, L: London Metal Exchange

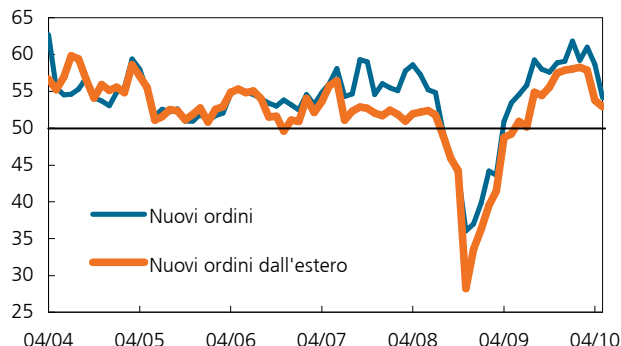
17 I settori coinvolti riguardano la produzione di alluminio, cemento, acciaio, zinco, leghe di ferro, carburo di calcio e idrossido di sodio.

La produzione industriale accelera, ma ...



Fonte: Bloomberg

... gli indici anticipatori e di attività (PMI ordini) scendono



Fonte: CLSA-Markit

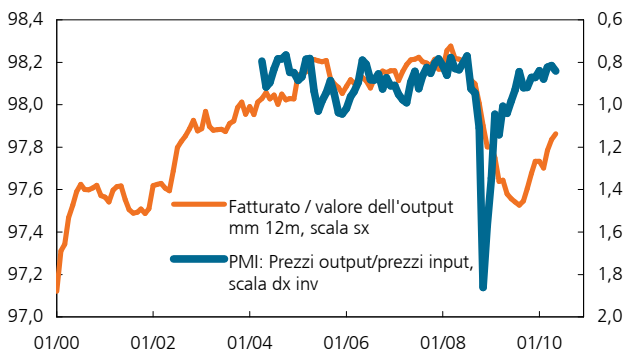
Dopo il rallentamento di febbraio dovuto a un effetto calendario, la **produzione industriale** ha continuato a crescere a ritmi elevati (16,5% a maggio), ma decrescenti rispetto ai tassi di crescita di fine anno (18,5% a dicembre e a gennaio), coerentemente con un rallentamento della produzione di energia elettrica e con l'andamento dell'indice anticipatore OCSE. L'utilizzo della capacità produttiva del settore manifatturiero è risalito all'85% nel 4° trimestre, dal minimo storico di 79% registrato nello stesso trimestre del 2008 e la fiducia delle imprese continua a migliorare, anche se per la maggior parte dei settori rimane ancora distante dai massimi del 2007.

**Gli indici anticipatori continuano a scendere puntando a una decelerazione della produzione industriale**

Il rapporto tra i prezzi degli output e quelli degli input ha continuato a scendere tornando vicino alla media storica e indicando che per le imprese è ancora difficile trasferire completamente l'aumento dei prezzi degli input ai consumatori finali. Se la recente correzione dei prezzi delle materie prime, segnalata anche dal forte calo della componente prezzi degli input a maggio (-7,7 punti) continuasse nei prossimi mesi i **margini** delle imprese potrebbero migliorare. L'aumento della domanda ha comunque permesso un aumento dei fatturati. I **profitti delle imprese industriali** continuano a migliorare e dopo l'aumento del 7,8% nel 4° trimestre del 2009 sono saliti del 122% nel 1° trimestre del 2010 registrando la seconda variazione tendenziale positiva dopo tre trimestri di cali.

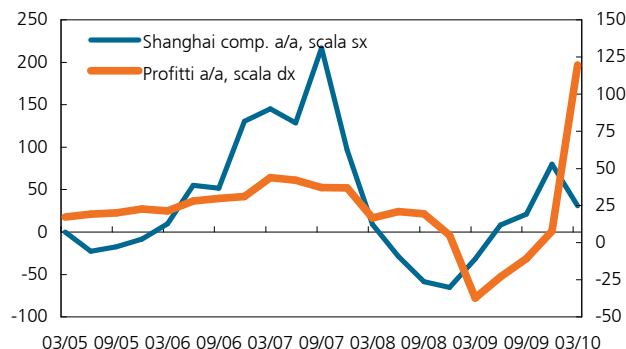
La componente ordini del PMI è stata tuttavia in calo rispetto ai massimi di inizio anno, in particolare a maggio è scesa di 4,5 punti in entrambe le rilevazioni, facendo rimbalzare il rapporto scorte/ordini. Gli indici anticipatori, sia dell'ufficio statistico sia dell'OCSE nella componente "leading trend", hanno continuato a rallentare anche negli ultimi tre mesi.

I margini delle imprese migliorano ...



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

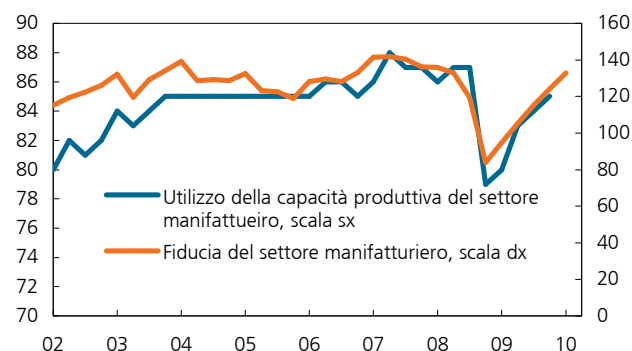
... insieme ai profitti



Fonte: Bloomberg, variazioni a/a

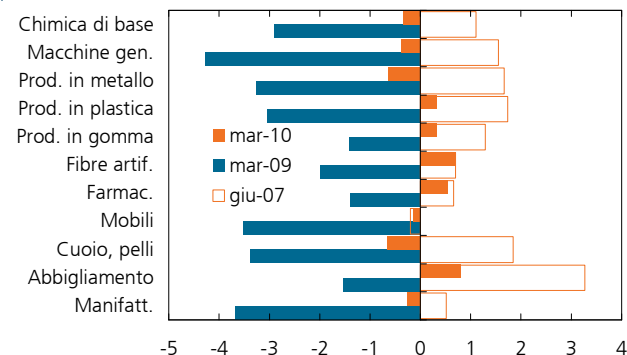
In considerazione dei segnali degli indici di attività e degli indici anticipatori negli ultimi mesi, nonché della situazione nel mercato dei metalli, continuiamo ad aspettarci una crescita della produzione industriale nei prossimi mesi a ritmi non superiori ai picchi massimi visti a fine 2009 e in decelerazione nella seconda parte dell'anno.

**Migliora l'utilizzo della capacità produttiva nel settore manifatturiero insieme alla fiducia delle imprese**



Fonte: Thomson Reuters- Datastream

**Fiducia delle imprese: in miglioramento, ma in molti settori ancora lontana dal picco del 2007**

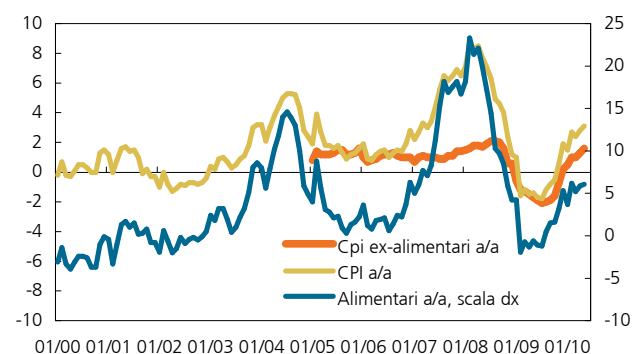


Fonte: Thomson Reuters- Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, Distanza dalla media 2002-08 espressa in deviazioni standard

I **prezzi** hanno continuato a salire nella prima parte del 2010. I prezzi alla produzione sono saliti ancora in maggio (+12,2% a/a) di più di quelli degli input (7,1%), mentre i prezzi al consumo sono saliti del 3,1%. Gli aumenti, per quanto riguarda i prezzi di input e output, sono dovuti principalmente all'aumento dei prezzi delle materie prime e del movimento terra (+31,1%) trainati dalla domanda del mercato immobiliare, mentre i prezzi al consumo risentono soprattutto dell'aumento dei prezzi di alcuni alimentari, come le verdure fresche e i cereali, e dell'aumento dei servizi, in particolare quelli legati all'abitazione, e dei prezzi dei medicinali. L'inflazione *core* (1,6% a maggio) e quella al netto di alimentari ed energia (+0,9% a maggio) rimangono ancora contenute indicando che non sussistono particolari pressioni sui prezzi. Ci aspettiamo che l'inflazione continui a salire nel corso dell'anno, ma a ritmi moderati nei prossimi mesi e che in media rimanga intorno a 3,5 nel 2010.

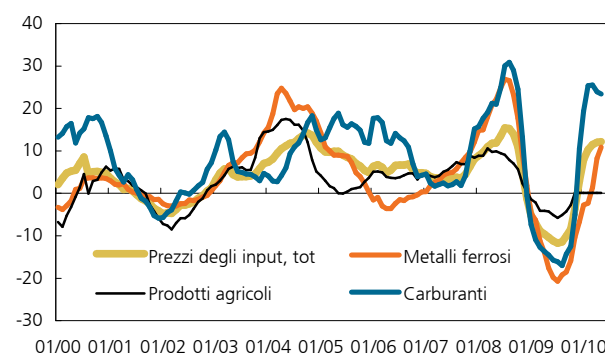
**L'inflazione sale per un effetto base e per l'aumento di materie prime e alimentari, ma la pressione sui prezzi rimane contenuta**

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



Fonte: Bloomberg

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



Fonte: Bloomberg

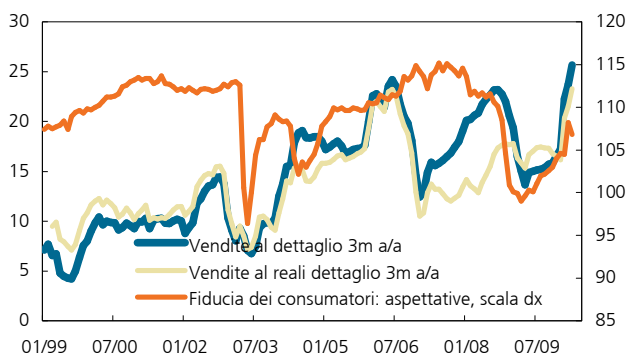
Le **vendite al dettaglio** continuano a crescere a ritmi sostenuti (18,7% a/a a maggio) in termini sia nominali sia reali. La vendita e la produzione di automobili hanno subito un sensibile rallentamento rispetto ai picchi di gennaio anche in termini cumulati, via via che si riduce il numero dei consumatori che fanno ricorso agli incentivi. Questi ultimi rimarranno comunque in vigore per tutto il 2010 e saranno potenziati da quelli per l'acquisto di auto elettriche. Rimarranno inoltre in vigore fino al 2011 gli incentivi per l'acquisto di elettrodomestici. I dati

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



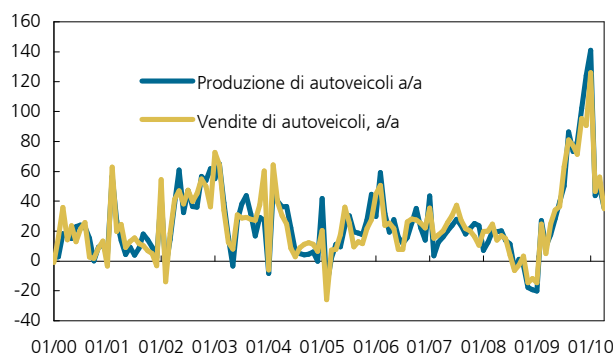
sulla **spesa pro-capite delle famiglie urbane** confermano la ripresa dei consumi nel 2009, mostrando tassi di crescita superiori a quelli del reddito pro-capite nel 4° trimestre del 2009 (9,4% vs 7,3%) e nel 1° trimestre del 2010 (11% vs 9,8%). Quelli sul reddito medio disponibile mostrano un'accelerazione del **reddito pro-capite nominale** sia urbano che rurale nel 1° trimestre del 2010 rispetto al 4° trimestre del 2009, anche se in termini reali i redditi decelerano in particolare nelle aree urbane.

