

Scenario Macroeconomico

Servizio Studi e Ricerche
Giugno 2011

Indice

Fattori transitori dominanti nel rallentamento primaverile	2
Stati Uniti	6
La crescita dovrebbe riaccelerare nel 2° semestre, ma la velocità di crociera rimarrà deludente	7
Fed: politica monetaria in "wait and see", ma non c'è spazio per QE3	13
Focus - Il lungo e tortuoso sentiero dell'uscita	16
Focus - Il dibattito sul debito federale: molte parole, pochi fatti	18
Area euro – futuro turbolento per l'economia europea	28
Si fanno più tangibili i segnali di rallentamento	28
Consumi delle famiglie ancora stagnanti	31
La correzione fiscale aiuta a ridurre gli squilibri di parte corrente ma mantiene la periferia su un sentiero di crescita divergente	32
Inflazione: non è un vizio europeo	33
BCE, un passo alla volta verso la normalità	38
Focus: la crisi del debito nell'Eurozona e i progressi della correzione fiscale	41
Regno Unito – La crescita c'è ma non decolla	59
Asia	60
Giappone - La crescita riprende, i rischi di disastro fiscale aumentano	60
Cina - Segnali di rallentamento dai consumi ma non ancora dagli investimenti e inflazione vicina al picco	67
India - Crescita su un sentiero di moderato rallentamento; rischi ancora al rialzo sull'inflazione	74
Mercati valutari - Dollaro, sterlina e yen sulla stessa barca	80

Giugno 2011

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

Marco Rocchi
Economista

Alessio Tiberi
Economista

Asmara Jamaleh
Economista – Mercati Valutari

International Economics

Silvia Guizzo
Economista Macro - Asia
Emergenti

I prezzi del presente documento sono aggiornati al 05.07.2011

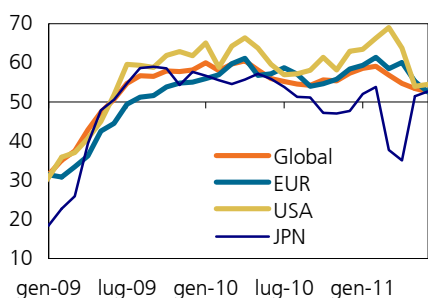
Vedere l'Appendice per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni

Fattori transitori dominanti nel rallentamento primaverile

Nei mesi primaverili si è concretizzato un diffuso e netto rallentamento degli indici mondiali di attività economica, sia fra le indagini congiunturali, sia fra le rilevazioni statistiche ufficiali di produzione e ordinativi. Il peggioramento è stato più marcato in Giappone, dove la catastrofe di Tohoku ha causato un netto calo della produzione industriale ed elettrica che ancora nel mese di maggio non era stato riassorbito che in minima parte.

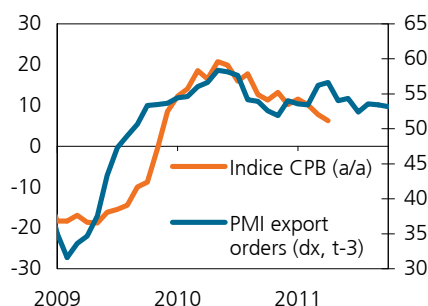
Luca Mezzomo

Indice PMI manifatturiero - produzione



Fonte: Markit

Commercio mondiale e PMI export



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Markit e CPB

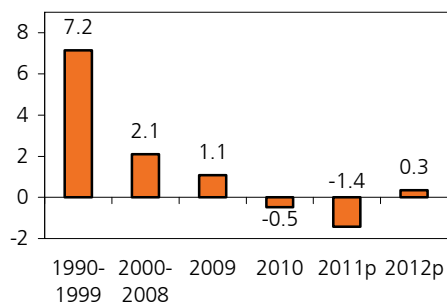
In che misura il fenomeno osservato dipende da fattori transitori, e quanto al contrario è foriero di ritmi di espansione economica strutturalmente più bassi dopo il rimbalzo del primo anno di ripresa? Nell'ambito dei fattori transitori che hanno contribuito a frenare l'espansione della domanda vanno annoverati: il rincaro delle quotazioni petrolifere avvenuto nel 4° trimestre 2010 e proseguito fino all'inizio del 2° trimestre 2011, ma ora in parte riassorbito; il già citato terremoto di Tohoku; la stabilizzazione del deficit federale statunitense, che implica la transizione da una fase di stimolo attivo a una di neutralità della politica fiscale. Limitandoci ai primi due fattori, è possibile valutare mediante i modelli strutturali dell'economia mondiale la scansione temporale degli effetti negativi sulla crescita. A tal fine, si può confrontare lo scenario effettivo con uno simulato sulla base di prezzi del petrolio costanti e di un andamento dell'economia giapponese depurato dagli ipotetici effetti del terremoto. Ne risulta che l'effetto negativo, definito come deviazione dal tasso di crescita di base, tocca il massimo nel 2° trimestre, per poi recedere dal 3° trimestre e divenire marginale già nel 4° trimestre 2011, quando l'impatto del rincaro petrolifero si è quasi esaurito e si manifesta il flusso di spesa per la ricostruzione in Giappone. Nel momento di massimo freno, l'impatto sulla crescita del PIL mondiale raggiunge lo 0,3%. La rilevanza di tali effetti potrebbe giustificare una riaccelerazione della crescita mondiale nel 2° semestre.

Variazione del saldo primario corretto per il ciclo (% del PIL)

	2010	2011p	2012p
EUR	-1.4	1.4	0.6
GBR	1.9	1.7	1.6
USA	-0.8	-0.5	2.5
JPN	-0.3	-0.6	1.0
Emergenti	0.4	0.9	0.5

Nota: un numero negativo (positivo) indica allentamento (restrizione) della politica fiscale
 Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati della Commissione Europea (Economic Forecast - Spring 2011) e del FMI (Fiscal Monitor)

Tassi reali di interesse, media OCSE



Fonte: Intesa Sanpaolo

Tuttavia, non si vedono motivi per valutare come in regresso i rischi a più lungo termine. I temi rimangono quelli descritti tre mesi fa: restrizione fiscale nell'Eurozona (che toccherà il massimo proprio nel corso di quest'anno, con effetti più visibili sui dati 2012), restrizione monetaria nei Paesi emergenti, necessità di restrizione fiscale e monetaria negli Stati Uniti e in Giappone (fra il 2012 e il 2013). La crescita media annua potrebbe non riflettere adeguatamente le tendenze in corso a causa del rimbalzo post-terremoto della crescita giapponese, che maschererà un trend generale di rallentamento dell'espansione economica.

Un tema della previsione è che crisi del debito e maggiore intensità della restrizione fiscale penalizzeranno l'Eurozona relativamente al resto del mondo, a meno che non si verifichi contemporaneamente un importante deprezzamento del cambio. Lo scenario ipotizza effettivamente che le dinamiche relative della crescita e della politica monetaria tendano a favorire il dollaro sull'euro. Più difficile è valutare l'impatto della crisi del debito. Teoricamente, il lancio di un nuovo programma di sostegno finanziario alla Grecia garantisce la copertura del fabbisogno dei prossimi anni; in pratica, però, il successo del nuovo programma dipende dalla realizzazione di una massiccia restrizione fiscale e un colossale programma di privatizzazioni (v. pag. 44), due condizioni sulle quali è legittimo nutrire dei dubbi.

Proiezioni sui prezzi delle materie prime					
	2008	2009	2010	2011	2012
Petrolio (Brent, dollari al barile)	97.2	61.6	79.8	110.8	104.2
	+34.0	-36.6	+29.6	+38.8	-5.9
Materie prime esclusi combustibili (1990=100)	151.2	127.4	161.0	203.5	181.0
	+7.5	-15.7	+26.4	+26.4	-11.1
Metalli (1990=100)	169.0	136.5	202.3	257.0	221.7
	-7.8	-19.2	+48.2	+27.0	-13.7
Agricole (1990=100)	113.3	94.1	125.3	154.7	124.7
	-0.8	-17.0	+33.2	+23.4	-19.4

Nota: livelli e variazioni medie annue. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

La crescita economica per area geografica (variazioni del PIL a prezzi costanti, a/a)					
	2008	2009	2010	2011	2012
Stati Uniti	0.0	-2.6	2.9	2.5	2.6
Giappone	-1.2	-6.3	4.0	0.7	3.3
Area Euro	0.3	-4.1	1.7	2.1	1.5
Europa Orientale	4.8	-5.6	3.3	4.2	4.3
America Latina	3.8	-2.3	6.2	4.5	5.0
OPEC	5.7	1.0	3.7	4.4	5.0
Asia orientale	6.1	5.4	9.0	7.1	7.3
Africa	5.0	1.8	4.0	4.7	5.1
Crescita mondiale	2.8	-0.6	5.0	4.0	4.3

Per le aree, l'aggregazione viene effettuata a cambi e prezzi costanti 2005. Europa Orientale: Bulgaria, Rep. Ceca, Ungheria, Romania, Russia, Polonia, Ucraina, Bielorussia. America Latina: include Messico e Venezuela. Asia Orientale: escluso Giappone. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il quadro per area in sintesi

Negli Stati Uniti, il recente rallentamento della **crescita** dovrebbe essere in gran parte di natura transitoria. I fattori temporanei che hanno frenato la domanda nel 1° semestre sono: 1) l'aumento dei prezzi delle materie prime, 2) il crollo della produzione e delle esportazioni giapponesi dopo il terremoto di marzo e 3) la restrizione fiscale legata al periodo prolungato di esercizio provvisorio nella prima parte dell'anno. Questi elementi si stanno riassorbendo e già dal 3° trimestre si dovrebbe vedere una riaccelerazione della domanda. La previsione per il prossimo biennio è di crescita moderata, 2,5% nel 2011 e 2,6% nel 2012, con un calo molto graduale della disoccupazione e un freno derivante dalla fine dello stimolo fiscale. L'**inflazione core** ha svoltato a fine 2010 e manterrà un trend verso l'alto piuttosto rapido nel 2011, più moderato nel 2012. La **Fed** è entrata in una fase di pausa, con stimolo monetario invariato. In autunno, se lo scenario congiunturale migliorerà, potrebbero iniziare i preparativi per la svolta. Il primo rialzo

Stati Uniti

dei tassi dovrebbe avvenire verso la fine del 2° trimestre 2012. Lo scenario di **politica fiscale** rimane incerto. Nel 2012, l'esaurirsi di diverse misure espansive porterà a un aumento di restrizione fiscale "passivo" di circa 180 miliardi di dollari. Intanto, proseguono i negoziati per l'aumento del limite legale del debito che dovrebbero concludersi entro fine luglio con un accordo di riduzione futura dei deficit, senza toccare sanità e previdenza. L'insostenibilità dello scenario della politica fiscale americana rimane intatta.

Il picco dell'attuale ciclo di **crescita** potrebbe essere alle spalle e si potrebbe assistere a una moderazione dell'attività economica man mano che ci si avvicina al 2012, indotta principalmente dagli effetti della stretta fiscale e da un ciclo internazionale un po' meno vivace. Guardando alle medie annue, il rallentamento potrebbe essere abbastanza ampio, da 2,1 a 1,5%. I consumi delle famiglie peraltro rimarranno l'anello debole della crescita. La correzione fiscale in corso nei Paesi periferici aiuta a ridurre gli squilibri di parte corrente, ma (insieme a condizioni finanziarie relativamente più restrittive) mantiene la periferia su un sentiero di crescita divergente. Tra gennaio e giugno l'**inflazione** ha accelerato più del previsto, ancora una volta per effetto dell'impennata del prezzo del greggio. Nel 2012, l'inflazione è attesa tornare appena al di sotto del 2%, ma il rischio che rimanga sopra target non è trascurabile e non deriva soltanto dall'energia. Tassazione indiretta e prezzi amministrati peseranno sulla dinamica inflazionistica in particolare nei Paesi periferici, data l'urgenza di consolidamento fiscale. L'esito del voto parlamentare greco ha allontanato lo spettro di scenari catastrofici, almeno per i mesi estivi, e dovrebbe consentire alla **BCE** di procedere nel percorso di normalizzazione della politica monetaria con un altro rialzo in autunno. Le misure non convenzionali consentiranno alla BCE di gestire eventuali ricadute della crisi sul debito sovrano fino a ottobre, e rappresenteranno il principale contributo della Banca centrale alla difesa della stabilità finanziaria.

Area euro

Il 2011 dovrebbe vedere una contrazione del PIL di **-0,9%**, seguita da una ripresa sostenuta nel 2012, con una previsione di crescita del **3,3%**. Nel 2011 l'attività di ricostruzione dovrebbe portare a una crescita positiva a partire dal 4° trimestre, ma già a partire dal 3° trimestre la produzione industriale dovrebbe tornare sui livelli pre-terremoto. Il canale estero dovrebbe temporaneamente contribuire alla contrazione del PIL. La **politica fiscale** rimane estremamente incerta: il secondo budget supplementare dovrebbe essere presentato entro fine mese e approvato a luglio, ma continua a mancare una linea incisiva di interventi e segnali relativi al finanziamento dell'attività pubblica di ricostruzione, anche a causa della debolezza del Governo. I rischi principali per il Giappone derivano dal progressivo aumento dell'insostenibilità del debito pubblico, aggravati dal rapido calo del risparmio domestico. La **politica monetaria** rimane espansiva e potrebbe introdurre nuove misure di stimolo quantitativo nel prossimo anno. L'inflazione è temporaneamente in territorio positivo, ma già a partire da agosto tornerà la deflazione, dopo la revisione del paniere del CPI.

Asia:

Giappone

Il PIL cinese è cresciuto del 9,7% a/a nel 1° trimestre 2011 in linea con i due trimestri precedenti. Stimiamo che il contributo maggiore alla dinamica del PIL sia venuto ancora dagli investimenti e dai consumi privati, mentre il canale estero abbia fornito un contributo negativo. L'andamento del credito e della liquidità, che sembrano anticipare la crescita del PIL di tre trimestri, insieme alla moderazione degli indici di attività e degli indici anticipatori, puntano a un'ulteriore decelerazione dell'economia nella seconda parte dell'anno. L'unica variabile che, contrariamente alle nostre attese, ha mostrato una sensibile accelerazione è quella degli investimenti fissi, in particolare in edilizia residenziale. Il rallentamento atteso del credito, tuttavia, dovrebbe invertire questo trend nella seconda parte dell'anno. Le prospettive di crescita del PIL rimangono elevate, ma in rallentamento rispetto al 2010 all'8,9% nel 2011 e all'8,3% nel 2012. L'inflazione dei prezzi al consumo è salita fino al 5,5% a maggio guidata da aumenti anche al di fuori del comparto alimentare. L'inflazione dovrebbe rimanere in media intorno al 5,5% anche nel 3° trimestre per poi cominciare a scendere nell'ultima parte dell'anno. Dopo i rialzi del CRR i tassi reali e i tassi sul mercato interbancario sono più elevati rispetto al 2008, quando crescita e inflazione erano superiori rispetto a quelle attuali. Le condizioni monetarie potrebbero dunque non essere più molto distanti dalla neutralità. Ci aspettiamo che, in assenza di segnali di

Cina

rallentamento dell'attività più marcati delle nostre attese, la PBOC effettui ancora due rialzi dei tassi di 25pb entro fine anno e al massimo altri due rialzi del coefficiente di riserva obbligatoria. La possibilità di un rallentamento dell'attività sul mercato immobiliare più ampio delle attese continua 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.

Nel 1° trimestre 2011 il PIL dell'India è cresciuto del 7,8% (al costo dei fattori). Il rallentamento rispetto ai trimestri precedenti è in parte dovuto al confronto con una crescita molto elevata nel 1° trimestre 2010 e in parte a un rallentamento degli investimenti. I consumi privati hanno continuato a mostrare un'ottima tenuta (8,0% a/a) e il contributo del canale estero è stato positivo per il 2° trimestre consecutivo. Una dinamica di crescita elevata, seppur in rallentamento, continuerà a caratterizzare l'economia indiana anche nel 2011, con un sostegno dei consumi privati e pubblici e del canale estero che compenseranno il rallentamento degli investimenti frenati dall'aumento dei tassi reali. La crescita è prevista all'8,0% nel 2011 e in aumento all'8,3% nel 2012 grazie a un'attesa ripresa degli investimenti. L'inflazione continua a essere elevata. Le varie misure di inflazione dei prezzi al consumo si collocano tra il 9,1% e il 9,4% a/a in aprile e l'inflazione dei prezzi all'ingrosso è risalita fino a 9,1% a maggio dall'8,7% in aprile, guidata da aumenti al di fuori del comparto alimentare. La Banca centrale continuerà ad agire per contenere l'aumento dell'inflazione mantenendo i tassi reali marginalmente positivi, ma con rialzi gradualmente. Continuiamo ad aspettarci che la Reserve Bank of India (RBI) porti il tasso repo all'8% entro la fine dell'anno. Il deficit pubblico è previsto in peggioramento al 5% nel corrente anno solare. Il deficit delle partite correnti è atteso stabile al 3,5% nel 2011 e nel 2012.

India

Stati Uniti

- Il PIL nel 1° semestre dovrebbe mostrare una crescita molto deludente, frenata da consumi relativamente deboli e spesa pubblica in calo, ma il 2° semestre dovrebbe essere in riaccelerazione. La previsione per il prossimo biennio è di crescita moderata, **2,5% nel 2011 e 2,6% nel 2012**, con un calo molto graduale della disoccupazione e un freno derivante dalla fine dello stimolo fiscale.
- L'**inflazione core** ha svoltato e manterrà un trend verso l'alto piuttosto rapido nel 2011, più moderato nel 2012: tutte le misure dei prezzi *core* segnalano da mesi la fine dei rischi di eccessiva disinflazione. A fine 2011 il CPI core dovrebbe essere vicino all'1,8-1,9% a/a. L'inflazione *headline* dovrebbe toccare il picco nel 3° trimestre e normalizzarsi dalla seconda metà dell'anno in poi, grazie al calo dei prezzi energetici
- La **politica fiscale** è stata restrittiva nel 1° semestre anche a livello federale. Nel nostro scenario ipotizziamo per il prossimo anno una **correzione del deficit federale** di 200-250 miliardi, in parte legata alla fine di misure attuate in passato e in misura minore alla correzione su spesa discrezionale derivante dal probabile accordo per il limite legale. Questa restrizione si sommerà a budget restrittivi a livello locale e statale almeno fino al 2013. La politica fiscale federale rimane su un sentiero insostenibile, che troverà correzione strutturale non prima del 2013.
- La **politica monetaria** è entrata in una fase di pausa, che mantiene invariata, per ora, la stance super-espansiva attraverso il reinvestimento dei titoli in scadenza. Se il rallentamento attuale si dimostrerà temporaneo, dall'autunno dovrebbero iniziare i preparativi per la svolta, con il primo rialzo dei tassi atteso nel 2° trimestre 2012.

Giovanna Mossetti

Previsioni macro	2010	2011	2012	2010	2011				2012		
				4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (US\$ 1996, a/a)	2,9	2,5	2,6	2,8	2,3	2,5	2,6	2,5	2,5	2,5	2,6
- trim./trim. annualizzato				3,1	1,9	2,3	3,2	2,6	1,8	2,6	3,5
Consumi privati	1,7	2,6	2,6	4,0	2,2	1,7	3,2	3,0	1,8	2,5	3,2
IFL - privati non residenziali	5,7	7,5	8,9	7,7	2,0	8,3	9,1	9,5	8,5	8,5	9,5
IFL - privati residenziali	-3,0	-1,0	11,5	3,3	-1,9	0,2	6,8	10,3	11,7	16,9	14,2
Consumi e inv. pubblici	1,0	-1,2	-0,2	-1,7	-5,8	1,4	-2,4	-0,9	0,0	0,5	0,7
Esportazioni	11,7	8,2	8,7	8,6	7,7	8,6	9,0	8,9	7,0	9,2	10,1
Importazioni	12,6	5,0	8,9	-12,6	5,1	5,3	7,5	9,5	8,8	10,4	9,4
Var. scorte (contrib., % PIL)	1,4	0,0	0,1	-0,8	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Partite correnti (% PIL)	-3,2	-3,5	-3,6	-3,1	-3,6	-3,6	-3,6	-3,5	-3,6	-3,7	-3,7
Deficit Federale (% PIL)	-10,2	-9,1	-7,4								
Debito pubblico (% PIL)	93,9	99,3	102,3								
CPI (a/a)	1,6	3,2	2,2	1,3	2,1	3,5	3,6	3,4	2,7	1,7	2,1
Produzione Industriale	5,3	5,6	5,1	3,1	6,1	5,9	6,4	5,8	3,9	4,1	5,7
Disoccupazione (%)	9,6	8,9	8,3	9,6	8,9	9,1	8,9	8,8	8,5	8,4	8,3
Federal Funds (%)	0,25	0,25	0,73	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,42	0,92
Tasso a 10 anni (%)	3,21	3,78	4,33	2,86	3,46	3,54	3,91	4,23	4,39	4,29	4,30
Cambio effettivo	75,6	71,4	76,6	73,2	72,1	70,2	70,4	73,0	75,1	76,6	77,4

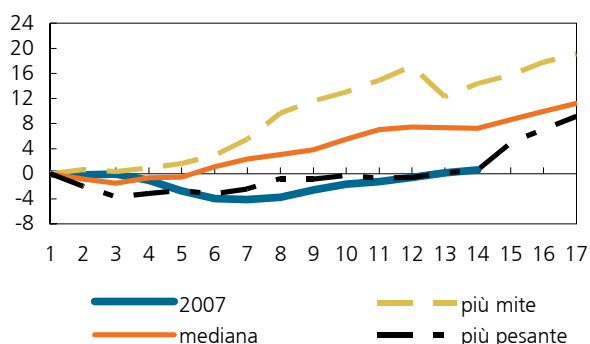
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato.

Fonte: EcoWin, Intesa Sanpaolo

La crescita dovrebbe riaccelerare nel 2° semestre, ma la velocità di crociera rimarrà deludente

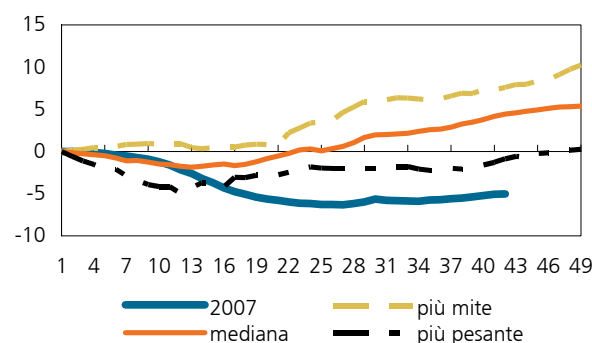
Il PIL nel 1° semestre dovrebbe mostrare una crescita molto deludente, frenata da consumi relativamente deboli e spesa pubblica in calo, ma il 2° semestre dovrebbe essere in riaccelerazione. La previsione per il prossimo biennio è di crescita moderata, **2,5% nel 2011 e 2,6% nel 2012**, con un calo molto graduale della disoccupazione e un freno derivante dalla fine dello stimolo fiscale. La debolezza di questa ripresa, così sotto-sono in termini di crescita nonostante politiche economiche straordinariamente espansive, è determinata da due fattori, uno ciclico, l'altro strutturale. Il **fattore ciclico** deriva dalla crisi finanziaria associata alla recessione, che lascia un'eredità prolungata, come evidenziato dal lavoro di Reinhart-Rogoff. Il **fattore strutturale** è legato alla finanza pubblica: si deve chiudere un deficit corretto per il ciclo senza precedenti in tempo di pace, che si somma agli effetti attesi dall'invecchiamento della popolazione e dall'aumento prospettico della spesa sanitaria e pensionistica. Per ora comunque lo scenario americano dipende ancora in misura preponderante dalle politiche economiche, che dovrebbero svoltare nel prossimo biennio. Un'analisi degli scenari di politica monetaria e fiscale è contenuta in due focus che seguono questa sezione.

La crescita del PIL si sta normalizzando ...



Fonte: Minneapolis Fed
Asse ordinate: Crescita del PIL dall'inizio della recessione
Asse ascisse: numero di trimestri dall'inizio della recessione. Recessioni definite da datazione NBER dal 1945 in poi

... ma sull'occupazione si rompe ogni record negativo



Fonte: Minneapolis Fed
Asse ordinate: Crescita degli occupati non agricoli dall'inizio della recessione
Asse ascisse: numero di mesi dall'inizio della recessione Recessioni definite da datazione NBER dal 1945 in poi

1. Crescita modesta nel prossimo biennio, in attesa della correzione fiscale dopo il 2013

I dati congiunturali da maggio in poi hanno segnalato rallentamento in tutti i settori: le indagini presso le imprese hanno corretto da livelli molto elevati nel 1° trimestre e la dinamica occupazionale ha rallentato. La preoccupazione per un *double dip* è tornata in primo piano, ma gran parte del rallentamento della domanda è da attribuire a fenomeni temporanei. L'aumento dei **prezzi delle materie prime** di inizio anno ha pesato sulle imprese e sulle famiglie. A questo si è aggiunto il contributo negativo al settore manifatturiero derivante dai contraccolpi internazionali del **terremoto giapponese**, soprattutto nel comparto auto, con ripercussioni anche sull'occupazione: questo effetto però dovrebbe riassorbirsi nei prossimi mesi. Infine, la **politica fiscale** federale è stata particolarmente restrittiva nel 1° trimestre in seguito al periodo prolungato di esercizio provvisorio in atto durante le discussioni sul budget 2011, con un effetto negativo che si è sommato alla pesante restrizione in atto sia a livello statale sia locale.

Lo scenario macroeconomico degli Stati Uniti è in generale deludente rispetto alle fasi di ripresa del passato, per tre motivi: 1) la crescita precedente la recessione era insostenibile e gonfiata da un eccesso di debito; 2) la crescita potenziale è inferiore rispetto ai cicli precedenti anche per fattori strutturali (distruzione di capacità produttiva legata alla recessione e invecchiamento della popolazione); e infine 3) la correzione degli squilibri nel settore immobiliare richiederà tempo e

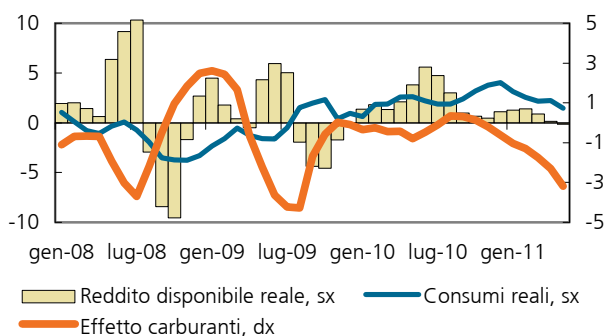
Scenario Macroeconomico

Giugno 2011

lascia la domanda senza una componente tipicamente importante nelle fasi di ripresa. Per questi motivi, una dinamica del PIL americano intorno al 2,5-2,8% deve essere considerata soddisfacente e non può essere migliorata da nuovi interventi di stimolo fiscale o monetario.

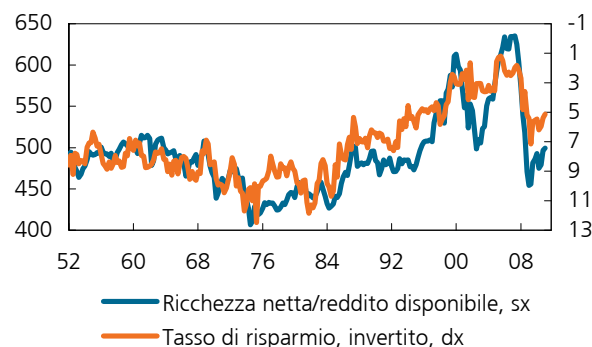
- **Consumi.** Il 2° trimestre dovrebbe vedere ulteriore rallentamento dei consumi (+1,7% t/t ann., da +2,2% t/t ann. nel 1° trimestre): la dinamica del **prezzo della benzina** è il fattore primario di freno alla spesa nella prima metà del 2011. La previsione di un calo dei prezzi energetici, spinto anche dal recente annuncio di immissione di 60 milioni di barili di greggio delle riserve strategiche dell'IEA, sostiene la previsione di una ripresa dei consumi nel 2° semestre. Un secondo fattore di freno temporaneo alla spesa delle famiglie viene dal crollo delle vendite di auto, dovuto in gran parte a riduzione dell'offerta legata agli effetti del terremoto giapponese. Inoltre, la restrizione fiscale causata dall'esercizio provvisorio dovrebbe svoltare. Mentre le famiglie continuano a ridurre il loro debito totale (-2% t/t ann. nel 1° trimestre 2011, secondo i dati dei flussi dei fondi), il credito al consumo è in aumento da inizio anno e non segnala svolte negative. Infine, nonostante il proseguimento del calo della ricchezza immobiliare, la ricchezza netta delle famiglie è tornata a crescere e il tasso di risparmio dovrebbe stabilizzarsi intorno al 5%. **Il trend di crescita dei consumi dovrebbe restare sopra al 2%.**

La benzina frena i consumi



Fonte: EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

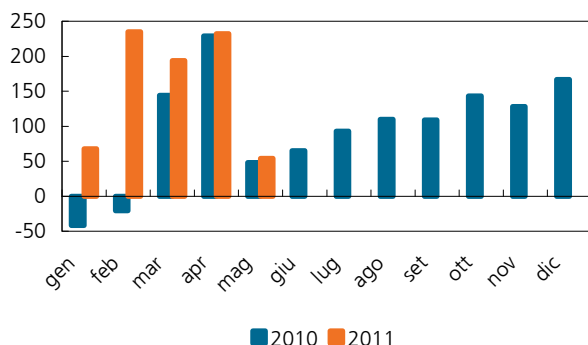
Il tasso di risparmio ha corretto gran parte degli eccessi



Fonte: Flow of Funds, Federal Reserve

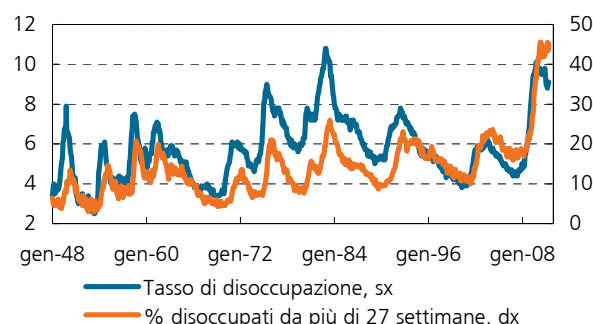
- **Mercato del lavoro.** La preoccupazione principale per lo scenario USA rimane il mercato del lavoro, che a maggio ha registrato un aumento di soli 83 mila occupati nel settore privato. Come mostra il grafico sottostante, a maggio 2010 si era visto un dato quasi ugualmente debole (+48 mila), seguito poi da un trend in rialzo. Manteniamo la previsione che i nuovi occupati complessivi siano mediamente circa 150-180 mila nel prossimo anno e mezzo, appena in grado di riassorbire i nuovi partecipanti alla forza lavoro, con un conseguente modesto lento calo del tasso di disoccupazione. Il problema dei disoccupati di lunga durata continua ad aggravarsi e giustifica stime di un tasso di disoccupazione di equilibrio in aumento rispetto al ciclo precedente (stime comprese fra 6 e 7%, rispetto a una stima della Fed di 5,2-5,6% e del CBO di 5,2%). Il tasso di disoccupazione potrebbe ridursi più rapidamente nella prima metà del 2012, con la conclusione dei programmi di estensione dei sussidi di disoccupazione. Secondo stime della Fed, l'estensione dei sussidi potrebbe avere determinato un aumento del tasso di disoccupazione di quasi un punto percentuale. Tuttavia, il ciclo attuale in termini di recupero occupazionale è il peggiore del secondo dopoguerra (si veda grafico a pag. 7) e difficilmente recupererà nei prossimi trimestri.

Nuovi occupati non agricoli del settore privato: déjà vu?



Fonte: EcoWin

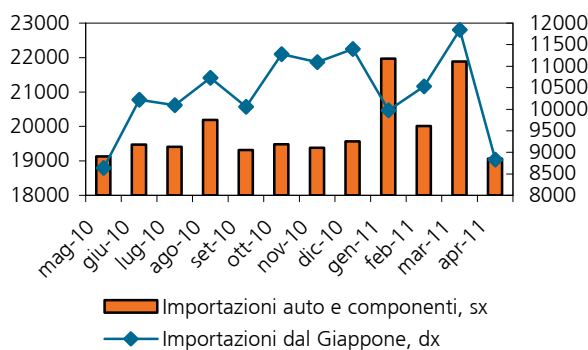
Secondo la Fed, il calo del tasso di disoccupazione è di una "lentezza frustrante"



Fonte: EcoWin

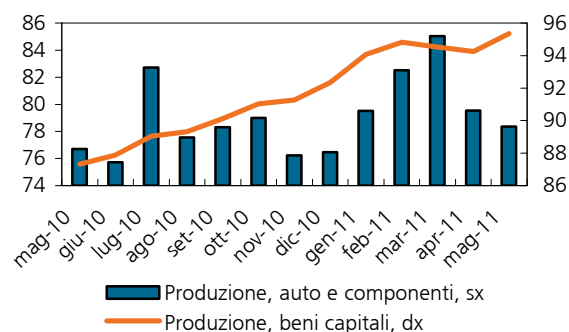
▪ **Investimenti non residenziali.** Il settore manifatturiero ha dato ampi segni di rallentamento, sia nelle indagini sia nei dati. Una parte di quanto visto deriva dagli effetti del terremoto giapponese, soprattutto per quanto riguarda il settore auto. La svolta della produzione industriale in Giappone, molto rapida soprattutto nel settore trasporti, conferma l'aspettativa di una ripresa della produzione e delle consegne anche negli Stati Uniti durante i mesi estivi. Inoltre, a fine 2011 scadono gli incentivi agli investimenti fissi che erano stati istituiti con il pacchetto di stimolo fiscale del 2009 e che potrebbero determinare un rimbalzo finale nel 4° trimestre. Gli investimenti in strutture restano su un sentiero calante, ma il tasso di correzione si sta riducendo.

Il settore auto frenato dal terremoto giapponese ...



Fonte: EcoWin

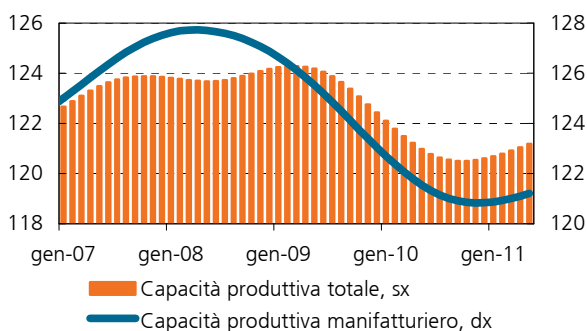
... ma il rallentamento dovrebbe essere temporaneo



Fonte: EcoWin

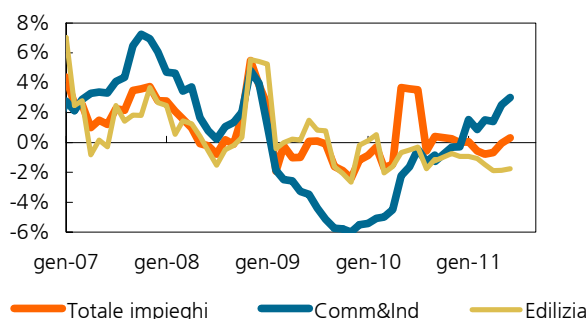
Il debito delle imprese non finanziarie è in accelerazione: i flussi dei fondi del 1° trimestre mostrano una crescita del 4% t/t ann., dopo +1,9% t/t del 4° trimestre 2010; fino a metà 2010, il debito delle imprese non finanziarie era in calo su base trimestrale. I dati positivi riguardano soprattutto prestiti e obbligazioni, mentre rimane modesta la dinamica della carta commerciale e negativa quella dei prestiti immobiliari. I prestiti industriali e commerciali sono in aumento su base mensile dal 4° trimestre 2010; negli ultimi tre mesi, la variazione mensile ann. media è stata di 11,6%. La ripresa dei prestiti suggerisce che il rallentamento dell'attività dei mesi recenti è percepito come temporaneo. **Gli investimenti fissi non residenziali dovrebbero crescere del 7,8% nel 2011 e dell'8,9% nel 2012.** Nonostante la ripresa degli investimenti fissi, la capacità produttiva è sui livelli del 2005: un calo della capacità produttiva non si era mai verificato nei cicli del dopoguerra e contribuisce a limitare la crescita potenziale nei prossimi anni.

La ripresa della crescita non basta a recuperare i livelli di capacità produttiva pre-recessivi



Fonte: EcoWin

Credito bancario: i prestiti industriali e commerciali accelerano



Fonte: EcoWin. Variazioni 3m/3m

- **Investimenti non residenziali.** Il settore delle costruzioni residenziali rimane stagnante e difficilmente contribuirà alla crescita della domanda fino a quando non si sarà smaltito l'eccesso di case invendute e la mole di case pignorate, che contribuiscono ancora a circa un terzo delle vendite di case esistenti.
- **Spesa pubblica.** La contrazione della **spesa federale** del 1° trimestre è stata ingigantita dall'esercizio provvisorio in atto da fine 2010 per i negoziati sul budget 2011. Il 2° trimestre dovrebbe vedere un recupero della spesa federale, mentre a livello statale e locale la correzione proseguirà nei prossimi anni, frenando il reddito disponibile e l'occupazione. Gli **Stati** manterranno una politica fiscale ampiamente restrittiva, con una riduzione dei budget prevista di 103 miliardi nel 2012 e 46 miliardi nel 2013, dopo una restrizione di 130 miliardi nel 2011, 191 miliardi nel 2010 e 110 miliardi nel 2009 (gli anni fiscali per gli stati in genere iniziano a luglio). La restrizione netta sarà però più massiccia nel 2012 perché i fondi ARRA saranno irrilevanti (6 miliardi, contro i 59 del 2011). Al netto dei fondi ARRA, nel 2012 gli Stati restringeranno i budget complessivamente di 126 miliardi di dollari. A questa restrizione si somma la restrizione attesa a livello locale. A livello federale la politica fiscale è ancora incerta per via dei negoziati in corso sul limite legale del debito. Nel nostro scenario ipotizziamo per il prossimo anno una **correzione del deficit federale** di 150-200 miliardi, in parte legata alla fine di misure attuate in passato e in misura minore correzione su spesa discrezionale derivante dal probabile accordo per il limite legale. A fine 2011 scade la riduzione della *payroll tax*, tuttavia non è da escludere che possa venire estesa al 2012, considerando che l'anno prossimo è un anno elettorale.

2. Il trend al rialzo dell'inflazione sottostante è solido

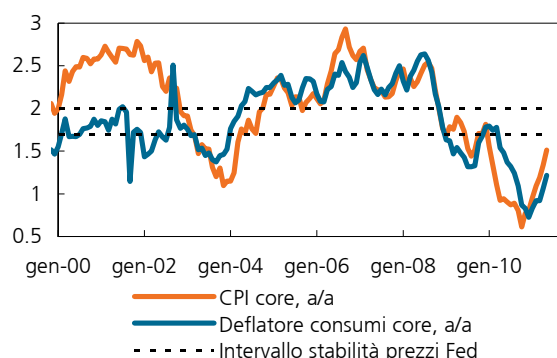
L'inflazione *core* ha svoltato a fine 2010: tutte le misure sottostanti di inflazione segnalano da mesi la fine dei rischi di eccessiva disinflazione. Il trend sottostante dell'inflazione sarà verso l'alto per tutto il 2011 e per parte del 2012, mentre l'inflazione misurata sull'indice generale dovrebbe toccare il picco nel 3° trimestre e normalizzarsi dalla seconda metà dell'anno in poi, grazie al calo dei prezzi energetici. A fine 2011 il CPI senza alimentari ed energia dovrebbe essere vicino all'1,8-1,9% a/a, e il deflatore *core* dovrebbe chiudere gran parte del differenziale con il CPI ed essere in un intervallo compreso vicino all'1,7% a/a a fine 2011, avvicinandosi così alla definizione di stabilità dei prezzi della Fed.

La svolta dell'inflazione riflette diversi fattori che si rinforzano a vicenda. I principali sono l'aumento di **pricing power delle imprese**, la dinamica positiva di **affitti e affitti figurativi**, il rialzo dei **prezzi importati** per via degli effetti del dollaro debole e dei rialzi dei prezzi nei Paesi emergenti. Questi sono fattori permanenti. Sulla dinamica più recente pesa anche qualche fattore transitorio, come l'aumento delle tariffe aeree (prezzo del petrolio) e delle auto (problemi di offerta derivanti dal terremoto giapponese), che dovrebbero correggere nei prossimi mesi.

- **Abitazione.** Fra le spinte durature verso l'alto sui prezzi *core*, la principale viene dall'**abitazione**. Il peso della voce affitti figurativi è del 23,8% sul CPI e dell'11% sul deflatore; gli affitti pesano il 5,9% sul CPI e il 3% sul deflatore e determinano gran parte del trend verso l'alto della componente *core* di tutti gli indici di prezzo. La voce "*shelter*" dopo lo scoppio della bolla immobiliare ha registrato un trend negativo, che ha contribuito in misura preponderante al processo di disinflazione fino a metà 2010. Affitti e affitti figurativi sono calati, in risposta al crollo dei prezzi delle case e al rallentamento della formazione di nuove unità familiari derivante dall'asprezza della recessione.

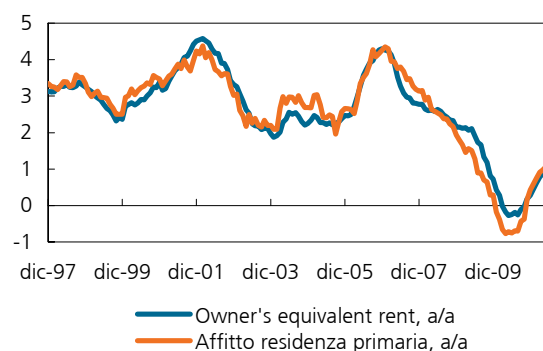
L'inversione dei trend sul mercato immobiliare si trasforma ora in spinte verso l'alto dell'inflazione. Il calo della percentuale di proprietari di abitazione dal picco pre-crisi ha spostato la domanda verso il segmento degli affitti, in netto aumento da metà 2010. Il miglioramento del ciclo si osserva anche in un ritorno alla crescita della formazione di nuove unità familiari, che spingono la domanda per abitazioni in affitto più che in acquisto. Gli affitti sono attesi in ulteriore forte accelerazione nel 2011. Gli affitti rilevati nel CPI sottostimano gli affitti effettivi e sono ritardati. I contratti di affitto effettivi sono rilevati da società specializzate. I dati di Axiometrics, per esempio, mostrano aumenti mensili degli affitti effettivi di 0,7% m/m a febbraio, e di 0,96% fra gennaio e febbraio (in aumento rispetto a +0,79% per il 1° bimestre 2010). Su base tendenziale, **gli affitti sono aumentati del 4,7% a/a a febbraio a livello nazionale**, a fronte di un aumento del tasso di utilizzo delle unità abitative disponibili. L'interruzione, se pure incerta, del trend di forte correzione dei prezzi delle case, ha determinato un ritorno a variazioni modeste, ma positive, degli affitti figurativi a partire dall'autunno dello scorso anno.

L'inflazione *core* si avvicina alla definizione di stabilità dei prezzi



Fonte: EcoWin

Il deflatore recupererà terreno nella seconda metà del 2011

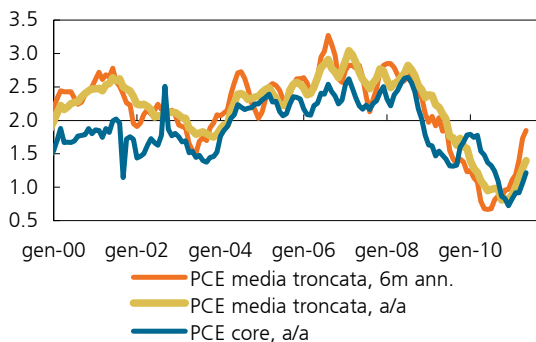


Fonte: EcoWin

In conclusione, si deve prevedere un'accelerazione ulteriore degli affitti e una dinamica cautamente positiva degli affitti figurativi. Guardando alla dinamica degli affitti rilevati nel CPI, nel 2010 la variazione media mensile è stata di 0,03%. Un'accelerazione a incrementi medi di 0,22 (come la media dal 1997 al 2010) contribuirebbe alla dinamica del CPI *core* per 0,2pp; una variazione media degli affitti figurativi di 0,2% m/m (come la media delle variazioni 1997-2010) contribuirebbe al CPI *core* per 0,72pp; il contributo complessivo sarebbe vicino a 0,9pp. Sul deflatore *core*, aumenti di affitti e affitti figurativi dello 0,2% m/m darebbero un contributo di circa 0,5pp. Anche variazioni più contenute rispetto alle medie storiche comunque contribuirebbero a spingere il deflatore e il CPI *core* all'interno dell'intervallo di stabilità dei prezzi, pur in presenza di un tasso di disoccupazione ancora molto elevato.

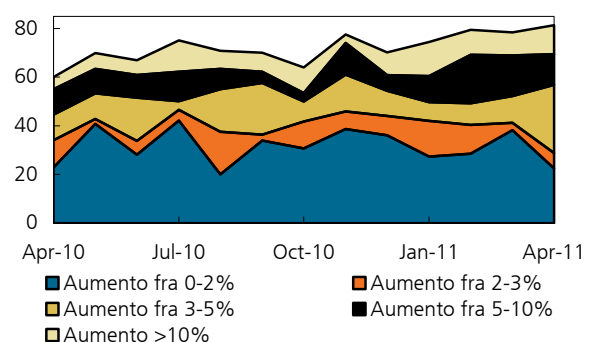
- **Non solo case: la svolta dei prezzi è diffusa.** Il trend verso l'alto dell'inflazione *core* non è dovuto solo all'abitazione. Indicatori più efficienti rispetto agli indici ex-alimentari ed energia per misurare il trend sottostante dei prezzi sono la mediana e la media troncata. Come si osserva da queste due misure e dalla distribuzione degli aumenti dei prezzi (si vedano grafici qui sotto), la forza dietro la svolta dell'inflazione è diffusa alla maggior parte delle componenti degli indici. La media troncata calcolata dalla Dallas Fed esclude le voci agli estremi della distribuzione delle variazioni, con un peso complessivo del 16% (diviso simmetricamente). Questo porta, in genere, a escludere gran parte delle voci di energia e alimentari, oltre ad altre componenti con maggior volatilità (si veda <http://www.dallasfed.org/data/pce/detail.xls> per la lista delle voci incluse ed escluse). L'inflazione misurata con la media troncata dalla Dallas Fed a sei mesi ann. è in rapido aumento, come appare dal grafico qui sotto a sinistra, e sta crescendo il peso delle voci che hanno aumenti superiori al 3%.

La media troncata prevede bene il trend del deflatore



Fonte: BLS, Dallas Fed

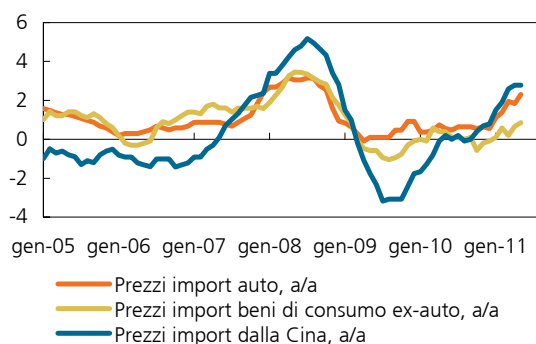
Cresce il peso degli aumenti superiori al 3%



Fonte: Dallas Fed. Percentuale di voci con aumenti negli intervalli indicati

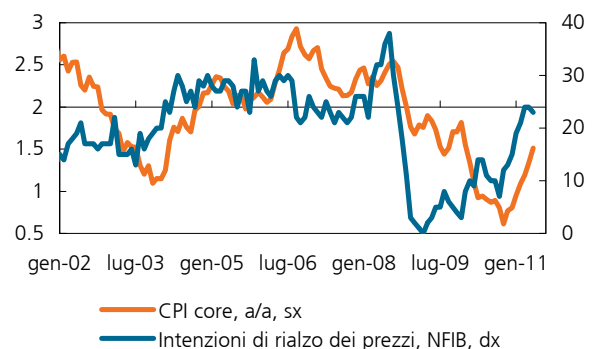
Infine, le indagini riportano in modo persistente il messaggio che le imprese stanno trasferendo i rialzi dei costi sui prezzi di vendita. Il Beige Book di giugno lo segnala chiaramente, mentre nei rapporti precedenti si segnalavano solo aumenti di *pricing power* delle imprese. L'indagine NFIB mostra ormai da mesi una normalizzazione degli indici di prezzi, effettivi e programmati, con un trend verso l'alto fortemente correlato con le svolte e il trend dell'inflazione *core*.

I rialzi dei prezzi all'import si stanno trasferendo a valle



Fonte: EcoWin

Il *pricing power* delle imprese aumenta



Fonte: EcoWin

I trend attuali escludono su un orizzonte di almeno un anno rischi di decelerazione della dinamica dei prezzi *core*. Le nostre previsioni vedono **l'inflazione *core* verso l'1,8-1,9% a/a a fine 2011 e un aumento più graduale nel 2012, con variazioni tendenziali fra l'1,9% e il 2,2% a/a.** L'inflazione *headline* vedrà invece una normalizzazione dal picco vicino al 3,8% atteso per il 3° trimestre 2011 e gli effetti di confronto statistico determineranno variazioni tendenziali temporaneamente al di sotto del 2% nel 2012.

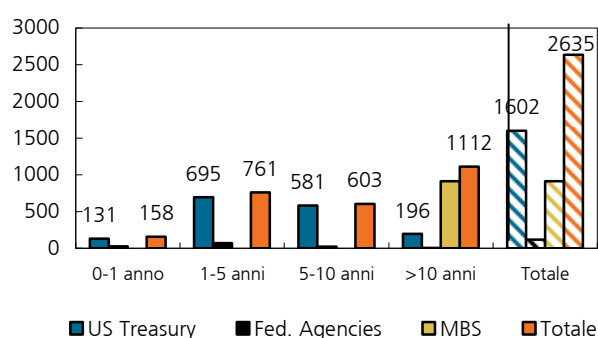
Fed: politica monetaria in pausa, ma non c'è spazio per il QE3

La riunione del FOMC ha sancito la fine dell'aumento dello stimolo monetario e aperto, come atteso, una fase temporanea di stabilità della "stance" di politica monetaria. Il trend verso l'alto dell'inflazione *core* blocca qualsiasi apertura verso nuovi interventi di stimolo quantitativo. In questa fase transitoria, i tassi resteranno eccezionalmente bassi per un "periodo esteso", mentre si manterrà la politica di reinvestimento delle scadenze senza definirne esplicitamente la durata. In autunno, se i segnali congiunturali si riprenderanno, potrebbero iniziare i preparativi per la svolta, che inizierebbero gradualmente con l'interruzione del reinvestimento dei titoli in scadenza.

La primavera 2011 sembra un *remake* dell'anno precedente, ma non lo è. I dati congiunturali sono in ripiegamento generalizzato, dopo un 1° trimestre vivace: il dibattito di un anno fa sul "double dip" si ripropone, con effetti rilevanti sulle previsioni di politica monetaria. Tuttavia ci sono alcune differenze cruciali: il trend verso l'alto dell'inflazione e la ripresa della crescita del credito. Le condizioni per la determinazione della politica monetaria segnalano che i tempi della svolta si avvicinano e rendono estremamente improbabile un nuovo *round* di stimolo quantitativo, a meno di un'evoluzione drammatica della crisi del debito europeo.

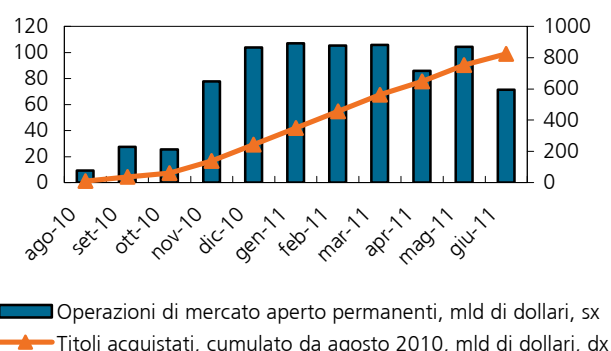
Le aspettative del mercato sui fed funds hanno spostato in avanti il primo rialzo di diversi trimestri. La nostra valutazione del rallentamento è che sia in larga misura un **fenomeno transitorio**. Oggi come un anno fa, l'indebolimento dei dati causa preoccupazione alla Banca centrale alla luce della fragilità della ripresa e del ritmo mediamente modesto (e senza occupazione) di crescita in questo ciclo. La situazione congiunturale, se pure ancora fragile, è significativamente diversa, in meglio, rispetto a un anno fa. Tuttavia, considerando il *bias* espansivo della Fed e la presenza di alcuni rischi rilevanti nell'estate (crisi del debito europeo, stallo del dibattito sulla politica fiscale federale alla vigilia della scadenza per alzare il limite legale del debito), **spostiamo in avanti l'inizio della preparazione della svolta di politica monetaria al 4° trimestre e il primo rialzo dei fed funds al 2° trimestre 2012** (si veda Focus più sotto). Alla luce dei trend dell'inflazione, del credito e dell'occupazione riteniamo però che **l'apertura di un nuovo programma di acquisto di titoli sia estremamente improbabile** e richieda una svolta drastica nei segnali congiunturali per ora non coerente con le indicazioni dei dati.

Portafoglio titoli della Fed al 23 giugno 2011



Fonte: Federal Reserve. Miliardi di dollari

Da luglio, la Fed tornerà ad acquistare "solo" circa 20 miliardi di dollari al mese, come nell'estate 2010



Fonte: NY Fed
Fra agosto e ottobre 2010, solo reinvestimento delle scadenze, da novembre in poi anche acquisti con programma QE2 per un totale cumulato di 600 miliardi di dollari

Segnaliamo però che la **sequenza dell'uscita è soggetta a rischi nella tempistica, in una sola direzione**. Un rallentamento più duraturo di quanto ora previsto nello scenario porterebbe a spostare in avanti il primo passo della svolta, cioè l'interruzione dei reinvestimenti di scadenze e

Scenario Macroeconomico

Giugno 2011

rimborsi. Un peggioramento davvero profondo del ciclo, con nuovi rialzi del tasso di disoccupazione e rischi concreti di *double dip* riaprirebbe invece possibilità di nuove misure di stimolo, ma non attraverso un nuovo programma di acquisti, almeno su un orizzonte di diversi trimestri. Gli interventi sarebbero verbali, attraverso l'indicazione di un sentiero più esplicito per l'ancoraggio dei tassi. QE3 non è realisticamente proponibile fino a quando il sentiero dell'inflazione è verso l'alto. In ogni caso, il mantenimento della politica di reinvestimento delle scadenze e dei rimborsi equivale ad acquisti di Treasuries per almeno 250 miliardi di dollari nei prossimi 12 mesi.

La **riunione del FOMC** di giugno non ha sorpreso: il programma di acquisto titoli finisce senza estensioni, il portafoglio titoli della Fed verrà mantenuto costante attraverso la politica di reinvestimento delle scadenze, i tassi resteranno eccezionalmente bassi per un "periodo esteso". Il voto è stato unanime. Il comunicato stampa e ancora di più la conferenza stampa di Bernanke hanno evidenziato un certo disagio di fronte alle condizioni macroeconomiche e all'incertezza dello scenario: la crescita è più lenta del previsto, "in parte" per fattori temporanei, ma l'inflazione non è più su livelli molto bassi ("*subdued*"). Questo ovviamente limita il margine di manovra per la Banca centrale.

Proiezioni dei Governatori della Federal Reserve e dei Presidenti delle Reserve Banks – Giugno 2011				
Variabile	Tendenza centrale			
	2011	2012	2013	Lungo termine
PIL reale	2.7 – 2.9	3.3 – 3.7	3.5 – 4.2	2.5 – 2.8
Proiezione aprile	3.1 - 3.3	3.5 - 4.2	3.5 - 4.3	2.5 - 2.8
Tasso di disoccupazione	8.6 – 8.9	7.8 – 8.2	7.0 – 7.5	5.2 – 5.6
Proiezione aprile	8.4 - 8.7	7.6 - 7.9	6.8 - 7.2	5.2 - 5.6
Deflatore consumi	2.3 – 2.5	1.5 – 2.0	1.5 – 2.0	1.7 – 2.0
Proiezione aprile	2.1 - 2.8	1.2 - 2.0	1.4 - 2.0	1.7 - 2.0
Deflatore consumi core	1.5 – 1.8	1.4 – 2.0	1.4 – 2.0	
Proiezione aprile	1.3 - 1.6	1.3 - 1.8	1.4 - 2.0	

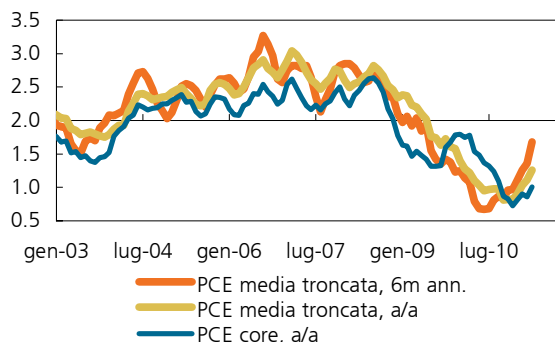
Fonte: Federal Reserve Board

Proiezioni di variazione del PIL e inflazione dal 4° trimestre dell'anno precedente al 4° trimestre dell'anno indicato. Tasso di disoccupazione nel 4° trimestre dell'anno indicato

Le **proiezioni macroeconomiche** a giugno sono state modificate con revisioni verso il basso per la crescita (punto centrale fine 2011 a 2,8% da 3,2%; fine 2012 a 3,5% da 3,85%), verso l'alto per la disoccupazione (fine 2011 a 8,75% da 8,55%; fine 2012 a 8% da 7,75%) e per l'inflazione *core* (fine 2011 a 1,75% da 1,45%, fine 2012 a 1,7%, da 1,55%). Il FOMC a giugno afferma che la ripresa prosegue, "ma un po' più lentamente di quanto aveva previsto il Comitato", con delusioni anche dai dati del mercato del lavoro. Tuttavia il rallentamento riflette "in parte fattori che probabilmente sono temporanei", fra cui il rialzo dei prezzi delle materie prime e gli effetti del terremoto giapponese. Sull'inflazione si rileva che il rialzo recente incorpora aumento dei prezzi di materie prime e di beni importati, ma le aspettative sono rimaste stabili. È cruciale rilevare che nella valutazione dell'inflazione è sparito il commento secondo cui "le misure di inflazione sottostante sono ancora basse" che era presente fino al comunicato precedente. Per il futuro, il Comitato si aspetta che la crescita riacceleri e il tasso di disoccupazione torni a scendere, mentre l'inflazione dovrebbe scendere "verso livelli uguali o inferiori a quelli coerenti con il doppio mandato del Comitato".

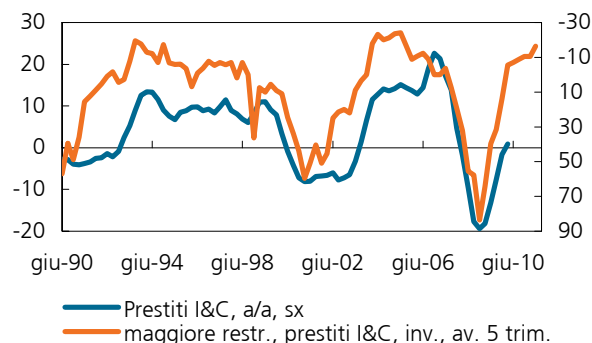
In questo scenario, la **strategia di politica monetaria** annunciata vede tassi eccezionalmente bassi per "un periodo esteso" e il mantenimento dell'attuale livello del bilancio della Fed, attraverso il reinvestimento dei titoli in scadenza. La Fed si impegna a "rivedere regolarmente" la dimensione e la composizione del proprio bilancio ed è "disposta a correggere" l'attivo come appropriato. Nonostante la debolezza dei dati congiunturali recenti, quindi, per ora **non c'è spazio per considerare un nuovo pacchetto di stimolo monetario, ma è giustificabile una pausa di almeno un trimestre.**

L'inflazione *core* è in aumento: non ci sono rischi di eccessiva disinflazione, quindi non c'è spazio per QE3



Fonte: BEA, Dallas Fed

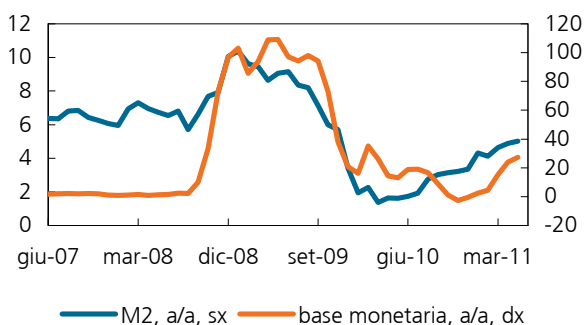
Credito alle imprese in rialzo: i dati confermano i segnali dell'indagine dei Senior Loan Officers



Fonte: Federal Reserve. La restrizione sui prestiti industriali e commerciali è data dalla percentuale netta di banche che stringono le condizioni di tali prestiti nella Survey of Senior Loan Officers della Fed

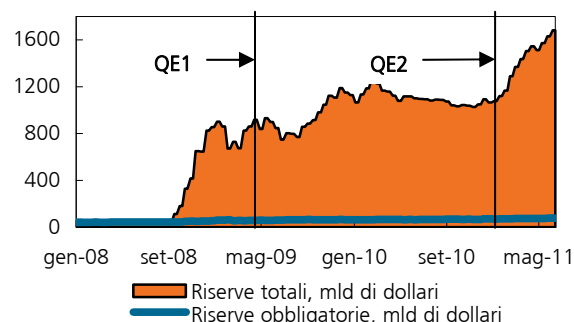
A fine marzo 2011, la Fed si è confermata il più grande detentore mondiale di Treasuries, con il 14% del totale in essere e 1,33 trilioni di dollari in portafoglio, prima della Cina, che detiene il 12% del totale. L'attivo della Fed al 23 giugno contava 1,6 trilioni di dollari di Treasuries e 2,635 trilioni di dollari di obbligazioni detenute a titolo definitivo. Dal lato delle passività, il 23 giugno le banche detenevano riserve presso la Fed pari a 1,6 trilioni di dollari. La Fed ha più volte manifestato l'opinione che sia il livello del bilancio, non il flusso, a determinare la *stance* di politica monetaria. Pertanto, una pausa equivale al mantenimento di una politica monetaria stabile durante l'estate. Il mantenimento della politica di reinvestimento del capitale dei titoli rimborsati in media ha determinato acquisti di Treasuries per 18-20 miliardi di dollari da agosto 2010, in parte determinati dalle scadenze e in parte dai rimborsi anticipati dei titoli MBS. I titoli con scadenza entro 1 anno sono pari a 158 miliardi di dollari

Le condizioni monetarie sono estremamente accomodanti



Fonte: Federal Reserve

Le riserve delle banche presso la Fed superano 1,6 trilioni di dollari



Fonte: Federal Reserve

Nella conferenza stampa, Bernanke ha dato alcune informazioni aggiuntive. Alla domanda se il "periodo esteso" si applica anche alla dimensione del bilancio, il *chairman* ha risposto, con qualche incertezza, in modo negativo, mantenendo separati i due binari e senza impegnarsi sulla durata della politica di reinvestimento delle scadenze. Tuttavia è stato poi aggiunto esplicitamente che la politica monetaria rimarrà invariata per "almeno due o tre riunioni", segnalando così che la pausa attuale dovrebbe durare almeno fino all'autunno. Le date delle prossime riunioni sono infatti: 9 agosto, 20 settembre, 2 novembre e 13 dicembre. Se i dati avranno escluso rischi di *double dip*, fra novembre e dicembre potrebbero iniziare i preparativi della svolta.

Sulla questione di un eventuale QE3, Bernanke ha sottolineato la profonda differenza fra il 2010 e il 2011: l'anno scorso l'inflazione era in calo e esistevano rischi di deflazione, oggi tali rischi sono assenti, confermando la valutazione secondo cui un nuovo programma di acquisti sarebbe condizionato a una nuova svolta verso il basso dei prezzi, al momento molto improbabile. Sulle previsioni di crescita è stato rilevato che la revisione verso il basso riguarda sia il 2011 sia il 2012, mettendo in dubbio la valutazione della Fed secondo cui il rallentamento è dovuto a **fattori temporanei** (d'altronde, anche il comunicato afferma che tale rallentamento è "in parte" da attribuire a fenomeni transitori). In modo non del tutto esplicito, dalla discussione è emerso il rischio che la restrizione fiscale possa aggiungersi agli altri fattori di rallentamento.

In conclusione, **la Fed segnala una pausa di riflessione**, per valutare l'evoluzione dei diversi elementi di incertezza che gravano sullo scenario (crisi del debito, rallentamento), lasciando aperta la porta per iniziare la svolta in tempi non troppo lontani. Il primo passo dell'uscita dovrebbe essere la fine della politica di reinvestimento dei titoli in scadenza. Il trend positivo dell'inflazione per ora non lascia spazio a un nuovo programma di stimolo, mentre la ripresa dovrebbe proseguire ancora a un ritmo molto moderato.

Focus - Il lungo e tortuoso sentiero dell'uscita

Se lo scenario macroeconomico di ripresa della crescita moderata nel 2° semestre verrà confermato dai dati, si aprirà il capitolo della preparazione per l'uscita. La Fed, nella riunione di aprile ha espresso un consenso sul fatto che la normalizzazione della *stance* di politica monetaria dovrebbe portare **nel medio termine** a una situazione in cui:

- 1) La **dimensione del portafoglio di titoli del SOMA** (System Open Market Account) dovrebbe essere ridotta a "un livello coerente con l'implementazione della politica monetaria attraverso la gestione del tasso sui fed funds, piuttosto che attraverso variazioni della dimensione o della composizione del bilancio della Federal Reserve". In termini operativi questo obiettivo equivale a ridurre le riserve in eccesso delle banche a circa 1 trilione di dollari, dagli attuali 1,6 trilioni di dollari;
- 2) L'**attivo della Fed** dovrebbe avere "essenzialmente solo titoli del Tesoro" per minimizzare l'influenza della politica monetaria sull'allocazione del credito nell'economia;
- 3) Le **vendite di titoli** dovrebbero essere attuate secondo un programma comunicato in anticipo, ma "a un ritmo che potenzialmente potrebbe essere aggiustato in risposta a cambiamenti nelle condizioni economiche o finanziarie";
- 4) La politica monetaria dovrebbe essere condotta in un sistema con **un corridoio di tassi**, con il tasso sui fed funds compreso fra un pavimento dato dal tasso sulle riserve in eccesso delle banche e un tetto dato dal tasso di sconto.

In termini operativi, interpretiamo le indicazioni dei verbali di aprile per la politica monetaria dopo la fine degli acquisti di QE2 nella seguente tabella, dove i tempi di attuazione rappresentano la nostra previsione, mentre la sequenza degli interventi rispecchia le preferenze della maggior parte dei partecipanti alla riunione.

Una sequenza per l'uscita: tempi e modi	
	Nov. - Dic. 2011
1.a	Interruzione reinvestimento cedole e rimborsi di titoli delle agenzie e MBS
1.b	Interruzione reinvestimento cedole e rimborsi di titoli dei Treasuries
	Genn. - Mar. 2012
2	Cambiamento linguaggio del comunicato (periodo esteso/tassi straordinariamente bassi)
	Apr. - Giu. 2012
3.a	Drenaggio reserve
3.b	Primo rialzo tassi sulle riserve e sui fed funds
	Lug. - Set. 2012
4	Vendita graduale di titoli delle agenzie e MBS

Fonte: Intesa Sanpaolo sulla base delle indicazioni dei verbali della riunione del FOMC del 27 aprile 2011

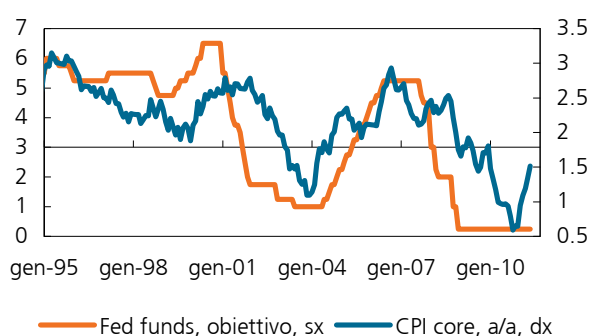
A questa sequenza indicativa si accompagna una serie di precisazioni. Il **drenaggio delle riserve**, necessario per permettere alla Fed un controllo dei tassi di mercato monetario più stretto rispetto a quello attuale, servirebbe anche a valutare "l'efficacia degli strumenti di drenaggio a giudicare la dimensione delle operazioni di drenaggio che potrebbero essere necessarie per supportare i cambiamenti dell'interesse sulle riserve in eccesso" allo scopo di attuare i rialzi desiderati dei tassi a breve. I verbali riportano un consenso sul fatto che, se il drenaggio delle riserve non fosse efficace, le vendite di titoli dovrebbero essere anticipate rispetto alla tabella di marcia ideale.

Inoltre, nella scelta della combinazione di rialzi dei tassi e vendite di titoli, appare una **preferenza per agire prima con i rialzi dei tassi** in modo da essere pronti, in caso di necessità, a intervenire in modo espansivo con lo strumento tradizionale della politica monetaria.

Nel 2004 la svolta della Fed era infinitamente più semplice, con un solo strumento a disposizione; ma alcuni elementi della svolta del 2011-12 saranno comuni a quelli del ciclo restrittivo precedente. Come si vede dal grafico sotto a destra, il **cambiamento del linguaggio** del comunicato di aprile 2004 aveva dato inizio al rialzo del tratto lungo e dopo poco del tratto brevissimo della curva. L'indicazione relativa al **ritmo dei rialzi** aveva poi separato le sorti del tratto lungo e di quello breve dopo il 30 giugno, data di attuazione del primo rialzo del tasso sui fed funds. Questa volta prima del cambiamento del linguaggio del comunicato riguardo al livello dei tassi e al periodo esteso, la Fed inizierà la svolta segnalando la fine della politica di reinvestimento dei titoli in scadenza e quindi un probabile rialzo in arrivo nell'arco di due-tre trimestri.

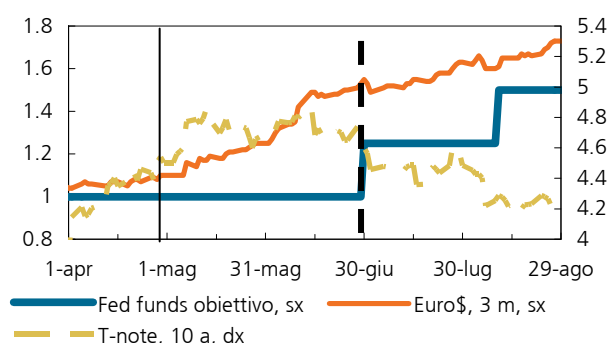
La riduzione di stimolo monetario, pari a circa 10-20 miliardi di dollari al mese, sarà quasi impercettibile, ma rilevante in termini di annuncio dell'inizio del processo di svolta. La Fed si lascerà comunque la porta aperta per modulare i tempi del resto del processo non modificando subito il linguaggio del comunicato. Tutte queste possibilità di aggiustamento di tempi e modi dell'uscita mantengono valida la valutazione di un persistente *bias* espansivo della Fed nella determinazione della politica monetaria, soprattutto considerando che probabilmente il tasso di disoccupazione di equilibrio è almeno 1pp al di sopra del NAIRU stimato dalla Fed nelle sue proiezioni macroeconomiche (fra 5,2% e 5,6%, si veda tabella proiezioni macroeconomiche).