Le vendite al dettaglio continuano a crescere ...



Fonte: Bloomberg

... ma le vendite di auto rallentano

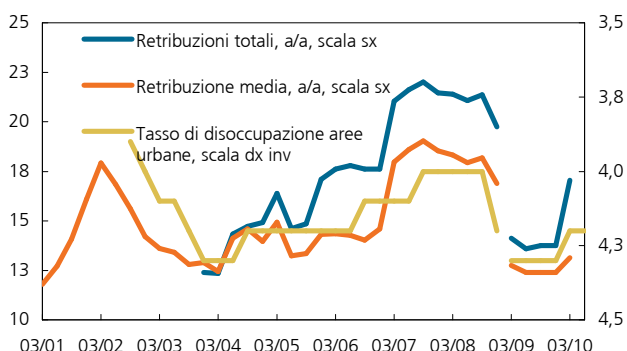


Fonte: EcoWin

Il **mercato del lavoro** ha mostrato un miglioramento nel 1° trimestre dell'anno. Il tasso di disoccupazione urbana è sceso al 4,2% nel 1° trimestre dal 4,3% in tutti i trimestri del 2009 e le retribuzioni totali sono salite del 17,1% a/a. Il numero degli occupati è salito del 3,8% a/a ed è salito anche il numero delle persone che hanno ritrovato lavoro dopo essere state licenziate. Tutti questi dati, tuttavia, risentono di un effetto base perché nel 1° trimestre del 2009 il numero degli occupati aveva visto il minimo. Continuano ad aumentare le province che hanno approvato per il 2010 un aumento del salario minimo tra il 10 e il 20%, anche in relazione ai recenti scioperi portati alla ribalta più dai media internazionali che da quelli cinesi. I salari minimi erano rimasti sostanzialmente fermi tra il 2008 e il 2009 in gran parte delle province cinesi e dubitiamo che gli aumenti concessi siano tali da alimentare pressioni inflazionistiche. Gli aumenti dei salari, invece, potrebbero costituire uno dei canali di ribilanciamento della crescita se fossero incanalati in maggiori consumi.

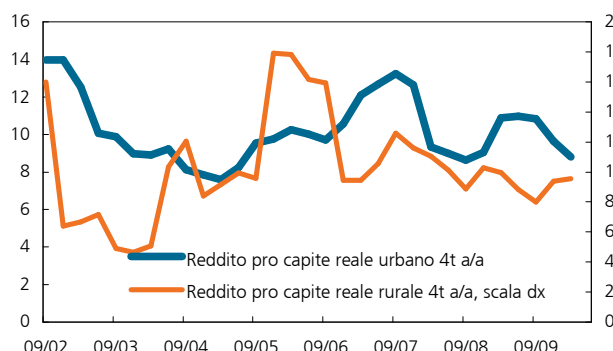
**Il mercato del lavoro migliora**

Nel 1° trimestre migliora il mercato del lavoro ...



Fonte: Bloomberg, EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... ma i redditi reali ancora non accelerano

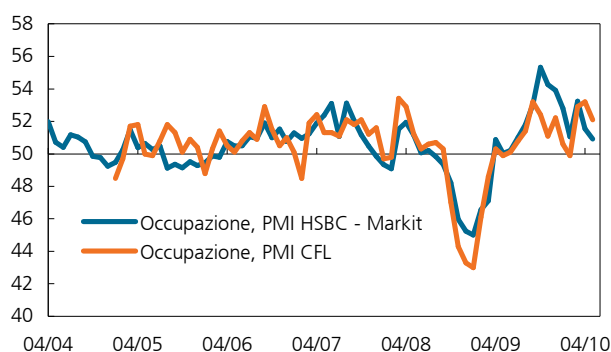


Fonte: Bloomberg, Thomson Reuters – Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'indagine Manpower sulle intenzioni di assunzione per il 3° trimestre del 2010 ha registrato un aumento di 10 punti percentuali passando dal 17% al 27%, oltrepassando il massimo visto nel dicembre del 2006. Gli aumenti sono estesi a tutti i settori ad eccezione di quello minerario di quello dei trasporti e dei servizi pubblici. La media mobile a tre mesi della componente

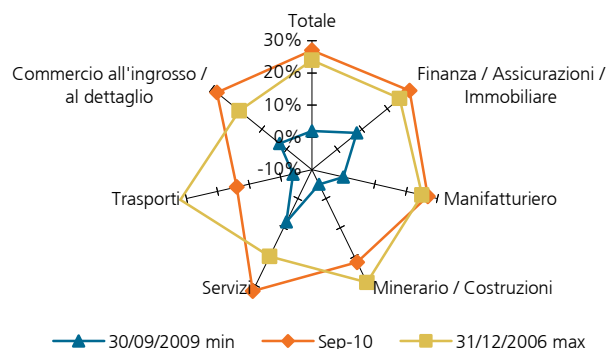
occupazione dell'indice PMI rimane sopra 50 ed è scesa nella rilevazione Markit-HSBC negli ultimi sei mesi, mentre nella rilevazione dell'ufficio statistico negli ultimi tre mesi è risalita riportandosi sui livelli di ottobre. L'andamento di questi indici, che rimangono al di sopra di 50, punta a un miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro nel 3° trimestre.

#### PMI, componente occupazione



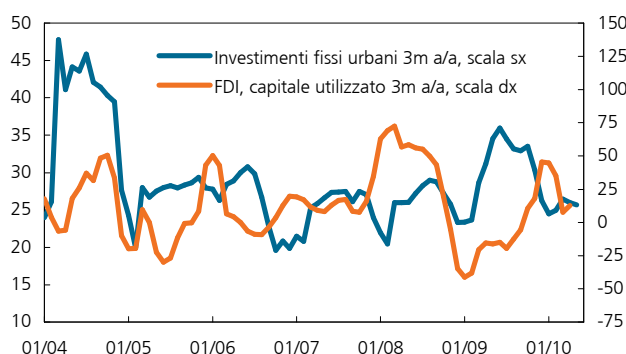
Fonte: Thomson Reuters - Datastream e Bloomberg

#### Indagine Manpower sulle intenzioni di assunzione



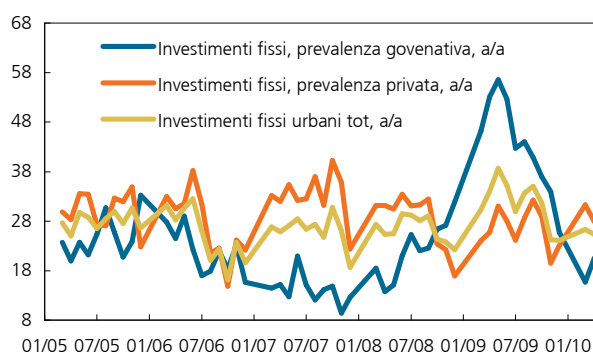
Fonte: Bloomberg

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



Fonte: Bloomberg

#### ... soprattutto quella degli investimenti a prevalenza governativa

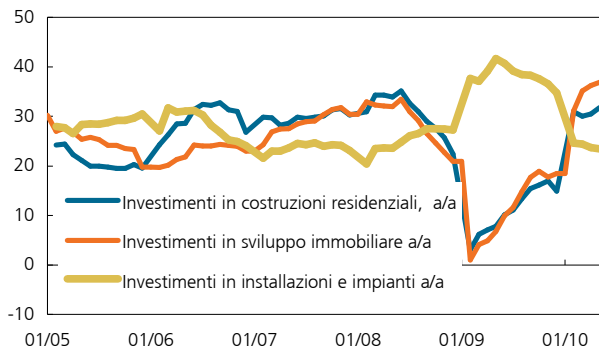


Fonte: EcoWin, variazioni su dati a prezzi correnti ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il tasso di crescita degli **investimenti fissi urbani**, pur rimanendo elevato, continua a decelerare rispetto al picco del 33,6% a/a (cumulato) raggiunto a giugno 2009. Gli investimenti fissi urbani sono, infatti, saliti del 25,9% a/a (cumulato) in maggio e un andamento simile mostrano i dati se si considerano le variazioni 3m a/a. Se si osservano le variazioni tendenziali su dati mensili gli investimenti sono cresciuti del 25,4% sia in aprile sia in maggio. Gli investimenti stranieri diretti utilizzati hanno mostrato un forte recupero nel corso del 2° semestre del 2009 proseguito poi nel 1° trimestre del 2010. A partire dalla seconda metà del 2009, il rallentamento è stato molto più marcato per gli investimenti a prevalenza governativa, il cui tasso di crescita è sceso da un massimo del 56,6% a maggio 2009 a 25,7% a dicembre 2009 fino a un minimo del 15,7% a marzo 2010. Negli ultimi due mesi hanno mostrato un'accelerazione salendo del 20,9% in maggio, dovuta essenzialmente agli investimenti del settore della produzione e fornitura di energia e acqua e dei trasporti. Un rallentamento sensibile si nota anche per gli investimenti in installazioni e impianti, mentre gli investimenti in sviluppo immobiliare e in costruzioni residenziali continuano a crescere a ritmi molto sostenuti (36,9% a/a e 31,8% a/a rispettivamente a maggio).

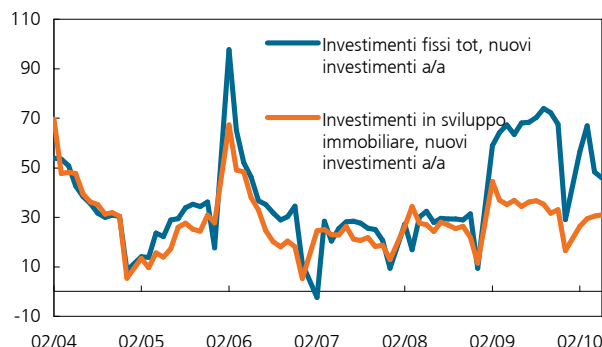
**Gli investimenti fissi crescono a tassi elevati, ma decrescenti**

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



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

### Anche i nuovi investimenti cominciano a rallentare

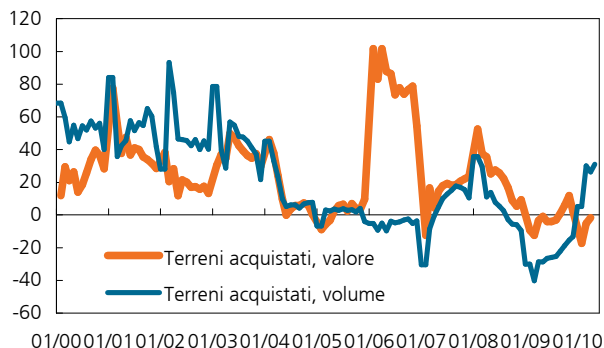


Fonte: dati nominali cumulati, variazione a/a

Le misure restrittive<sup>18</sup> prese dal Governo negli ultimi sei mesi al fine di evitare la speculazione sul mercato immobiliare cominciano ad avere qualche effetto. La **superficie residenziale venduta** è salita del 19,9% in maggio, in decelerazione rispetto ad aprile (30,3% a/a) e rispetto ai picchi registrati a novembre (54,4% a/a). I **prezzi dei terreni** adibiti a costruzioni residenziali hanno visto però ancora un balzo nel 1° trimestre del 2010 (30,5%) e i prezzi degli edifici residenziali e commerciali continuano a salire anche se a maggio si è registrata la prima variazione mensile negativa dall'inizio del 2009 in alcune città e, a livello aggregato, sul mercato secondario.