Lezioni dal passato: la fine dei rischi di deflazione segnala l'arrivo della svolta ...



Fonte: EcoWin

... e il linguaggio del comunicato e le indicazioni sul ritmo di ritiro dello stimolo governano la reazione dei mercati



Fonte: EcoWin. I dati si riferiscono al 2004, nei mesi intorno alla svolta della Fed

Durante l'estate, mentre si valuta la durata del rallentamento attuale, la conclusione dei negoziati in Congresso sul limite legale del debito federale e gli sviluppi della crisi del debito europeo, il bilancio della Fed dovrebbe rimanere invariato. Il primo passo verso l'uscita dovrebbe essere l'annuncio della fine della politica di reinvestimento di scadenze e rimborsi prima di titoli delle agenzie e di MBS, poi di Treasuries, nel corso del 4° trimestre. Nel 1° trimestre 2012

operazioni di drenaggio di dimensioni consistenti dovrebbero essere attuate e preludere a un cambiamento del linguaggio del comunicato riguardo al livello dei tassi e a periodo esteso. Successivamente, nel corso del 2° trimestre si dovrebbe iniziare il processo di rialzo dei tassi, seguito da graduali vendite di titoli delle agenzie e MBS.

I tempi associati alla sequenza di interventi sono soggetti a molta incertezza e condizionati a sviluppi dello scenario economico in linea con una ripresa moderata, ma costante. In caso di rallentamento più esteso nel tempo, la prima mossa della svolta verrebbe spostata ancora in avanti. In caso di concreti segnali di *double dip* si riaprirebbe il caso per nuovo stimolo. Per il momento il rischio maggiore al nostro scenario viene da un ulteriore spostamento in avanti del primo passo della svolta, l'interruzione del reinvestimento di scadenze e rimborsi, e quindi anche del primo rialzo dei tassi.

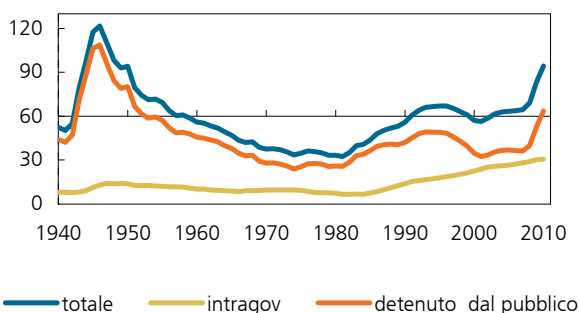
Focus – Il dibattito sul debito federale: molte parole, pochi fatti

Lo scenario fiscale degli Stati Uniti è insostenibile. In assenza di interventi strutturali, spesa, deficit e debito sono su sentieri esplosivi. Le opzioni per correggere gli squilibri sono molte, ma occorre un consenso sulla dimensione del Governo. Probabilmente gli interventi saranno rimandati a dopo le elezioni presidenziali, aumentando i rischi di pressioni da parte del mercato. Interventi correttivi di breve termine sulla spesa discrezionale aumentano le difficoltà finanziarie di stati ed enti locali, i cui bilanci sono seriamente problematici.

Il debito federale ha raggiunto il limite legale di 14,29 trilioni di dollari. Il Tesoro da maggio ha messo in atto misure straordinarie per poter far fronte ai propri impegni finanziari senza emettere nuovo debito. Gli interventi per mantenere solvibile il Tesoro americano hanno durata limitata: senza un aumento del tetto del debito, gli Stati Uniti non sarebbero in grado di finanziare le spese programmate dal 2 agosto in poi. La questione relativa al limite legale troverà una soluzione a ridosso di tale data: la probabilità che si arrivi a una chiusura temporanea di uffici pubblici è minima, perché molto costosa in termini elettorali.

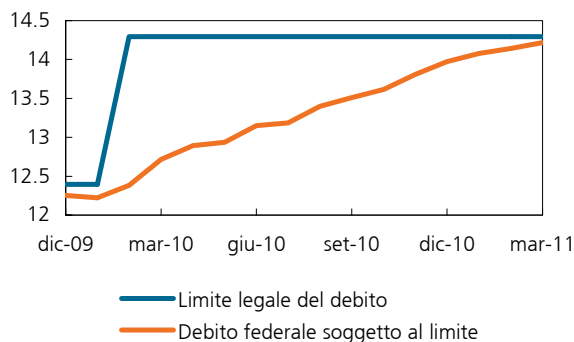
L'accordo sul limite legale sarà probabilmente superficiale e aggirerà ancora una volta i veri problemi dell'insostenibilità dei conti federali americani. E' probabile che entro fine luglio si concordi un taglio del deficit per l'anno fiscale 2012 (che inizia ad ottobre) attraverso un limite alla spesa discrezionale ex-difesa nell'ordine di 100-150 miliardi di dollari. Nella migliore delle ipotesi si potrebbe aggiungere un sentiero vincolante di riduzione dei deficit su un arco di tempo più lungo (5 o 10 anni) garantito da un meccanismo di controllo degli obiettivi che determinerebbe tagli automatici in caso di sfioramento. Sembra però praticamente impossibile che l'attuale Congresso, spaccato fra i due rami, possa trovare un compromesso che nella sostanza (e non solo nella forma) renda sostenibili i conti federali nel medio- lungo termine.

Il debito vola ...



Fonte: Office of Management and Budget

... e raggiunge ancora una volta il limite legale



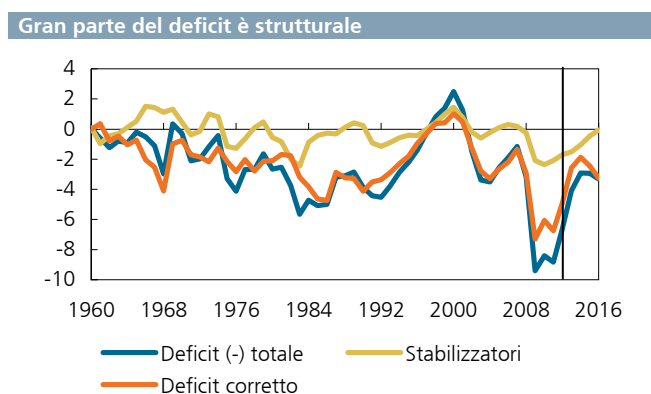
Fonte: US Treasury

Quanto grave è il problema? Prima di analizzare i dettagli e la dimensione degli squilibri, diamo un assaggio delle principali **conclusioni**:

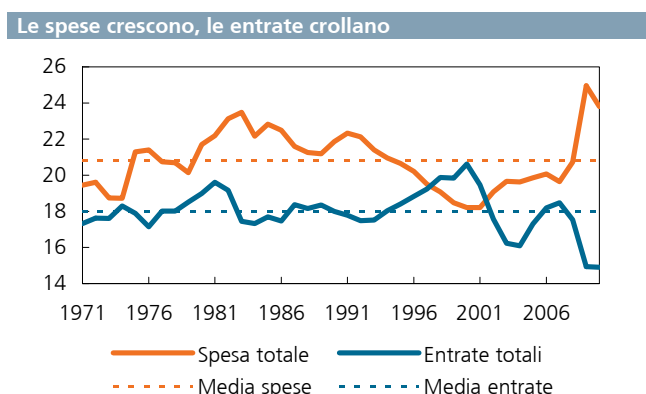
- 1) I conti federali sono insostenibili nel medio e soprattutto nel lungo termine.
- 2) La correzione deve essere strutturale e incidere soprattutto sui programmi di spesa per sanità e previdenza. Tuttavia, la dimensione della correzione è tale da rendere molto difficile un intervento risolutivo esclusivamente dal lato della spesa: saranno necessarie anche misure dal lato delle entrate.
- 3) La correzione può essere attuata senza travolgere la ripresa; i livelli attuali di spesa/PIL e entrate/PIL lasciano spazio per l'adozione di misure che stabilizzino il debito senza determinare necessariamente una recessione: gli Stati Uniti non sono la Grecia.
- 4) Per ora manca la volontà di affrontare scelte politicamente difficili e costose. La presenza di una Fed che acquista più del 100% delle emissioni nette del Tesoro e la compiacenza dei "bond vigilantes", concentrati per ora sulla crisi europea, non dureranno per sempre.
- 5) Quindi, in mancanza di interventi incisivi in tempi relativamente rapidi, la probabilità di una crisi sul debito aumenta. E' emblematico il *downgrade* dell'*outlook* di S&P sul debito americano: senza misure correttive in atto (non solo annunciate) entro il 2012, S&P vede le condizioni per una riduzione del rating. Visto che difficilmente una soluzione strutturale verrà adottata prima delle elezioni presidenziali del 2012, esistono rischi concreti di correzione "violenta" del mercato, in concomitanza con la svolta della politica monetaria nel 2012. Ribadiamo però che gli Stati Uniti hanno un ampio insieme di possibili misure correttive fra cui scegliere: è solo questione di volontà politica.

1. Il punto di partenza

Il debito detenuto dal pubblico in percentuale del PIL è più che raddoppiato nell'ultimo decennio, passando dal 30% del 2001 al 69% del 2011 (stima CBO, vedi grafico pagina precedente). Una parte del deterioramento dei conti federali deriva da misure cicliche, ma il contributo maggiore all'allargamento dei deficit e all'aumento del debito viene da **fattori strutturali**. Nelle stime del CBO, la componente ciclica del deficit nel 2010 era pari al 2,4%, con un deficit totale dell'8,4% del PIL. I fattori strutturali determinano quindi un deficit corretto per il ciclo di 6% nel 2010, in aumento al 6,7% stimato per il 2011. Nel 2010, le entrate strutturali erano pari al 16% del PIL (2,2pp sotto la media storica), le spese strutturali erano il 22% del PIL (1,5pp sopra la media a 30 anni). Le spese totali nel 2010 al 24% del PIL erano 3pp sopra la media storica, le entrate totali al 15% del PIL erano 3pp sotto la media storica (vedi grafici qui sotto).



Fonte: CBO



Fonte: CBO

Scenario Macroeconomico

Giugno 2011

Gli squilibri del 2010 si allargheranno. Per capire dove c'è spazio per la correzione è utile avere il quadro del budget e la ripartizione del totale delle spese fra le principali categorie. Come appare dalle tabelle che seguono, la componente di spesa più facile da tagliare, quella discrezionale ex-difesa, non lascia molto spazio di manovra. Il punto centrale, in ogni caso, riguarda il sentiero delle diverse componenti nei prossimi decenni, come si vede nella prossima sezione. Da notare comunque, nel quadro 2010, quanto sia piccolo il contributo degli interessi pur di fronte a una rapida crescita del debito: la spesa per interessi sul PIL nel 2010 è ai minimi storici, all'1,4%, benché il debito/PIL sia sui massimi storici per i periodi di pace. Questa voce può solo salire.

Budget governo federale – anno fiscale 2010		
	miliardi di dollari	% PIL
Entrate		
Imposte reddito persone fisiche	899	6.2
Imposte sui profitti	191	1.3
Contributi previd.	865	6
Altro	208	1.4
Entrate totali	2163	14.9
Uscite		
Spesa programmatica	1913	13.2
Spesa discrezionale	1347	9.3
Interessi netti	196	1.4
Uscite totali	3456	23.8
Deficit	1294	9.3
Deficit primario	1098	7.9
Debito detenuto dal pubblico	9019	62.1

Fonte: CBO

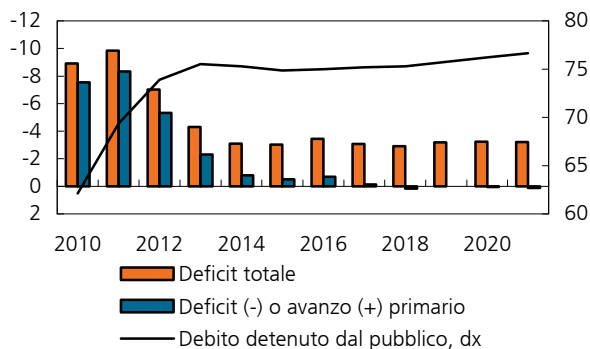
Composizione spese - anno fiscale 2010		
	miliardi di dollari	% PIL
Spesa discrezionale		
Difesa	689	4.7
Ex-difesa	660	4.5
- Istruzione	134	0.9
Totale discrezionale	1349	9.3
Spesa programmatica		
Previdenza	701	4.8
Sanità		
- Medicaid	520	3.6
- Medicare	273	1.9
- Altro	17	0.1
Subtotale sanità	810	5.6
Assistenza		
- Sussidi disoccupazione	159	1.1
- Altro	194	1.3
Subtotale assistenza	438	3.0
Pensioni dipendenti federali	139	1.0
Totale programmatico	1910	13.2

Fonte: CBO

2. E dove si va da qui?

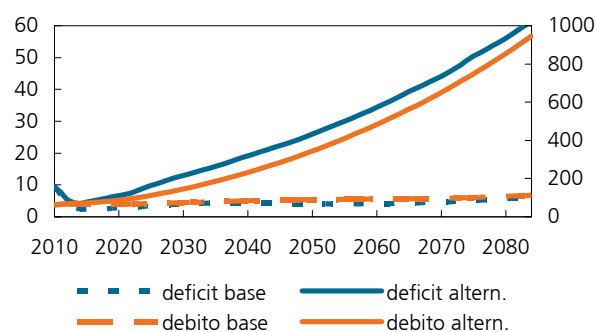
Le proiezioni di bilancio sono fatte a legislazione invariata. In questo contesto, lo scenario non è drammatico: soprattutto perché i tagli di imposta rimangono "temporanei" dovrebbero scadere nel 2012. Nello scenario base, il deficit convergerebbe verso il 3% nel giro di pochi anni, con il saldo primario circa azzerato entro il 2015 e il debito/PIL stabile intorno al 75% del PIL nel prossimo decennio. Tuttavia, lo scenario base a legislazione invariata non è in linea con le preferenze espresse dal Congresso nell'ultimo decennio: misure straordinarie, soprattutto sulle imposte, sono state costantemente estese. Lo scenario dei conti va quindi valutato in un quadro "alternativo" più credibile e molto meno confortante, come appare dai grafici qui sotto e dalla tabella seguente.

Lo scenario sembra rassicurante...



Fonte: CBO

... ma non lo è



Fonte: CBO

I dati della tabella che segue danno un contenuto preciso all'affermazione secondo cui senza correzioni alla spesa per sanità e previdenza e senza qualche ritocco alle entrate la stabilizzazione di deficit e debito è pressoché impossibile nel medio-lungo termine.

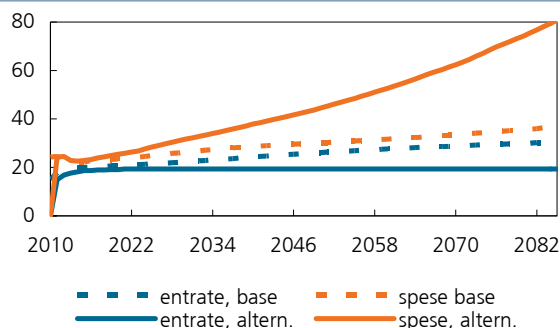
La spesa nel medio termine non si controlla con le voci discrezionali					
% del PIL		Scenario Base		Scenario Alternativo	
	2010	2020	2035	2020	2035
Spesa					
Spesa primaria					
- Social security	4.8	5.2	6.2	5.2	6.2
- Medicare	3.6	4.1	5.9	4.3	7
- Medicaid, altro sanità	1.9	2.8	3.8	2.9	3.9
- Altro non interessi (discrez.)	12.5	8.3	7.8	9.7	9.3
Spesa primaria	22.9	20.4	23.7	22.1	26.4
Spesa interessi	1.4	3.1	3.9	3.8	8.7
Spesa totale	24.3	23.5	27.6	25.9	35.2
Entrate	14.9	20.7	23.3	19.3	19.3
Deficit					
Primario	-8	0.3	-0.4	-2.9	-7.2
Totale	-9.4	-2.7	-4.3	-6.6	-15.9
Debito detenuto dal pubblico	62	66	79	87	185

Fonte: CBO

Le proiezioni nello scenario alternativo del CBO (che, come detto in precedenza, è in realtà lo scenario centrale), indicano che la spesa raggiungerebbe il 35% del PIL nel 2035 e il 75% del PIL nel 2080. La spesa sanitaria raddoppierebbe nel 2035, passando dal 5,5% del PIL nel 2010 all'11% del PIL. Come evidente dalla tabella, l'esplosione della spesa primaria, a fronte di entrate stabili in termini di PIL, darebbe luogo a una crescita incontrollata del deficit e della spesa per interessi (interessi all'8,7% del PIL nel 2035), con il rapporto debito/PIL in continua crescita (185% del PIL nel 2035, oltre l'800% del PIL nel 2080).

La crescita incontrollata della spesa per sanità e previdenza è in parte dovuta all'invecchiamento della popolazione, in parte all'eccesso di costi della spesa sanitaria rispetto al suo finanziamento. Nello scenario a medio-lungo termine, si osserva che la componente invecchiamento prevale nell'esplosione della spesa primaria fino al 2035; successivamente, il contributo maggiore alla dinamica insostenibile della spesa per previdenza e sanità è da attribuire alla struttura dei costi dei programmi sanitari (vedi tabella qui sotto).

La spesa esplode, le entrate sono stabili in percentuale del PIL



Fonte: CBO

Invecchiamento e costi dei programmi sanitari dietro la dinamica della spesa primaria programmatica

Origine della crescita prevista della spesa programmatica per sanità e previdenza fra il 2035 e il 2080, per fonte

	Invecchiamento	Crescita costi in eccesso
Principali programmi sanitari e previdenziali		
2035	63%	37%
2080	44%	56%
Principali programmi sanitari		
2035	45%	55%
2085	29%	71%

Nota: composizione % negli anni indicati
Fonte: CBO

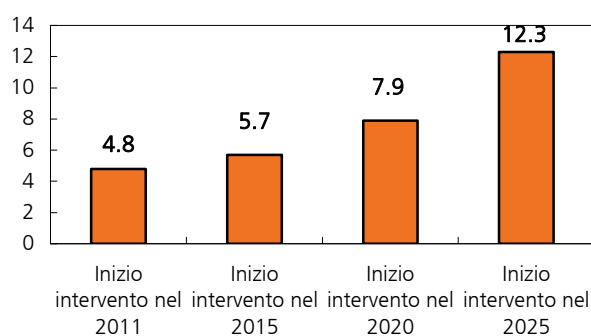
3. Che succede se non si fa nulla?

La necessità di intervenire per correggere i trend di medio lungo termine è evidente. Tuttavia, finora, il Congresso non ha ritenuto le proiezioni per previdenza e sanità sufficientemente gravi da indurre riforme strutturali: i costi di breve termine in termini politici sembrano superare i benefici della stabilizzazione di medio termine. Quanto costa aspettare? Le stime del CBO sono abbastanza eloquenti nei dati riportati qui sotto.

Correzione necessaria a stabilizzare il debito			
	Scenario base a legislazione invariata		
	Entrate	Uscite	Fiscal Gap
25 anni (2010-34)	22.7	23.9	1.2
50 anni (2010-59)	23.7	24.5	0.8
75 anni (2010-84)	25	25.7	0.7
	Scenario alternativo (più probabile)		
	Entrate	Uscite	Fiscal Gap
25 anni (2010-34)	20.7	25.5	4.8
50 anni (2010-59)	19.8	26.7	6.9
75 anni (2010-84)	19.5	28.2	8.7

Fonte: CBO. Dati in % del PIL. Fiscal Gap: correzione immediata e permanente necessaria a stabilizzare il rapporto debito/PIL entro la fine del periodo ai livelli del periodo iniziale

Quanto costa aspettare?



Fonte: CBO. Dati in % del PIL.

Le colonne rappresentano il Fiscal Gap come definito nella tabella a sinistra

Secondo il Government Accountability Office, un intervento immediato per stabilizzare il debito entro il 2084 attuato solo attraverso la spesa richiederebbe un taglio della spesa primaria del 34,2%; intervenire solo dal lato delle entrate implicherebbe un aumento delle imposte del 50%. Una soluzione credibile richiede interventi massicci sulla spesa, accompagnati da misure più contenute sulle entrate.

4. Piani di correzione: c'è solo l'imbarazzo della scelta

Da metà 2010 in poi sono stati presentati diversi piani di stabilizzazione del debito da parte di istituzioni bipartisan e di centri di ricerca politicamente schierati. Questi ultimi sono molto distanti fra loro. Le proposte repubblicane vedono una riduzione della spesa a fronte di stabilità del rapporto entrate/PIL: per esempio questa è la base del piano presentato recentemente da Paul Ryan, presidente della Commissione Bilancio alla Camera. Il piano include una rivoluzione strutturale della spesa sanitaria, non tocca previdenza e imposte. Dal lato democratico, la correzione proposta dal presidente Obama include modesti tagli di spesa e una riforma tributaria che, allargando la base imponibile, permette una stabilizzazione del debito senza rialzi drammatici delle aliquote.

I piani di correzione presentati da centri e istituzioni bipartisan condividono molte caratteristiche: la correzione prevista è di circa 4 trilioni di dollari (questo è condiviso anche dai piani Ryan e Obama), la spesa sanitaria e previdenziale viene frenata attraverso riforme strutturali; la correzione include anche misure sulle entrate di vario tipo.

Per analizzare un'eventuale correzione, prendiamo come base il piano presentato a fine 2010 dalla **National Commission on Fiscal Responsibility and Reform**, istituita dal presidente Obama nel 2010 e composta da Democratici e Repubblicani, con membri provenienti sia dalla politica sia dal mondo delle imprese. Il piano porterebbe una stabilizzazione del rapporto debito/PIL al 65% nel 2020. Il deficit medio nel periodo 2010-20 in percentuale del PIL sarebbe pari al 2,8% (contro 5% medio nello scenario base), con una correzione complessiva pari a 4,2 trilioni di dollari. La correzione media sulle entrate sarebbe pari a 0,6% del PIL, sulle spese pari all'1,6% del PIL. La correzione prevista dal piano si applica rispetto a uno scenario "base" simile allo scenario alternativo del CBO, anche se non identico, in cui si estendono nel tempo le misure di emergenza temporanee. Il sentiero di correzione è riassunto nella tabella qui sotto.

Il piano di stabilizzazione della National Commission rimanda la correzione avanti nel tempo									
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Spesa discrezionale	49	102	141	172	194	215	236	261	291
Spesa programmatica	1	32	47	54	64	70	88	97	104
Riforma tributaria	0	20	40	80	90	105	120	150	180
Altre entrate	1	5	11	18	27	32	36	39	43
Risparmio costi interessi	1	5	16	33	58	87	119	155	199
Riduzione totale deficit	52	164	255	357	433	509	599	702	817
Deficit senza riforma prev.	-943	-655	-469	-440	-456	-404	-332	-343	-333
% PIL	-6	-3.9	-2.7	-2.4	-2.4	-2	-1.6	-1.6	-1.5
Deficit con riforma prev.	-949	-646	-455	-421	-432	-372	-294	-298	-279
% PIL	-6	-3.9	-2.6	-2.3	-2.2	-1.8	-1.4	-1.3	-1.2

Fonte: National Commission on Fiscal Responsibility and Reform. Miliardi di dollari, salvo righe indicate con % PIL

Nel piano di riforma della National Commission, le principali linee di azione sono le seguenti:

1) Entrate - Drastica riforma tributaria che ridurrebbe le aliquote, allargherebbe la base imponibile, eliminerebbe l'Alternative Minimum Tax, aumenterebbe l'imposta sulla benzina, eliminerebbe tutte le deduzioni e detrazioni, limitando il rapporto entrate/PIL al 21%.

2) Spese - Tetto alla crescita della spesa discrezionale; riforma del programma di spesa sanitaria, reso sostenibile con riduzione dei servizi erogati e aumento dei contributi, riforma della previdenza per renderla solvibile nei prossimi 75 anni.

Con questo piano, si arriverebbe nel 2035 a un azzeramento del deficit con **spese e entrate in percentuale del PIL al 21%**, e una stabilizzazione del rapporto debito/PIL al 40%.

Diversi istituti di ricerca schierati ideologicamente lungo linee vicine a quelle riconoscibili nei due partiti hanno presentato piani di rientro molto diversi fra loro. I piani dell'American Enterprise Institute e dell'Heritage Foundation raggiungono l'obiettivo della sostenibilità attraverso tagli di spesa tanto ampi da più che compensare anche tagli di imposta. Come nota il Wall Street Journal, il dibattito sulla sostenibilità sta diventando un dibattito sulla dimensione del governo: qual è l'obiettivo per il rapporto spese/PIL e entrate/PIL? Per questo è difficile che ci sia una soluzione strutturale al problema dell'insostenibilità prima delle elezioni presidenziali, benché sia evidente che gli Stati Uniti hanno gli strumenti per riportare i conti federali sotto controllo in modo credibile.

L'abbondanza di possibilità di scelta fra misure alternative che darebbero luogo a una stabilizzazione del debito/PIL è confermata da una recente pubblicazione del CBO, "Reducing the Deficit: Spending and Revenue Options", marzo 2011. In questo lavoro si delinea un ampio spettro di misure possibili per correggere il deficit permettendo di scegliere il mix preferito di interventi fra entrate e uscite. Come appare dalle tabelle qui sotto c'è solo l'imbarazzo della scelta.

Riduzione della spesa su un orizzonte decennale	Mld dollari
Spesa programmatica	
Limite risarcimenti per errori medici	62.4
Riforma piano sanitario dipendenti federali	31.35
Conversione Medicaid a sistema con trasferimenti	287
Aumento età per accedere a Medicare a 67 anni	124
Modifica condivisione costi Medicare	92.5
Aumento premio Medicare Plan B al 35%	241.2
Indicizzazione pensioni a inflazione invece che a salari	136.6
Allungamento di 3 anni del periodo lavorativo per la definizione dei benefici previdenziali	51.4

Fonte: CBO

Aumento delle entrate su un orizzonte decennale	Mld dollari
Entrate	
Aumento imposte reddito di 1 per cento	480.4
Aumento tre aliquote massime sul reddito di 1 per cento	139.5
Aumento aliquote su capital gains	48.5
Eliminazione graduale deduzione interessi mutui	214.6
Limite detrazioni al 15 per cento	1180.8
Aumento accise su carburanti di 25 cents	291
Imposta valore aggiunto 5 per cento (base ampia)	2500
Imposta valore aggiunto 5 per cento (base ristretta)	1390

Fonte: CBO

5. Una soluzione cosmetica per il prossimo biennio

Il problema della scelta di un piano di rientro è politico: non mancano le opzioni, ma il consenso sulle misure da attuare. Per questo la soluzione all'insostenibilità verrà rimandata ancora a dopo le elezioni presidenziali del 2012. Nel breve termine, il raggiungimento del limite legale del debito e la spaccatura dei due rami del Congresso riducono le alternative. Lo scenario per il prossimo anno è probabilmente il seguente.

Fino a fine luglio si seguirà il canovaccio della crisi del 1995, con l'attuazione, finché possibile, di misure per eludere il limite legale senza venire meno agli impegni finanziari. Il Tesoro ha già detto che il termine massimo per questa estensione di tempo è il 2 agosto, i Repubblicani hanno detto che una soluzione non si troverà in tempi brevi. Pertanto, i negoziati proseguiranno con scarsi risultati fino alla seconda metà di luglio. Riteniamo, però, che contrariamente a quanto successo nel 1995-96, non ci sarà una chiusura di uffici federali. Nel 1995 l'intransigenza repubblicana portò a due chiusure con seri effetti collaterali per la vita dei cittadini e conseguenze molto negative per i Repubblicani alle elezioni del 1996. Si troverà dunque un accordo entro fine luglio. L'accordo potrebbe avere le seguenti caratteristiche:

- 1) riduzione della spesa discrezionale ex-difesa nell'A.F. 2012 per circa 100 miliardi di dollari;
- 2) accordo su un sentiero di riduzione dei deficit su un orizzonte a 5 anni, con un obiettivo del 3% per il deficit, coerente con la stabilizzazione del debito, e accordo sulla necessità di riformare i grandi programmi di spesa, ma senza dettagli;
- 3) introduzione di (o impegno a determinare) un meccanismo automatico di misure correttive nel caso in cui il Congresso non trovi un accordo per osservare l'impegno a ridurre il deficit secondo il sentiero concordato.

Gli effetti di questo accordo saranno superficiali. Anche nel caso in cui si concordi l'introduzione di un meccanismo correttivo automatico, l'esperienza storica insegna che tali meccanismi sono efficaci nel fare eseguire un accordo già negoziato, ma non lo sono nel forzare la definizione dell'accordo stesso. Questo è quanto emerge dall'esperienza del Gramm-Rudman-Hollings Act di metà anni Ottanta e del Budget Enforcement Act degli anni Novanta: il primo è stato eluso, il secondo è stato relativamente efficace.

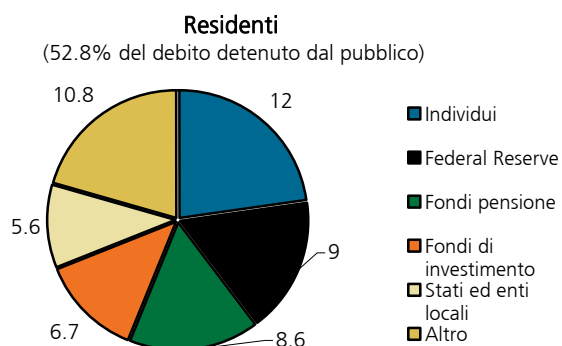
6. Quali rischi?

I paragrafi precedenti portano alla conclusione che una soluzione al problema dell'insostenibilità dei conti federali può essere trovata, ma è probabile che venga rimandata ancora di almeno due anni. Quali sono i rischi? Un mese fa, S&P ha introdotto un *outlook* negativo per il debito degli Stati Uniti e ha segnalato che, se misure correttive non verranno introdotte e implementate entro il 2013, potrebbe esserci una riduzione del rating AAA attuale. S&P non aveva mai adottato un *outlook* Negativo per gli Stati Uniti; Moody's lo aveva fatto brevemente (fra novembre 1995 e febbraio 1996) in occasione della crisi del debito, ma la situazione strutturale allora era nettamente migliore rispetto a quella attuale.

a. Costo degli interessi

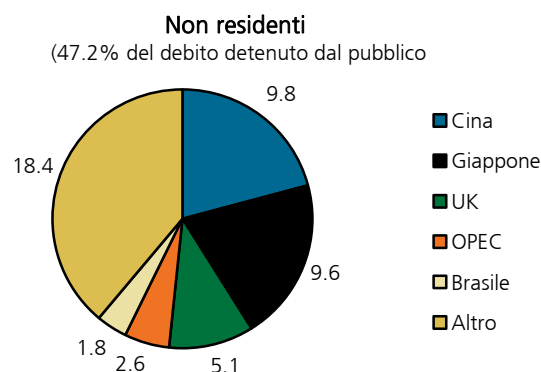
Ci sono diversi fattori che contribuiscono ad aumentare la probabilità di una crisi sul debito americano nel caso in cui non si adottino misure credibili. Prima di tutto, un'ampia quota di debito federale è detenuta all'estero: il 47% è in mano a non residenti (fine 2010), in aumento rispetto al 43% del 2005.

Detentori domestici - 2010



Fonte: CBO

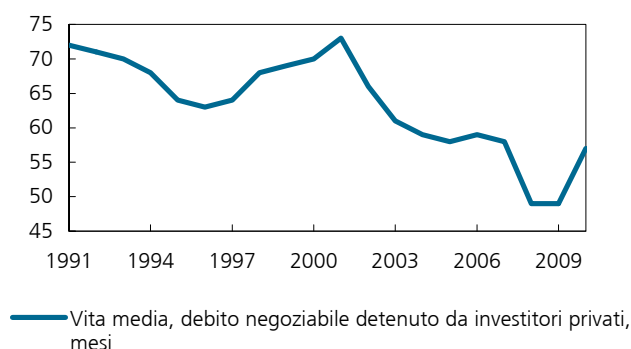
Detentori non residenti - 2010



Fonte: CBO

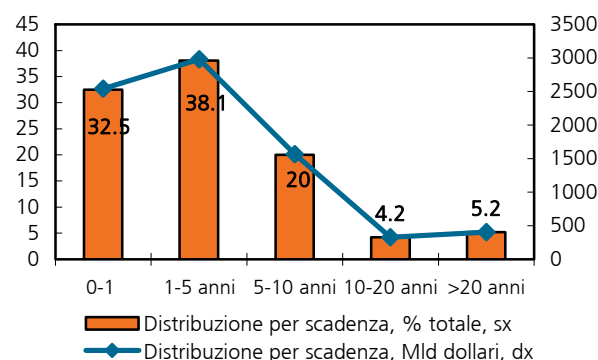
Inoltre, nell'ultimo decennio, la gestione del debito ha determinato un netto accorciamento della vita media del debito; a partire dal 2009 il trend si è invertito, ma la durata media del debito americano è molto più breve rispetto a quella della maggior parte dei paesi industrializzati. Le scadenze sono concentrate sull'orizzonte fra 0 e 5 anni.

Vita media del debito



Fonte: US Treasury

Le scadenze sono concentrate entro i 5 anni



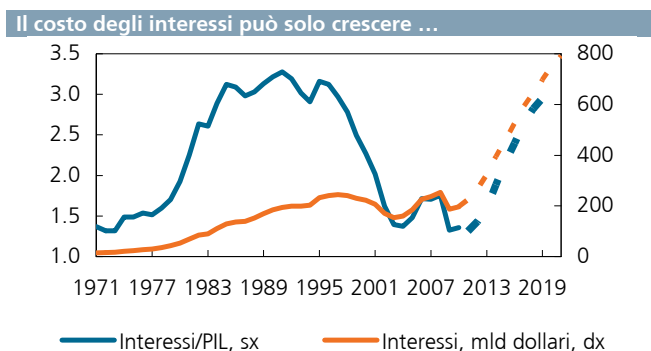
Fonte: US Treasury

Questo è un chiaro fattore di rischio in una fase di forte aumento dello stock di debito e di probabile rialzo dei tassi di interesse da livelli straordinariamente bassi. Il costo degli interessi nel 2010 era pari all'1,4% del PIL. Secondo il CBO, il costo degli interessi dovrebbero passare da 197 miliardi di dollari nel 2010 a 778 miliardi nel 2020, con un aumento più che doppio in termini di PIL (da 1,4% a 3,4%) nello scenario "base". Nello scenario alternativo, più probabile, il costo degli interessi raggiungerebbe l'8,7% del PIL nel 2035. Il sentiero dei tassi ipotizzato dal CBO e dall'OMB vede rialzi molto moderati dei tassi a breve è una normalizzazione dei tassi a lungo termine (intorno al 5%), su livelli più bassi rispetto alla media di lungo termine. L'OMB stima che un aumento permanente dei tassi di interesse di 1pp determina un effetto diretto cumulato di allungamento del deficit di +973 miliardi di dollari su un orizzonte a dieci anni.