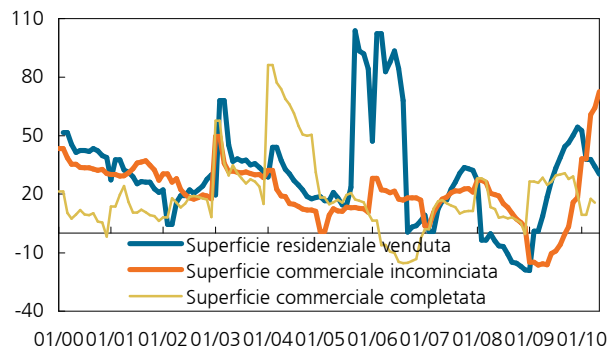
... il mercato immobiliare continua ad accelerare, ma le misure amministrative contro la speculazione cominciano ad avere qualche effetto

### Aumenta il volume dei terreni acquistati



Fonte: Thomson Reuters - Datastream e CEIC, variazioni a/a

### Rallenta la superficie residenziale venduta



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

L'indice dei prezzi delle proprietà immobiliari<sup>19</sup> continua a salire a ritmi elevati, del 12,4% a/a in maggio dopo il 12,8% di aprile. Gli aumenti continuano a essere molto più marcati per gli edifici di nuova costruzione (+13,5% a/a in maggio) rispetto a quelli sul mercato secondario (+8,8%), ma sono diffusi a tutti i tipi di edifici. I **prezzi degli edifici residenziali di nuova costruzione** sono saliti del 15,1% in maggio, tra questi quelli di lusso del 19,1% e del 12,5% sul mercato secondario. Il comparto degli edifici residenziali di lusso è quello che ha mostrato nei primi mesi del 2010 aumenti mensili più elevati, del 3,4% m/m a gennaio e del 3,4% a febbraio, molto al di sopra della media storica, per poi riportarsi nella media in aprile (1,1%) e maggio (+0,2%). A maggio, però, nel **mercato secondario** il prezzo degli edifici residenziali di lusso è sceso dello

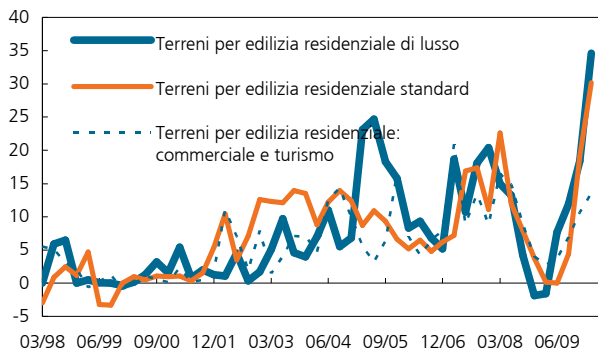
18 Il Governo ha negli ultimi mesi alzato il *downpayment* sulla prima casa (<90m<sup>2</sup>) dal 20% al 30% e sulla seconda casa dal 40% al 50% e ha deciso delle misure restrittive anche sulla terza casa, tra l'altro conteggiando la proprietà per nucleo familiare e non più per singolo individuo come è stato finora. A queste misure si aggiungono le raccomandazioni della CBRC sulla limitazione dei prestiti immobiliari.

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

0,2% m/m e il prezzo degli edifici residenziali è sceso dello 0,2% a Shanghai e dell'1,6% a Pechino, dove la superficie residenziale venduta è calata a maggio in volume del 18,5% a/a.

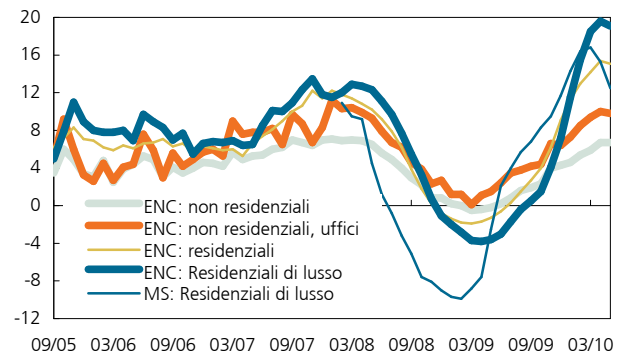
La fiducia dei costruttori è scesa lievemente dai massimi di marzo, soprattutto per la componente che riguarda la reperibilità delle fonti di capitale evidentemente meno scontata che in passato date le misure amministrative e di indirizzo introdotte negli scorsi mesi riguardanti anche le concessioni del credito bancario.

Il rialzo dei prezzi si estende a tutti i terreni ...



Fonte: CEIC, indice dei prezzi, variazione a/a, dati trimestrali fino al 1° trimestre del 2010

... e edifici, ma rallenta il mercato secondario degli edifici di lusso

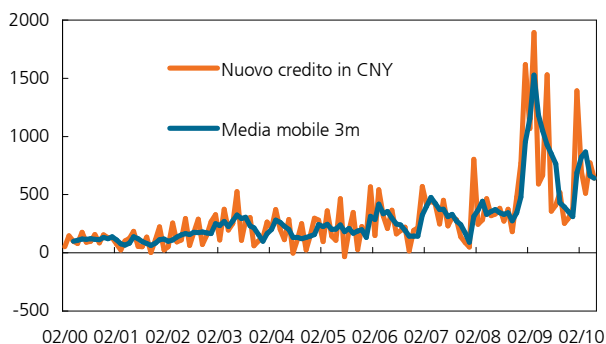


Fonte: CEIC, indice dei prezzi, variazione a/a, dati mensili.  
Note: ENC: Edifici di Nuova Costruzione, MS: Mercato Secondario

La crescita del **credito** totale in valuta domestica si è stabilizzata tra il 21% e il 22% tra marzo e maggio, a ritmi sostenuti ma in rallentamento rispetto ai tassi di crescita mensili al di sopra del 30% mantenuti nella seconda parte del 2009. Questo è in linea con la stabilizzazione della crescita di M2 sugli stessi livelli nello stesso periodo. Il **nuovo credito in valuta locale** nei primi cinque mesi dell'anno (pari a 4.017 miliardi di yuan) risulta minore rispetto allo stesso periodo del 2009 (5.835 miliardi), ma rimane ancora molto elevato rispetto agli anni precedenti ed è pari al 53% del target stabilito per il 2010 (7.500 miliardi). I prestiti a medio-lungo termine hanno continuato a salire del 43,8% in aprile, beneficiando della quota maggiore di nuovo credito, ma stanno decelerando rispetto ai picchi massimi. Il rapporto **incagli** sul totale dei crediti, sceso fino al 1° trimestre del 2010 per tutte le categorie, tuttavia potrebbe essere vicino all'inversione, data la crescita del credito senza precedenti nel 2009. Il **credito al consumo** è salito del 59,4% in aprile rispetto a un minimo di 12,9% a gennaio 2009 con un'esplosione del credito al consumo a breve termine salito del 65,9% e una crescita elevata dei mutui (57,2% a marzo).

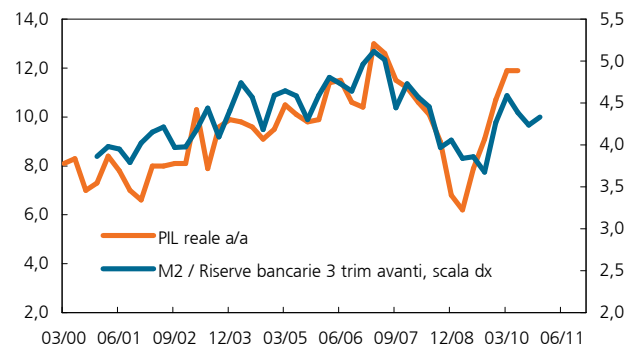
**La crescita del credito si stabilizza su livelli elevati, ma lontani dai massimi del 2009**

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



Fonte: Bloomberg

L'andamento del credito segnala una crescita tendenziale del PIL in rallentamento nel secondo trimestre



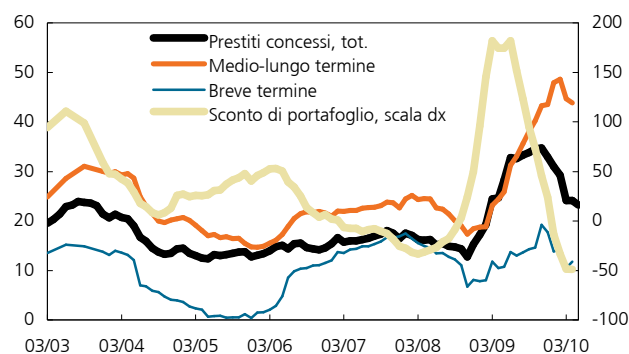
Fonte: Bloomberg

## Scenario Macroeconomico

Giugno 2010

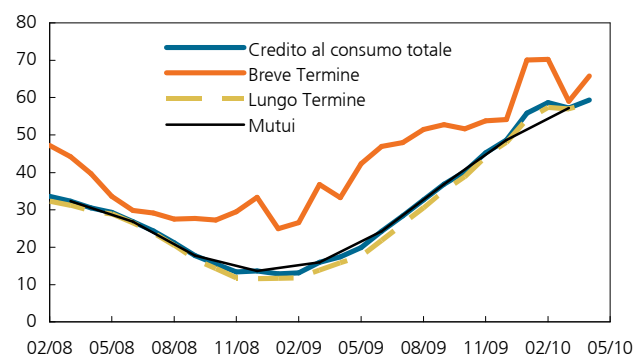
Nei prossimi mesi il tasso di crescita del credito tenderà a decelerare soprattutto per il forte effetto base e in parte per le misure amministrative prese per evitarne una crescita troppo elevata. Il Governo, infatti, pur sottolineando la solidità delle banche che hanno dei NPL ratios ancora molto bassi, teme forti rialzi di questi ultimi in una congiuntura economica più avversa, dati i forti tassi di crescita del credito registrati fino a ora e data la concreta possibilità che in parte il credito abbia finanziato progetti non redditizi. Anche i recenti commenti espressi dalla CBRC vanno in questa direzione. A questo scopo, nella prima metà del 2010, è stato rialzato il CAR (Cash Adequacy Ratio) e il Governo ha ribadito controlli più restrittivi al credito alle imprese inquinanti e impegno a portare a termine i progetti di investimento esistenti più che a finanziarne di nuovi, messaggio già espresso a fine dicembre in occasione della Conferenza Economica Centrale (*Central Economic Conference*). Tuttavia crediamo che il rallentamento del credito sarà contenuto, visti gli obiettivi fissati dal Governo per il 2010.

### Il credito rallenta



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

### Aumenta sensibilmente il credito al consumo



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

### Politica monetaria e fiscale

A livello del Governo centrale le entrate fiscali stanno crescendo stabilmente grazie soprattutto alle imposte sul reddito delle imprese e alle imposte sui consumi che continuano a crescere a ritmi sostenuti. Più preoccupante dal punto di vista fiscale risulta invece la situazione dei Governi locali, o meglio, quella delle loro unità finanziarie attraverso le quali si sono notevolmente indebitati principalmente verso il settore bancario. I Governi locali, infatti, non possono reperire fondi direttamente sul mercato dei capitali oltre a quelli stabiliti dalla legge finanziaria.

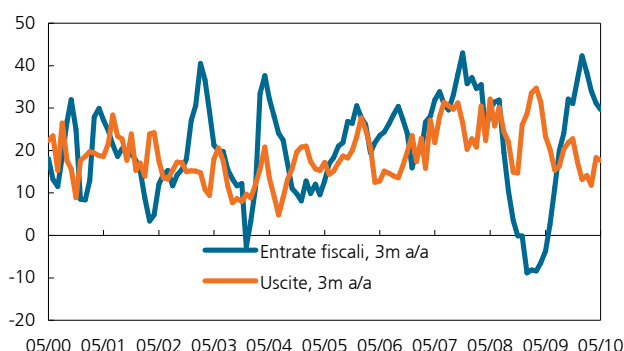
**I debiti contratti dalle unità finanziarie dei Governi locali cominciano a preoccupare le Autorità**

La **China Banking Regulatory Commission** (CBRC) dopo aver imposto alle banche, a inizio anno, un riesame dei prestiti concessi alle unità finanziarie dei Governi locali e uno stop ai finanziamenti a progetti non sostenuti da capitale o garantiti solo dalle entrate fiscali attese è di nuovo intervenuta a fine aprile imponendo alle banche più grandi di condurre degli *stress test* sui mutui e prestiti immobiliari concessi a queste unità immobiliari per assicurarsi che i rischi connessi siano sotto controllo. Inoltre il Consiglio di Stato ha ordinato anche agli stessi Governi locali un riesame delle loro unità finanziarie per assicurare il pagamento dei debiti contratti e continuare il finanziamento ai progetti già iniziati. Secondo Banca Mondiale<sup>20</sup>, ma anche secondo la stampa locale, le **unità finanziarie dei Governi locali** sono complessivamente indebitate con le banche per un importo compreso tra i 5 e 6 trilioni di yuan (di cui circa 1,3 trilioni per debiti contratti nel 2009), a cui si aggiungono circa 3 trilioni di linee di credito aggiuntive non ancora utilizzate. In totale dunque 9 trilioni di yuan, ossia il 27% del PIL. Un importo notevole, anche se la stessa Banca Mondiale nota che gran parte del debito è stato accumulato negli anni precedenti e finora non si sono verificati particolari problemi. I debiti

20 *China Quarterly Update*, marzo 2010.