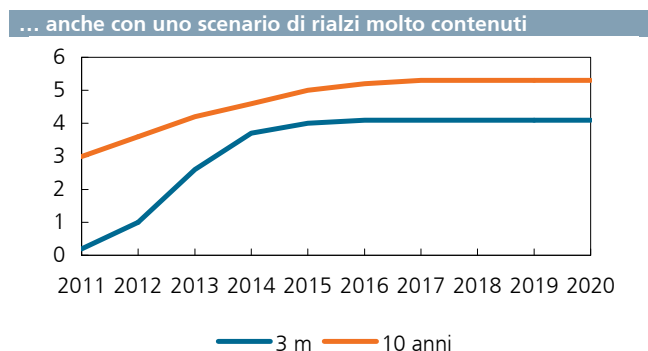
Rimandare la correzione fiscale aumenta i rischi di una crisi determinata da un risveglio dei bond vigilantes, rimasti molto compiacenti finora grazie ai problemi del debito europeo e alla presenza della Fed come massiccio acquirente di Treasuries. Entrambi questi fattori sono temporanei e lasciano spazio a un focus più negativo sulle prospettive del debito del Tesoro USA.

Scenario Macroeconomico

Giugno 2011



Fonte: CBO



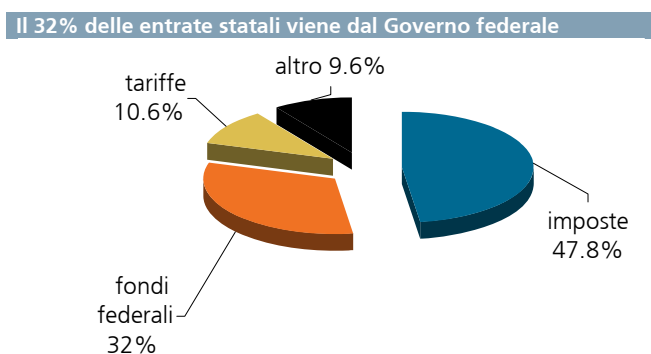
Fonte: Office of Management and Budget

b. Stress dalle finanze di stati ed enti locali: rischi di contagio

Lo scenario più probabile è che il Congresso scelga di concentrare le misure correttive nel breve termine sulla spesa discrezionale al netto della difesa, l'unica parte facilmente controllabile in tempi brevi. La spesa discrezionale al netto della difesa ammontava a 614,2 miliardi di dollari, pari al 4,2% del PIL. Nel 2009, i trasferimenti federali agli stati erano pari a 478 miliardi di dollari, corrispondenti a circa il 30% delle entrate statali complessive (e pari all'89% delle spese discrezionali ex difesa). Un freno alla spesa discrezionale al netto della difesa potrebbe avere conseguenze gravi sulle già provate finanze degli stati e degli enti locali aumentando significativamente i rischi di default con possibile contagio.

I bilanci di stati ed enti locali sono in stato disastroso dall'inizio della recessione. Le leggi che impongono bilanci in equilibrio hanno permesso un contenimento del debito; tuttavia gli stati, e a cascata gli enti locali, ricevono ampi trasferimenti da parte del Governo federale che hanno contribuito a chiudere una parte consistente delle necessità di bilancio. Fra il 2009 e il 2011, i fondi del pacchetto di stimolo ARRA hanno contribuito per circa 160 miliardi di dollari per correggere i deficit statali. Nel 2012, i fondi ARRA disponibili sono pari a solo 6 miliardi di dollari, mentre la correzione a carico degli stati rimane enorme (134 miliardi nella stima NASBO). Una riduzione della spesa discrezionale del Governo federale avrebbe un impatto immediato sui bilanci statali e locali, su cui comincia a emergere il peso delle passività pensionistiche senza copertura. Secondo stime recenti, le passività pensionistiche degli stati senza copertura variano fra 1 e 3 trilioni di dollari. Il debito esistente emesso da stati ed enti locali alla fine del 2010 era pari a 2,4 trilioni di dollari, e l'aumento di rischio di default si osserva nel livello dei tassi sulle obbligazioni e dei CDS.

La percezione che il Governo federale non interverrebbe a sostegno di stati o enti locali in crisi e la crescente difficoltà ad emettere debito per finanziare temporaneamente i deficit locali e statali potrebbero portare a tensioni sui mercati finanziari anche prima che si manifestino tensioni sul mercato dei Treasuries. Gli stati e gli enti locali sono i periferici del Nord America e rappresentano potenziali micce per accendere una crisi sul debito americano.



Fonte: NASBO

Gli stati non hanno spazio per correggere

	PIL	Entrate federali	Fondi fed. Welfare/ Fondi fed.	Spese generali	Istruzione/ spese gen.
California	1891363	57647	0.56	211083	0.35
Texas	1244695	34433	0.56	98106	0.45
New York	1093219	42146	0.72	133941	0.32
Florida	737038	20646	0.58	66057	0.34
Illinois	630398	16988	0.57	57160	0.29
Michigan	368401	16264	0.56	50584	0.43
Arizona	256364	10141	0.70	27819	0.32
Wisconsin	244370	8619	0.57	30177	0.36
Oregon	165648	5849	0.54	19386	0.37
Nevada	126503	2357	0.50	9870	0.42
Stati Uniti	14119000	478241	0.59	1554050	0.36

Fonte: Census Bureau

c. Rischi sulla crescita

Il punto fondamentale che emerge dall'analisi sulla sostenibilità dei conti federali è che una stabilizzazione si può ottenere grazie all'ampio margine di opzioni su spese e entrate. Una parte considerevole di qualsiasi manovra venga intrapresa per controllare i deficit nel medio termine dovrà poggiare su **riforme strutturali dei programmi per sanità e previdenza**. L'esperienza storica di correzioni di successo mostra che il rientro di deficit e debito in genere è stato basato su ampie riforme dal lato delle spese: questo è il caso del Canada (1994-98), della Danimarca (1982-86), della Finlandia (1992-2000), della Svezia (1992-2000). La correzione attuata negli Stati Uniti all'inizio degli anni Novanta includeva misure dal lato delle spese e delle entrate, e prevedeva una riforma strutturale del sistema previdenziale per renderlo solvibile su un arco di diversi decenni. L'esperienza storica mostra che la correzione aveva inizialmente un ampio effetto negativo sulla crescita, seguito poi da una ripresa relativamente rapida.

La necessità di ridurre la spesa in misura significativa e permanente implica rischi verso il basso sulla crescita degli Stati Uniti su un orizzonte prolungato: gli Stati Uniti non potranno risolvere i loro problemi fiscali con la crescita.

7. Conclusioni

Lo scenario fiscale degli Stati Uniti è insostenibile. La stabilizzazione dei conti federali richiede riforme strutturali dei programmi di spesa sanitaria e previdenziale e un accordo politico sulla "dimensione del Governo".

Per questo è probabile che le riforme incisive vengano ancora rimandate a dopo le elezioni presidenziali del 2012. Nel breve termine si troverà un accordo che riduca la spesa nel 2012 e impegni il Congresso ad attuare misure correttive nel prossimo quinquennio.

Questa soluzione temporanea aumenta i rischi di crisi. Da un lato la probabile riduzione ulteriore di fondi trasferiti a stati ed enti locali aumenta i rischi di default ai livelli più bassi di Governo, con possibili ripercussioni sui mercati finanziari. Dall'altro, rimandare ulteriormente la correzione dei conti federali la rende più costosa e meno credibile.

Un punto cruciale, tuttavia, è che **gli Stati Uniti hanno un'ampia scelta di misure correttive attuabili** senza far deragliare in misura drammatica la crescita e in grado di contenere gli squilibri nel breve, medio e lungo termine. **La questione di fondo è se il Congresso avrà bisogno di pressioni esterne dal mercato** per mettere mano agli interventi. Il rischio esiste.

Area euro – futuro turbolento per l'economia europea

- La fase di rimbalzo dell'economia europea è finita. Gli effetti della stretta fiscale e una domanda estera un po' meno vivace faranno rallentare la crescita del PIL nel secondo semestre 2011 e nel 2012, quando l'incremento medio annuo del PIL scenderà da 2,1% a 1,5%. I consumi delle famiglie rimarranno l'anello mancante della crescita. La violenta correzione fiscale in corso nei Paesi periferici aiuterà a ridurre gli squilibri di parte corrente, ma manterrà la periferia su un sentiero divergente di sviluppo.
- Tra gennaio e giugno l'inflazione area euro ha accelerato più del previsto, ancora una volta per effetto dell'impennata dei prezzi energetici. Nel 2012, l'inflazione è attesa tornare appena al di sotto del 2%, ma il rischio che rimanga sopra target non è trascurabile e non deriva soltanto dall'energia. Tassazione indiretta e prezzi amministrati peseranno sulla dinamica inflazionistica in particolare nei Paesi periferici, data l'urgenza di consolidamento fiscale.
- L'esito del voto parlamentare greco ha allontanato lo spettro di scenari catastrofici, e dovrebbe consentire alla BCE, preoccupata dei rischi di medio termine associati a tassi troppo accomodanti, di procedere nel percorso di normalizzazione della politica monetaria con un altro rialzo in autunno. Le misure non convenzionali consentiranno alla BCE di gestire eventuali ricadute della crisi sul debito sovrano fino a ottobre, rappresenteranno il principale contributo della Banca centrale alla difesa della stabilità finanziaria.

Anna Grimaldi

Paolo Mameli

Previsioni macro	2010	2011	2012	2010	2011				2012		
				4	1	2	3	4	1	2	3
Pil (prezzi costanti, a/a)	1,7	2,1	1,5	1,9	2,5	2,0	2,0	2,0	1,6	1,5	1,4
- t/t				0,3	0,8	0,5	0,4	0,3	0,4	0,4	0,3
Consumi privati	0,8	1,2	0,8	0,3	0,3	0,4	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2
Investimenti fissi	-1,0	3,4	1,9	0,0	2,1	0,6	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Consumi pubblici	0,3	0,6	0,1	-0,1	0,8	-0,2	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,1
Esportazioni	11,1	7,4	5,4	1,7	1,8	1,6	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3
Importazioni	9,3	6,3	5,5	1,3	1,9	1,1	1,2	1,3	1,4	1,4	1,4
Var. scorte (contrib., % PIL)	0,6	0,1	0,5	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,1
Partite correnti (% PIL)	-0,4	0,4	0,3	-0,7	0,1	0,6	0,8	0,2	0,0	0,5	0,4
Deficit pubblico (% PIL)	-6,0	-4,6	-3,6								
Debito pubblico (% PIL)	79,5	84,0	86,1								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1,6	2,6	1,7	2,0	2,5	2,7	2,6	2,6	1,9	1,6	1,9
Produzione industriale (a/a)	7,4	4,8	1,5	1,8	1,2	0,7	0,9	0,4	0,0	0,4	0,6
Disoccupazione (ILO, %)	10,2	9,8	9,3	10,1	10,0	9,9	9,8	9,7	9,5	9,4	9,2
Euribor 3 mesi	0,81	1,44	2,29	1,02	1,09	1,40	1,52	1,77	2,10	2,18	2,38
Rendim. 10 anni	3,64	4,39	4,57	3,76	4,17	4,38	4,43	4,58	4,66	4,59	4,61
EUR/USD	1,33	1,40	1,30	1,36	1,37	1,44	1,44	1,37	1,33	1,30	1,29

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

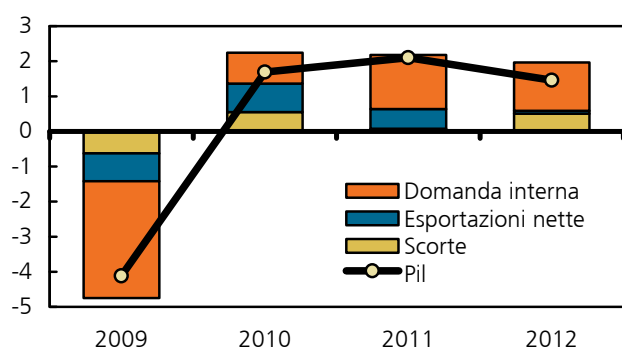
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Si fanno più tangibili i segnali di rallentamento

Dopo la crescita brillante registrata nel 1° trimestre (0,8% t/t, 2,5% a/a – ai massimi dalla fine del 2007), il livello degli indicatori congiunturali nell'Eurozona, pur in rallentamento negli ultimi mesi, è restata ancora coerente con un ritmo di crescita del PIL più che accettabile: la nostra stima per il trimestre primaverile è di 0,5% t/t. Complessivamente il 2011 è stato un anno non solo di accelerazione della crescita (la stima per l'anno in corso è stata rivista in rialzo al 2,1% dall'1,7% del 2010), ma anche caratterizzato da un pattern di sviluppo più "sano", in quanto: 1) il ciclo delle scorte, determinante nel trainare il rimbalzo del 2010, ha avuto un ruolo marginale (si stima di appena lo 0,1% dopo lo 0,6% dello scorso anno); 2) la domanda estera, per quanto ancora assai rilevante, ha dato un minor contributo (stimiamo di poco più di mezzo punto dopo lo 0,8% dello scorso anno). Di conseguenza la domanda domestica finale, dopo essere risultata pressoché stagnante nel 2010 (+0,3%), è attesa crescere di un punto e mezzo quest'anno. È vero che i consumi non hanno certo brillato (si stima un incremento di 1,2% dopo lo 0,8% dello scorso

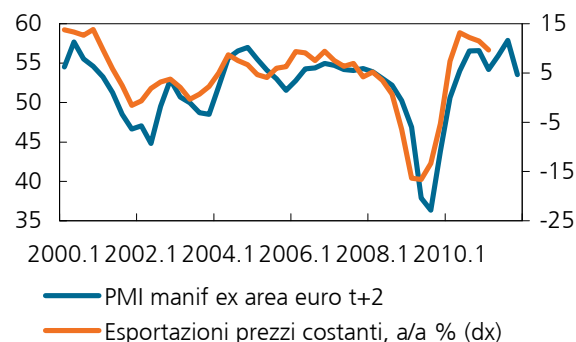
anno), ma determinante è stato il ritorno in positivo degli investimenti, non solo in macchinari e attrezzature ma anche in costruzioni, particolarmente in Germania.

Area Euro - contributi alla variazione a/a del PIL



Fonte: Eurostat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

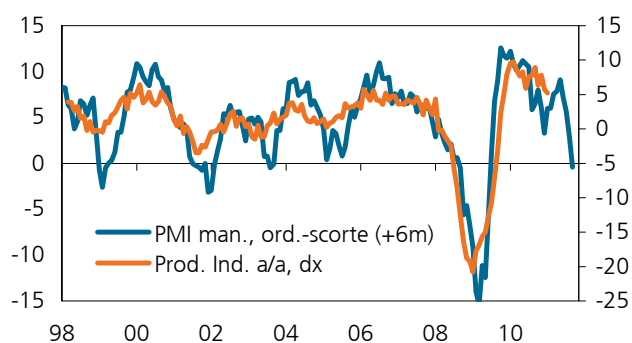
Indice di domande estera ed esportazioni a prezzi costanti



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

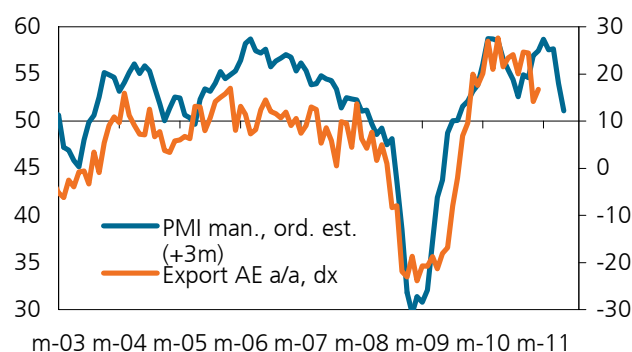
Tuttavia, si fanno più tangibili i segnali secondo cui il picco del corrente ciclo potrebbe essere alle spalle e l'Eurozona nel suo complesso potrebbe essere avviata verso una crescita decisamente meno vivace nel 2012. Già l'andamento di alcuni indicatori congiunturali nei mesi primaverili, segnatamente dell'indice PMI, potrebbe andare in questa direzione: l'indice sugli ordini del PMI manifatturiero segnala contrazione per la prima volta da quasi due anni. È pur vero che il calo nei mesi primaverili potrebbe riflettere fattori temporanei come gli effetti sulle catene produttive internazionali del terremoto in Giappone, tuttavia l'andamento recente dei PMI potrebbe essere tra i primi segnali che la restrizione fiscale e le tensioni sui mercati finanziari connesse all'avvitarsi della crisi sul debito potrebbero cominciare ad avere effetti reali sull'economia dell'area euro.

Il rapporto tra ordini e scorte nel manifatturiero segnala la possibilità di un deciso rallentamento per la produzione industriale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Markit, Eurostat

Rallentano anche gli ordini dall'estero



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Markit, Eurostat

Le principali ragioni per cui vediamo rischi crescenti di rallentamento congiunturale man mano che ci si avvicina al 2011 possono essere riassunti nel seguente modo:

1) La ripresa del PIL è stata ben più accentuata di quanto coerente con indicatori anticipatori di carattere "strutturale" come il *leading indicator* composito dell'OCSE¹.

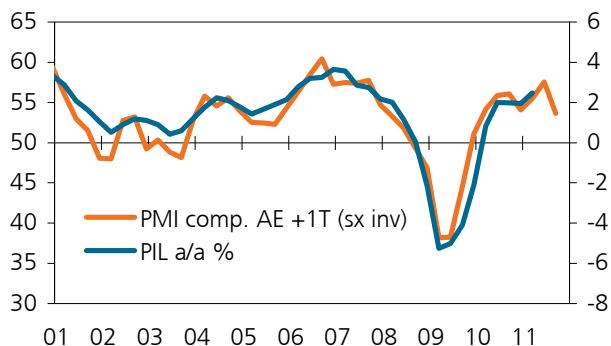
¹ Per la metodologia utilizzata si veda

http://www.oecd.org/document/23/0,3746,en_2649_34349_48164951_1_1_1_1,00.html

Scenario Macroeconomic

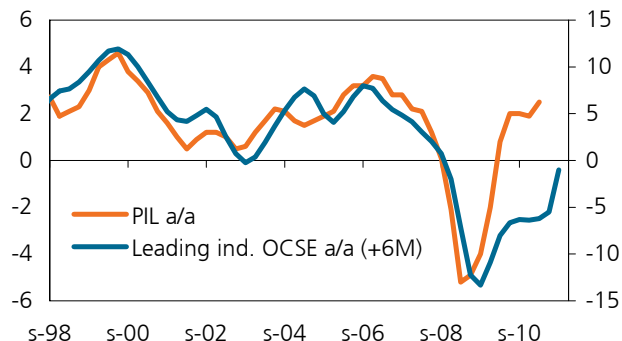
Giugno 2011

Area euro - PMI composito e variazione del PIL



Fonte: Eurostat, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

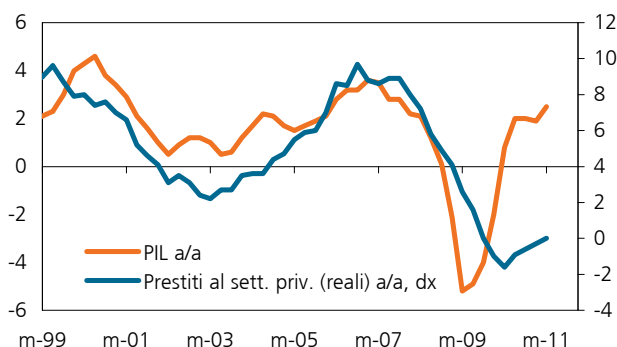
Area euro - Leading indicator dell'OCSE e variazione del PIL



Fonte: Eurostat, OCSE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

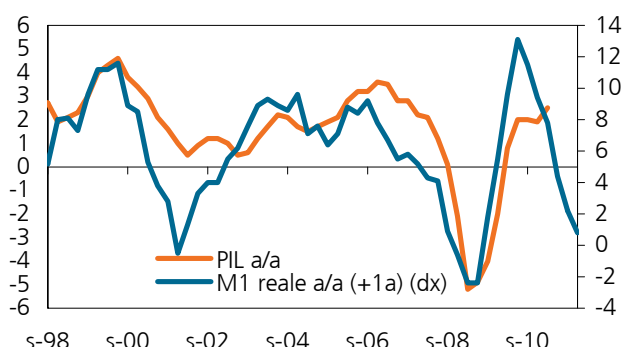
2) Gli indicatori del credito in particolare alle imprese hanno si svoltato, ma mantengono una dinamica negativa in termini reali e non sono coerenti con una "genuina" ripresa dell'attività economica, e in generale la dinamica degli aggregati monetari mostra che lo scemare della fase più acuta dello stimolo addizionale da parte degli aggregati monetari ristretti non si è accompagnato a una trasmissione altrettanto vigorosa dello stimolo sugli aggregati monetari più ampi.

Area euro - crediti al settore privato e PIL, variazioni a/a



Fonte: Eurostat, BCE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

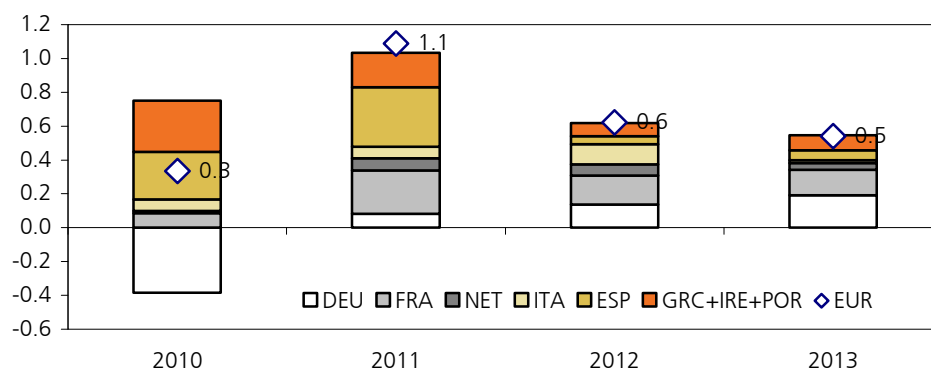
Area euro - M1 deflazionata e PIL, variazioni a/a



Fonte: BCE, Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

3) La restrizione fiscale comincerà a frenare in misura via via crescente la ripresa non solo in paesi dal peso assai ridotto sul totale dell'area come Grecia, Irlanda e Portogallo (che rappresentano in totale poco più del 6% del PIL dell'area), ma anche in economie di dimensioni importanti come Spagna e Italia, senza trascurare la necessità di una correzione significativa anche in Francia. L'impatto sulla crescita è visibile dalle variazioni del saldo primario corretto per il ciclo, a pag. 31. L'unica eccezione è la Germania, per la quale non è in vista una restrizione fiscale significativa, ma che potrebbe risentire di una domanda per esportazioni meno vivace anche in conseguenza del rallentamento dei principali *partner* commerciali.

Eurozona – variazione del saldo primario corretto per il ciclo (% del PIL potenziale)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati FMI (Fiscal Monitor, April 2011, Table 4). Per l'Eurozona si tratta di una media ponderata basata sui dati di PIL nominale 2010.

4) La BCE potrebbe continuare nella parziale rimozione dello stimolo monetario e la correlazione esistente tra PIL e dinamica di M1 in termini reali (direttamente influenzata dalle misure non convenzionali messe in campo dalla BCE più che dal livello dei tassi) mostra che il ridursi della liquidità in circolazione potrebbe impattare significativamente sul ciclo. Tuttavia, poiché a nostro avviso difficilmente i tassi ufficiali diverranno significativamente positivi in termini reali, riteniamo che il freno alla crescita da questo fattore possa essere tutto sommato contenuto.

5) *Last but not least*, l'eventualità di eventi "non desiderabili" o comunque "disordinati" nel percorso di soluzione alla crisi del debito greco costituisce una spada di Damocle sempre gravante sullo scenario; in tal caso infatti, oltre agli effetti per così dire "indiretti" della crisi via restrizione fiscale, il ciclo risentirebbe di fortissime tensioni sul settore bancario e sui mercati finanziari, con importanti effetti reali (peraltro, gli effetti di un default, come insegna il caso Lehman, risultano difficilmente quantificabili a priori o "modellabili" secondo gli strumenti dell'analisi macroeconomica).

Peraltro, **non crediamo in una ricaduta recessiva** (la nostra stima sul 2012 si situa in un intorno del punto e mezzo, dopo la crescita superiore a due punti percentuali registrata dal PIL quest'anno), principalmente sulla scia del fatto che l'ambiente internazionale dovrebbe mantenersi ancora improntato a espansione dell'attività economica, seppure su livelli più moderati di quelli (assai sostenuti) visti quest'anno, e che il livello reale dei tassi di interesse continuerà a non essere restrittivo.

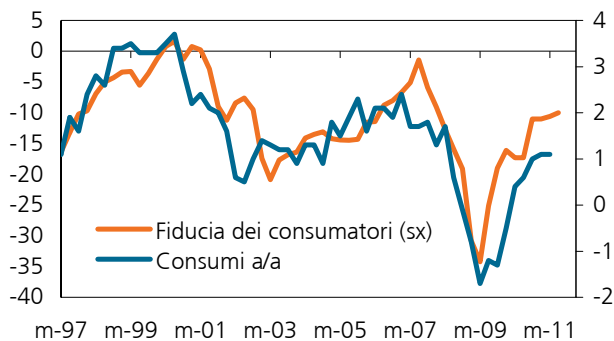
Consumi delle famiglie ancora stagnanti

Sebbene la fiducia delle famiglie mantenga (per ora) una buona impostazione, il che autorizzerebbe a proiettare un ulteriore apprezzabile miglioramento per i consumi privati, tuttavia **difficilmente la ripresa in atto vedrà la spesa delle famiglie accelerare**: anzi per il 2012 vediamo rischi di un rallentamento rispetto all'1,2% medio previsto nel 2011. Infatti: 1) il **reddito disponibile** fatica a crescere in termini reali, frenato, oltre che da redditi da lavoro stagnanti, dall'erosione di potere d'acquisto indotta dall'inflazione; 2) se la **disoccupazione** ha smesso di crescere, in base alla correlazione inversa e ritardata col ciclo, la discesa sarà assai lenta. Se si aggiunge che le famiglie, specie nei Paesi periferici, dovrebbero essere le più colpite dall'impatto della correzione fiscale, difficilmente se ne può trarre l'indicazione di una significativa accelerazione dei consumi, almeno nell'orizzonte 2011-12.

Scenario Macroeconomico

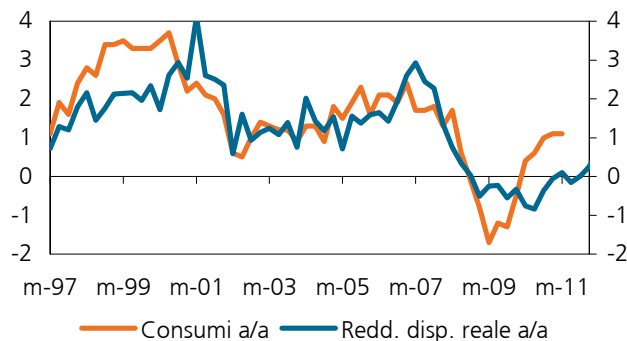
Giugno 2011

Il livello della fiducia delle famiglie (almeno per ora) sarebbe coerente con un ritmo di crescita dei consumi delle famiglie pari a circa il 2% ...



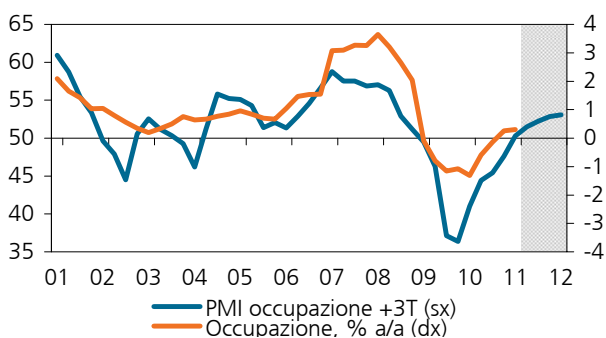
Fonte: Eurostat, Commissione UE

... tuttavia, pensiamo che la dinamica stagnante del reddito disponibile reale possa essere maggiormente decisiva.



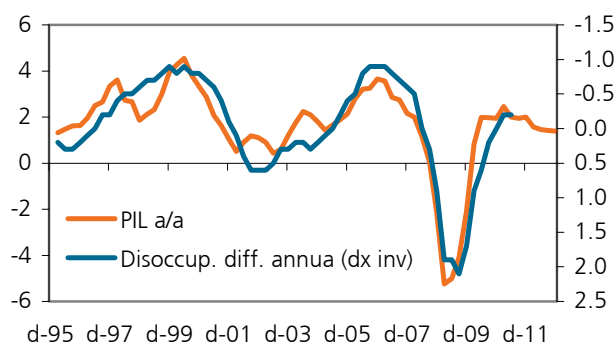
Fonte: Eurostat, Oxford Economics Forecasting.

L'occupazione è tornata a crescere ...



Fonte: Markit, Eurostat

... ma la discesa del tasso di disoccupazione sarà estremamente lenta



Fonte: Eurostat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

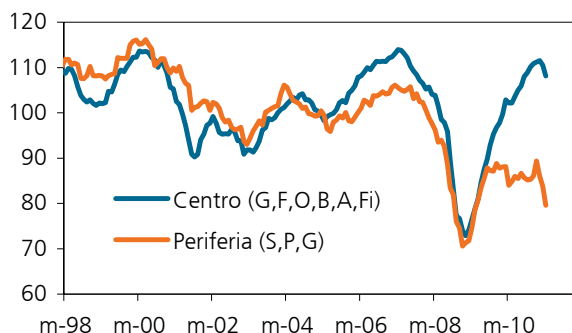
La correzione fiscale aiuta a ridurre gli squilibri di parte corrente ma mantiene la periferia su un sentiero di crescita divergente

Nei Paesi periferici, la correzione dei profondi squilibri su debito estero e debito privato che si erano accumulati nei primi dieci anni di vita dell'euro, e soprattutto gli effetti delle misure draconiane di correzione fiscale in corso, avranno due principali effetti:

1) il **mantenimento di un'ampia dispersione** interna all'area euro, visto che Grecia, Irlanda e Portogallo mostreranno un sentiero di crescita divergente rispetto al resto dell'area. Tutti e tre questi Paesi dovrebbero mostrare un tasso di crescita negativo quest'anno, e solo l'Irlanda è attesa in crescita nel 2012. Anche Italia e Spagna continueranno a mostrare una crescita ben inferiore alla media.

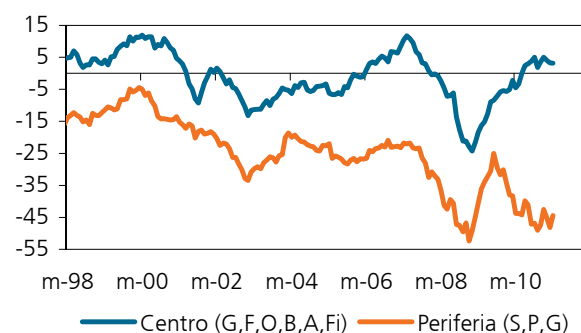
2) Una parziale **correzione degli squilibri di parte corrente**, indotta principalmente dagli effetti depressivi della recessione sulle importazioni. Peraltro, la correzione richiederà anni per essere completata, e anche nel 2012 secondo le nostre stime paesi come Grecia, Portogallo e Spagna manterranno in media disavanzi di parte corrente dell'ordine di tre punti e mezzo di PIL, a fronte di un avanzo dell'ordine di cinque punti e mezzo per i Paesi nordici (Germania, Olanda, Austria, Finlandia).

Mai stata così ampia la divergenza tra Paesi *core* e periferici in base agli indici di fiducia della Commissione Europea



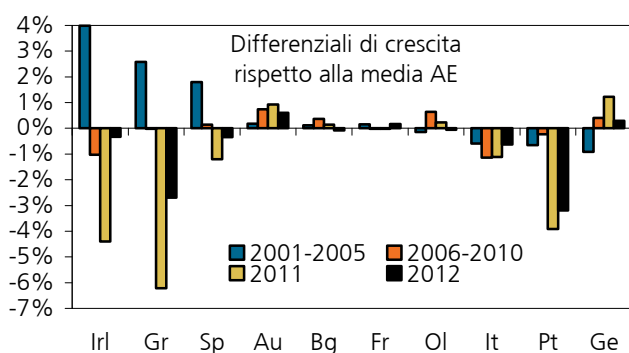
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su indici di fiducia Commissione UE

Particolarmente marcato il divario per quanto concerne la fiducia dei consumatori



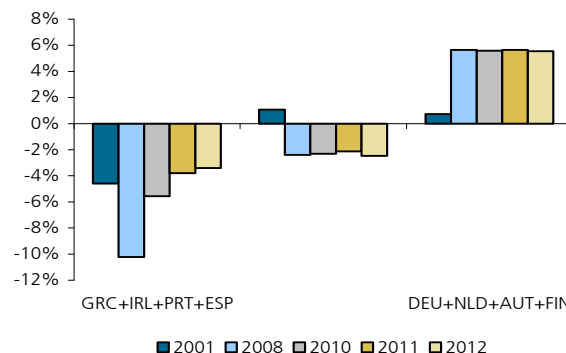
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su indici di fiducia Commissione UE

Anche nel 2012 permarrà un'ampia dispersione della crescita tra Paesi del centro e della periferia



Fonte: Eurostat e previsioni Intesa Sanpaolo

La crisi profonda nei Paesi della periferia sta contribuendo a ridurre (in parte) gli squilibri di bilancia corrente



Fonte: Intesa Sanpaolo. Nota: dati storici fino al 2010, quindi nostre proiezioni. Aggregazione in base al PIL a prezzi correnti

Inflazione: non è un vizio europeo

Nella prima metà di quest'anno, l'inflazione area euro è accelerata ancora una volta più delle attese. La sorpresa è riconducibile alla dinamica del prezzo del petrolio che per effetto di tensioni geopolitiche ha viaggiato ben al di sopra del livello incorporato nei *future* a fine 2010. Il picco per l'inflazione dovrebbe però essere alle spalle. Nei mesi estivi, la dinamica dei prezzi al consumo dovrebbe rimanere sui livelli di maggio (2,7% a/a) e solo dall'autunno in avanti ci aspettiamo cali significativi verso il 2%.

Nel 2012, continuiamo a vedere l'inflazione al di sotto del target BCE, ma le nostre stime sono salite all'1,8% da un precedente 1,6%, perlopiù per un effetto di trascinamento date le sorprese sul 2011. Tuttavia, i rischi per la dinamica inflazionistica sono in aumento.

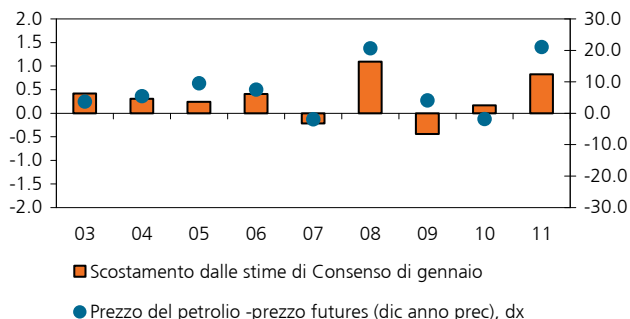
Pressioni verso l'alto potrebbero ancora venire dalla componente energia. Il calo dell'inflazione il prossimo anno è per larga parte spiegabile con effetti statistici favorevoli dalla componente energia. La nostra stima si basa, inoltre, su di un'ipotesi di moderazione del prezzo del greggio a 104,2 dollari nel 2012 da una media di 111 dollari nel 2011. Se dovessimo incorporare il profilo implicito nei *future* (112 dollari anche nel 2012), l'inflazione area euro rimarrebbe sopra il 2% anche nel 2012.

Il cambio potrebbe rappresentare un ulteriore fattore di rischio se la crisi sul debito non dovesse vedere una soluzione ordinata nel prossimo futuro il cambio EUR potrebbe scendere sotto 1,30, mentre la nostra ipotesi centrale lo vede a 1,35 in un arco di dodici mesi.