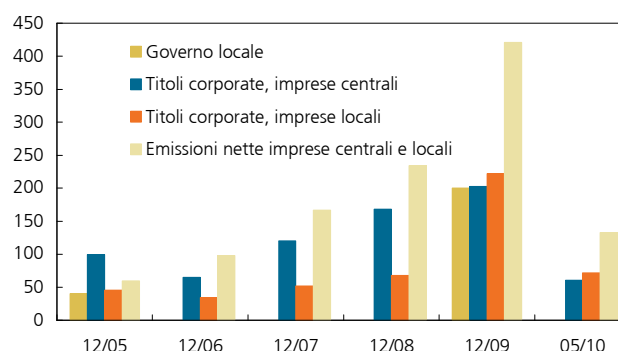
contratti dalle unità finanziarie tecnicamente non sono debiti dei Governi locali, ma potrebbero diventarlo nel caso di una garanzia implicita o esplicita da parte dei Governi locali stessi o nel caso dell'utilizzo di sussidi per coprire i costi operativi di progetti non più finanziariamente sostenibili. Finora la forte crescita del settore immobiliare e dell'economia in generale ha permesso ai Governi locali di ripagare i debiti attraverso ingenti entrate dalla vendita dei terreni e dalle imposte sulle vendite immobiliari. Un rallentamento del mercato immobiliare o minori entrate fiscali potrebbero agire negativamente sulla capacità delle unità finanziarie dei Governi locali di ripagare i debiti, avendo poi un impatto anche sugli incagli del settore bancario.

#### Le entrate fiscali del Governo centrale crescono



Fonte: Bloomberg

#### Il debito è aumentato soprattutto se si includono le imprese statali

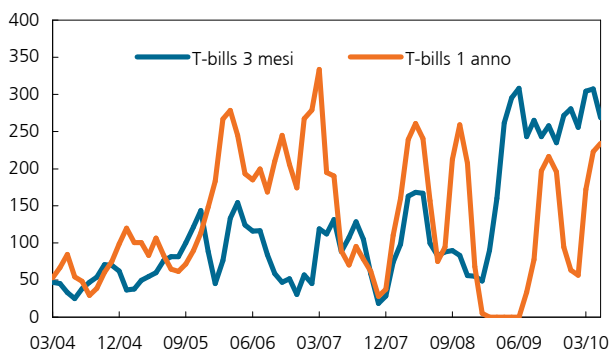


Fonte: CEIC, emissioni lorde di titoli dove non specificato

La **People's Bank of China** (PBOC) dall'inizio dell'anno ha effettuato tre rialzi di 50pb del coefficiente di riserva obbligatoria sia delle grandi banche, sia di quelle più piccole, escluse le cooperative rurali, ma finora non ha toccato i tassi ufficiali, optando per altre misure di drenaggio della liquidità. La PBOC sta progressivamente aumentando l'offerta lorda di titoli a 3 mesi e a 1 anno, la cui offerta netta è tornata positiva a marzo e aprile, così come le operazioni di repo nette. La PBOC ha inoltre ripristinato da aprile le emissioni di titoli a 3 anni, sospese dall'estate del 2008. Anche se le Autorità monetarie hanno confermato per il 2010 l'attuale stance moderatamente espansiva della politica monetaria, le misure amministrative e di drenaggio seppur contenuto della liquidità rappresentano dei passi verso la normalizzazione che ci aspettiamo continui nella seconda parte dell'anno, anche con interventi sui tassi ufficiali.

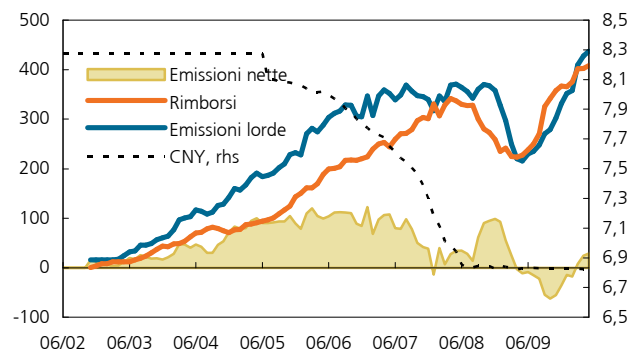
#### La restrizione monetaria è graduale

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



Fonte: CEIC, medie mobili a tre mesi

#### Emissioni nette di titoli zero coupon da parte della PBOC in aumento



Fonte: CEIC, medie mobili a 12 mesi

Sul fronte del cambio la permanenza del peg al dollaro negli scorsi mesi ha alimentato duri commenti da parte di esponenti dell'amministrazione americana che ha continuato a ribadire la necessità di un apprezzamento dello yuan. Qualche esponente del Congresso si è perfino spinto a paventare l'introduzione di sanzioni commerciali se entro fine giugno la Cina non avesse preso provvedimenti concreti per far apprezzare la propria moneta. I Non Deliverable Forward (NDF, contratti a termine senza facoltà di consegna) erano arrivati a scontare un apprezzamento massimo di circa l'1,9% a sei mesi e del 3,2% a 12 mesi a fine aprile. Queste aspettative sono, tuttavia, quasi completamente rientrate per metà giugno, in concomitanza con l'accelerazione dell'apprezzamento del dollaro sull'euro. Il cambio effettivo si è deprezzato tra il massimo raggiunto nel febbraio del 2009 e il minimo raggiunto a novembre 2009, del 9,1% in termini nominali e del 10,1% in termini reali. Tuttavia l'apprezzamento del dollaro nella prima metà del 2010 ha contribuito a far apprezzare il cambio effettivo rispetto ai minimi di fine anno: tra novembre 2009 e maggio 2010 il cambio effettivo si è, infatti, apprezzato del 4,8% in termini nominali e del 5,8% in termini reali, con metà del movimento verificatasi nel solo mese di maggio.

**L'annuncio della ripresa della flessibilità del cambio non porterà ad un apprezzamento sostanziale dello yuan**

Le Autorità cinesi, solo qualche settimana fa, avevano risposto ai commenti degli esponenti dell'Amministrazione americana ribadendo che lo yuan non può essere ritenuto responsabile dei problemi di squilibrio americani, sottolineando nuovamente che avrebbero mantenuto il cambio "essenzialmente stabile" a un livello "bilanciato e ragionevole", facendo intendere che ogni decisione riguardo a un cambio del peg sarebbe stata presa indipendentemente e in considerazione delle condizioni economiche interne ed esterne. Le eventuali mosse sarebbero state graduali e avrebbero potuto prevedere un ribilanciamento del paniere di riferimento<sup>21</sup> (come lasciato intendere, secondo la stampa, nel rapporto trimestrale<sup>22</sup> sulla politica monetaria relativo al 1° trimestre del 2010) o un lieve allargamento della banda di oscillazione (ora a +/- 0,5%) sui cambi bilaterali.

Il 19 giugno, a sorpresa, la PBOC ha annunciato che, dato che la ripresa economica, sia internazionale sia interna, si è consolidata, riprenderà con il processo di riforma del cambio e che aumenterà la **flessibilità dello yuan**. La moneta cinese dovrà maggiormente riflettere le condizioni di offerta e di domanda rispetto al paniere di divise di riferimento, nei confronti del quale rimane invariata l'ampiezza della banda di oscillazione. La PBOC ha sottolineato che non c'è nessuna ragione per movimenti ampi di apprezzamento del cambio, che non sono nell'interesse della Cina, anche perché la bilancia dei pagamenti si sta muovendo verso l'equilibrio, aiutata dal recente rientro del surplus commerciale rispetto ai massimi degli anni scorsi. Il cambio vs dollaro è passato da 6,8275 il giorno prima dell'annuncio a 7,7971 il lunedì dopo, all'apertura dei mercati, con un apprezzamento dello 0.45%. I NDF vs dollaro si sono mossi di conseguenza sui livelli di inizio maggio, tornando a scontare l'apprezzamento.

I segnali di miglioramento delle esportazioni cinesi non sono secondo noi sufficienti a controbilanciare l'incertezza sia sulla domanda mondiale sia sugli effetti della crisi finanziaria europea, nonché i rischi al ribasso sulla crescita cinese che provengono dall'evoluzione economica interna. Lo stesso governatore della PBOC il giorno prima dell'annuncio della ripresa della flessibilità dello yuan, in occasione del rapporto annuale, aveva sottolineato che è molto probabile che i tassi di crescita dell'economia mondiale rimangano al di sotto di quelli pre-crisi e che lo scenario di crescita mondiale rimane "pieno di incertezze".

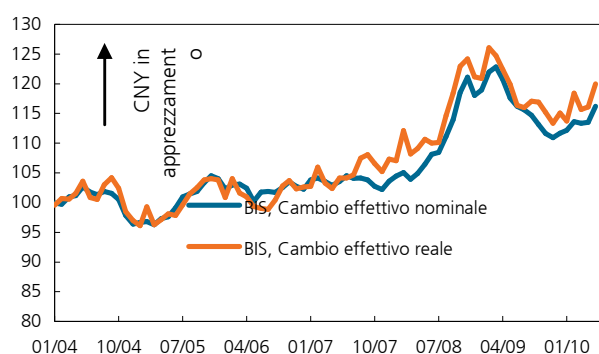
---

21 Il paniere di riferimento è stato introdotto dal 21 luglio 2005, in corrispondenza dell'abbandono del peg al dollaro americano e del passaggio alla fluttuazione controllata rispetto, appunto, a un paniere di riferimento. Quest'ultimo contiene 11 valute, tra cui le principali sono il dollaro americano, l'euro, lo yen e il won coreano, ma non sono stati mai resi noti i pesi.

22 Al 16 giugno 2010 non è disponibile una traduzione del rapporto.

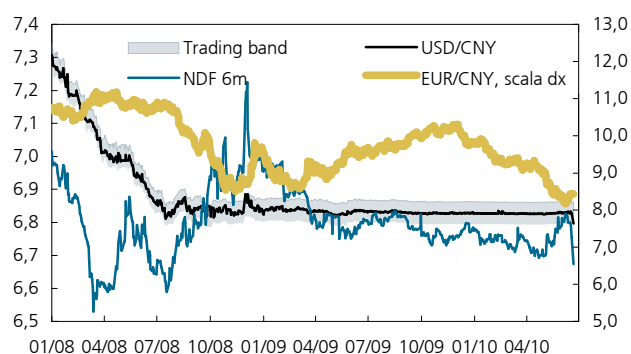
Ci aspettiamo, quindi, che lo yuan venga mantenuto "essenzialmente stabile", ossia su un trend di apprezzamento minimo e graduale, almeno fino all'autunno inoltrato e che il mercato dei NDF riadatti vs il basso le proprie aspettative di apprezzamento nei prossimi mesi.

Il cambio effettivo recupera rispetto ai minimi di inizio 2010



Fonte: EcoWin

Le attese di apprezzamento riprendono dopo l'annuncio del ritorno alla flessibilità



Fonte: Bloomberg

### Prospettive e rischi

Le prospettive di crescita rimangono positive anche se l'andamento del credito, delle riserve bancarie e degli investimenti, puntano a una crescita economica ancora solida, ma con un trend gradualmente discendente nel resto dell'anno.

Rispetto allo scenario di marzo rivediamo leggermente al ribasso la crescita per il 2010, dal 9,5% al 9,0%, essenzialmente a causa di un minor contributo del canale estero dovuto alla maggiore crescita delle importazioni. Sulla crescita del 2011 inciderà il graduale ma inevitabile cambio di stance della politica monetaria e fiscale nella seconda parte dell'anno.

La possibilità di un rallentamento dell'attività sul mercato immobiliare più ampio delle attese continua, tuttavia, a costituire il maggior rischio al ribasso sullo scenario di crescita cinese, per gli impatti negativi che potrebbe avere sia sulle finanze dei Governi locali sia sulla performance del settore bancario. Questa rimane anche la preoccupazione maggiore delle Autorità cinesi e, insieme all'incertezza sulla tenuta della domanda mondiale, è alla base della gradualità delle misure di normalizzazione della liquidità intraprese in questi mesi e della sostanziale stabilità del cambio nonostante il recente annuncio della ripresa della flessibilità.



## India: normalizzazione dei tassi graduale per sostenere la crescita

- L'economia indiana, che ha chiuso il 2009 con una crescita del PIL del 6,7% (7,4% nell'anno fiscale (AF) 2009-10), continua ad accelerare. Nel 1° trimestre del 2010 il PIL è cresciuto dell'8,6%, in aumento rispetto al 6,5% del 4° trimestre 2009. La ripresa è, dunque, ben consolidata e guidata soprattutto dalla buona performance del settore manifatturiero e da un forte contributo degli investimenti fissi. Gli indici di attività e di fiducia si trovano a livelli elevati fin dall'inizio del 2010 e puntano al mantenimento di ritmi di crescita elevati nei prossimi trimestri. I consumi privati, che hanno visto un lieve rallentamento nel 1° trimestre, hanno buone prospettive di ripresa, sostenuti sia dal miglioramento del mercato del lavoro sia dalla politica fiscale che, nonostante il processo di consolidamento, rimarrà favorevole alle famiglie.
- L'estensione delle pressioni inflative dal comparto alimentari ad altri comparti del CPI ha indotto la Banca centrale a effettuare due rialzi dei tassi nella primavera. La Reserve Bank of India (RBI) continuerà nel processo di normalizzazione della politica monetaria alzando gradualmente i tassi nei prossimi mesi ma al contempo assicurando la disponibilità di credito e la liquidità al sistema per non frenare la ripresa. Il credito, infatti, nonostante il recente aumento, continua a crescere a tassi lontani dai massimi storici.
- La crescita nel 2010 rimarrà elevata a 7,8% e guidata da un'accelerazione sia dei consumi privati sia degli investimenti che continuerà anche nel corso del 2011.
- I rischi sullo scenario sono al ribasso sulla crescita e al rialzo sull'inflazione. I primi provengono essenzialmente dall'incertezza sulla solidità della ripresa della domanda internazionale e sui possibili impatti negativi della crisi finanziaria dell'area euro. I secondi sono essenzialmente interni e vengono da pressioni sull'inflazione sia dall'offerta sia dalla domanda.

Silvia Guizzo

Previsioni macro	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
PIL (prezzi costanti)	9,2	9,8	9,5	7,4	6,4	7,8	9,0
Consumi privati	8,2	8,4	9,2	8,2	3,9	5,8	8,6
Consumi pubblici	13,2	2,8	3,9	22,8	4,9	7,4	4,6
Investimenti fissi	16,1	14,9	16,1	6,1	5,8	10,2	12,2
Esportazioni	28,7	24,9	6,8	20,9	-9,4	11,8	12,1
Importazioni	30,2	25,7	7,1	31,7	-8,5	12,3	14,4
Produzione industriale	7,9	10,5	9,9	4,4	6,6	11,6	9,1
Inflazione (CPI)	4	6,3	6,4	8,4	10,9	11,5	4,8
Tasso di disoccupazione	8	8	8	8	8	8	8
Salari medi	12,4	13,1	13,8	13,2	6,9	13,3	12,1
Tasso sui prestiti a 1 anno	6,1	6,9	7,7	7,9	4,8	5,6	7,1
Cambio USD/INR (media)	44,1	45,3	41,3	43,5	48,4	46,2	47,1
Saldo delle partite correnti	-457,2	-431,2	-311,3	-1392,4	-1508,9	-2447,3	-3170,3
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	-1,3	-1,1	-0,7	-2,5	-2,5	-3,5	-4,0
Saldo di bilancio in % del PIL	-4,0	-3,2	-2,6	-4,9	-7,1	-6,0	-5,1

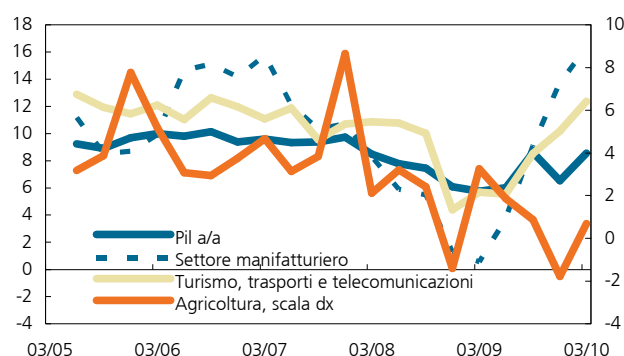
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Ecowin, Intesa Sanpaolo

### Crescita e inflazione

L'economia indiana, che ha chiuso il 2009 con una crescita del PIL del 6,7% (7,4% nell'anno fiscale (AF) 2009-10), continua ad accelerare. Nel 1° trimestre del 2010 il PIL è cresciuto dell'8,6%, in aumento rispetto al 6,5% del 4° trimestre 2009, rivisto al rialzo dalla precedente stima del 6,0%. Un forte contributo è continuato a venire sia dal settore dei servizi (+12,4%), in

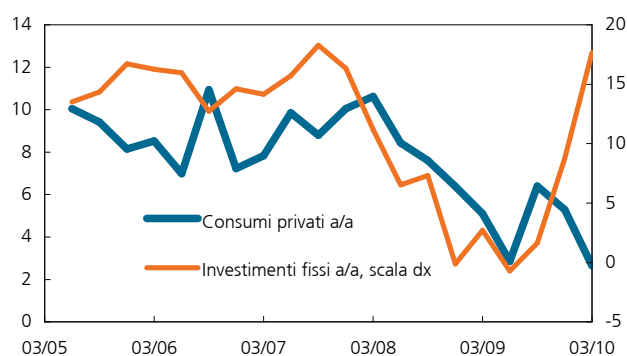
particolare da quelli relativi al turismo, trasporti e comunicazioni, e dal settore manifatturiero (+16,3%). Dal lato della domanda alla crescita hanno contribuito una forte accelerazione degli investimenti, delle scorte, e del canale estero, che insieme hanno controbilanciato il rallentamento dei consumi pubblici e privati.

#### Settore manifatturiero e servizi guidano la ripresa



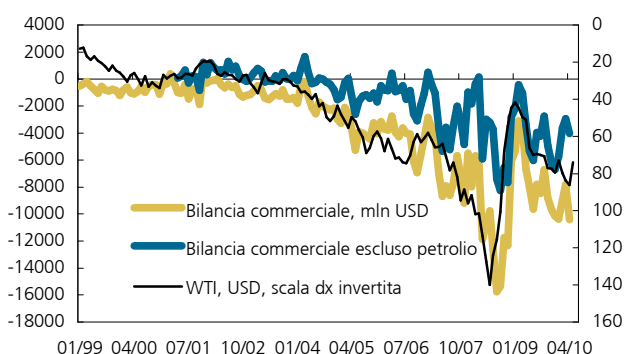
Fonte: EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Gli investimenti controbilanciano il rallentamento dei consumi



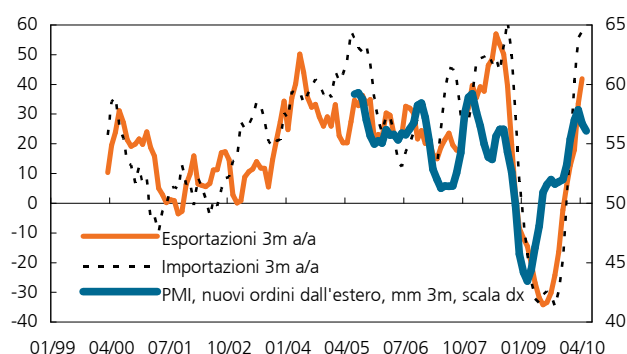
Fonte: CEIC, dati fino ad aprile 2010

#### Bilancia commerciale



Fonte: Bloomberg, flussi mensili in milioni di USD.

#### Migliora il commercio estero



Fonte: Bloomberg, HSBC-Markit, Elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le **esportazioni** stanno crescendo a ritmi sostenuti ma inferiori a quelli delle **importazioni**, sia in totale sia al netto del petrolio (49,4% 3m a/a rispetto a 39,4% 3m a/a in aprile). Questo ha determinato un peggioramento del saldo della bilancia commerciale nei primi 4 mesi del 2010. Al netto del petrolio il deficit della bilancia commerciale ha infatti toccato i 16,3 miliardi di dollari ad aprile, rispetto ai 7 miliardi dello stesso periodo del 2009. Il **deficit della bilancia commerciale** totale è arrivato a 37,6 miliardi nello stesso periodo. La media a tre mesi della componente ordini dall'estero dell'indice PMI rimane su livelli elevati (56,1 a maggio) anche se i dati mensili sono in calo rispetto ai massimi di inizio anno (da 59,8 a gennaio a 54,8 a maggio). La crescita solida delle importazioni al netto del petrolio è solo in parte dovuta all'aumento dei prezzi e testimonia l'accelerazione della domanda interna in questi mesi, riflessa anche nell'andamento della produzione industriale e nella buona performance del settore manifatturiero.

L'atteso recupero delle esportazioni insieme alla tenuta della bilancia dei servizi e dei trasferimenti, che rimarranno ampiamente positive, permetterà di limitare il saldo negativo delle partite correnti al 3,5% del PIL nel 2010 dal 2,5% stimato per il 2009.

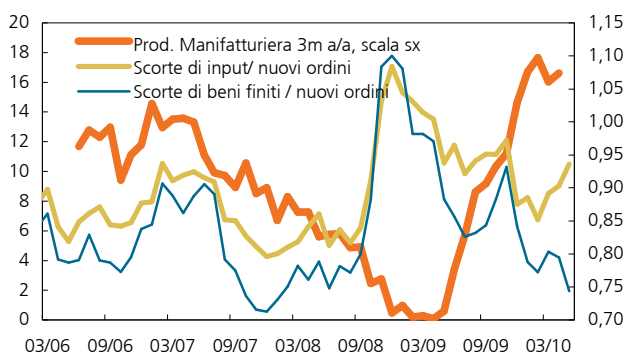
La **produzione industriale** continua a salire a ritmi sostenuti, registrando un tasso di crescita del 15,1% a/a nel primo trimestre del 2010 e del 17,6% a/a in aprile. L'accelerazione non è solo

## Scenario Macroeconomico

Giugno 2010

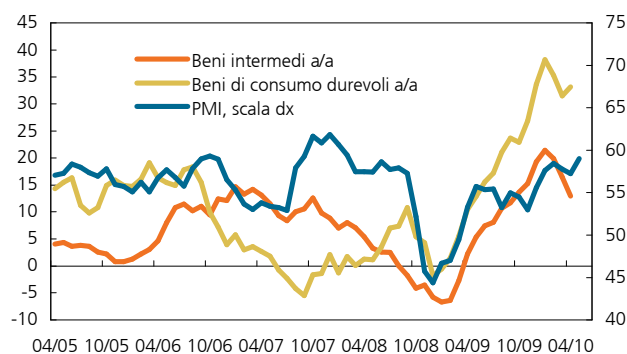
dovuta a un effetto base, ma a un buon trend sottostante come dimostrano gli incrementi mese su mese e l'andamento dell'indice PMI. Dopo il lieve calo di aprile infatti, l'indice totale è salito fino a un massimo di 59 a maggio, la componente nuovi ordini si mantiene sopra 60 da dicembre ed è in aumento anche la componente che misura gli ordini arretrati. Rimangono ancora elevati gli aumenti registrati nella produzione di beni di consumo durevoli (33,2% in aprile) e dei beni capitali (44,7% 3m a/a in aprile) prefigurando che l'aumento degli investimenti fissi visto nel 1° trimestre del 2010 prosegua nel corso dell'anno. I dati sui movimenti dei cargo segnalano una crescita sostenuta sia del traffico domestico sia di quello internazionale. Nonostante l'indice anticipatore di trend OCSE e la componente "nuovi ordini" dell'indice di fiducia degli imprenditori sembrano aver toccato il massimo nel 1° trimestre del 2010 e segnalino un rallentamento nel 2° trimestre, essi rimangono, insieme all'indice PMI, ancora su livelli molto elevati e continuano a segnalare una buona tenuta del tasso di crescita della produzione industriale nei prossimi mesi.