Scenario Macroeconomico

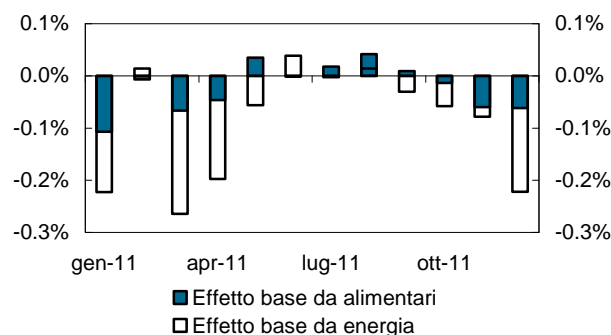
Giugno 2011

Ancora una volta l'inflazione sorprende verso l'alto a causa dell'andamento del prezzo del greggio



Fonte: Eurostat, Bloomberg, Consensus estimates ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

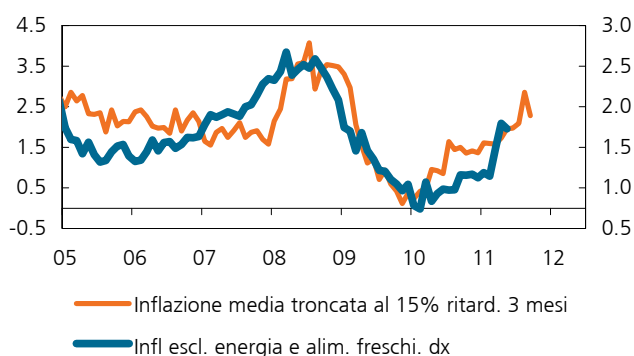
L'inflazione dovrebbe tornare al di sotto del 2% nel 2012 grazie anche ad effetti meccanici



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo.
 NB: gli effetti base sono calcolati come variazione mensile del contributo annuo di energia e alimentari assumendo che i prezzi siano fermi al livello di dicembre 2010

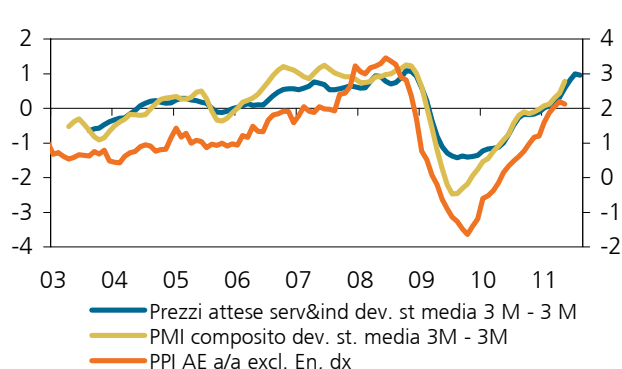
La dinamica sottostante dei prezzi al consumo rimane sotto il 2%, ma negli ultimi tre mesi ha guadagnato quota più rapidamente. Sulla misura preferita dalla BCE (al netto di energia ed alimentari freschi), l'inflazione *core* è salita di un punto tra aprile 2010 (0,8% a/a) e aprile 2011 (1,8% a/a) e circa due terzi dell'aumento si è visto tra febbraio e maggio. Al netto di alimentari, energia e tabacchi l'inflazione viaggia all'1,5% a/a dall'1,1% a/a di gennaio.

Misure sottostanti di inflazione, variazione a/a



Fonte: Eurostat, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Misure di pressione dalla catena di formazione dei prezzi



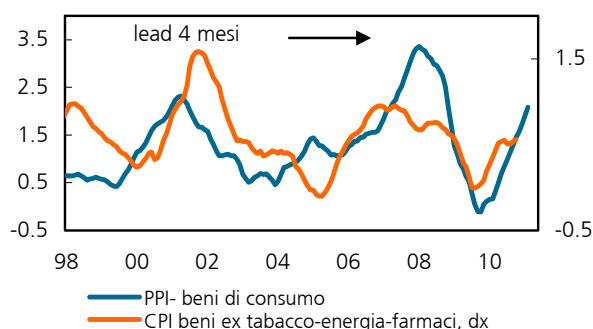
Fonte: Eurostat, NTC research ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il CPI ciclico, al netto delle componenti volatili, prezzi amministrati e tassazione indiretta, è accelerato di solo mezzo punto all'1,2% a/a nell'ultimo anno e di soli tre decimi negli ultimi mesi, a conferma che le pressioni domestiche sono ancora limitate. Tuttavia, ulteriori rialzi dei prezzi interni non sono da escludersi dal momento che le pressioni accumulate a monte della catena produttiva negli ultimi dodici mesi non si sono ancora trasferite a pieno a valle. L'indagine della Commissione Europea di maggio evidenziava una dinamica dei prezzi praticati ancora al di sopra della media storica.

Posto che non escludiamo rialzi dell'indice senza alimentari ed energia fino al 2% ci sembra improbabile che emergano pressioni inflative più radicate. Il rischio di effetti di seconda battuta via salari nella zona euro è sicuramente più elevato che nei Paesi anglosassoni, data la maggiore incidenza di clausole di indicizzazione (si veda *Weekly Economic Monitor*, 29 aprile 2011), ma dovrebbe essersi ridotto rispetto al passato. La crescita dei salari contrattuali è accelerata a inizio anno all'1,9% a/a, ma aveva raggiunto un minimo storico nella seconda metà del 2010 (1,4-1,5% a/a). L'urgenza del consolidamento fiscale ha spinto in territorio negativo la dinamica di salari e stipendi in Irlanda e Grecia, e non soltanto nel settore pubblico. In Portogallo, i salari sono rallentati ancora a inizio anno. In Spagna, i salari sono accelerati, data la maggiore

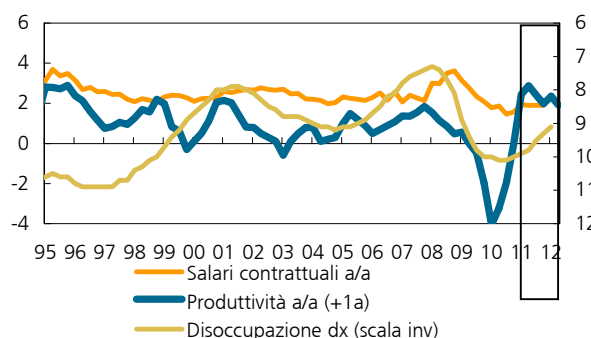
incidenza di clausole di indicizzazione, ma le riforme di fine aprile dovrebbero limitare il *drift* dei salari in futuro.

PPI – beni di consumo e prezzi al consumo



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Disoccupazione, produttività e incrementi salariali

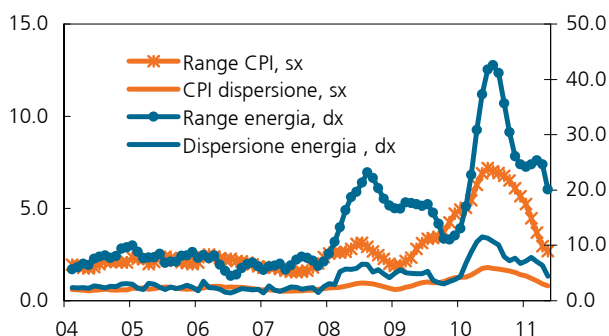


Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Sull'orizzonte di previsione è difficile che i salari accelerino ancora significativamente rispetto a marzo di quest'anno, dato l'elevato tasso di disoccupazione (9,1%). Il rallentamento della crescita dal 2,1% nel 2011 all'1,5% il prossimo anno, come da nostre stime, contribuirà a mantenere l'*output gap* ancora in territorio negativo. La BCE nel bollettino di marzo 2011 nota che le misure di eccesso di capacità contribuiscono a spiegare l'inflazione passata, ma hanno un limitato potere previsivo sia nel breve che nel lungo periodo². Tuttavia, al rallentare del ciclo e della domanda domestica è difficile che emergano pressioni importanti sui prezzi interni.

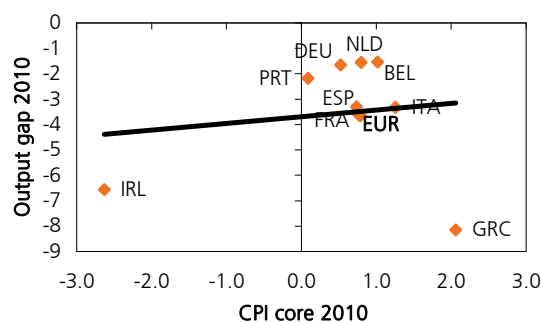
Permarrà un'ampia dispersione nella dinamica inflazionistica all'interno dell'area. Dal 2004 fino a metà 2010 la deviazione standard della dinamica inflazionistica è salita all'interno dell'area euro e la banda di oscillazione si è ampliata fino al 6,0 nel 2010. Negli ultimi sei mesi, la dispersione si è ridotta ma rimane comunque al di sopra dei livelli pre-recessivi 2004-07. La dispersione dell'inflazione è spiegata per lo più dalla dinamica dell'energia. Le differenze tra paesi si spiegano con la diversa intensità ed efficienza energetica e/o dipendenza dall'estero. Va inoltre considerato che il peso dell'energia nel CPI totale varia sensibilmente all'interno dell'area, da un minimo dell'8,4% in Italia a un massimo del 12,7% in Portogallo.

La dispersione dell'inflazione è aumentata in larga misura per effetto della diversa incidenza dell'energia



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo
Nota il CPI ciclico esclude energia, alimentari tabacchi e prezzi amministrati

Inflazione sottostante e output gap



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La dinamica sottostante è molto più concentrata intorno alla media, anche se si è visto un aumento della deviazione standard tra il 2008 e fine 2010. La dinamica passata dell'inflazione

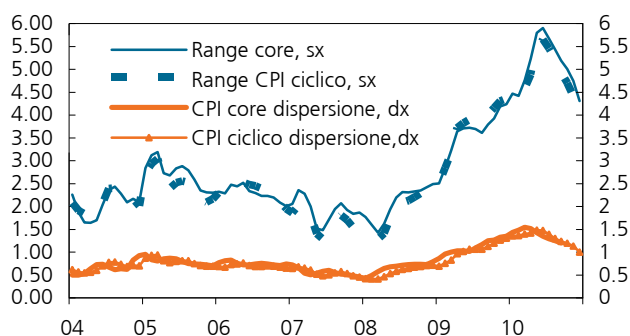
²V. ECB, "The link between inflation and the output gap", *Monthly Bulletin* – March 2011, pp. 83-84.

Scenario Macroeconomico

Giugno 2011

sottostante è ancora parzialmente spiegata dalla dinamica dell'*output gap*, purché si tenga conto della dinamica locale di tassazione indiretta e prezzi amministrati. Nei paesi dove l'urgenza del consolidamento fiscale è divenuta particolarmente pressante, i rialzi della tassazione indiretta hanno gonfiato la dinamica sottostante contrastando le pressioni deflazionistiche derivanti dall'ampio *output gap*.

Ma la dispersione all'interno dell'area è aumentata



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

In parte per effetto dei rialzi di tassazione indiretta e prezzi amministrati nei Paesi periferici

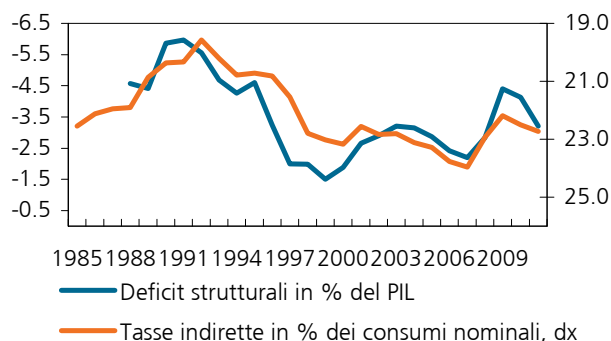
	EA	Oe	Be	Fin	Fra	Ger	Gr	Ita	Ol	Pt	Spa
04	0.1	0.3	0.1		0.1	0.2	0.0	0.1	0.3	0.2	0.0
05	0.1	0.1	0.2		0.0	0.2	0.6	0.1	0.3	0.5	0.0
06	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2	0.1	0.1	0.7	0.5
07	0.5	0.1	0.1	-0.1	0.0	1.6	0.1	-0.1	0.1	0.1	0.1
08	0.0	0.1	0.1	0.3	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	-0.4	-0.1
09	0.0	-0.1	0.1	0.1	-0.2	0.0	0.3	0.0	0.3	-0.1	0.2
10	0.1	0.0	-0.3	-0.2	-0.2	-0.1	3.3	0.0	0.1	0.4	0.7
11	0.3	1.3	0.1	0.6	0.0	0.0	3.5	0.1	0.0	1.6	1.2

Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Ulteriori rialzi della tassazione indiretta sono più che probabili nel 2012, data la necessità impellente di ridurre i deficit strutturali. I paesi più esposti a ulteriori rialzi della tassazione indiretta dovranno quindi cercare di evitare aumenti salariali per limitare ulteriori aumenti dei prezzi relativi e perdite di competitività.

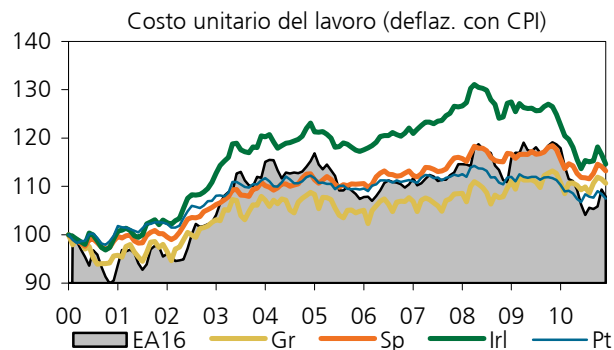
Nel complesso i rischi per l'inflazione area euro sono verso l'alto, ma rimangono contenuti e in ogni caso meno pronunciati che negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Se pure l'inflazione nel 2012 dovesse rimanere al di sopra del 2% riteniamo improbabile una permanenza prolungata, significativamente al di sopra del target BCE. Questo è anche lo scenario implicito nelle previsioni di più lungo termine dalla *Survey dei Professional Forecasters* e nei tassi *swap*. La BCE, del resto, non potrebbe tollerare una dinamica inflazionistica sopra il 2% per un periodo esteso. La graduale rimozione dello stimolo monetario iniziata a marzo contribuirà a limitare i rischi per la dinamica inflazionistica.

... e potrebbe non essere finita



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La moderazione del costo del lavoro diviene cruciale



Fonte: Commissione UE elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il cambio di stagione per Eurostat

Da quest'anno i paesi membri ed Eurostat hanno armonizzato il trattamento di stagionalità di alcune categorie di prezzi del CPI armonizzato in conformità con la normativa comunitaria n. 330/2009. La metodologia avrà un impatto sul 2011, ma non sul 2012. L'entità dell'impatto dipende dal peso nel paniere di consumo per le diverse categorie di beni interessate e da quanto differente era la metodologia precedentemente utilizzata.

La metodologia va applicata per quei beni e servizi che sono disponibili in alcuni periodi dell'anno, ma che in altri non si trovano o rappresentano una voce trascurabile di spesa. Tipicamente questi prodotti possono trovarsi nelle categorie alimenti, pesce, frutta e verdura, abbigliamento.

La normativa comunitaria indica due metodi di calcolo alternativi per tenere conto della stagionalità dei prezzi di alcuni beni e prodotti che sono più o meno equivalenti in termini di impatto sulla categoria del CPI.

Il metodo dei "pesi annuali rigidi" stima i prezzi dei beni e servizi in quei periodi dell'anno in cui il prezzo non è osservabile. La stima dei prezzi può essere "stagionale" o "continua sull'anno".

La stima "stagionale" è da preferire quando vi è una chiara dicotomia stagionale e i prodotti estivi sostituiscono quelli invernali e viceversa. In questo caso è preferibile utilizzare solo il prezzo dei beni di quel periodo per stimare l'indice dei prezzi dei beni "fuori stagione" posto che in ogni periodo vi è un numero di beni sufficiente a garantire la rappresentatività del campione.

Nel caso in cui non vi è un *pattern* stagionale così dicotomico è preferibile utilizzare i prezzi di tutti i prodotti che entrano nella categoria del CPI per stimare i prezzi dei prodotti fuori stagione. Per esempio per stimare il prezzo della frutta estiva in inverno si utilizzano i prezzi di tutta la frutta e la verdura disponibili in ciascun mese invernale.

Il metodo dei "pesi stagionali per categoria di prodotto" impone i pesi a zero per quei beni e servizi il cui prezzo non è osservabile in un determinato periodo dell'anno. I pesi degli altri beni e servizi all'interno della sottocategoria del CPI sono aggiustati in modo tale da mantenere costante il peso della sottocategoria.

Impatto del nuovo metodo di correzione per la stagionalità sul CPI area euro e paesi membri						
	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	
EA	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	
BG	L'aggiustamento era già in essere					
DE	NS	NS	0.1	0.1	0.1	
IRL	L'aggiustamento era già in essere					
GR	-0.4	-0.8	NS	NS	NS	
SPA	Revisioni nel 2010					
FR	NS	0.2	0.1	NS	NS	
ITA	-0.4	-0.4	NS	NS	0.1	

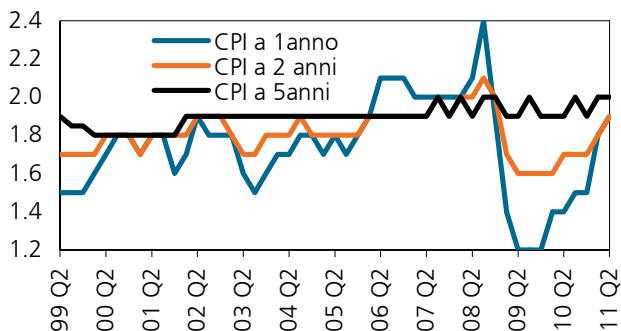
Nota: "NS" non significativo
Fonte: Eurostat

BCE, un passo alla volta verso la normalità

Trichet, nella sua audizione al Parlamento Europeo, ha ribadito che la BCE mantiene un orientamento di "stretta vigilanza", confermando quindi il rialzo di 25pb di luglio. È assai probabile che nel comunicato si legga che i tassi rimangono bassi su tutte le scadenze e che la BCE monitorerà attentamente i rischi verso l'alto per la stabilità dei prezzi, anticipando quindi una pausa estiva. Il voto favorevole del Parlamento greco sul pacchetto di misure di austerità ha allontanato lo spettro di una svolta catastrofica della crisi greca. La *review* di agosto, la prima del nuovo programma, dovrebbe essere meno problematica di quella di maggio e riservare meno sorprese, più orientata sui provvedimenti che non sui numeri. La BCE ha dunque spazio per procedere nel percorso di normalizzazione dei tassi di *policy* con un rialzo in autunno di 25pb. A meno di ricadute della crisi sul debito a ridosso di fine anno, manteniamo tassi al 2% per marzo 2012. I mercati, invece, nell'ultimo mese hanno rimosso circa due rialzi e vedono il punto di arrivo per il refi all'1,75%.

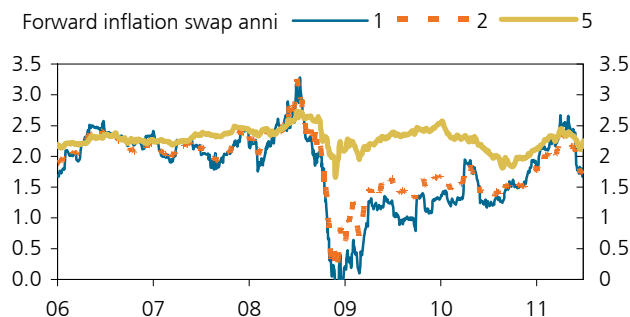
Trichet ha riaffermato in modo forte nelle ultime settimane che la BCE è più che mai determinata a garantire la stabilità dei prezzi nel medio termine. Le preoccupazioni della BCE per dinamica inflazionistica futura potrebbero sembrare eccessive. L'inflazione è attesa tornare appena al di sotto del 2% il prossimo anno, stando alle stime di consenso di giugno. Le attese d'inflazione di medio termine sulle misure preferite dalla BCE, aspettative a 5 anni dalla Survey dei Professional Forecasters e inflazione a 5 anni implicita nei tassi swap, sono stabili al 2%, nonostante le attese a uno e due anni abbiano risentito del rialzo dell'inflazione da metà 2010.

Attese a 5 anni dei Professional Forecasters stabili



Fonte: Survey dei Professional Forecasters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

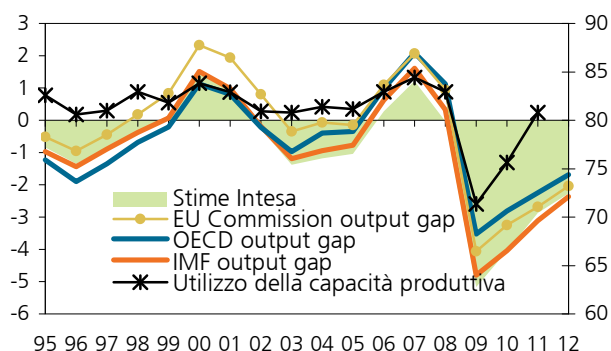
Inflazione implicita negli swap a 5 anni circa invariata



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

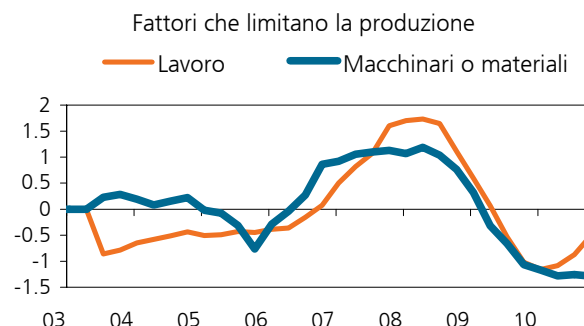
In linea di principio i rischi verso l'alto per la dinamica inflazionistica futura dovrebbero essere arginati dall'elevata disoccupazione, sintomo di risorse inutilizzate nell'economia. Le stime degli istituti internazionali, FMI, Commissione e OECD, mostrano un *output gap* del 4% nel 2010 e assumono che questo rimanga in media intorno al 3% nell'anno in corso. La BCE nel bollettino di giugno nota che tali stime sono tipicamente soggette a un ampio margine d'incertezza e sottolinea che altri indicatori ciclici suggeriscono invece che l'*output gap* potrebbe essere meno ampio. L'utilizzo della capacità produttiva nell'industria, infatti, è tornato circa in linea con la norma storica. Se guardiamo alla tendenza di produzione manifatturiera, PIL e capacità produttiva se ne conclude che l'eccesso di offerta è meno ampio di quanto non si evince dalle stime di *output gap*. In assenza di dati sulla capacità per i servizi e costruzioni guardiamo alla tendenza di fattori che rappresentano un ostacolo all'attività produttiva come derivabile dall'indagine trimestrale della Commissione Europea: lavoro e macchinari. In questo caso si vede che i macchinari non sono ancora diventati un problema, ma il lavoro comincia a essere considerato un vincolo.

L'ampio output gap dovrebbe fare da freno



Fonte: FMI, Commissione UE, OCSE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Gli indicatori ciclici suggeriscono che il gap non è poi così ampio



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su indagine trimestrale della Commissione UE per servizi e costruzioni

Anche la BRI, nel rapporto annuale, rileva il rischio che l'output gap sia meno ampio di quanto non appaia nelle stime ufficiali e nota la somiglianza con gli anni '70, quando a fronte di uno shock sul petrolio si ritenne erroneamente che l'output gap fosse molto ampio. In realtà, la crescita potenziale si rivelò ben più bassa di quanto assunto. Sicuramente le economie di oggi sono più flessibili e la struttura dei salari è ben diversa. Tuttavia, la crisi potrebbe aver causato un abbassamento significativo del potenziale, un aumento strutturale della disoccupazione e reso meno produttivi alcuni investimenti (in particolare nel comparto delle costruzioni) effettuati prima della crisi.

In ogni caso anche assumendo un output gap ampio quanto nelle stime ufficiali un ritocco dei tassi di policy sarebbe condivisibile. La BCE nel bollettino di giugno, utilizzando uno schema tipo curva di Phillips conclude che l'inflazione europea tende a esibire una maggiore persistenza e risponde meno di quella statunitense alla variazione dei prezzi delle materie prime e dell'output gap. Del resto la regola di Taylor suggerirebbe che i tassi devono salire al 2,00-2,25% per fine 2012. Utilizzando come argomento l'inflazione effettiva anziché a quella attesa nella regola di Taylor si evince che i tassi dovevano salire di più già nella prima metà del 2011.

La liquidità rappresenta ancora un fattore di rischio per la dinamica inflazionistica?

La BRI ammonisce che una semplice regola di Taylor non riesce a tenere conto dell'impatto sulle condizioni monetarie delle misure non convenzionali adottate dalle banche centrali durante la crisi. Peraltro c'è da chiedersi se l'eccesso di liquidità nominale e reale³ accumulatosi tra il 2003 e il 2009 si sia in parte riassorbito. La BCE nel bollettino di giugno riafferma il legame tra l'eccesso di liquidità e la dinamica dei prezzi al consumo.

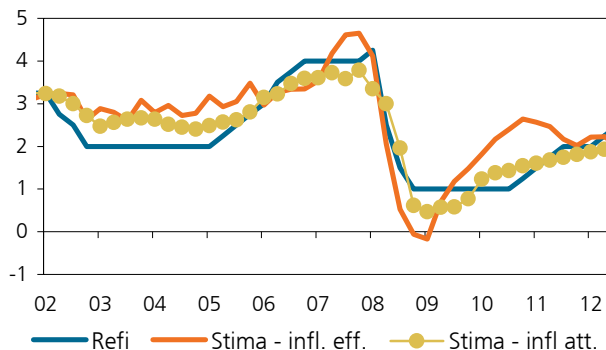
L'eccesso di liquidità nominale è rallentato sensibilmente nell'ultimo anno e mezzo rispetto ai massimi raggiunti nel 2009. La BCE nota che queste misure di liquidità sono la risultante di domanda e offerta in equilibrio e vanno quindi lette con cautela. Il rallentamento di M3 a partire dal 2008, sostiene la BCE, potrebbe non essere stato sufficiente a riassorbire completamente l'eccesso di liquidità creatosi prima della crisi. La dinamica dei prestiti al settore privato (in particolare imprese) rimane ancora leggermente inferiore al PIL anche se si tiene conto dell'usuale ritardo.

³ L'eccesso di liquidità nominale è dato dallo scostamento tra quantità effettiva di moneta e quantità che si otterrebbe se la moneta crescesse al 4,5%. L'eccesso reale di moneta è dato dal gap tra quantità di moneta deflazionata per il CPI e quantità teorica reale derivata dalla crescita della moneta al 4,5% al netto di una dinamica del CPI all'1,8%.

Scenario Macroeconomico

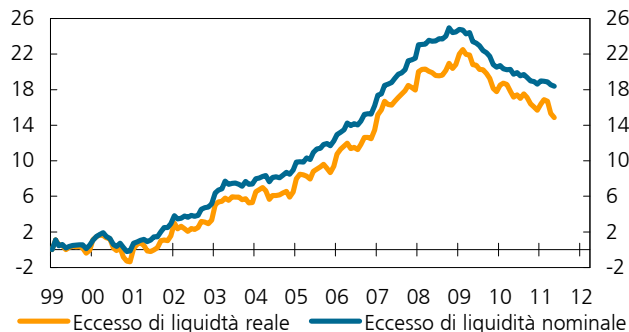
Giugno 2011

La regola di Taylor indica che i tassi devono ancora salire



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La liquidità rimane ampia



Fonte: BCE e stime Intesa Sanpaolo

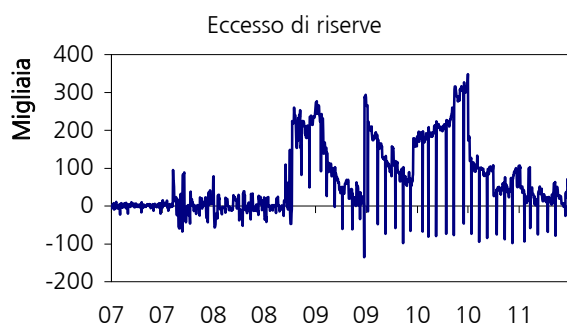
Per valutare se la crescita di M3 è ancora debole (e quindi se non vi sono rischi per la dinamica inflativa) è necessario considerare cosa sta succedendo allo stock degli aggregati monetari. Un'indicazione può aversi dalla dinamica della velocità di circolazione della moneta, che tende ad aumentare dopo le recessioni in modo che la liquidità in eccesso viene decumulata per finanziare la spesa. Dopo la recessione del 2009-10 la velocità di circolazione della moneta è salita di più che nelle crisi precedenti. Secondo la BCE tale tendenza è un segnale che il decumulo di liquidità è stato solo parziale e nota che una riduzione dell'eccesso di liquidità può avvenire tramite: una crescita più debole degli aggregati monetari, una riduzione di spesa, e un'accelerazione della crescita nominale (più inflazione). È quindi probabile che l'abbondante liquidità ancora presente nel sistema continui ad alimentare rischi per la dinamica inflazionistica futura. È anche vero che gli effetti si vedono con ritardo e quindi un ulteriore aggiustamento potrebbe essere in atto.

Tassi al 2% sarebbero ancora neutrali

L'analisi dello scenario macro e degli aggregati monetari conferma che i rischi per la dinamica futura dei prezzi al consumo sono verso l'alto. È possibile che questi rischi saranno mitigati nei prossimi mesi da sorprese negative sulla crescita e da un rallentamento della liquidità. Anche in uno scenario di crescita all'1,4%, in linea con le nostre stime, e un'inflazione di circa l'1,1% (come da soglia minima dell'intervallo di stima BCE), i tassi reali risulterebbero ancora moderatamente espansivi. Manteniamo pertanto ancora un rialzo in autunno e tassi al 2% per marzo prossimo. I mercati, nell'onda della crisi greca, hanno rimosso quasi due rialzi e vedono come punto d'arrivo per il refi l'1,75% per fine anno. Difficile dire che cosa si deciderà di fare con il corridoio di oscillazione: al momento, potrebbe essere ancora mantenuto a 150bp, e solo in una fase successiva essere riportato a 200bp. Il limitato eccesso di riserve e le condizioni generali del sistema non pare che impongano una particolare urgenza di aumentare la penalizzazione per il parcheggio sui conti di liquidità in eccesso.

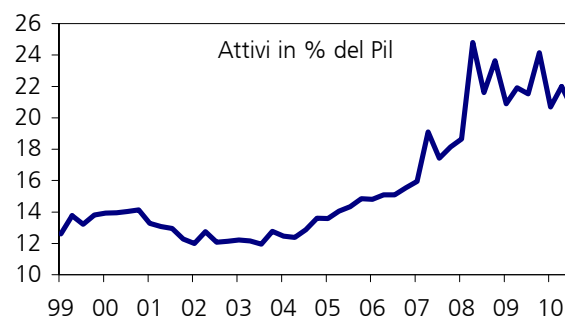
Nel corso della riunione di giugno, la BCE ha confermato l'estensione del *full allotment* almeno fino all'inizio del 9° periodo di riserva (il 14 settembre) in modo da poter gestire eventuali ricadute della crisi sulla liquidità bancaria. La BCE non farà menzione, alla riunione di luglio, di un possibile ritorno al meccanismo d'asta competitivo in autunno. L'evoluzione della crisi determinerà le scelte della BCE. Va notato che la dimensione del bilancio BCE in percentuale del PIL rimane quasi due volte al di sopra della norma storica pre-crisi, mentre il bilancio della Fed in rapporto al PIL è al di sotto del 20%. Teoricamente l'uscita dalle misure non convenzionali per la BCE è meno difficile che per la Fed, dal momento che è sufficiente ritornare al vecchio meccanismo d'asta per avviare la normalizzazione. In pratica, la situazione di stress dei sistemi bancari nei paesi assistiti (Grecia, Irlanda e Portogallo) non consentirà di muoversi rapidamente in tale direzione.

L'eccesso di riserve si è sensibilmente ridotto



Fonte: BCE e stime Intesa Sanpaolo

Il bilancio della BCE in % del PIL rimane ampio



Fonte: BCE ed Intesa Sanpaolo

La BCE manterrà le proprie posizioni sul *rollover* del debito

Il riferimento della BCE all'obiettivo di stabilità dei prezzi è anche un modo per difendere la propria indipendenza e distanziarsi dalle istituzioni chiamate a risolvere la crisi sul debito. Nel sostegno alla Grecia, la BCE continua a contribuire attraverso il rifinanziamento del sistema bancario locale, la cui dipendenza dalle operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema è ulteriormente salita fino a superare il 20% degli attivi di sistema. Il portafoglio di titoli di stato acquisito mediante lo SMP, invece, non dovrebbe essere rinnovato alla scadenza. Il programma ha sempre creato molto imbarazzo in BCE ed è stato attivato soltanto in condizioni di particolare stress di mercato, e non per contenere il livello degli spread o contribuire alla copertura del fabbisogno greco (attività che sarebbe contraria allo statuto della Banca centrale).

Focus: la crisi del debito nell'Eurozona e i progressi della correzione fiscale

Poco più di un anno dopo la Grecia, il 17 maggio scorso anche il Portogallo ha firmato un accordo con la Commissione Europea per un programma di aggiustamento economico, che implica l'erogazione di crediti per complessivi 78 miliardi da parte di FMI, EFSF ed EFSM. La prima revisione del programma di sostegno all'Irlanda, avviato a fine 2010, si era conclusa positivamente da circa un mese. Purtroppo, il lancio dei prestiti al Portogallo non ha posto fine alla vicenda. La quarta revisione del programma economico per la Grecia, infatti, ha evidenziato crescenti scostamenti dagli obiettivi, mentre l'Eurozona (messa sotto pressione dal FMI) si è trovata costretta ad affrontare la questione di come rimpiazzare la mancata emissione di titoli a lungo termine nel 2012, da cui si fingeva di poter raccogliere 27 miliardi di euro. Si è scatenata così una corsa contro il tempo per evitare l'insolvenza della Grecia, complicata dalla molteplicità di atti decisionali da compiere in un breve lasso di tempo: senza l'approvazione di un nuovo pacchetto di misure correttive e di un aggressivo piano di privatizzazioni da parte del Parlamento ellenico, l'Eurogruppo non avrebbe lanciato un nuovo programma pluriennale di aiuti; ma senza il programma di aiuti, l'erogazione dei fondi da parte del FMI sarebbe stata interrotta per mancanza dei requisiti di solvibilità, rendendo quasi inevitabile l'insolvenza immediata dello Stato greco. Ad appesantire il processo, la Germania è arrivata al tavolo negoziale forte di una mozione del Parlamento che subordinava la partecipazione del Paese a un "significativo" coinvolgimento degli investitori privati nella copertura del fabbisogno 2012-14 della Grecia. La proposta operativa avanzata dal Governo tedesco ha però scatenato un duro conflitto istituzionale con la BCE, che vedeva concretizzarsi la prospettiva di una dichiarazione di default dell'emittente, con ripercussioni sia sul proprio bilancio, sia sulla possibilità di continuare a sostenere il sistema bancario greco attraverso le operazioni di mercato aperto, che sono in parte garantite da titoli di stato.