### Produzione industriale in recupero ...



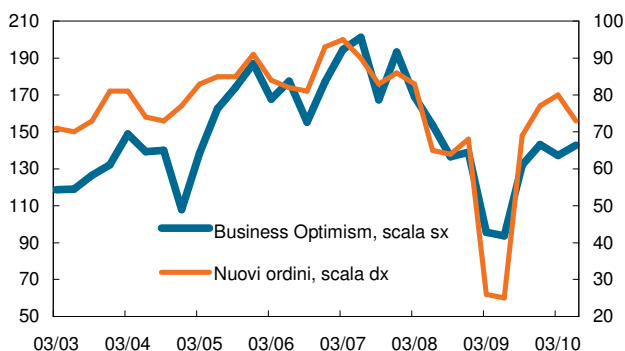
Fonte: Bloomberg, Thomson Reuters - Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

### ... in tutti i comparti



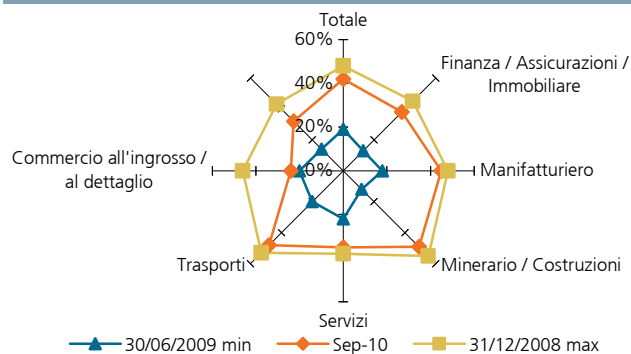
Fonte: Bloomberg, Thomson Reuters - Datastream, var. 3m a/a

### Indagine di fiducia Dun & Bradstreet



Fonte: EcoWin

### Manpower: aspettative di assunzione da parte delle imprese vicino ai massimi



Fonte: Bloomberg

Il sesto rapporto trimestrale sul lavoro<sup>23</sup> segnala che il mercato del lavoro continua a migliorare anche se gli aumenti degli occupati decelerano rispetto al 2009. Esso infatti rileva un aumento degli occupati di 61 mila unità nel 1° trimestre del 2010, dopo l'aumento di 638 mila unità e di 497 mila unità rispettivamente nel 4° e nel 3° trimestre 2009. La maggior parte dei nuovi

**Il mercato del lavoro continua a migliorare**

23 Report on Effect of Economic Slowdown on Employment in India (January-March 2010), Ministero del Lavoro e dell'Occupazione, maggio 2010.

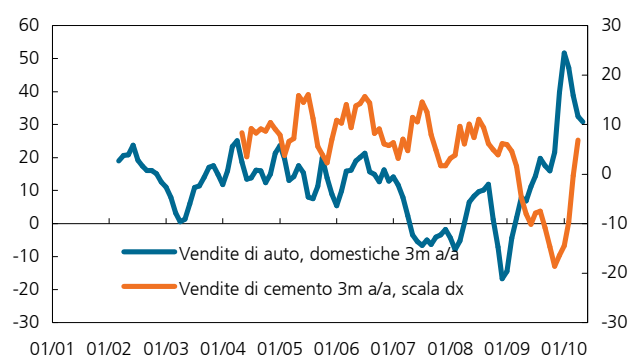
occupati è stata assunta nei settori orientati alle esportazioni e tutti settori hanno registrato un aumento degli occupati rispetto al trimestre precedente a eccezione del settore dei trasporti, tessile e abbigliamento e tessitura.

Il trend positivo del mercato del lavoro è confermato anche dall'andamento della componente occupazione del PMI, che è salita negli ultimi tre mesi fino a 52,8 a maggio da 49,9 a dicembre, e dall'indagine Manpower sulle aspettative di assunzione per il 3° trimestre, che dopo essere rimasta stabile al 36% nelle precedenti due rilevazioni, è salita fino a 42%, vicino ai massimi della serie, con aumenti estesi a tutti i settori ad eccezione dei trasporti.

La tenuta del mercato del lavoro permetterà ai consumi di superare il rallentamento visto nel 1° trimestre del 2010, dopo il recupero della seconda metà del 2009. Il rallentamento delle vendite di auto domestiche dai picchi di inizio anno riflette sia un effetto base sia la revoca degli incentivi fiscali e potrebbe continuare nei prossimi mesi. Le vendite di cemento, aiutate dal recupero del settore costruzioni, hanno invece invertito il trend discendente tornando a crescere a ritmi elevati (8,9% in aprile). Dati confortanti arrivano dal settore dei servizi che continua a registrare un aumento delle presenze turistiche e dei ricavi a esse legati nonché tassi di crescita stabilmente vicino al 50% degli utenti di telefoni cellulari. L'indice PMI servizi continua a rimanere a livelli elevati e, nonostante il calo di quasi 4 punti a maggio, la media a tre mesi a 59,5, rimane sui massimi storici della serie.

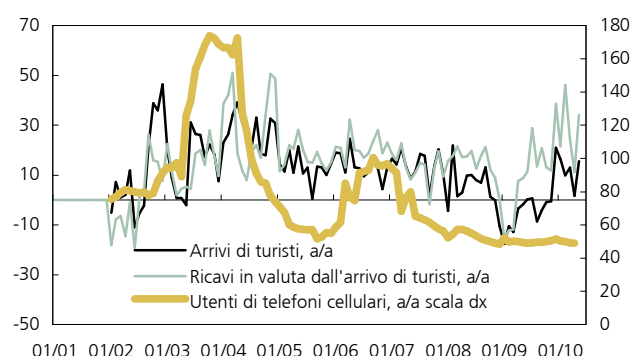
**I consumi hanno decelerato nel 1° trimestre 2010, ma le prospettive rimangono positive**

Riprendono le vendite di cemento mentre quelle di auto cominciano a rallentare



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I servizi accelerano e ritornano i turisti



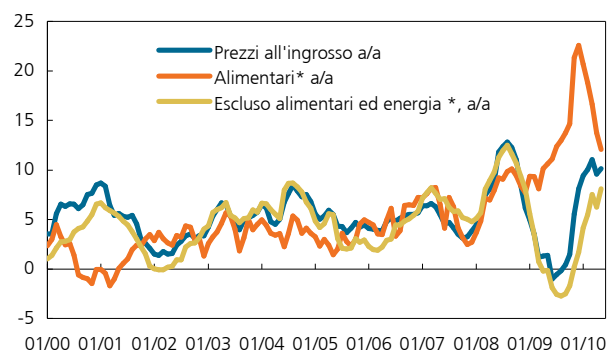
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'inflazione rimane alta. L'inflazione totale dei prezzi all'ingrosso è stata pari a 10,2% a maggio mentre le varie misure di inflazione dei prezzi al consumo si aggirano nel range 13-15%, solo in lieve rallentamento dai picchi compresi tra 16-17,5% di inizio anno. Sui prezzi all'ingrosso ha inciso il sensibile rallentamento, rispetto ai picchi di fine anno, della componente prodotti alimentari. L'inflazione di questo comparto è, infatti, passata da un massimo di 26,7% a dicembre a 5,7% a maggio. Anche il comparto degli alimentari freschi registra un rallentamento ma meno marcato, crescendo tra il 16 e il 17% negli ultimi tre mesi. I prezzi di elettricità e carburanti, invece, hanno continuato a salire ma risentono di un forte effetto base, essendo scesi per gran parte del 2009. L'aumento dell'inflazione si è tuttavia esteso anche ad altri comparti segnalando la persistenza delle pressioni inflative. L'inflazione stimata al netto degli alimentari e dei carburanti è salita fino all' 8,1% a/a a maggio. Il comparto che preoccupa di più è quello dei prodotti manufatti che pur risentendo dell'effetto base ha registrato aumenti mensili tra 0,5 e 0,6% dall'inizio dell'anno, registrando variazioni tendenziali tra il 6 e il 7%.

L'inflazione è destinata a rallentare nei prossimi mesi per lo scemare dell'effetto base ma anche per l'atteso rallentamento dei prezzi degli alimentari che costituiscono il 27% del paniere (15%

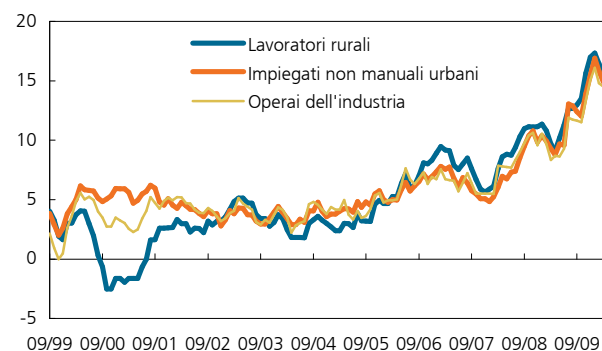
gli alimentari freschi), e dei prezzi di elettricità e carburanti nella seconda parte dell'anno. La Banca Centrale prevede che l'inflazione dei prezzi all'ingrosso scenda fino a 5,5% a marzo 2011. Tuttavia l'aumento dell'inflazione in comparti diversi da quelli appena citati, l'accelerazione della crescita economica e l'aumento del reddito disponibile negli ultimi anni, soprattutto nelle aree rurali grazie anche a programmi di sostegno governativo, continua a lasciare i rischi sull'inflazione verso l'alto.

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



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

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



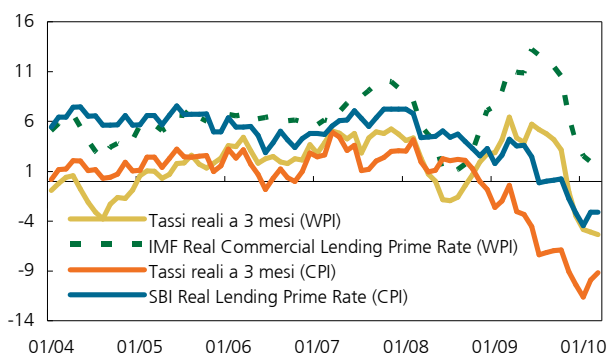
Fonte: EcoWin, dati mensili

### Politica monetaria e fiscale

L'aumento delle pressioni inflative ha spinto la RBI (Reserve Bank of India) a effettuare tre rialzi del coefficiente di riserva obbligatoria, portato dal 5% di inizio anno all'attuale 6%, e due rialzi di 25pb ciascuno dei tassi ufficiali tra marzo e fine aprile, che hanno portato il tasso repo dal 4,75% al 5,25%. Durante l'ultima riunione del 20 aprile la Banca centrale, dopo aver riconosciuto che la ripresa dell'economia indiana è più che avviata, ha evidenziato rischi al rialzo sull'inflazione ma al ribasso sulla crescita. I rischi al rialzo sull'inflazione provengono dalle cause discusse poco sopra oltre che dalla possibilità di un'altra stagione di monsoni sfavorevole e dunque di raccolti inferiori alle attese. I rischi sulla crescita provengono soprattutto dall'incertezza sulla stabilità della ripresa della domanda mondiale.

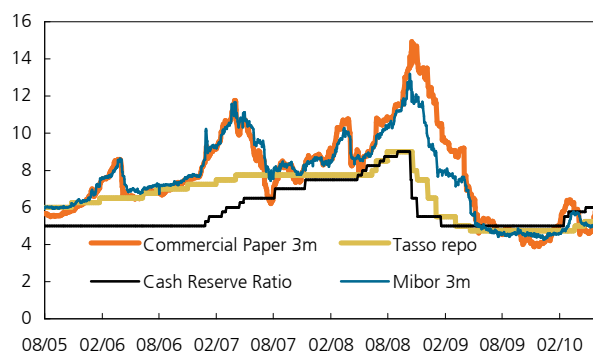
La RBI, prima di avviare il processo di normalizzazione dei tassi, ha drenato completamente, a partire da fine 2009, tutto l'eccesso di liquidità immesso nel sistema tra fine 2008 e fine 2009. La RBI continuerà nel processo di normalizzazione della politica monetaria alzando gradualmente i tassi nei prossimi mesi ma al contempo assicurando la disponibilità di credito e la liquidità al sistema per non frenare la ripresa. Le condizioni monetarie rimarranno comunque ancora favorevoli dato che l'aumento dell'inflazione manterrà i tassi reali in territorio negativo (o comunque moderatamente positivo a seconda della misura di tassi o inflazione che si voglia prendere in considerazione) fino a fine anno.

I tassi reali sono negativi o in calo



Fonte: Bloomberg, EcoWin

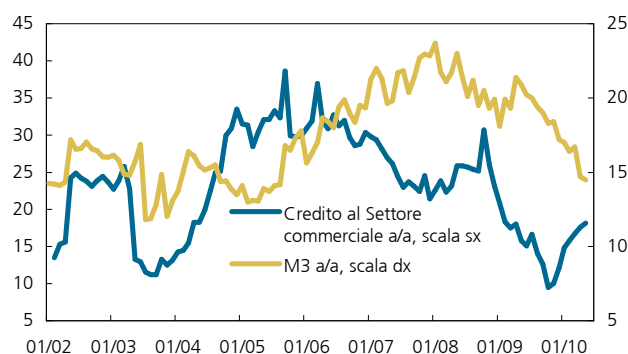
La RBI continua la normalizzazione dei tassi



Fonte: Bloomberg

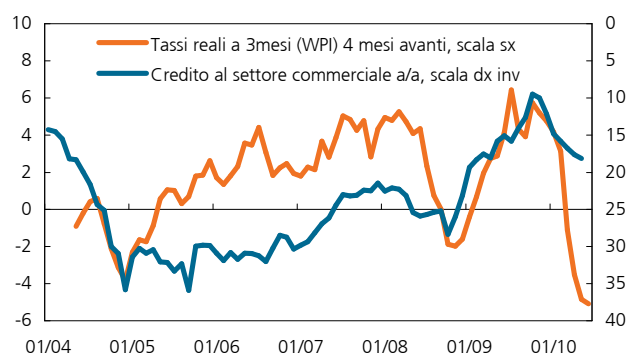
La crescita di M3 è decelerata fino a 14,5% a/a a maggio dal picco del 21,4% a/a raggiunto ad aprile dell'anno scorso, comunque poco al di sotto del target di crescita della RBI per l'AF 2010-2011 che è del 17%. Il **credito** al settore commerciale ha continuato ad accelerare gradualmente nella prima metà del 2009, crescendo a maggio del 18,1% dal minimo del 9% a ottobre del 2009 e, dato l'andamento dei tassi reali, le prospettive rimangono positive per i prossimi mesi. La riforma del *prime rate* che andrà in vigore dall'1 luglio aumenterà la trasparenza dei tassi bancari presso la clientela e andrà anch'essa nella direzione di favorire il credito. La riforma prevede, infatti, che il tasso *prime rate* venga calcolato secondo una metodologia uniforme e rifletta, in parte, anche le spese generali precedentemente addizionate a parte e con criteri diversi<sup>24</sup>.

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



Fonte: Bloomberg

L'inversione dei tassi reali aiuta il credito



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La RBI ha inoltre sottolineato che le politiche monetarie estremamente accomodanti nei paesi industrializzati stanno favorendo e continueranno a favorire, date le attese del differenziale di tassi, **flussi di portafoglio** in entrata nei paesi emergenti, in particolare in India, come dimostrano i dati relativi al 4° trimestre del 2009, dove gli investimenti di portafoglio netti, seppur in rallentamento rispetto al 3° trimestre, a 5,6 miliardi di dollari sono stati sostanziosi e positivi per il 3° trimestre consecutivo. Tutto ciò pone ulteriori sfide alla gestione della liquidità e alla gestione del **cambio**. I differenziali di tasso con Europa e Stati Uniti, già elevati nel corso del 2009, sono ulteriormente aumentati dopo i primi rialzi di tasso e si aggirano, sulle scadenze a tre

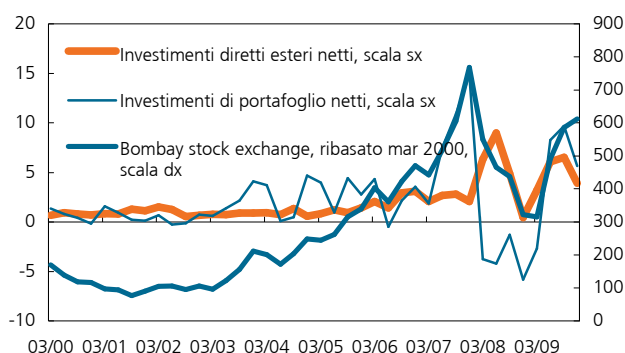
24 Vedi Bozza Circolare del 10.02.2010:  
[http://www.rbi.org.in/scripts/BS\\_PressReleaseDisplay.aspx?prid=22057](http://www.rbi.org.in/scripts/BS_PressReleaseDisplay.aspx?prid=22057)

## Scenario Macroeconomico

Giugno 2010

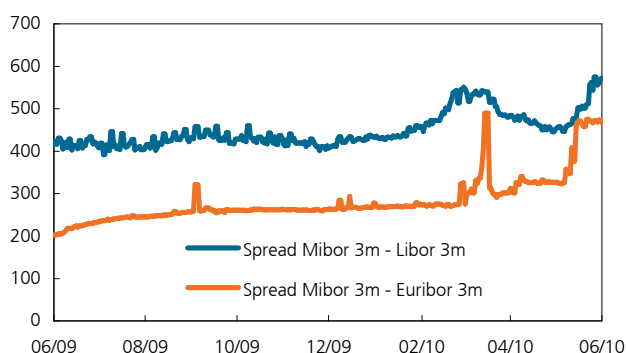
mesi, rispettivamente a 460 e 570pb. Le ulteriori aspettative di apprezzamento della rupia, dettate dalla solida crescita economica, favoriscono ulteriormente i flussi di portafoglio in entrata e i *carry trade*. La rupia indiana ha seguito un trend di apprezzamento tra marzo 2009 e metà aprile 2010, quando rispetto al dollaro si è apprezzata del 14%. Da metà aprile a metà maggio, nel pieno dell'aumento dell'avversione al rischio sui mercati dopo l'emergere dei problemi finanziari della Grecia, ha ritracciato del 4,8% rispetto al dollaro. L'apprezzamento della rupia rispetto all'euro e allo yen ha favorito il cambio effettivo che, da gennaio a maggio 2010, si è apprezzato del 4,9% in termini nominali e del 6,3% in termini reali. Le attese di rialzo dei tassi e il buon andamento dell'economia dovrebbero favorire la continuazione del movimento nel corso del 2010.

### IDE e investimenti di portafoglio in aumento ...



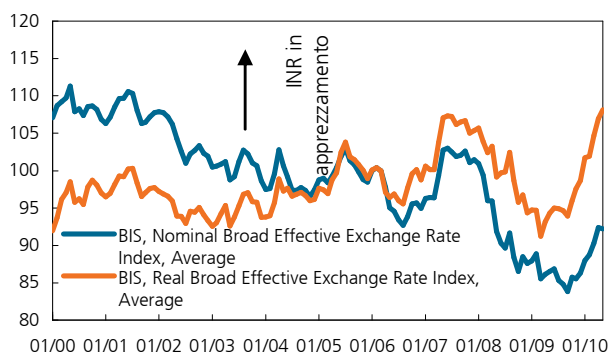
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, dati in miliardi di dollari

### ... sostenuti dagli elevati differenziali di tasso



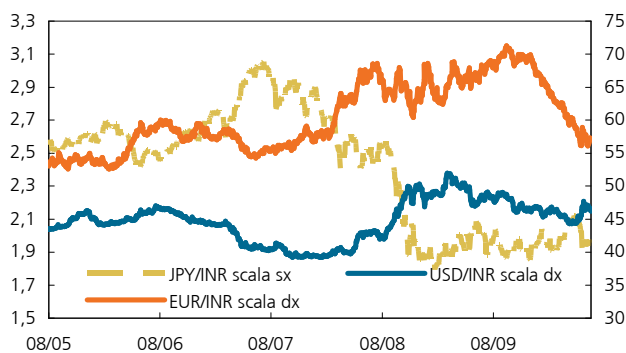
Fonte: Bloomberg

### Tasso di cambio effettivo



Fonte: EcoWin

### La rupia si apprezza rispetto all'euro



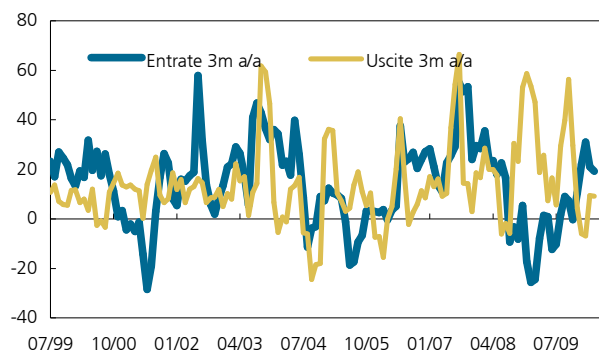
Fonte: Bloomberg

Le entrate fiscali stanno migliorando sia per il buon andamento delle entrate da imposte sul reddito di imprese e persone fisiche sia per le entrate straordinarie. Il governo infatti, dall'asta delle licenze di telefonia mobile di terza generazione (3G) chiusa a maggio 2010 ha ricavato 677,2 miliardi di rupie (pari a ca. 14,3 miliardi di dollari), al di sopra delle attese del governo che erano intorno ai 350 miliardi. Questo avrà un impatto positivo sul deficit pubblico permettendo, secondo il ministro delle Finanze, di raggiungere l'obiettivo del 5,5% del PIL fissato per l'anno fiscale 2010-11, con una probabile riduzione delle emissioni di titoli di stato previste per lo stesso periodo.

La legge finanziaria, presentata in primavera, prevede il ritorno su un processo di consolidamento fiscale con un obiettivo di medio termine di riduzione del debito, e avrà un impatto positivo sia sulla credibilità del Governo presso gli investitori esteri e interni sia sulla

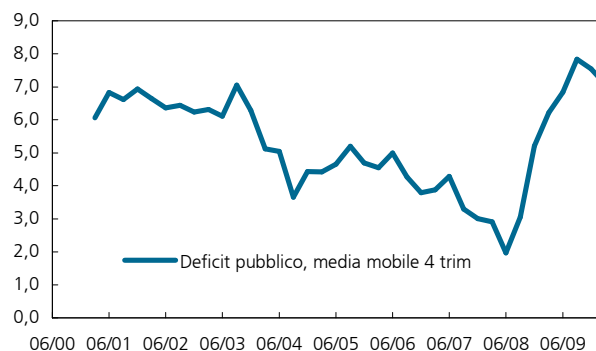
stessa crescita economica. Infatti, nonostante la legge preveda che il processo di consolidamento fiscale sia effettuato per lo più attraverso una normalizzazione delle imposte indirette, la pressione fiscale sui redditi delle persone fisiche sarà minore rispetto al precedente anno fiscale, in quanto sono stati ampliati gli scaglioni, il che potrà favorire una maggior ripresa dei consumi nel corso dell'anno.

#### Entrate fiscali in miglioramento



Fonte: Bloomberg

#### Deficit pubblico in lieve miglioramento



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Prospettive e rischi

La ripresa indiana è ben consolidata, guidata soprattutto dall'accelerazione del settore manifatturiero e da un forte contributo degli investimenti fissi. Gli indici di attività e di fiducia si trovano a livelli elevati fin da inizio anno e puntano al mantenimento di ritmi di crescita elevati nei prossimi trimestri. I consumi, che hanno visto un lieve rallentamento, hanno buone prospettive di ripresa sostenuti sia dal miglioramento del mercato del lavoro sia dalla politica fiscale, che nonostante il processo di consolidamento, grazie a un allentamento della pressione fiscale, rimane favorevole alle famiglie.