Luca Mezzomo
Anna Grimaldi
Paolo Mameli
Marco Rocchi

Scenario Macroeconomico

Giugno 2011

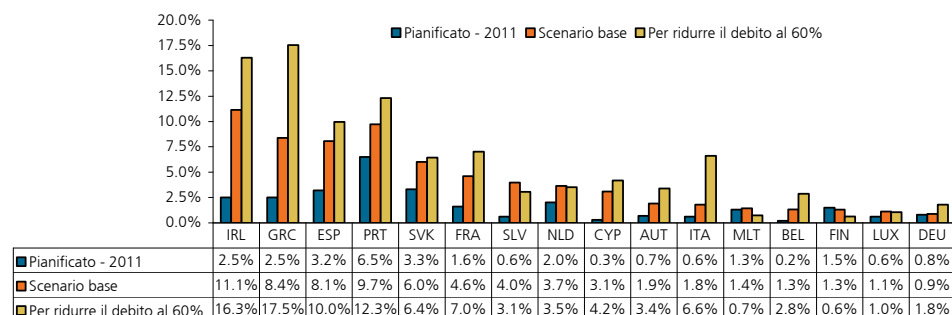
	Salda Primari (% PIL)				Debito (% PIL)			
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
Belgio	-2.3	-0.7	-0.4	-0.7	96.2	96.8	97.0	97.5
Francia	-5.1	-4.5	-3.1	-2.4	78.3	81.7	84.7	86.8
Germania	-0.4	-0.9	0.4	1.2	73.5	83.2	82.4	81.1
Grecia	-10.3	-4.9	-2.8	-1.8	127.1	142.8	157.7	166.1
Irlanda	-12.2	-29.2	-6.8	-4.2	65.6	96.2	112.0	117.9
Italia	-0.7	-0.1	0.8	1.9	116.1	119.0	120.3	119.8
Olanda	-3.3	-3.4	-1.6	-0.1	60.8	62.7	63.9	64.0
Portogallo	-7.2	-6.1	-1.7	0.3	83.0	93.0	101.7	107.4
Spagna	-9.4	-7.3	-4.1	-2.9	53.3	60.1	68.1	71.0

Fonte: Commissione Europea, *European Economic Forecast – Spring 2011*

Al di là della cronaca spicciola della crisi, che continua a evidenziare, purtroppo, i limiti dell'infrastruttura europea messa in piedi con tanti compromessi lo scorso anno dopo il collasso della Grecia, non vanno dimenticati gli aggressivi programmi di risanamento fiscale ora in via di attuazione in molti paesi: una corsa contro il tempo, con l'obiettivo di ridurre la vulnerabilità degli emittenti sovrani alle fasi di sfiducia dei mercati, mediante la riduzione del debito e la costituzione di un avanzo primario strutturale di bilancio. Rispetto ai programmi pluriennali degli anni precedenti la crisi, la credibilità degli attuali Programmi di Stabilità (PS) è accresciuta da tre fattori: primo, la sensibilità ormai esasperata dei mercati al rischio emittente, che fa da contraltare all'indifferenza del periodo precedente il 2008; secondo, l'interesse collettivo a prevenire le esternalità causate dagli squilibri fiscali di singoli Stati membri, ignorate fra il 2003 e il 2007 ma ora ben evidenti a tutti; terzo, l'impraticabilità di misure di salvataggio ex-post per paesi grandi come Spagna e Italia, dati i vincoli istituzionali imposti al sistema di gestione delle crisi.

Ma quanto vicina è l'Eurozona a una situazione di stabilità del debito? Il grafico seguente mostra la dimensione della correzione fiscale necessaria ai singoli stati membri per stabilizzare il rapporto debito/PIL o alternativamente per ridurlo in 20 anni al 60%, come previsto dal futuro Patto di Stabilità e Crescita. La distanza dall'equilibrio fiscale è messa a confronto con la correzione programmata nel 2011. Il messaggio è che diversi paesi, e non soltanto quelli ora assistiti da programmi internazionali di aiuto, necessiteranno di interventi correttivi ampi anche nei prossimi anni: oltre 8 punti per l'Irlanda, quasi 5 punti del PIL 2011 per la Spagna, 3,2 punti per il Portogallo, 3 punti per la Francia. Fra i paesi ad alto debito, anche con ipotesi conservative sulla crescita, Belgio e Italia sono molto vicini ai livelli di saldo primario che garantiscono la stabilità del rapporto debito/PIL; tuttavia, l'obiettivo di ridurre velocemente il debito implicherà comunque correzioni fiscali ampie, pari a 2,5 punti per il Belgio e quasi a 5 punti per l'Italia. Interventi così ampi sono plausibili soltanto su orizzonti pluriennali, con l'implicazione che in pochi paesi il rapporto debito/PIL sarà stabilizzato a breve termine: se la Germania dovrebbe ridurlo già da quest'anno, l'Italia potrebbe iniziare nel 2012, seguita nel 2013 dal Belgio e nel 2014 da Olanda, Francia e Spagna.

La distanza dall'equilibrio e le manovre 2011



Nota: variazione istantanea del saldo primario rispetto al 2010 necessaria o per stabilizzare il rapporto debito/PIL al livello del 2011 (scenario base) o per ridurlo al 60% entro 20 anni (Grecia: 30 anni). Le ipotesi sul costo del debito e sulla crescita nominale sono specifiche per i singoli paesi. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati e stime Commissione Europea

Le stime della tabella soprastante dipendono dalle assunzioni fatte riguardo alla crescita economica, al costo del debito e all'andamento del deficit tendenziale. Sotto almeno due aspetti, il contesto è diventato più sfavorevole al conseguimento della sostenibilità. In primo luogo, la crisi di questi anni porterà a un allargamento del divario in termini di costo del debito fra i paesi della periferia e il centro con rating tripla-A rispetto al periodo pre-crisi, rendendo necessarie misure correttive più ampie. D'altro canto, dovrebbe aumentare il beneficio in termini di riduzione del costo del debito derivante da un miglioramento delle metriche di rischio. Secondariamente, il trend di crescita è destinato a rimanere debole in assenza di riforme strutturali, ma in molti paesi il tema è trascurato a causa della focalizzazione sul risanamento fiscale. La maggior parte dei Programmi Nazionali delle Riforme presentati lo scorso aprile si è rivelato povero di contenuti. Terzo: nel quadro semplificato di cui sopra, il deficit tendenziale è assunto stabile, ma su orizzonti di tempo lunghi la gran parte dei paesi europei presenta un peggioramento fisiologico connesso a fattori demografici, e principalmente all'aumento della quota di popolazione anziana. Il tema è stato affrontato nella *Sustainability Report* pubblicato dalla Commissione Europea nel 2009, dal quale emergeva un *drift* particolarmente marcato per Grecia (+16% del PIL fra 2010 e 2050), Slovenia (+12,7%), Olanda (+9,4%), Irlanda (+8,7%), Spagna (+8,3%), Belgio (+6,6%) e Germania (+5,1%). L'Italia, grazie alle riforme previdenziali degli anni '90, risultava avere il minimo incremento fra i paesi UE (+1,6%). L'impatto fiscale negativo dell'invecchiamento può essere affrontato o tagliando il resto del bilancio pubblico, o meglio con riforme strutturali che riducano le rendite pensionistiche o allungino la vita lavorativa. Questa seconda strada è stata seguita recentemente da diversi paesi:

- La **Grecia** ha riformato il sistema previdenziale nel luglio 2010. Dal dicembre 2013, l'età di pensionamento salirà a 65 e successivamente sarà rivista in base all'aspettativa di vita; l'età minima di pensionamento da quest'anno è salita a 60 anni e il numero minimo di anni di contribuzione sarà elevato da 35-37 a 40 entro il 2015. La riforma ha introdotto anche tagli alle rendite pensionistiche; inoltre, ha esteso il parametro di riferimento per il calcolo delle rendite dagli ultimi 5 anni all'intera vita lavorativa.
- L'**Italia** ha apportato alcuni ritocchi al sistema nel 2010. Dal 2016, l'età di pensionamento (oggi 65 anni per gli uomini e 60 per le donne) sarà legata all'aspettativa di vita. Inoltre, dal 2012 l'età di pensionamento per le donne nel pubblico impiego salirà a 65 anni. Il numero minimo di anni di contribuzione per maturare il diritto alla rendita piena salirà a 40. Le nuove proiezioni pubblicate dal Ministero dell'Economia prevedono che la spesa collegata all'età salga soltanto di 0,3% fra il 2010 e il 2050, toccando il picco nel 2045.

- Nel novembre 2010, la **Francia** ha approvato un innalzamento dell'età minima di pensionamento da 60 a 62 anni, e dell'età che garantisce il diritto alla massima rendita pensionistica coerente con la vita contributiva da 65 a 67 anni. La riduzione a lungo termine della spesa collegata all'invecchiamento che deriva dalle misure è stimato in 0,9% del PIL, sicché l'incremento di lungo termine dovrebbe essere inferiore all'1,5% del PIL.
- In **Spagna** la riforma è stata approvata quest'anno. Anche qui è previsto un graduale innalzamento dell'età di pensionamento da 65 a 67 anni fra il 2013 e il 2027 e uno immediato dell'età minima da 61 a 63 anni, mentre il calcolo della rendita è stato esteso agli ultimi 25 anni di contribuzione (erano 5). Dal 2027, anche in Spagna l'età di pensionamento sarà legata alle aspettative di vita. I lavoratori con almeno 38,5 anni di contributi matureranno comunque pieni diritti già a 65 anni. Le stime del Ministerio de Economía y Hacienda e del Ministerio del Trabajo suggeriscono una riduzione dell'impatto demografico sui conti nel periodo 2010-50 dall'8,2% al 4,7%, ma risparmi limitati (0,3%) nel primo decennio di transizione. Anche dopo la riforma, perciò, la Spagna rimane soggetta a un ampio effetto demografico sul trend dei conti pubblici.

Meritano un approfondimento particolare le prospettive fiscali dei paesi assistiti da programmi internazionali (Grecia, Irlanda e Portogallo), i due paesi mediterranei considerati la linea del Piave per la gestione della crisi (Spagna e Italia), e due paesi valutati come a più basso rischio dai mercati e dalle agenzie di rating, ma caratterizzati da debolezze congiunturali e strutturali che potrebbero penalizzarli in futuro (Belgio e Francia).

Grecia

La quarta revisione del programma di aggiustamento economico è stata appena pubblicata da FMI e UE. Il comunicato stampa conclusivo della missione menzionava "un accordo con le Autorità su un insieme di misure finanziarie ed economiche necessarie a raggiungere gli obiettivi del programma", il che indirettamente segnala che quelle già approvate si sono rivelate ampiamente insufficienti. In effetti, dopo il taglio dal 15,4% al 10,5% del 2010, le previsioni di primavera della Commissione Europea mostrano, a politiche invariate, un deficit ancora al 9,5% nel 2011 e le proiezioni del Governo erano ancora peggiori (10,5%); in effetti, nei primi 5 mesi del 2011 il fabbisogno di cassa non mostrava alcun progresso rispetto allo stesso periodo del 2010. Il comunicato dei creditori menziona esplicitamente anche la creazione di una "agenzia per le privatizzazioni gestita in modo indipendente e professionale", con l'obiettivo di raccogliere entrate straordinarie per 50 miliardi entro la fine del 2015.

Il Parlamento ellenico ha approvato il 29 giugno la nuova **strategia fiscale a medio termine 2012-15**, e il 30 anche i relativi provvedimenti attuativi. La manovra⁴ prevede tagli pari al 12% del PIL nel 2011-15, con target per il deficit al 7,5% nel 2011 e al 2,6% nel 2014. Un saldo primario positivo sarebbe raggiunto nel 2012 (1,7% del PIL). La ripartizione fra entrate e spese è solo marginalmente sbilanciata verso le spese (6,3%); sul fronte delle entrate, è stato ridimensionato dal 4% all'1,5% del PIL il gettito previsto dalle misure contro l'evasione fiscale, che si stanno rivelando di difficile implementazione per la bassa qualità del sistema tributario ellenico. Le principali riduzioni sono attese dal ridimensionamento del settore pubblico e da una selezione dei percettori di sussidi. Tagli per 6,5 miliardi sono previsti già sul bilancio 2011, a compensare la perdita di efficacia delle misure già introdotte. Sarà creata un'agenzia per le privatizzazioni, chiamata **Fondo per la Ricchezza Nazionale (FRN)**, a cui verranno conferiti i beni e le partecipazioni da dismettere. Commissione Europea ed Eurogruppo nomineranno due osservatori nel Consiglio di Amministrazione dell'FRN, che sarà nominato dal Parlamento e rimarrà in carica per 6 anni. Le operazioni saranno inizialmente finanziate con capitale fornito dallo Stato, e poi con le commissioni sulle operazioni di dismissione. La FRN potrà anche

⁴ V. *Greece: Medium-Term Fiscal Strategy 2012-15*, 14/06/2011.

finanziarsi sul mercato, eventualmente offrendo in garanzia i flussi di reddito delle attività in portafoglio.

Il programma fiscale di medio termine 2012-15					
	2011	2012	2013	2014	2015
PIL a prezzi costanti (a/a)	-3.5	0.8	2.1	2.1	2.7
Entrate	42.6	43.7	43.5	43.5	43.2
- scostamento da tendenziale	+1.7	+3.2	+4.0	+5.0	+5.4
Uscite	50.0	49.7	48.2	46.4	44.8
- scostamento da tendenziale	-1.4	-2.9	-4.4	-5.9	-7.2
Misure ancora da definire	0.0	0.1	0.3	0.4	0.5
Deficit del settore pubblico	-7.4	-5.9	-4.4	-2.5	-1.1
- scostamento da tendenziale	+3.1	+6.1	+8.4	+11.3	+13.3
Deficit (mld di EUR)	-16.68	-13.57	-10.40	-5.96	-2.89
Dismissioni (mld di EUR, cumulativi)	5.0	15.0	ND	ND	50.0
- n.ro operazioni programmate	24	18	8	2	2

Nota: valori in % del PIL, salvo ove diversamente indicato. Fonte: Ministero delle Finanze della Repubblica Ellenica

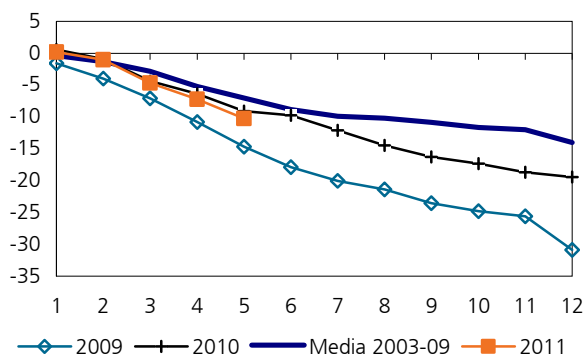
A seguito della faticosa approvazione parlamentare delle misure di austerità, l'Eurogruppo ha dato il via libera politico a un **secondo programma di aggiustamento**. Il nuovo programma, che sarà definito entro settembre, è necessario per sostituire le mancate emissioni obbligazionarie a lungo termine inizialmente previste nel 2012 (condizione necessaria per il pagamento della quinta tranche da parte del FMI) e garantire altri due anni di tranquillità sul fronte della copertura dei flussi finanziari. A fronte di un fabbisogno stimato in 172 miliardi dal 3° trimestre 2011 al 2° trimestre 2014, il primo programma fornirà fondi per 57 miliardi, riducendo le necessità in 115 miliardi; circa 30 miliardi dovrebbero essere teoricamente forniti dalle dismissioni di patrimonio pubblico, facendo calare la dimensione del secondo programma a 85 miliardi. Diversamente dal primo programma, in questo caso una parte dei fondi arriverà dal rinnovo dei titoli in scadenza detenuti dal sistema bancario europeo, secondo modalità tecniche ancora da definire, ma certamente non coattive. La principale proposta sul tappeto offre due alternative: il reinvestimento del 70% in titoli trentennali, garantiti da un fondo costituito con una parte degli introiti e dal rendimento in parte legato alla crescita del PIL, oppure il reinvestimento del 90% in titoli quinquennali. L'implementazione di questo aspetto del programma dipenderà però dalla possibilità di evitare una dichiarazione di *default* per l'emittente, circostanza ancora non scontata.

Purtroppo, non si può dare per scontato un successo del piano. In primo luogo, la correzione rispetto alla dinamica inerziale dei conti è imponente: circa 5 punti sulle entrate e quasi 6 punti sulla spesa nell'arco di quattro anni, da implementare nonostante una qualità della *governance* economica valutata di basso livello nell'ambito europeo. Inoltre, appare ottimistico attendersi una crescita economica di 0,8% nel 2012 in presenza di una manovra nell'ordine di 6 punti di PIL. Il rischio è che un andamento inferiore alle previsioni dell'attività economica generi ulteriori scostamenti dagli obiettivi, rendendo insufficiente la copertura finanziaria attualmente prevista. Garantiscono un percorso accidentato del programma anche la lenta, ma continua erosione della maggioranza parlamentare del PASOK, ormai scesa a 4 seggi, e la mancanza di sostegno popolare alla strategia di consolidamento fiscale. L'emergere di nuovi scostamenti rispetto agli obiettivi a un certo punto potrebbe ugualmente costringere i creditori internazionali ad abbandonare la strategia di risanamento e a puntare su una strategia di contenimento del contagio. Questa eventualità rappresenta un motivo in più per scommettere su un sentiero accelerato di risanamento fiscale nel resto della periferia. Si aggiunga che in assenza di un rilevante contributo dalle privatizzazioni, il rapporto debito/PIL non calerebbe in misura significativa durante il programma di aggiustamento. Ma è legittimo nutrire dubbi sulla realizzabilità di un programma così aggressivo di dismissioni in presenza di tali incertezze sulla stabilità delle fonti di finanziamento.

Scenario Macroeconomico

Giugno 2011

Fabbisogno cumulato del settore statale, miliardi di euro



Fonte: Intesa Sanpaolo, su dati Thomson-Reuters-Datastream

Principali numeri del programma di aggiustamento economico

	2010	2011	2012	2013	2014
PIL reale (a/a)	-4.5*	-4.5*	1.1*	2.1	2.1
Deflatore PIL (a/a)	2.9*	0.3*	0.4*	0.7	1.1
Deficit	-10.5*	-9.5*	-9.3*	-4.8	-2.6
Fabbisogno (mld €)	-	81.6	80.3	-	-
Interessi	5.6*	6.7*	7.4*	8.0	8.2
Entrate	39.1*	40.2*	40.2*	41.1	40.3
Spese	49.6*	49.7*	49.5*	49.7	48.8
Debito	142.8*	157.7*	166.1*	158.9	156.2
Partite correnti	-11.8*	-8.3*	-6.1*	-5.0	-4.0

Nota: valori in percentuale del PIL, salvo ove diversamente indicato; il fabbisogno include le scadenze di debito; (*) primo semestre; (°) secondo semestre.

Fonte: European Commission, *The Economic Adjustment Programme for Greece Fourth Review - Spring 2011*, Occasional Papers 82, luglio 2011

Irlanda

L'Irlanda ha registrato nei primi 5 mesi del 2011 un saldo di cassa peggiore rispetto al 2010, ma ciò principalmente a causa dell'uscita straordinaria di 3 miliardi connessa alla ristrutturazione del sistema finanziario. Quest'ultimo processo è accompagnato da uno sviluppo virtuoso, cioè a un netto ridimensionamento delle stime sugli oneri legati alla ricapitalizzazione del sistema, inizialmente fissati a 24 miliardi. Nella prima revisione del programma, i creditori hanno espresso valutazioni positive sulla performance del Paese e non vi sono state richieste di nuovi interventi correttivi. Sul fronte macroeconomico, il Paese dovrebbe registrare quest'anno un piccolo avanzo delle partite correnti, che riduce la dipendenza dai capitali esteri del Paese.

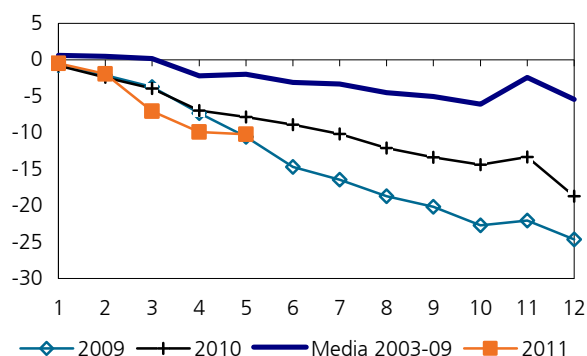
Copertura del fabbisogno finanziario

Miliardi di euro	2011	2012	2013	2014
Emissioni lorde (*)	143.9	131.5	139.0	-
- di cui a m/l termine	0.0	0.0	12.4	-
Prestiti FMI	12.8	6.3	3.4	-
Prestiti UE	25.7	12.7	6.6	-

(*) inclusa Central Bank of Ireland. Fonte: FMI, "Ireland: First and Second Reviews Under the Extended Arrangement and Request for rephasing of the Arrangement", IMF Country Report no 11/109

Va però segnalato che l'Irlanda non ha definito le misure che possono garantire il conseguimento degli obiettivi 2012-13, rinviate al processo di budget. La strategia annunciata prevede soltanto che incideranno sulle spese più che sulle entrate. Inoltre, manca ancora all'appello una riforma delle pensioni in grado di ridurre il forte incremento della spesa legata all'invecchiamento previsto nei prossimi decenni. Infine, la dimensione dell'intervento sul deficit primario è tale (oltre 11 punti di PIL) che l'Irlanda arriverà al 2013, anno in cui prevede di tornare a emettere debito a medio/lungo termine sui mercati per un ammontare di oltre 12 miliardi di euro, con il rapporto debito/PIL ancora in crescita e un saldo primario negativo.

Fabbisogno cumulato del settore statale, miliardi di euro



Nota: Exchequer balance, inclusi interessi. Fonte: Intesa Sanpaolo, su dati Thomson Reuters-Datastream

Principali numeri del programma di aggiustamento economico

	2010	2011	2012	2013	2014
PIL reale (a/a)	-1.0	0.6	1.9	2.4	2.9
Deflatore PIL (a/a)	-1.6	1.0	0.6	1.4	1.3
Deficit	-32.4	-10.6	-8.9	-7.4	-4.9
Fabbisogno (mld €)	-49.9	-16.5	-14.2	-12.3	-8.6
Interessi	3.3	3.9	4.7	6.0	6.2
Entrate	34.5	34.9	35.2	35.5	35.6
Spese	42.3	41.5	40.3	39.4	37.4
Debito	96.2	111.1	116.7	120.1	119.8
Partite correnti	-0.7	0.5	1.2	0.7	0.5

Nota: valori in percentuale del PIL, salvo ove diversamente indicato.
Fonte: FMI, "Ireland: First and Second Reviews Under the Extended Arrangement and Request for rephrasing of the Arrangement", IMF Country Report no 11/109

Portogallo

La performance fiscale del Portogallo nei primi cinque mesi è stata in linea con la media storica 2003-09, e decisamente migliore rispetto al precedente biennio. Tuttavia, il Governo di Passos-Coelho, recentemente insediato a seguito delle elezioni anticipate, ha segnalato che la riduzione delle spese è in gran parte attribuibile a meri rinvii di pagamenti, situazione che inciderà negativamente sui saldi futuri ed è associato un deficit di competenza nel 1° trimestre 2011 ben più alto di quello compatibile con i numeri di cassa, pari al 7,7% del PIL (1° trimestre 2010: 9,5%). Per compensare questo fenomeno, sono stati preannunciati interventi correttivi, tra cui l'imposizione di un'imposta a tantum del 50% sulle tredicesime nel 2011. Il nuovo governo, infatti, ha scelto di adottare una strategia aggressiva di risanamento, promettendo recentemente una velocità di azione anche superiore a quella prevista dal programma di aggiustamento firmato con FMI e Commissione Europea. Per il momento, ha annunciato di voler anticipare al terzo trimestre la ristrutturazione delle imprese pubbliche.

Copertura del fabbisogno finanziario

Miliardi di euro	2011	2012	2013	2014
Emissioni lorde	16.7	8.9	18.8	24.8
Prestiti FMI	12.6	8.3	3.3	1.7
Prestiti UE	25.2	16.7	6.7	3.4

Fonte: FMI, "Portugal: Request for a Three-Year Arrangement Under the Extended Fund Facility", IMF Country Report no 11/127

Il ritorno a emissioni di carta a medio-lungo termine da parte del Portogallo è previsto dal 2013, quando si spera di conseguire un avanzo primario del 2,1%. Le emissioni andrebbero allora a coprire i pagamenti per le cedole e i rimborsi di debito in scadenza. Come si nota dai dati delle tabelle, la correzione fiscale è fortemente concentrata nel primo anno, quando è previsto che il deficit cali dal 9,1% al 5,9%, malgrado una contrazione del 2,2% nel PIL reale. La manovra complessiva nel primo anno è del 5,7% del PIL, cioè quasi il 60% del totale nel triennio. La concentrazione dello sforzo quest'anno potrebbe essere utile a migliorare la resistenza del Paese in caso di nuovo peggioramento della crisi greca nel corso del 2012. Nei programmi, il ribilanciamento dei conti nei prossimi anni dovrebbe pesare per 5 punti sulle spese e per meno di uno sulle entrate. Le misure più importanti sono costituite dal contenimento dei salari pubblici e dall'incremento dell'IVA, che peseranno soprattutto il primo anno, dal taglio dei consumi intermedi e dei trasferimenti a Enti locali e imprese pubbliche (ripartiti più uniformemente nel triennio), e dall'innalzamento delle imposte sui redditi.

Al di là degli usuali fattori di rischio associati a programmi di aggiustamento di questo tipo, come la sottovalutazione degli impatti negativi sull'economia, il Portogallo presenta un fattore di rischio specifico connesso all'ampio uso (30 miliardi di euro da metà anni '80) del

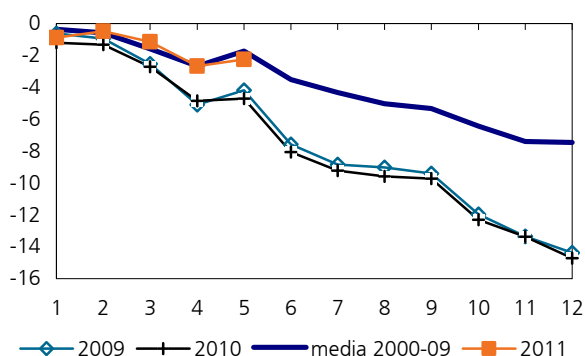
Scenario Macroeconomico

Giugno 2011

cofinanziamento privato per le opere pubbliche (PPP, *public-private partnerships*). Tale sistema, che ora sarà sospeso, comportava l'erogazione da parte dello Stato di garanzie sulla redditività minima dell'opera, che corrispondono potenzialmente a debito pubblico occulto. Il FMI ha stimato che il valore attuale dei pagamenti futuri attesi per i contratti sia pari al 7% del PIL⁵. A partire dal budget 2012, il Portogallo inizierà a riferire dei rischi connessi anche a PPP e imprese pubbliche, altra potenziale fonte di incremento del debito pubblico. Inoltre, entro fine 2011 sarà commissionata a una società internazionale di consulenza uno studio delle PPP e delle concessioni da completare entro fine marzo 2012, anche al fine di "valutare lo spazio di rinegoziare i contratti di PPP o di concessione per ridurre gli obblighi finanziari".

Un'ulteriore criticità è costituita dal cronico deficit di parte corrente della bilancia dei pagamenti con l'estero, che si riflette in un accumulo di debito estero. La copertura del fabbisogno avviene attualmente soprattutto grazie a fonti ufficiali di capitali: FMI, prestiti EFSF e poste interne all'Eurosistema. La contrazione della domanda interna dovrebbe ridurre il deficit di oltre 3 punti nel prossimo biennio, al 6,7% del PIL; ma saranno necessari interventi di contenimento dei costi di produzione per garantire un adeguato ribilanciamento negli anni seguenti. Grazie alla restrizione creditizia, nel 1° trimestre le necessità di fondi dell'economia portoghese ammontavano a 2,99 miliardi di euro, circa 1,2 miliardi in meno rispetto allo stesso periodo del 2010.

Fabbisogno cumulato del settore statale, miliardi di euro



Fonte: Intesa Sanpaolo, su fonte Thomson Reuters-Datastream

Principali numeri del programma di aggiustamento economico

	2010	2011	2012	2013	2014
PIL reale (a/a)	1.3	-2.2	-1.8	1.2	2.5
Deflatore PIL (a/a)	1.0	1.1	1.3	1.3	1.3
Deficit	-9.1	-5.9	-4.5	-3.0	-2.3
Fabbisogno (mld €)	42.3	56.5	36.0	29.9	30.0
Interessi	-3.0	-4.2	-4.8	-5.1	-5.1
Entrate	41.5	41.8	42.4	42.3	42.4
Spese	50.7	47.7	46.8	45.3	44.8
Correzione fiscale	ND	5.7	3.0	1.9	ND
Debito	93.0	106.4	112.2	115.3	115.0
Partite correnti	-9.9	-9.0	-6.7	-4.1	-3.4

Nota: valori in percentuale del PIL, salvo ove diversamente indicato.

Fonte: FMI, "Portugal: Request for a Three-Year Arrangement Under the Extended Fund Facility", *IMF Country Report* no 11/127

Spagna

Nel 2010 la Spagna ha centrato gli obiettivi di bilancio concordati con l'Unione Europea, registrando un deficit del settore pubblico pari al 9,2% del PIL. (2009: 11,1%). La correzione è stata attuata principalmente attraverso aumenti delle imposte indirette. Nei primi 4 mesi del 2011 il saldo di cassa del settore statale risulta ulteriormente migliorato rispetto allo stesso periodo del 2010.

Il Governo ha avviato lo scorso anno un piano composito di riforme, che abbraccia elementi quali il necessario consolidamento fiscale, la stabilità del settore bancario, la dinamicità del mercato del lavoro e l'equilibrio di lungo periodo della previdenza sociale. Un elemento di criticità per lo scenario delineato nel Programma di Stabilità (PS) di recente pubblicazione risiede nelle proiezioni macroeconomiche, giudicate dalla Commissione Europea troppo ottimistiche, una visione che ci sentiamo di condividere in linea generale. Il 2013 nelle intenzioni del

⁵ FMI, "Portugal: Request for a Three-Year Arrangement Under the Extended Fund Facility", *IMF Country Report* no 11/127, Annex 4 p. 44.

programma dovrebbe evidenziare un deficit pubblico in rapporto al PIL inferiore al 3%, con un'ulteriore riduzione l'anno successivo. Ancorché nel periodo in esame non venga previsto il raggiungimento di un saldo in pareggio (come i Medium Term Objectives invece imporrebbero), il programma di aggiustamento fiscale viene giudicato dalla Commissione "appropriato", grazie a una riduzione strutturale del deficit di bilancio pari a circa l'1,5% annuo in media nel periodo 2010-13. La dinamica del deficit dovrebbe favorire una relativa stabilità per il debito, il quale non dovrebbe superare il 70% in rapporto al PIL nell'orizzonte di previsione (si è attestato al 60,1% a fine 2010).

Anche le riforme della contrattazione collettiva e della previdenza (quest'ultima è ancora in attesa di approvazione al Senato) favoriranno un significativo miglioramento nei saldi strutturali. Le spese legate all'invecchiamento, che nel Paese sono in proporzione maggiori della media UE, beneficeranno della piena implementazione della riforma pensionistica, con una riduzione dei costi a regime (2027) stimata nell'ordine di due punti percentuali di PIL.

Un primo elemento intrinseco di rischio che caratterizza la fiscalità spagnola è la propria organizzazione federale, essendo il bilancio delle regioni rilevante in rapporto a quello centrale, e mediamente non garantendo quest'ultime la necessaria disciplina di spesa. In particolare, i saldi di bilancio di alcune regioni (Cataluña e Castilla La Mancha su tutte) rappresentano un elemento di tensione per i conti pubblici centrali, in virtù delle dimensioni assolute dei deficit evidenziati. La Cataluña, in dettaglio, presenta un quadro finanziario molto teso, e per l'anno in corso ha fornito una proiezione di deficit pari a 5,4 miliardi, ovvero oltre il doppio del tetto concordato dalle leggi nazionali. Per fornire una dimensione del fenomeno, l'importo equivale al 2,6% del PIL della regione, e segue una dinamica già fortemente negativa nel 2010, quando il deficit si attestò al 4,2%. Anche il quadro di Castilla La Mancha appare problematico, avendo la regione evidenziato un deficit di bilancio nel 2010 pari al 4,3% del proprio PIL, e trovandosi a detta dei rappresentanti politici locali in prossimità di uno stato di bancarotta, a meno di nuove elargizioni statali in grado di coprire i disavanzi contabili. Le due regioni apportano da sole un saldo negativo sul bilancio statale pari allo 0,9% del PIL, che sale all'1,2% se aggiungiamo la regione di Valencia. In aggregato, il deficit 2010 delle regioni è stato pari a oltre 27 miliardi, e tale disavanzo appare destinato ad aumentare nei prossimi esercizi fiscali, a meno di una risoluta inversione di tendenza: si stima che solamente nel settore della sanità gestita dalle autonomie regionali ci sia un eccesso di spesa pari a 15 miliardi. Il debito regionale ha raggiunto lo scorso anno l'11,4% del PIL spagnolo, e si prevede un ulteriore incremento nei prossimi anni; si tratta di un elemento che renderà più gravoso lo sforzo del Governo centrale, che già nel 2010 ha dovuto compensare con una stretta sui propri conti l'indisciplina degli Enti locali. Nel PS è prevista l'introduzione di una norma, non ancora ratificata a livello politico, che automaticamente impegna il Governo centrale a introdurre stringenti limiti di spesa; l'intenzione è di estendere tale vincolo anche alle regioni e alle comunità autonome. Bisogna comunque sottolineare come molte regioni (tra cui la stessa Cataluña, che si è impegnata a effettuare una correzione di circa 10 punti percentuali della propria spesa per l'anno in corso) stiano ora attuando manovre di riduzione dei deficit.

Scenario Macroeconomico

Giugno 2011

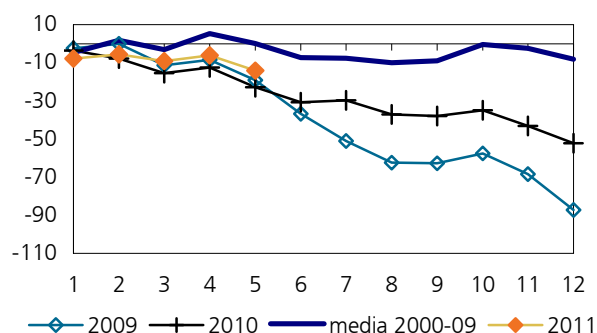
Spagna: dati di finanza pubblica delle regioni e comunità autonome							
Regione/Comunità autonoma	PIL 2010	PIL regionale/ PIL Spagna	Saldo di bilancio 2010	Saldo in % PIL	Debito (marzo 2011)	Debito su PIL regionale	Debito su PIL nazionale
Andalucía	143.300.454	13,5	-2.347.938	-1,6	12.854.668	9,0	1,2
Aragón	32.656.838	3,1	-1.011.159	-3,1	3.306.821	10,1	0,3
Asturias	23.115.779	2,2	-553.223	-2,4	1.661.031	7,2	0,2
Balears	26.629.483	2,5	-790.734	-3,0	4.367.667	16,4	0,4
Canarias	41.288.068	3,9	-946.278	-2,3	3.233.561	7,8	0,3
Cantabria	13.577.643	1,3	-249.270	-1,8	1.080.740	8,0	0,1
Castilla y León	57.279.525	5,4	-1.067.160	-1,9	4.422.256	7,7	0,4
Castilla La Mancha	35.912.817	3,4	-1.530.578	-4,3	6.106.144	17,0	0,6
Cataluña	197.919.372	18,6	-8.391.534	-4,2	34.322.972	17,3	3,2
Valencia	102.064.279	9,6	-3.254.791	-3,2	17.895.248	17,5	1,7
Extremadura	18.201.456	1,7	-660.946	-3,6	1.820.812	10,0	0,2
Galicia	55.631.002	5,2	-1.318.976	-2,4	6.176.278	11,1	0,6
Madrid	190.390.696	17,9	-1.501.587	-0,8	14.111.064	7,4	1,3
Murcia	27.324.745	2,6	-766.210	-2,8	2.347.527	8,6	0,2
Navarra	18.596.177	1,8	-616.383	-3,3	1.924.571	10,3	0,2
País Vasco	66.900.053	6,3	-2.396.852	-3,6	4.918.082	7,4	0,5
Rioja	7.869.185	0,7	-218.786	-2,8	870.083	11,1	0,1
Ceuta	1.655.035	0,2					
Melilla	1.536.811	0,1					
	1.061.849.418		-27.622.405	-2,6	121.419.525		11,4

Fonte: Banco de España – Boletín Estadístico

Il processo di ristrutturazione del sistema bancario locale (principalmente le piccole casse di risparmio, o Cajas) è un altro elemento che presenta dei potenziali fattori di rischio, e in questo senso appare cruciale che il processo di aggregazione tra gli istituti ancora in atto non determini ulteriori interventi di sostegno pubblico, i quali andrebbero evidentemente a pesare sui saldi di bilancio.