Nonostante la progressiva normalizzazione, le politiche monetarie e fiscali continueranno a essere favorevoli alla crescita. La crescita nel 2010 rimarrà elevata a 7,8% nel 2010, in accelerazione rispetto al 2009, e guidata da un consolidamento della crescita sia dei consumi privati sia degli investimenti, che traineranno l'economia anche nel 2011.

I rischi sullo scenario sono al ribasso sulla crescita e al rialzo sull'inflazione. I primi provengono essenzialmente dall'incertezza sulla solidità della ripresa della domanda internazionale e sui possibili impatti negativi provenienti dalla crisi finanziaria dell'area euro. I secondi sono essenzialmente interni e vengono da pressioni sull'inflazione sia dall'offerta sia dalla domanda.

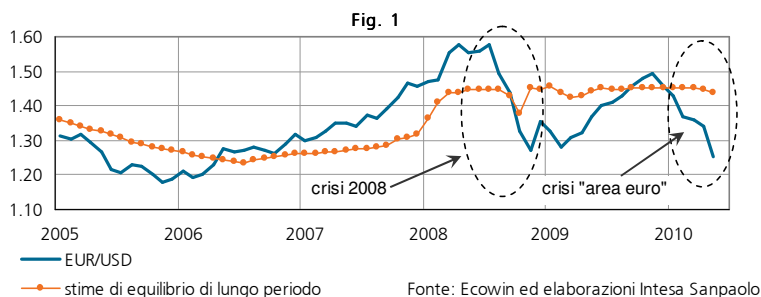


## Mercati valutari

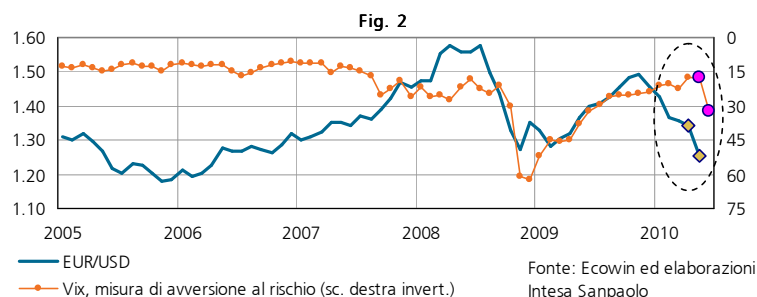
Rispetto allo scorso Scenario Macroeconomico Trimestrale, l'euro è precipitato di quasi 20 figure (-14%) da 1,38 a 1,18 EUR/USD. Ma l'80% circa di questo crollo (-15 figure) è avvenuto in un mese scarso, innescato dallo scoppio della crisi del debito sovrano dell'area euro. Si può attribuire una causalità, diretta e totale, tra la crisi e il deprezzamento dell'euro sia per la perfetta coincidenza temporale, sia per il venir meno invece della correlazione tra il cambio e le variabili fondamentali. A causa del legame con fenomeni di *flight to quality*, diventa estremamente difficile fornire la previsione dell'EUR/USD nel futuro prossimo. Risulta, infatti, molto **ampio l'intervallo di confidenza della previsione, ma soprattutto** – se si considera solo il fattore crisi – tale intervallo è **pressoché simmetrico**. Identificare quindi una direzionalità chiara per fine anno e/o successivamente richiederebbe la formulazione di un'ipotesi sul se e sul quando la crisi dovesse precipitare. Ma un simile evento non può essere previsto, così come non è stato possibile prevederlo poco tempo fa quando è scoppiato il caso Grecia. La scarsa direzionalità del profilo atteso dell'euro è comunque compatibile con fasi di **elevata volatilità a livello intra-periodale**.

Asmara Jamaleh

Con l'assestamento dei portafogli, i fondamentali classici potrebbero tornare ad aver peso. **Nell'ultimo quinquennio 2005-09** vi è stata una **relazione stabile tra dinamica del cambio EUR/USD e dei tassi a breve euro e USA**, confermata dall'analisi di cointegrazione. Le stime forniscono una buona "spiegazione" della dinamica dell'euro, e nello specifico dei cambi di tendenza – cosa fondamentale (v. Fig. 1). Vengono catturate in parte anche le oscillazioni verificatesi nella crisi del 2008.



Al contrario, il crollo recente non risulta spiegato (v. ancora Fig. 1): esso risulta ben correlato con **dall'impennata dell'avversione al rischio** (v. Fig. 2).



Nel nostro scenario centrale, che assume un rientro delle tensioni sul debito europeo, la Fed dovrebbe avviare il ciclo di rialzo dei fed funds nel 1° trimestre del 2011 e la BCE seguirebbe nel trimestre successivo. In tal caso l'allargamento dei differenziali di tasso/rendimento attesi penalizzerebbe l'euro rispetto al dollaro. Nella tabella qui sotto – utilizzando le stime dei

parametri ottenuti dal modello cambio/tassi sopra descritto – viene fornita una misura della *sensitivity* del cambio EUR/USD a un aumento dei tassi Fed e dei tassi BCE. Tale misura di *sensitivity* è da considerarsi approssimativa, perché il modello impiega soltanto i tassi d'interesse come variabili esplicative e omette altre determinanti potenzialmente importanti.

Impatto sul cambio euro/dollaro di 100pb di aumento dei tassi Fed e dei tassi BCE					
	Impatto	Partendo da un EUR/USD a ...			Impatto (figure)
	%	1,15	1,20	1,25	
Fed	-4,2	1,10	1,15	1,20	-5 figure
BCE	2,4	1,18	1,23	1,18	+ 3 figure

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Con riferimento all'eventuale influenza della crisi sui movimenti del cambio, anche qualora la situazione non precipitasse, e il *sentiment* di mercato non peggiorasse ulteriormente ma si stabilizzasse, il riassorbimento del recente *undershooting* potrebbe essere soltanto parziale. E il cambio potrebbe così trovarsi verso fine anno intorno a 1,25 EUR/USD (o temporaneamente poco sotto) piuttosto che all'1,35 di soli due mesi fa. Successivamente, quando anche la BCE starà per avviare il ciclo di rialzi dei tassi, il differenziale (al proprio massimo in prossimità dell'avvio degli interventi Fed) dovrebbe andare riducendosi e poi stabilizzandosi. Questo, nel corso del primo semestre 2011, potrebbe consentire all'euro di rimontare, almeno moderatamente, rispetto ai livelli che saranno raggiunti a fine 2010. Da un eventuale 1,25 di fine anno si potrebbe magari riavvicinare quota 1,30 intorno a metà 2011. Qualora però – evento che, lo ribadiamo, non è possibile prevedere – la situazione (crisi area euro) precipitasse verso la fine di quest'anno, i livelli di fine 2010 e di metà 2011 sarebbero più bassi (si potrebbe ipotizzare – approssimativamente – fino a cinque/dieci figure).

#### Sterlina: rimaniamo negativi

Ai livelli attuali la sterlina appare ancora piuttosto sopravvalutata rispetto ai fondamentali dell'economia britannica, sia contro dollaro, ma soprattutto contro euro. Rispetto al primo trimestre si è osservato un parziale indebolimento, ma solo rispetto alla divisa statunitense. Nei confronti della moneta unica invece si è rafforzata, e troppo. Questo però è accaduto solo perché sul cambio EUR/GBP ha prevalso il trend estremamente pronunciato dell'EUR/USD. Le **prospettive** per i prossimi mesi dovrebbero essere **di deprezzamento**, magari con un po' di sfasamento temporale tra il deprezzamento contro dollaro e quello contro l'euro.

Il **grave problema dell'eccessivo buco di bilancio** (raggiunto il 12% di deficit/PIL) è una sorta di spada di Damocle per la sterlina. Il processo – lungo – di risanamento dei conti pubblici verrà avviato con la manovra straordinaria che il governo presenterà martedì 22 giugno. Questa prevede soprattutto tagli alla spesa. Ma il **rischio** è che questa non sia sufficiente a rispettare nemmeno gli obiettivi intermedi del programma di risanamento fiscale, e **che quindi più avanti si renda necessario intervenire con** nuove misure restrittive, in particolare **aumenti di tasse e imposte**. Le ripercussioni sulla crescita sarebbero negative, e questo rappresenterebbe un altro fattore sfavorevole alla sterlina. Sul fronte della politica monetaria questo offre una ragione in più per rinviare ancora un po' l'avvio del ciclo di rialzo dei tassi. **Con attese che la Fed inizi ad alzare i tassi prima della BoE il differenziale dei tassi attesi si allargherebbe** a favore del dollaro e **a danno della divisa britannica**.

Infine, **la banca centrale** ha aspettative di ripresa economica perché **assume che** (1) le politiche espansive adottate nel 2009 non abbiano ancora sortito tutti gli effetti desiderati, e **che** (2) **il deprezzamento della sterlina, soprattutto rispetto all'euro, consenta al canale estero di fornire un contributo positivo alla crescita. Ma sono tre trimestri di fila che le esportazioni nette danno invece un contributo negativo** alla crescita, e per di più crescente: -0,2% poi -0,3% e infine -0,4% rispettivamente nel 3° trimestre del 2009, nel 4° trimestre del 2009, e nel 1° trimestre del

2010. Quel *downside* che finora non si è manifestato dovrebbe dunque esprimersi appieno entro i prossimi mesi. Anche se non necessariamente attraverso un *trend* continuativo al ribasso, il calo atteso potrebbe estendersi con episodi di incursione nel range 1,40-1,35 GBP/USD e 0,85-0,90 EUR/GBP.

#### **Yen: beneficiato nella fase di avversione al rischio, ma lo scenario è destinato a peggiorare**

Rispetto allo scorso trimestre lo yen si è indebolito un po' contro dollaro, ma si è rafforzato contro euro – ma il *driver* dell'EUR/JPY è stato di fatto solo l'EUR/USD. Le prospettive sono di deprezzamento nei prossimi mesi. Vi è, infatti, del *downside* che non si è ancora espresso appieno, bloccato dal notevole aumento dell'avversione al rischio indotto di recente dalla crisi dell'area euro. L'avversione al rischio favorisce lo yen, ma si tratta di fasi transitorie. Il *driver* di fondo – quello che determina dinamica e trend dominante – continuano ad essere da anni i differenziali di tasso/rendimento. I tassi sono quasi a zero (0,10%), e tali resteranno molto a lungo, mentre nel frattempo la Fed inizierà ad alzare i tassi: l'allargamento degli spread USA-Giappone dovrebbe condurre il cambio USD/JPY verso quota 95 con successiva incursione all'interno del range 95-100 USD/JPY. Lo yen pare destinato a rimanere la *funding currency* per eccellenza (spiazzando significativamente in tale ruolo il franco svizzero, che comunque ha sempre avuto una rilevanza modesta rispetto alla divisa nipponica): questo rappresenta un altro importante fattore di fondo ribassista.

Intesa Sanpaolo Servizio Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice		
Tel, 02 879+(6) – 02 8021 + (3)		
<b>Macroeconomic &amp; Fixed Income Research</b>		
Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
<b>Fixed Income</b>		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasanpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasanpaolo.com
<b>Macroeconomia</b>		
Anna Maria Grimaldi	62118	anna.grimaldi@intesasanpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com
<b> Mercati Valutari</b>		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com
<b>Commodities</b>		
Enrico Bernini	62057	enrico.bernini@intesasanpaolo.com
<b>Research Assistant</b>		
Alessandra Gaia	62149	alessandra.gaia@intesasanpaolo.com
Simonetta Melotto	62102	simonetta.melotto@intesasanpaolo.com
<b>International Economics</b>		
<b>Economista Macro - Asia Emergenti</b>		
Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasanpaolo.com

## Appendice

### Certificazione degli analisti

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

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

### Comunicazioni specifiche:

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

### Comunicazioni importanti

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

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

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende

costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### Metodologia di valutazione

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

### Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

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