L'aggiustamento fiscale ipotizzato nel PS è significativo, specie se confrontato con le dinamiche inerziali da noi stimate, che vedrebbero un rapporto deficit/PIL del 7,7% nel 2014 (a fronte del 2,1% del PS). Per tale periodo il rapporto debito/PIL è visto al 68,5% una volta fattorizzati gli interventi previsti dal PS, a fronte dell'81,5% inerziale. Utilizzando le stime di consensus relativamente alla dinamica del PIL, il quadro è sostanzialmente invariato per il saldo di bilancio, mentre si ha un andamento relativamente migliore per il rapporto debito/PIL, che al 2016 sarebbe inferiore di oltre 4 punti percentuali rispetto a quello stimato utilizzando le nostre stime (relativamente più pessimistiche sulla Domanda Aggregata) nello scenario inerziale. Per quanto riguarda la spesa primaria, le nostre simulazioni vedono un andamento favorevole a partire dal 2013 nel caso di effettiva implementazione delle manovre previste dal PS, andando a compensare in parte l'aumento delle spese totali che risentano in maniera decisiva dell'incremento previsto dal costo a servizio del debito (in parte legato alla dinamica della curva benchmark tedesca e in parte relativo alla persistenza di elevati spread sovrani).

Fabbisogno cumulato del settore statale, miliardi di euro



Fonte: Intesa Sanpaolo, su dati del Ministero de Economía y Hacienda.

Principali numeri del programma di aggiustamento economico

	2010	2011	2012	2013	2014
PIL reale (a/a)	-0.1	1.3	2.3	2.4	2.6
Deflatore PIL (a/a)	1.0	1.2	1.5	1.7	1.8
Deficit	-9.2	-6.0	-4.4	-3.0	-2.1
Fabbisogno (mld €)					
Interessi	1.9	2.2	2.5	2.7	2.9
Entrate	35.7	36.7	37.0	37.5	37.6
Spese	45.0	42.7	41.4	40.5	39.7
Debito	60.1	67.3	68.5	69.3	68.9
Partite correnti	-3.9	-3.4	-2.7	2.3	-2.0

Fonte: Stability Programme – Spain 2011-14.

Italia

Nel **Programma di Stabilità** contenuto nel DEF presentato dal Governo nell'aprile scorso l'Italia ha adottato l'obiettivo di riportare il rapporto deficit/PIL sotto la soglia del 3% già nel 2012 e a un livello sostanzialmente nullo (-0,2%) nel 2014. Nello scenario programmatico, il debito raggiunge un picco quest'anno al 120% del PIL e comincia a calare dall'anno prossimo, sino al 112,8% nel 2014. Il documento riconosceva, rispetto al tendenziale a legislazione vigente, l'esigenza di una correzione significativa, pari a 2,3 punti di Prodotto Interno Lordo, per raggiungere quegli ambiziosi obiettivi. Tuttavia, rimandava la necessità della correzione al biennio 2013-14. Già in sede di commento al DEF segnalavamo come probabile la necessità di una correzione anticipata agli anni precedenti, e in particolare sul 2012; il Governo infatti nel DEF, rispetto a quanto contenuto nella Decisione di Finanza Pubblica, rivedeva decisamente al ribasso la stima di crescita (dal 2% all'1,3%), mantenendo però la stessa proiezione sul disavanzo tendenziale senza introdurre nuove misure aggiuntive; peraltro, già segnalavamo come anche la stima rivista sul PIL fosse a nostro avviso troppo ottimistica (la nostra previsione sul PIL 2012 è di mezzo punto più bassa).

La **manovra** approvata dal Consiglio dei Ministri a fine giugno, oltre a circostanziare le misure correttive per il 2013-14, riconosce la necessità di una correzione anche per quest'anno e il prossimo. La manovra complessiva è stimata in 47 miliardi, di cui 1,5 quest'anno, 5,5 sul 2012 e 20 miliardi in ciascun anno per il biennio 2013-14. A nostro avviso l'**entità** dichiarata della correzione è adeguata per il biennio 2013-14 (sebbene, come al solito, resti da verificare l'efficacia delle misure, riguardo alle quali non si dispone ancora di sufficienti informazioni); però rischia di non esserlo per l'anno in corso e soprattutto per il 2012.

Quanto al 2011, il fabbisogno nei primi sei mesi dell'anno è risultato pari a 43,5 miliardi, inferiore di appena 2,8 miliardi a quello dell'analogo periodo del 2010. In altri termini, l'andamento del fabbisogno proietterebbe di per sé (*ceteris paribus*) un disavanzo attorno al 4,2% rispetto al 4,6% dello scorso anno, il che aumenta i rischi che la correzione indicata nella manovra per l'anno in corso (appena un decimo di PIL) non sia sufficiente al raggiungimento del target del 3,9%. Peraltro, sul risultato deludente dell'avanzo relativo al mese di giugno, come precisato dal Ministero dell'Economia, ha influito lo slittamento dei termini dei versamenti fiscali da parte delle persone fisiche, non limitato ai contribuenti soggetti agli studi di settore, a differenza di quanto avvenuto del 2010; occorrerà pertanto verificare l'andamento del fabbisogno nei prossimi mesi. Le maggiori preoccupazioni poi circa l'entità della correzione annunciata sono sul 2012, quando, anche ipotizzando una piena efficacia delle misure proposte, il disavanzo calerebbe al 3% del PIL anziché al 2,7% come da *target* governativo. È chiaro altresì che l'eventuale "sforamento" rispetto agli obiettivi sul biennio in corso si ripercuoterebbe sul tendenziale per il biennio successivo.

Scenario Macroeconomico

Giugno 2011

Venendo al **merito** delle misure della manovra 2011-14, occorre anzitutto specificare che per l'esatta ripartizione occorrerà aspettare la relazione tecnica al decreto (ad oggi, 5 luglio, non ancora disponibile). Per quanto è dato sapere alla data odierna, appare quasi certo l'ammontare dei tagli agli **enti locali**, che sarebbero pari a 9,6 miliardi sul biennio 2013-14 (di cui 5,4 miliardi alle regioni, 2 miliardi ai comuni e 1,2 alle province). Questo tipo di provvedimento da un lato ha un'efficacia "certa", dall'altro costituisce un punto di criticità visto che gli enti locali sono già stati sottoposti a pesanti tagli con la manovra dello scorso anno (in totale 14,8 miliardi di tagli sul biennio 2011-12, di cui 10 miliardi alle regioni, 4 miliardi ai comuni e 800 milioni alle province) e dovranno con ogni probabilità far fronte con un innalzamento dei tributi locali e con l'imposizione di tariffe sui servizi pubblici ai minori trasferimenti dall'amministrazione centrale.

Stime preliminari sui dettagli sinora noti della manovra					
	2011	2012	2013	2014	TOT
Intervento netto sulla spesa	+1.8	+3.1	-10.9	-18.7	-23.6
Di cui interventi a riduzione della spesa:					
Riduzione spese ministeri	-	-1.0	-3.5	-5.0	-9.5
Tagli a regioni ordinarie	-	-	-0.8	-1.6	-2.4
Tagli a regioni speciali	-	-	-1.0	-2.0	-3.0
Tagli a province	-	-	-0.4	-0.8	-1.2
Tagli a comuni	-	-	-1.0	-2.0	-3.0
Totale tagli a enti locali	-	-	-3.2	-6.4	-9.6
Taglio trasf. a regioni per sanità					-4.0
Altri risparmi sulla sanità*					-3.5
Totale risparmi sulla sanità*					-7.5
Blocco contratti e turnover pubblico impiego					-0.6
Taglio indicizzazione pensioni					-2.8
Riduzione del finanziamento pubblico ai partiti	-	-	-0.008	-0.008	0.0
Intervento netto sulle entrate	1.8	4.3	7.0	6.6	19.8
Di cui, interventi ad aumento delle entrate:					
Imposta di bollo su conto titoli	0.7	1.3	3.6	2.4	8.0
Riordino giochi e scommesse					1.9
Irap su banche e intermediari	-	0.9	0.5	0.5	1.8
Deducibilità ammortamenti	-	-	-	1.3	1.3
Addizionale bollo auto					0.2
Totale (netto)	0.01	0.15	17.9	25.4	43.4

Nota: le somme per riga o colonna possono non quadrare per gli arrotondamenti e per la mancanza di dettagli esaurienti sulla ripartizione temporale dell'impatto alla data di chiusura del rapporto (05.07.2011). Le caselle vuote indicano indisponibilità del dato.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo sulla base della bozza del decreto e di fonti di stampa.

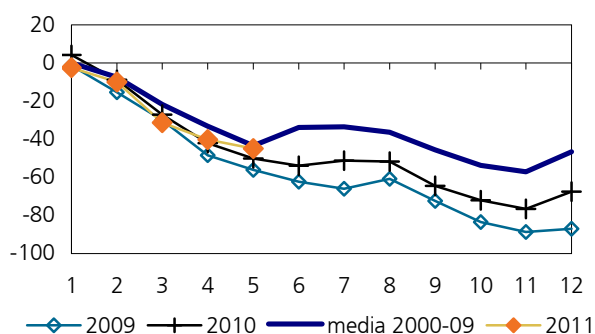
Quanto alle **Amministrazioni centrali**, secondo fonti di stampa la riduzione delle spese dei vari dicasteri supererebbe i 9 miliardi, di cui 8,5 nel biennio 2013-14. Tali stime appaiono molto ambiziose visto che i risultati anche recenti del controllo della spesa centrale sono stati al di sotto degli obiettivi. Un altro punto forte del taglio delle spese sono i risparmi sulla **sanità**, valutati 7,5 miliardi. Questi dovrebbero comprendere un taglio da almeno 4 miliardi dei trasferimenti alle Regioni per la sanità; l'introduzione dei costi standard prevista dal 2013; il ritorno dei superticket da 10 euro su visite specialistiche e analisi mediche e dal 2014 i ticket aggiuntivi su farmaci e prestazioni sanitarie). Completano il quadro delle misure sulle spese: il pacchetto sul **pubblico impiego** (proroga del blocco del *turnover* e congelamento degli stipendi al 2014) e la stretta sulle **pensioni**.

Gli aumenti di **entrate** dovrebbero ammontare a circa 20 miliardi. Le voci principali sono costituite dal forte aumento dell'imposta di bollo sui conti titoli, dal riordino del settore dei giochi d'azzardo, dall'addizionale Irap per banche e assicurazioni e, infine, dagli interventi sulla deducibilità degli ammortamenti. Da segnalare che è stata inserita anche una **sanatoria** sulle liti pendenti con l'amministrazione tributaria di valore fino a 20 mila euro.

La dimensione complessiva della manovra è dichiarata in circa 50 miliardi di euro, di cui però 6,5 vanno a compensare maggiori spese e minori entrate. Alla manovra, infatti, sono associati anche provvedimenti "di sviluppo" (tassazione forfettaria al 5% per i giovani imprenditori, proroga della detassazione del bonus di produttività, proroga dei finanziamenti alle missioni internazionali ecc...). Il primo provvedimento sostituisce il sistema dei minimi introdotto nel 2007 per una platea di soggetti più ampia e dovrebbe essere finanziato dall'aumento della tassazione su questi ultimi. La manovra netta è perciò stimata in **43,4 miliardi di euro cumulati sul periodo 2011-14, con effetti netti positivi importanti soltanto sul 2013 e sul 2014.**

In sintesi, il fatto che il Governo abbia approvato la manovra correttiva già a fine giugno (era richiesta entro ottobre) e che si sia attenuto nell'entità della stessa agli ambiziosi obiettivi concordati in sede europea costituisce senza dubbio un punto di **forza** e un messaggio di solidità politica e di **commitment** rispetto agli obiettivi di finanza pubblica; in sostanza, anziché avventurarsi in tagli fiscali assai rischiosi nell'attuale scenario come alcuni esponenti lasciavano intendere, il Governo ha scelto di attenersi alla linea di rigore fiscale mantenuta sino ad oggi (la legge delega sulla riforma fiscale, che dovrebbe prevedere un travaso di gettito dall'imposta sul reddito alle imposte indirette, è stata stralciata). D'altro canto, i punti di **criticità** della manovra, oltre alla cattiva gestione della comunicazione all'opinione pubblica e ai mercati, sono dati principalmente da: 1) il rischio che l'entità della correzione non sia sufficiente sul biennio 2011-2012; 2) i dubbi sull'efficacia di alcune misure di controllo della spesa centrale; 3) infine, la scarsa significatività di misure in grado di aumentare il PIL potenziale anche a parità di gettito (qualcosa si è fatto, ma sicuramente molto di più si poteva fare, in merito al capitolo "liberalizzazioni").

Fabbisogno cumulato del settore statale, mld di euro



Fonte: Intesa Sanpaolo, su dati Thomson Reuters-Datastream

Principali numeri del programma di stabilità

	2010	2011	2012	2013	2014
PIL reale (a/a)	1.3	1.1	1.3	1.5	1.6
Deflatore PIL (a/a)	0.6	1.8	1.8	1.8	1.8
Deficit (tendenziale)	-4.6	-3.9	-2.7	-1.5	-0.2
Deficit (programmatico)	-4.6	-3.9	-2.7	-2.7	-2.6
Interessi	4.5	4.8	5.1	5.4	5.5
Entrate (tendenziale)	46.0	45.8	46.2	46.0	45.9
Spese (tendenziale)	50.6	49.7	48.9	48.7	48.5
Debito (programmatico)	119.0	120.0	119.4	116.9	112.8
Partite correnti	-1.6	-1.2	-0.4	-0.4	-0.4

Fonte: programma di Stabilità dell'Italia

Belgio

Il Belgio presentava a fine 2010 un livello di deficit contenuto rispetto alla media dell'Eurozona e migliore rispetto agli obiettivi del PS, 4,1% del PIL, ma un livello di debito relativamente elevato (96,8%) e in aumento. Il nuovo PS promette una riduzione di 0,5 e 0,8 punti rispettivamente nel 2011 e nel 2012 e prospetta il conseguimento del pareggio di bilancio nel 2015. Nei primi mesi del 2011, l'andamento del saldo del Governo centrale appare in linea con il biennio precedente, senza significativi miglioramenti. Queste dinamiche sarebbero coerenti con una stabilizzazione nel rapporto debito/PIL, che nelle nostre proiezioni rimane poco al di sotto dell'unità per l'intero l'orizzonte di previsione (2011-16).

La difficile situazione politica, caratterizzata da un Governo tecnico che si prolunga oramai da oltre un anno, ostacola l'approvazione di riforme strutturali e rappresenta un importante fattore di rischio. Le maggiori criticità si estendono al di là del breve periodo, dove anzi il Paese manifesta importanti segnali di forza sia relativamente alla crescita economica (attesa robusta in

rapporto alla media UE) che ai conti con l'estero (il saldo di parte corrente è rimasto sempre positivo nell'ultimo ventennio a eccezione che nel 2008). I disequilibri endogeni all'economia belga avranno effetti di medio-lungo periodo, a meno di appropriati interventi legislativi volti a sanarli. Il Paese ha presentato un ambizioso Programma Nazionale di Riforma (PNR) alla Commissione Europea, ma senza indicare le specifiche modalità attuative, rendendo di fatto poco credibili i target indicati.

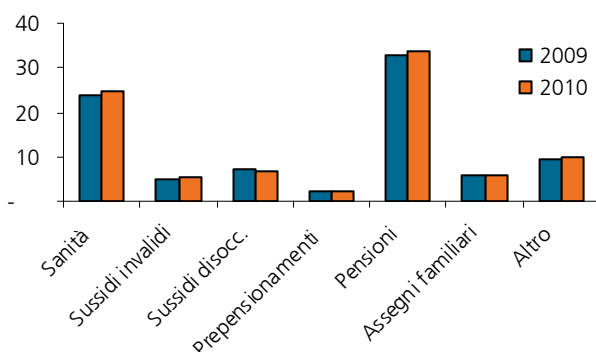
Uno dei problemi è l'aumento del costo del lavoro, in gran parte legato al meccanismo automatico di incremento dei salari attuato nel Paese, nonostante la ratifica del Belgian Competitiveness Act (BCA) nel 1995. Tale legge indica un limite massimo all'incremento dei salari medi di sistema, in riferimento alle dinamiche di crescita dei tre paesi confinanti (Francia, Olanda e Germania). Fino al 2005 in realtà tale obiettivo è stato rispettato, ma negli ultimi anni si è assistito a una profonda divergenza, che sta minando la competitività del Paese e che è attesa estendersi nei prossimi anni. Sempre con riferimento al mercato del lavoro, si ravvede la necessità di una riforma in grado di aumentarne la flessibilità e favorire la creazione di nuovi posti di lavoro, due elementi che appaiono decisivi per il raggiungimento dei target di Europa 2020. Per tale data, il tasso di occupazione dovrebbe raggiungere il 73,2% secondo il PNR, a fronte del 67,6% evidenziato l'anno passato. I due punti più delicati riguardano il basso tasso di partecipazione al lavoro per gli over-55 (solo il 35,3%, la percentuale più bassa dell'intera area euro), e l'età media di pensionamento, attualmente pari a 59,7 anni (contro i 62 dell'intera area, previsti in ulteriore aumento nei prossimi anni). Un'ulteriore linea di intervento riguarda il regime dei sussidi di disoccupazione.

Quanto credibili sono gli obiettivi di bilancio? Il deficit evidenziato nel passato biennio deriva in larga parte dagli interventi di alcuni stabilizzatori automatici, e pertanto verrà parzialmente riassorbito quando il tasso di crescita dell'economia si riporterà stabilmente verso il proprio potenziale economico; in parte questo sta già avvenendo e favorisce il raggiungimento dei target previsti dal PS. Tuttavia vi è necessità di un ulteriore sforzo anche a livello politico, con misure correttive che – seppur modeste in rapporto al PIL – dovranno favorire una riduzione dei saldi strutturali, influenzati in maniera più diretta dalla passata recessione. Il Governo per questo necessita di ulteriori 17 miliardi di correzioni nel prossimo triennio, e ancora non è chiaro come intenda intervenire per reperire tale importo. Considerato che il Paese manifesta una tassazione tra le più elevate nell'intera UE (con una pressione fiscale di circa il 30% a fronte del 25% medio europeo), e che la spesa pubblica nell'ultimo triennio ha evidenziato una crescita ben superiore rispetto a quella del PIL nominale, sembra ragionevole ipotizzare che la strada maestra per il raggiungimento del rigore fiscale passi necessariamente da una serie di interventi di riduzione delle uscite.

La spesa sociale, e in particolare i costi legati all'invecchiamento della popolazione, rappresentano il maggiore elemento di criticità. In assenza di interventi correttivi, le proiezioni contenute nel PS vedono un incisivo deterioramento per la spesa previdenziale, attesa raggiungere il 14,4% del PIL nel 2060 dal 9,7% attuale, mentre la spesa sanitaria è attesa passare dall'8,1% all'11,7%. Per quest'ultimo aggregato, in grado di spiegare quasi un terzo della spesa sociale, si è assistito a una crescita media del 3,7% annuo su base reale nell'ultimo decennio, mentre nello stesso periodo a livello nominale è praticamente raddoppiata. Secondo le simulazioni condotte dal Comité d'étude sur le vieillissement, ipotizzando un tasso di crescita medio annuo della produttività dell'1,5% e un tasso di disoccupazione di lungo periodo pari all'8%, la spesa sociale in rapporto al PIL è destinata ad aumentare del 6,3% al 2060 (4,7% solo per la spesa previdenziale), dall'attuale 25,2% al 31,8%. Tale dinamica è una potenziale fonte di tensione nel medio-lungo periodo, come appare evidente anche dalla già citata stima sull'età media di pensionamento, che a legislazione invariata raggiungerà i 61,7 anni nel 2060, rimanendo quindi sensibilmente inferiore alle dinamiche dei paesi UE. Un allungamento di 3 anni nell'età di pensionamento permetterebbe *ceteris paribus* un miglioramento di circa 1,4 punti di

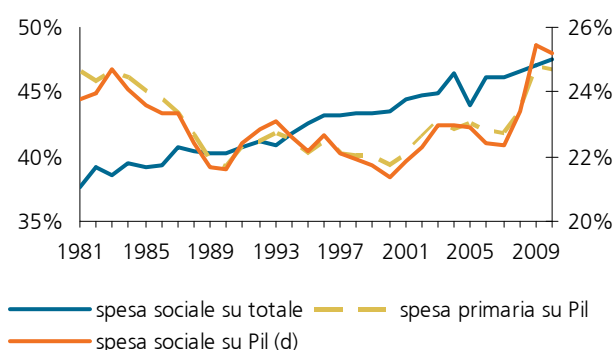
PIL per la spesa sociale, grazie al relativo aumento nel tasso di occupazione della fascia 55-64, attualmente pari al 38,4%, contro il 45,2% della media UE. Sfortunatamente, il Governo belga non sembra in grado di varare nell'immediato misure di questo genere, e sia il PS sia il PNR non propongono vere soluzioni al problema: l'idea di fondo dei documenti è di generare la copertura attraverso la compressione del saldo al netto delle spese per l'invecchiamento, e in particolare attraverso una riduzione degli oneri per in interessi passivi.

Belgio: composizione spesa sociale



Fonte: National Bank of Belgium (BELGOSTAT)

Belgio: dinamica di alcuni aggregati di spesa

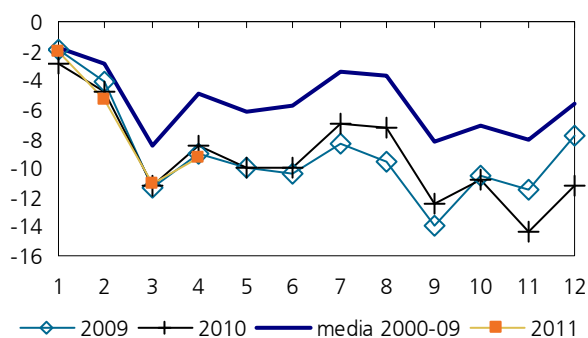


Fonte: National Bank of Belgium (BELGOSTAT)

Il settore pubblico rimane caratterizzato da una forza lavoro in eccesso, con una media di 4 dipendenti statali o parastatali ogni cento abitanti: tale rapporto è pari a 3,6 per Francia, 3,2 per Germania e 3 per l'Olanda, limitando il confronto ai paesi limitrofi. Teoricamente, una riduzione del monte occupati nel settore pubblico potrebbe consentire di accelerare la riduzione del debito, ma la situazione politica delineata in precedenza rende molto difficile ipotizzare un intervento a breve scadenza. La struttura federale belga rappresenta un ulteriore fattore di rischio da monitorare attentamente, in quanto non è prevista una stretta *accountability* dei vari capitoli di spesa relativi alle due principali regioni (fiamminga e vallona), le quali nell'ultimo biennio hanno evidenziato deficit di cassa pari a circa il 15% dell'aggregato nazionale.

Il settore bancario, oggetto di importanti interventi di sostegno pubblico durante la crisi (4,3% del PIL 2010, di cui soltanto lo 0,2% recuperato), rimane ancora fortemente interrelato con l'economia belga. Il processo di riduzione della leva finanziaria è stato rilevante nell'ultimo triennio, con gli attivi di sistema che si sono ridotti di circa il 30% dal picco del 2008.

Fabbisogno cumulato del settore statale, miliardi di euro



Fonte: Intesa Sanpaolo, su dati Thomson-ReutersDatastream

Principali numeri del programma di stabilità

	2010	2011	2012	2013	2014
PIL reale (a/a)	2.1	2.0	2.3	2.1	2.3
Deflatore PIL (a/a)	1.5	1.9	1.9	1.8	1.9
Deficit	-4.1	-3.6	-2.8	-1.8	-0.8
Fabbisogno (mld €)	-	-	-	-	-
Interessi	-3.4	-3.5	-3.6	-3.7	-3.7
Entrate	48.9	49.8	49.6	49.9	49.9
Spese	53.1	53.4	52.4	51.7	50.7
Debito	96.8	97.5	96.5	95.1	92.2
Bilancia commerciale	1.9	0.5	0.2	0.4	0.4

Fonte: *Le programme de stabilité de la Belgique 2011-14*

Scenario Macroeconomico

Giugno 2011

Francia

La Francia ha chiuso il 2010 con un deficit del 7% del PIL in calo dal 7,5% del 2009. Il saldo primario è passato dal pareggio nel 2007 a un deficit di oltre il 5% nel 2009 ed è calato, quindi, al 4,5% nel 2010. Il debito è arrivato all'84,7% del PIL, in aumento di oltre 20 punti dal 2007. Il Programma di Stabilità 2011-14 proietta un ritorno del saldo primario in pareggio nel 2013 e il rapporto deficit PIL al 3%.

Gli obiettivi per il saldo primario e il deficit potrebbero risultare troppo ambiziosi in particolare per il 2012-14. D'altronde, la Francia negli ultimi anni ha spesso mancato gli obiettivi di bilancio, come anche la Commissione nota nel suo rapporto. Tale tendenza potrebbe essere confermata anche nell'anno in corso. Indicazioni in tal senso si hanno dalla dinamica del fabbisogno di cassa nei primi cinque mesi di quest'anno che è in linea con quella del 2010 e ancora molto peggiore rispetto alla media 2005-08. Le ipotesi sottostanti le previsioni del PS sono piuttosto ottimistiche sia per quanto concerne le stime di crescita che per gli obiettivi sulla riduzione di spesa e aumento di entrate. Il documento programmatico non indica nel dettaglio le misure necessarie al raggiungimento degli obiettivi di spesa e assume un'elasticità delle entrate (1,0 - 1,1) che potrebbe risultare piuttosto ottimistica in particolare in uscita dalla crisi. (Si veda per maggiore dettaglio sul PS la scheda di pag. 58)

Principali proiezioni del Programma di Stabilità 2011 della Francia					
	2010	2011	2012	2013	2014
PIL reale (a/a)	1.6	2.0	2.2	2.5	2.5
Deflatore PIL (a/a)	0.5	1.5	1.8	1.8	1.8
Deficit	-7.0	-5.7	-4.6	-3.0	-2.0
Saldo primario	-4.5	-3.1	-1.6	-0.1	0.9
Interessi	2.5	2.6	2.9	3.0	3.0
Entrate	49.2	50.0	50.3	50.8	50.8
Spese	56.2	55.7	54.9	53.8	52.8
Debito	81.7	84.6	86.0	85.6	84.1
Partite correnti	-3.2	-3.7	-3.8	-3.7	-3.7

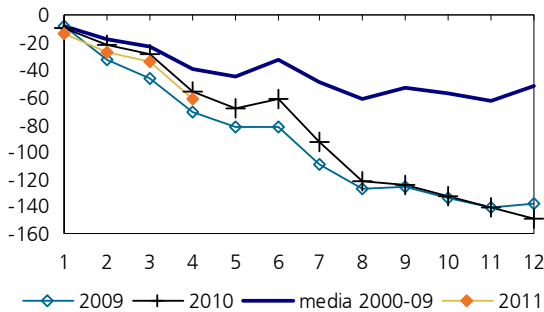
Fonte: PS 2011 -2014

Le nostre stime vedono il rapporto deficit/PIL circa in linea con quelle di Governo nell'anno in corso (5,8%), ma stimano un deficit ancora intorno al 4% nel 2013. Il debito è atteso salire fino al 90% del PIL nel 2014.

Le previsioni di breve termine del PS impongono una correzione sul saldo primario di circa 4,4% di PIL tra il 2011 e il 2014. Ma con il nuovo patto di stabilità si richiede una riduzione del debito pari a un ventesimo dello scostamento della media del debito negli ultimi tre anni rispetto al target del 60%. Se dovessimo applicare tale regola già nel 2011, ne deriverebbe che la Francia dovrebbe portare il saldo primario a circa il 3,4% del PIL da un deficit del 4,5%⁶. Ipotizzando che la correzione sia distribuita su più anni, il saldo primario dovrebbe arrivare a toccare un surplus di 0,8% del PIL nel 2013 e del 3,0% nel 2014, uno sforzo ben più ambizioso di quello implicito nel PS. Assumendo che la Francia rispetti gli obiettivi indicati nel PS, la regola di correzione di 1/20 dello scostamento imporrebbe un saldo primario del 4,2% a partire dal 2015, e rimandare l'aggiustamento aumenterebbe i costi.

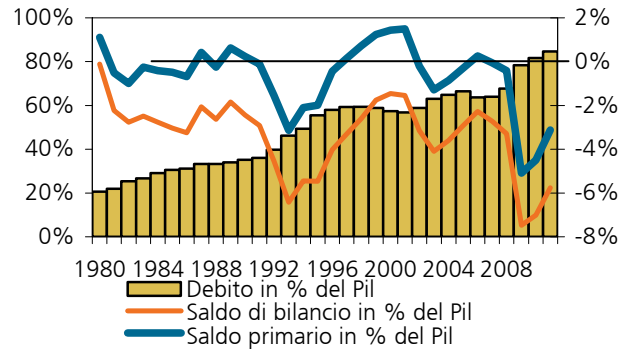
⁶ La simulazione è effettuata assumendo una crescita del PIL nominale in media del 3,7% e un costo del debito stabile sui livelli 2011 indicati nel PS: 3,6%.

Fabbisogno 2011 in linea con il 2010 ma peggio che in passato



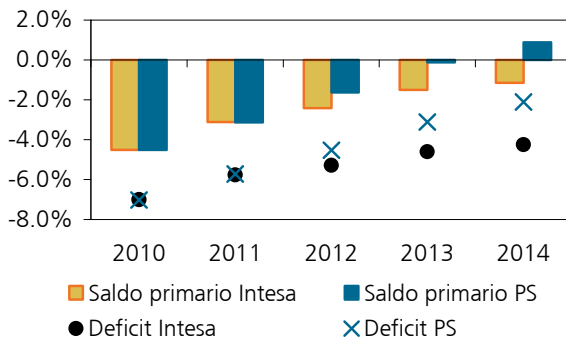
Fonte: Intesa Sanpaolo, su dati Thomson Reuters-Datastream

Drammatico deterioramento dei saldi di finanza pubblica nell'ultimo decennio



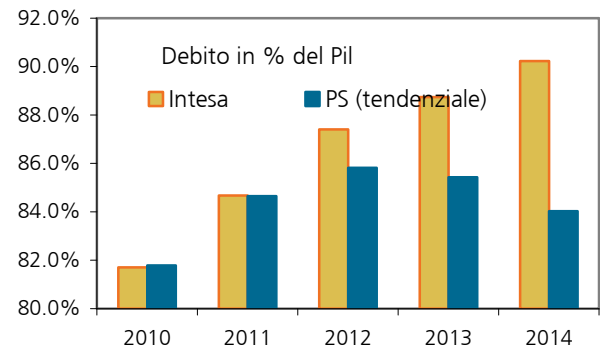
Fonte: Commissione UE AMECO database, PS 2011-14 e stime Intesa Sanpaolo

Le stime per i saldi 2012-14 risultano troppo ottimistiche



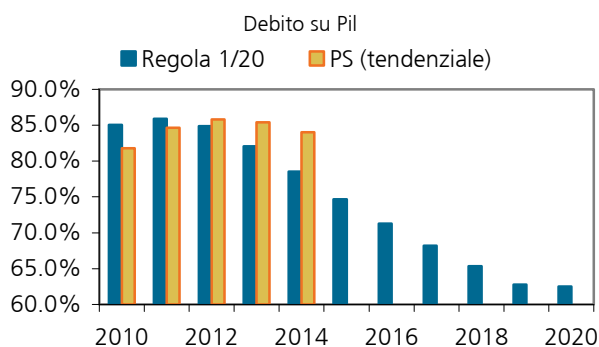
Fonte: Commissione UE AMECO database, PS 2011-14 e stime Intesa Sanpaolo

Il debito potrebbe toccare il 90% nel 2014



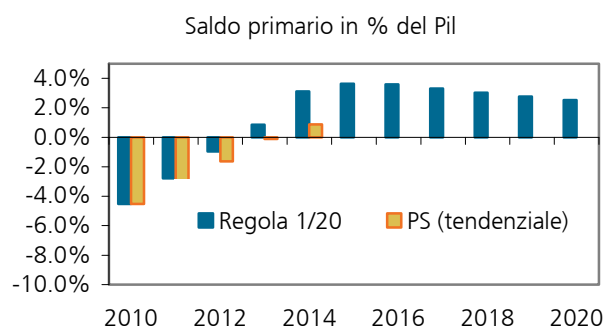
Fonte: Commissione UE AMECO database, PS 2011-14 e stime Intesa Sanpaolo

Il ritorno del debito verso il 60% nel 2025 ...



Fonte: Commissione UE AMECO database, PS 2011-14 e stime Intesa Sanpaolo

... impone uno sforzo sui saldi ben più pesante di quello incorporato nel PS



Fonte: Commissione UE AMECO database, PS 2011-14 e stime Intesa Sanpaolo

Il programma di stabilità della Francia

Concordiamo con il principio di fondo del PS, e cioè che gli obiettivi sui saldi sono da conseguire per lo più con una correzione dal lato della spesa. La pressione fiscale (tasse in percentuale del PIL) in Francia al 27% è circa in linea con la media europea, mentre la spesa in ragione del PIL e in particolare per salari e stipendi è ben al di sopra della media europea.

Le ipotesi di crescita del PIL risultano troppo ottimistiche. Le previsioni di crescita del PS: 4,3% nominale, di cui 2,2-2,5% reale sono decisamente ottimistiche non solo rispetto alle nostre stime, che proiettano la dinamica del PIL reale in media all'1,6% e del deflatore del PIL intorno all'1,9%, ma anche rispetto alle previsioni di primavera della Commissione. Il PS indica che la crescita proiettata dovrebbe essere in parte alimentata da riforme strutturali.

Il target sulla spesa rischia di essere mancato. La correzione sul fronte della spesa dovrebbe derivare: 1) dal tetto sulla crescita della spesa statale in linea con l'inflazione; 2) dal contenimento della crescita della spesa sanitaria al 2,9%; 3) dall'impatto della riforma pensionistica del 2010 che stando alle stime della Commissione UE contribuirebbe a ridurre il deficit per circa 0,5% nel 2011.

Il tetto di crescita della spesa in linea con l'inflazione impone tagli per contrastare la tendenza "spontanea" della spesa. I risparmi dovrebbero derivare, stando al documento di Revisione delle politiche fiscali, da un blocco parziale del turnover nelle Amministrazioni centrali (con l'assunzione di un solo impiegato per ogni due in pensionamento) che dovrebbe essere esteso al 2012 e comportare una riduzione dell'organico di 30.000 unità. La spesa corrente dovrebbe scendere del 10% tra il 2011-13. I trasferimenti dal Governo centrale alle amministrazioni locali saranno stabili sul livello dell'anno precedente.

Il tetto di crescita per la spesa sanitaria al 2,9% potrebbe essere ambizioso. Sebbene questa voce di spesa sia cresciuta nel 2010 in linea con le previsioni (3,05) la tendenza media degli anni 2006-09 era del 3,5%. I risparmi dovrebbero venire da un efficientamento della spesa. Nel periodo 2012-14 la spesa sanitaria dovrebbe crescere del 2,8%, ma le misure volte al contenimento della stessa sono ancora da definirsi.

Il contributo alla riduzione di spesa più certo dovrebbe venire dall'impatto della riforma pensionistica⁷ che consentirà di ridurre la crescita dei contributi dal 2,8% del 2010 all'1,8% del 2014. Da notare che le misure di contenimento della spesa per il 2012-14 sono ancora da definire come segnala anche la Commissione nelle considerazioni sul PS.

Le principali misure dal lato delle entrate

Le entrate fiscali sono attese crescere in media del 3,0% sull'orizzonte di previsione. Il documento programmatico assume un'elasticità della tassazione diretta al PIL di 1,0%-1,1% in parte per un effetto di recupero dopo il rallentamento del PIL nel 2009-10. Quest'ipotesi è discutibile dal momento che la crisi potrebbe aver eroso la base imponibile. Non si rilevano significative misure sul lato delle entrate se non una riduzione delle esenzioni.

⁷ La riforma prevede un graduale innalzamento dell'età pensionistica di due anni e l'aumento dell'età per il godimento dei contributi a 67 da 65.

Regno Unito – La crescita c'è ma non decolla

Asmara Jamaleh

Dall'economia britannica non sembrano ancora emergere segnali di una ripresa autonoma o bene impostata. La crescita attesa 2011 si sta profilando più debole del previsto, tanto che rivediamo la stima da 1,7% a 1,5% a/a. Infatti, il + 0,5% t/t del 1° trimestre è sostenuto soltanto da esportazioni nette e consumi pubblici: consumi privati e investimenti hanno subito pesanti contrazioni per il secondo trimestre di fila. Il contributo positivo alla crescita è venuto, mentre le importazioni sono precipitate del 2,3%, offrendo uno stimolo probabilmente transitorio al PIL.

I dati più recenti sono stati di carattere misto, ma tendente al debole. Complessivamente il 2° trimestre dovrebbe registrare una crescita leggermente inferiore al 1° trimestre, con uno 0,4% t/t. Calo dell'inflazione e ri-accelerazione dei prezzi immobiliari suggerirebbero un recupero dei consumi privati. Il mantenimento di tassi bassi, l'ampio decumulo di scorte del 1° trimestre e l'ampio calo dei prezzi *input* in maggio sono tra i fattori che indicherebbero una buona ripresa degli investimenti. Da questi potrebbe, infatti, provenire il maggior contributo positivo alla crescita nel 2° trimestre. Negativo dovrebbe essere invece il contributo dei consumi pubblici, a causa della restrizione fiscale in atto, e delle esportazioni nette, poiché la dinamica del cambio non è stata favorevole all'export e il recupero della domanda domestica dovrebbe aver fatto risalire l'import.

Sul fronte della politica monetaria, dalla *Bank of England* sembra emergere una propensione a rinviare ulteriormente l'avvio del ciclo di rialzi dei tassi. All'interno della Banca centrale la spaccatura è tra (a) chi vorrebbe alzare subito, perché l'inflazione (4,5% a/a nel mese di maggio) è troppo elevata da molto tempo (sopra il limite superiore della fascia obiettivo, ovvero sopra il 3,0% da 15 mesi di fila), e (b) chi ritiene che sia prudente attendere ancora, sia perché non si tratta di inflazione internamente generata, sia perché mancano segnali di avvitamento di una spirale prezzi-salari a fronte di un margine ancora ampio di capacità inutilizzata.

La crescita, infatti, c'è, ma non si scorgono fattori strutturali o globali per poter dire che decolli. Sull'inflazione invece i rischi, a detta della stessa BoE, sono ancora verso l'alto, quindi entro fine anno la Banca centrale dovrebbe iniziare ad alzare i tassi. L'incertezza è sul *timing*, fra 3° e 4° trimestre. Alla luce dei recenti segnali di rallentamento, quand'anche temporaneo, della crescita globale e degli effetti negativi del problema greco sull'area euro, principale destinazione dell'export britannico, la probabilità di un rinvio al 4° trimestre del primo rialzo dei tassi è, a nostro avviso, aumentata. Questo dovrebbe contribuire a indebolire la sterlina (si veda p. 80).

Previsioni macro	2010	2011	2012	2010	2011				2012		
				4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi cost., a/a) t/t	1,3	1,5	2,1	1,5	1,8	1,1	1,1	2,2	2,2	2,3	2,0
Consumi privati	0,8	0,2	2,2	-0,3	-0,6	0,4	0,5	0,8	0,5	0,5	0,3
Investimenti fissi	3,0	2,8	7,3	-1,8	-4,4	6,0	4,0	1,9	0,9	1,0	0,5
Consumi pubblici	0,8	-0,1	-1,2	0,4	1,0	-0,8	-0,6	-0,7	0,0	-0,1	-0,1
Esportazioni	5,3	7,6	6,8	1,7	3,7	0,5	0,7	0,8	2,2	1,9	2,6
Importazioni	8,5	4,2	8,2	3,2	-2,3	2,5	0,9	1,4	2,3	1,9	3,0
Var. scorte (contrib., % PIL)	1,4	0,3	0,5	0,4	-0,8	0,4	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,3
Partite correnti (% PIL)	-2,5	-2,8	-4,0	-2,9	-2,6	-2,5	-2,8	-3,3	-3,5	-3,8	-4,2
Deficit (% PIL)	-10,3	-6,2	-5,2								
CPI (a/a)	3,3	4,3	2,5	3,4	4,1	4,5	4,4	4,3	3,0	2,7	2,5
Produzione Industriale	2,0	2,1	1,9	0,7	0,3	0,1	0,8	1,1	0,2	0,3	0,2
Disoccupazione (%)	4,7	4,6	4,7	4,5	4,5	4,6	4,7	4,7	4,8	4,8	4,7
Eurosterlina a 3 mesi	0,70	0,81	1,64	0,74	0,79	0,82	0,78	0,85	1,30	1,50	1,75
Sterlina/dollaro	1,55	1,60	1,57	1,58	1,60	1,63	1,58	1,57	1,57	1,56	1,57
Cambio effett. (1990=100)	80,5	79,0	82,9	80,3	80,9	79,1	77,1	79,1	81,6	82,8	83,4

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

Asia

Giappone - La crescita riprende, i rischi di disastro fiscale aumentano

Giovanna Mossetti

- Il 2011 dovrebbe vedere una contrazione del PIL di **-0,9%**, seguita da una ripresa sostenuta nel 2012, con una previsione di crescita del **3,3%**. Nel 2011 l'attività di ricostruzione dovrebbe portare a una crescita positiva a partire dal 4° trimestre, ma già a partire dal 3° la produzione industriale dovrebbe tornare sui livelli pre-terremoto.
- L'**inflazione** è temporaneamente positiva, ma già da agosto tornerà la deflazione, in seguito al cambiamento della base del CPI.
- La **politica fiscale** nel breve termine rimane bloccata dalla debolezza del Governo e dalla spaccatura politica dei due rami del Parlamento. Rimane incerta la dimensione dei costi della ricostruzione e le fonti di finanziamento.
- I problemi più gravi per lo **scenario fiscale giapponese riguardano il medio termine**: l'inesorabile calo del risparmio delle famiglie, causato dall'invecchiamento della popolazione, rendono possibile la fine entro pochi anni della tradizionale posizione di creditore netto sull'estero. In caso di deficit di partite correnti, il finanziamento del debito pubblico, superiore al 210% del PIL nel 2012, diventerebbe estremamente rischioso. Gli investitori esteri stanno riducendo da anni la loro esposizione sul debito pubblico giapponese, mentre le banche domestiche stanno sostituendo gli esteri e aumentando la loro quota di JGB. Anche qui, il rischio bancario diventa sempre più collegato a quello sovrano.

Previsioni macro	2010	2011	2012	2010	2011				2012		
					4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	4,0	-0,9	3,3	2,4	-0,7	-1,0	-1,9	0,0	2,0	3,2	4,2
- trim/trim annualizzato				-2,9	-3,5	-1,3	-0,1	4,8	4,6	3,7	3,7
Consumi privati	1,9	-1,3	3,0	-4,0	-2,2	-5,9	4,4	3,6	3,0	3,6	4,2
IFL - priv. non residenziali	2,4	-0,5	5,7	0,1	-4,9	-7,0	3,6	8,0	5,8	7,9	7,2
IFL - priv. residenziali	-6,6	3,4	3,9	13,3	2,8	-8,8	6,1	8,7	6,1	4,9	0,4
Investim. pubblici	-3,5	-6,2	6,0	-21,9	-5,4	0,1	10,4	14,8	6,1	2,0	0,7
Consumi pubblici	2,2	2,3	1,6	1,5	3,8	-0,8	4,1	3,6	0,8	0,8	-1,2
Esportazioni	24,1	1,5	10,0	-3,3	2,8	-17,7	19,3	13,7	12,1	10,2	8,7
Importazioni	9,8	2,2	10,5	-1,2	8,0	-16,0	4,5	12,6	15,4	14,2	12,9
Var. scorte (contrib., % PIL)	0,4	-0,4	-0,2	0,0	-0,4	1,2	-1,6	-0,1	0,3	0,0	0,1
Partite correnti (% PIL)	3,6	3,2	3,0	3,6	2,8	2,8	3,6	3,6	3,2	3,1	3,0
Deficit (% PIL)	-7,8	-9,2	-9,0								
Debito/PIL (% PIL)	191,7	203,7	206,1								
CPI (a/a)	-0,7	0,4	-0,9	0,1	0,0	0,3	1,0	0,4	-0,1	-0,7	-1,3
Produzione Industriale	16,6	-2,0	9,5	-0,4	-7,6	-19,5	28,3	22,2	7,8	6,1	3,5
Disoccupazione (%)	5,0	4,8	4,5	5,0	4,7	4,6	4,9	5,0	4,8	4,5	4,3
Tasso a 3 mesi - CD (%)	0,23	0,16	0,89	0,19	0,19	0,14	0,15	0,17	0,67	0,88	0,98
Dollaro/Yen (Yen)	87,8	84,6	96,4	82,6	82,3	81,6	84,5	90,1	93,3	95,8	97,7
Cambio effettivo (1990=100)	162,8	164,0	148,0	170,4	169,9	168,2	162,8	155,3	151,7	149,1	146,7

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

Fonte: Ecwin, Intesa Sanpaolo

Il 2011 dovrebbe vedere una contrazione del PIL di -0,9%, seguita da una ripresa sostenuta nel 2012, con una previsione di crescita del 3,3%. Nel 2011 l'attività di ricostruzione dovrebbe portare a una crescita positiva a partire dal 4° trimestre, ma già a partire dal 3° la produzione industriale dovrebbe tornare sui livelli pre-terremoto. Il canale estero dovrebbe contribuire alla contrazione del PIL del 2° e 3° trimestre, per via del crollo dell'export e dell'accelerazione delle importazioni. Questo dovrebbe però essere un fenomeno transitorio, seguito da un ritorno all'avanzo commerciale a partire dai mesi finali del 3° trimestre. La politica fiscale rimane estremamente incerta: il secondo budget supplementare dovrebbe essere presentato entro fine

mezzo e approvato a luglio, ma continua a mancare una linea incisiva di interventi e segnali relativi al finanziamento dell'attività pubblica di ricostruzione, anche a causa della debolezza del Governo.

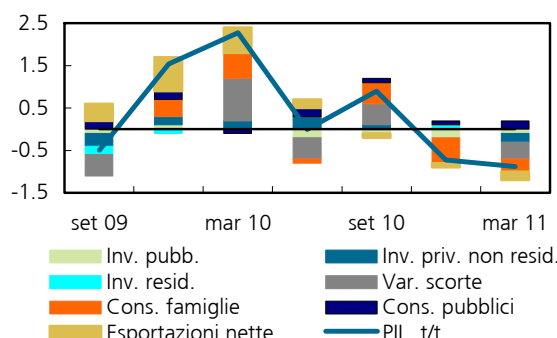
Le previsioni per l'economia giapponese sono di ripresa nella seconda metà del 2011 e nel 2012, sulla scia dell'attività di ricostruzione dopo il terremoto di marzo. **La crescita nel 2011 dovrebbe essere negativa, con un calo atteso di -0,9%, seguito da una variazione positiva nel 2012, prevista a +3,2%.** La ripresa non sarà sufficiente a recuperare i livelli del PIL pre-terremoto per un periodo prolungato. I problemi fiscali diventano sempre più preoccupanti, dato che i costi della ricostruzione peseranno sulle finanze pubbliche. Il Governo stima che la spesa aggiuntiva si aggiri intorno a 15 trilioni di yen, mentre non è ancora chiaro quale sarà la fonte di finanziamento delle uscite straordinarie.

Le preoccupazioni maggiori per lo scenario giapponese derivano però dal **trend del risparmio**, in calo dovuto all'invecchiamento della popolazione. Nel giro di pochi anni, in assenza di un rapido rientro del deficit pubblico, è molto probabile che il Giappone diventi un **debitore netto sull'estero**, con una carenza strutturale di risparmio. Questo fatto determinerebbe la necessità di ricorrere a capitali esteri per finanziare il debito pubblico, con rischi crescenti di una crisi drammatica. Nel caso di aumento del premio al rischio sui JGB e di mancanza di un piano fiscale di rientro credibile, non ci sarebbero istituzioni internazionali in grado di salvare il Giappone, che è uno dei principali contributori del FMI. Il forte **collegamento fra rischio sovrano e rischio bancario** è presente anche in Giappone, come nei paesi industrializzati interessati ora da crisi del debito. Infatti, la **percentuale di JGB detenuta dalle banche giapponesi continua a salire**: nel 2007 le banche detenevano il 39,8% dei JGB; a dicembre 2010 questa percentuale era salita al 45%. Questo trend è l'altra faccia della medaglia del calo della percentuale di JGB detenuta dai non residenti, passata dal 7,3% del 2007 al 4,8% a fine 2010. **Alla luce dei trend sul risparmio discussi nel focus dopo questa sezione, la vera questione non è se ci sarà una crisi del debito giapponese, ma quando.**

1. Aggiornamento post-terremoto: domanda e offerta in ripresa

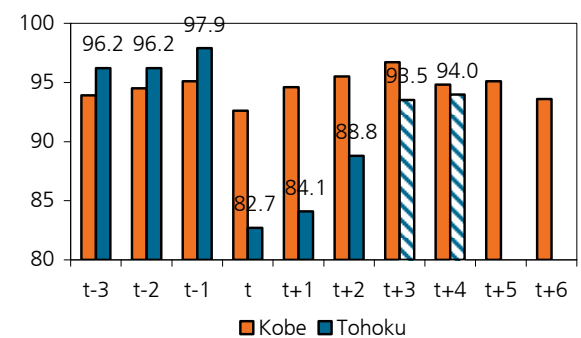
La correzione del PIL prevista nella parte centrale dell'anno deriva da un simultaneo crollo di offerta e domanda. I dati di produzione industriale mostrano però un miglioramento dell'attività già ad aprile; le proiezioni del METI indicano che a giugno la produzione potrebbe già tornare ai livelli pre-terremoto. Anche ipotizzando un eccesso di ottimismo nelle proiezioni, la ripresa dell'output dopo il terremoto di Kobe aveva registrato un ritorno al livello precedente l'evento entro tre mesi (si veda grafico sotto). I produttori automobilistici danno indicazioni di ritorno a livelli di output "normali" a partire dal 3° trimestre.

PIL e contributi: in recessione fino all'estate



Fonte: EcoWin

La produzione risale rapidamente



Fonte: METI. Indici di produzione industriale 3 mesi e 3 mesi dopo i terremoti di Kobe (gennaio 1995) e Tohoku (marzo 2011). Per il terremoto di marzo 2011, i livelli di giugno e luglio 2011 sono le proiezioni dell'indagine del METI pubblicata a giugno 2011 e sono indicati con barre con motivo a righe.

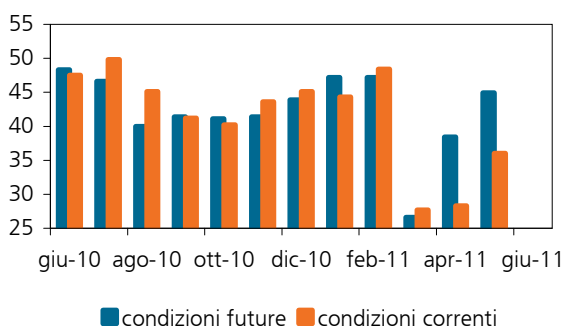
Scenario Macroeconomico

Giugno 2011

Le indagini delle imprese hanno svoltato ad aprile e le indicazioni di aspettative sono in forte aumento. I dati sugli ordini sono misti, dopo il crollo verticale di marzo, con una ripresa nel settore costruzioni, ma ancora debolezza per il manifatturiero. Gli investimenti fissi nel 2° trimestre saranno ancora ampiamente negativi. I consumi hanno registrato un crollo drammatico a marzo, ma hanno iniziato a recuperare già ad aprile. Le vendite al dettaglio in volumi sono scese del 14% m/m a marzo, con un rimbalzo di +14% m/m ad aprile, e un livello vicino a quello di gennaio. Le vendite di auto passeggeri sono crollate del 57% m/m ad aprile; l'aumento del 30% m/m a maggio ha corretto una parte della contrazione riportando le vendite a un livello pari al 55% come a marzo. Con la normalizzazione dell'output nel settore, anche le vendite dovrebbero recuperare gran parte del terreno perduto. Le vendite al dettaglio ad aprile erano in calo di -4,8% a/a, ma in miglioramento. Anche la fiducia delle famiglie dopo il crollo di marzo e aprile, ha svoltato a maggio: da notare che il calo della fiducia è stato più contenuto rispetto a quanto visto fra metà 2008 e marzo 2009. Il 2° trimestre dovrebbe vedere una forte correzione dei consumi (-1,5% t/t) seguita da un rimbalzo nel 3° trimestre (+1,1% t/t).

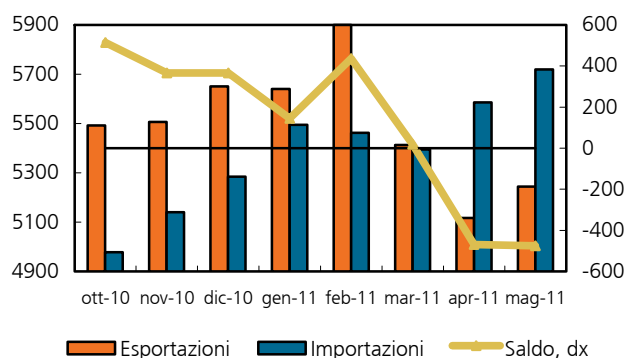
Una parte preponderante della contrazione prevista per il 2° trimestre e del residuo calo previsto nel 3° trimestre è legata alla contrazione dell'export, a fronte di un aumento delle importazioni nei mesi di marzo e aprile. Come appare dal grafico qui sotto a destra, la bilancia commerciale ha registrato un netto peggioramento, con l'azzeramento dell'avanzo a marzo e un ampio disavanzo ad aprile. A maggio, i dati destagionalizzati mostrano un marginale ulteriore allargamento del deficit, determinato da un aumento delle importazioni del 2,4% m/m, appena controbilanciato dall'incremento delle esportazioni del 2,5% m/m. Nel 2° trimestre il canale estero dovrebbe quindi contribuire alla contrazione del PIL, ma già dal 3° trimestre si dovrebbe registrare un netto miglioramento con un forte rimbalzo atteso dell'export. La componente ordini all'esportazione nell'indagine PMI di giugno ha quasi colmato il calo registrato fra febbraio e aprile, da 54 a 42,3, risalendo a 49. La ripresa delle esportazioni dovrebbe essere guidata dal settore auto che è stato il principale freno alla produzione e ha contribuito in misura determinante al deficit commerciale del 2° trimestre.

Indagine "Economy Watchers" in netto miglioramento



Fonte: EcoWin

Un temporaneo deficit di bilancia commerciale



Fonte: EcoWin. Dati mensili destagionalizzati in miliardi di yen

A partire dal 4° trimestre si vedrà la ripresa vera e propria, con tassi di crescita sostenuti per tutte le componenti della domanda che influenzeranno il ritmo di espansione per l'intero 2012.

2. Come si finanzia la ricostruzione? I problemi fiscali si aggravano

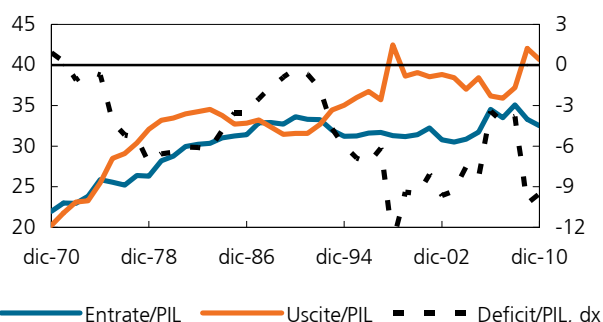
Il Governo ha stimato i costi della ricostruzione fra i 10 e i 15 trilioni di yen. Entro fine giugno il Reconstruction Design Council, formato ad aprile per definire i programmi di ricostruzione, pubblicherà un rapporto con raccomandazioni per l'attività di ricostruzione e il suo finanziamento. La stima del Council è che il costo potrebbe aggirarsi intorno ai 20 trilioni di yen; ad aprile era stato detto che per finanziare uno sforzo di tale entità potrebbe essere necessario

ricorrere a rialzi di imposte, da valutare fra imposte sul reddito delle famiglie e delle imprese e imposte indirette (imposta sulle vendite). Il presidente del Council, Iokibe, aveva anche indicato l'opportunità di un Governo sostenuto da una grande coalizione per approvare misure indispensabili per far fronte alla crisi fiscale, ma politicamente difficili da far approvare a un Governo fragile. Sul fronte politico, la debolezza del Governo in carica rimane un freno a qualsiasi misura incisiva.

Finora è stato approvato un primo budget supplementare di circa 4 trilioni di yen, ad aprile. Secondo il Ministero delle Finanze, i 4 trilioni di yen del pacchetto vengono finanziati attraverso "riallocazione o riduzione di spese predeterminate, non attraverso nuove emissioni di obbligazioni". Dopo la diffusione del rapporto del Council, il Governo aggiornerà lo scenario per il budget dell'anno fiscale in corso. Originariamente il Governo aveva segnalato la volontà di presentare un secondo budget supplementare dopo la pubblicazione del rapporto del Council, con stime che si aggiravano intorno a 10-15 miliardi di yen. Tuttavia, l'indebolimento del sostegno della coalizione di Governo al Primo Ministro ha indotto il Governo a iniziare i preparativi per un secondo budget supplementare ridotto, intorno a 2 trilioni di yen secondo indicazioni di Jiji press, finanziato in gran parte attraverso fondi disponibili dal precedente anno fiscale per circa 1,4 trilioni di yen, e comunque senza emettere nuovo debito. Il Governo ha indicato che questo secondo budget estenderebbe interventi previsti nel primo budget supplementare e non sarebbe ancora il budget per la ricostruzione vera e propria. La spaccatura fra i due rami del Parlamento e la mancanza di supporto per l'attuale Governo stanno rallentando il processo di attuazione di tutte le leggi di spesa. Il budget per l'anno fiscale in corso, iniziato ad aprile, è bloccato alla Camera Alta dove l'opposizione ha la maggioranza e non ha ancora approvato le leggi di spesa, mettendo a rischio il funzionamento del settore pubblico nei prossimi mesi.

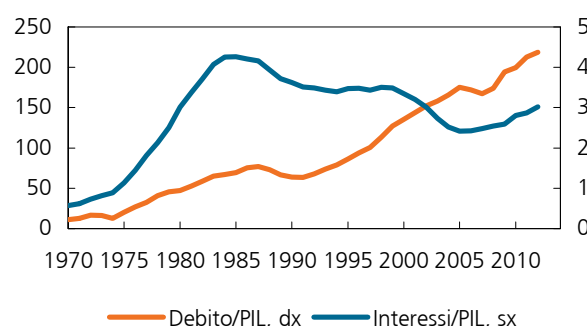
Per quanto riguarda il budget vero e proprio per la ricostruzione, probabilmente nell'ordine di 10-15 miliardi di yen, dovrebbe essere finanziato in parte dall'emissione di obbligazioni destinate a tale scopo. Il piano originariamente ventilato dal Governo di rialzo della tassa sui consumi dall'attuale 5% fino al 10% entro marzo 2016 è di nuovo incerto, e si è scontrato con l'opposizione del secondo partito di Governo. Il raddoppio dell'imposta sulle vendite porterebbe un aumento di gettito di circa 12,5 trilioni di yen all'anno (2,5% del PIL). Difficilmente però il primo aumento dell'imposta sarebbe attuato prima delle prossime elezioni, la cui data è incerta.

Il deficit è destinato ad allargarsi



Fonte: MoF, Cabinet Office

L'insostenibilità dello scenario fiscale diventerà esplosiva quando il mercato richiederà un premio al rischio

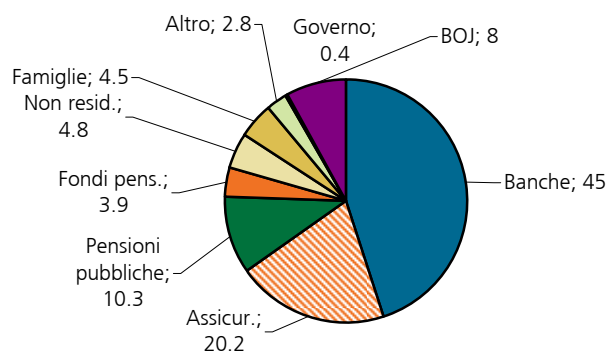


Fonte: MoF, previsioni OCSE 2011 e 2012

Il Governo per il 2011 aveva in programma emissioni nette stabili di JGB, a 44,3 trilioni di yen. Le emissioni lorde nel 2011 sono previste, sulla base delle informazioni disponibili ad aprile 2011, a 169,6 trilioni di yen. Nel 2010, la vita media dei JGB era di 7 anni e 6 mesi, con un trend di costante aumento. La percentuale di titoli detenuti dall'estero è in costante calo, dal 7,3% del

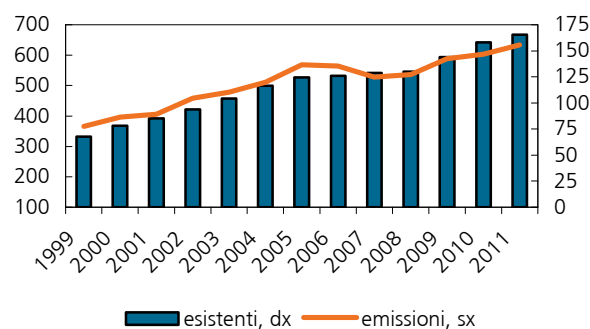
2007, al 4,8% di fine 2010. Anche la quota detenuta dalle famiglie è in calo, da 5,3% nel 2007 a 4,5% nel 2010. Le banche hanno invece un peso crescente nella distribuzione dei JGB, con il 45% nel 2010, da 39,8% del 2007 (vedi grafico sotto). Nel breve termine la disponibilità di risparmio domestico (famiglie e imprese) mantiene sotto controllo i rischi per il finanziamento del debito pubblico. Tuttavia su un orizzonte temporale un po' più lungo (2-3 anni), i rischi aumentano drasticamente: l'invecchiamento della popolazione e il calo del tasso di risparmio delle famiglie mette a rischio la posizione di creditore netto sull'estero che sembrava una caratteristica eterna per il Giappone. Una persistente riduzione dell'avanzo commerciale (escludendo il periodo attuale che risente di uno shock temporaneo) metterà in dubbio la capacità di finanziare deficit e debito pubblico, con potenziali effetti di rialzo dei rendimenti, finora rimasti inchiodati vicino all'1%. Un breve approfondimento sul futuro del risparmio si trova nel focus alla fine di questa sezione.

JGB per categoria di detentore, %, dicembre 2010



Fonte: MoF

JGB: stock e flussi, trilioni di yen



Fonte: MoF

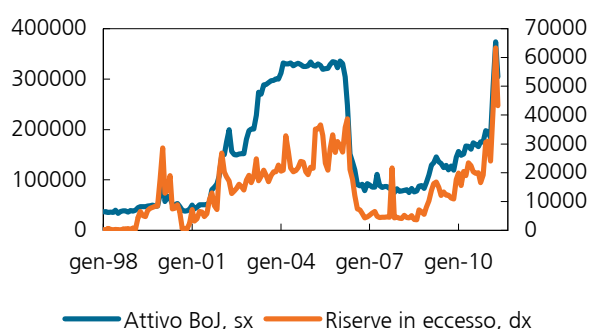
3. Politica monetaria: la BoJ rimane cauta nell'estensione delle misure di stimolo quantitativo

La politica monetaria ha contribuito a stabilizzare i mercati dopo il terremoto iniettando liquidità, come appare evidente dai grafici della base monetaria e delle riserve delle banche. La **BoJ** a giugno ha esteso marginalmente le misure di *credit easing*. La Banca centrale ha deciso di ampliare il programma di misure di credito ai privati mirata a sostenere la crescita attraverso la creazione di una nuova linea di credito per società di *venture capital* e *start up*. La nuova *facility* potrà erogare prestiti fino a 500 miliardi di yen con durata fino a 2 anni a un tasso di 0,1%. Il programma di acquisto titoli (con un massimo di 10 mila miliardi di yen) non è ancora stato completato, e ha ancora circa 5 mila miliardi di yen da erogare. La BoJ nella seconda metà dell'anno avrà spazio per nuovi interventi a sostegno dell'economia attraverso l'espansione delle misure non convenzionali. Nella valutazione dell'economia, la Banca centrale continua a segnalare pressioni verso il basso soprattutto dal lato dell'offerta per via degli effetti del terremoto; si rilevano però segni di una svolta dal lato della produzione e della domanda privata, come evidenziato dai dati più recenti. Nella seconda parte dell'anno le previsioni sono di un ritorno a un "sentiero di ripresa moderata".

Dal lato dell'**inflazione**, la BoJ rileva il ritorno dell'inflazione in territorio positivo a partire da aprile. In parte questo è il risultato del confronto statistico con 12 mesi fa, quando il Governo aveva introdotto ampie misure sulle rette scolastiche con effetti pari a circa -0,5pp sull'inflazione. Ad agosto tuttavia si avrà un nuovo ritorno in deflazione, in seguito alla modifica della base dell'indice dei prezzi che dovrebbe avere un effetto negativo sul CPI di circa -0,6pp. Le previsioni sono quindi di deflazione a partire dalla fine del 3° trimestre, per almeno 12 mesi. Dal 2013 ci dovrebbe essere una normalizzazione dello scenario, con una dinamica dei prezzi modestamente positiva. La crescita dei prezzi potrebbe essere spinta verso l'alto da due fattori su cui grava ampia incertezza: 1) la riduzione della capacità produttiva dovuta al terremoto, che

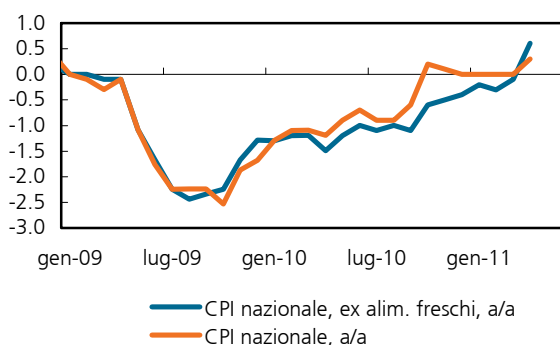
porterà a una chiusura dell'output gap anticipata rispetto alle previsioni; 2) il rialzo dell'imposta sui consumi, ancora dubbio nei tempi e nella dimensione. Un finanziamento della ricostruzione attraverso restrizione della politica fiscale potrebbe spingere la BoJ verso ulteriori misure di stimolo monetario nella seconda parte dell'anno.

La politica monetaria è espansiva, ma la BoJ per ora non aumenta gli acquisti di JGB



Fonte: BoJ

L'inflazione è di nuovo positiva, ma durerà poco



Fonte: EcoWin

Focus - Il persistente calo del risparmio delle famiglie e il rapido invecchiamento della popolazione mettono a rischio il finanziamento futuro del debito pubblico

L'attenzione delle agenzie di rating per il debito giapponese aumenta, quella del mercato no: quanto a lungo durerà questa dicotomia? **Fitch** a giugno 2011 ha colmato le distanze da S&P, mettendo un Outlook Negativo sul debito giapponese e mantenendo il rating ad AA-. Per Fitch, il motivo principale per l'Outlook Negativo è legato all'assenza (per ora) di una "strategia di consolidamento fiscale più forte per ammortizzare la sostenibilità delle finanze pubbliche di fronte al trend strutturale avverso dell'invecchiamento della popolazione". Secondo Fitch, la mancanza di un chiaro impegno per la correzione fiscale o l'emergere di costi aggiuntivi significativi per la ricostruzione post-terremoto potrebbero determinare un *downgrade*. **Moody's** il 31 maggio ha messo sotto osservazione il rating del debito giapponese (attualmente ad AA2 con Outlook Negativo), con l'argomento secondo cui "senza interventi il debito salirà inesorabilmente". Il Governo dovrebbe presentare a giugno un piano di rientro fiscale, con indicazioni di una riforma fiscale che dovrebbe includere anche un raddoppio dell'imposta sulle vendite dall'attuale 5% al 10% entro il 2015. La spaccatura politica che vede la Dieta divisa fra maggioranza di Governo alla Camera Bassa e opposizione alla Camera Alta rende particolarmente difficile l'attuazione di misure impopolari e la stesura di un programma credibile di stabilizzazione del debito e di finanziamento della ricostruzione post-terremoto. Le preoccupazioni per il sentiero dei conti pubblici crescono con l'aumentare del debito, al 220% del PIL nel 2010 (fonte: FMI); nel 2010, il deficit totale era pari al 9,5% del PIL, il deficit primario all'8,3% del PIL e il deficit strutturale (in percentuale del PIL potenziale) era stimato a 7,5% (fonte: FMI).

Il problema dell'**insostenibilità** del debito giapponese viene spesso ridimensionato sulla base del fatto che il 96% dei JGB è detenuto da investitori residenti (con un'elevata percentuale di titoli nei portafogli di banche e fondi pensione) e con la posizione netta sull'estero, storicamente sempre in attivo. Il saldo di partite correnti non è mai stato negativo dopo il 1980, ed era pari al 3,6% del PIL nel 2010. Questi "fatti" non sono però garantiti per il futuro. Occorre distinguere la posizione sull'estero nel breve e nel medio termine. Nel breve, il terremoto di marzo ha determinato un crollo dell'export e un saldo negativo della bilancia commerciale

destagionalizzata di aprile (dall'inizio della serie nel 1993, era successo solo durante la recessione del 2008). Tuttavia questo è un fenomeno transitorio.

Il vero problema è **l'equilibrio risparmio-investimento nel medio termine**. Nel 2010 il risparmio nazionale in termini di PIL era pari a 23,8%, gli investimenti erano il 20,2%, con una posizione netta verso l'estero del 3,6%. Chi risparmia in Giappone? Il Governo è un debitore, con un risparmio negativo di circa il 9% del PIL, le famiglie e le imprese più che compensano i flussi pubblici negativi. Il Giappone era sempre stato caratterizzato da un elevato livello del tasso di risparmio delle famiglie, che tuttavia negli ultimi decenni è sceso molto rapidamente, da tassi a due cifre (23,2% nel 1976) a sotto il 3% dal 2004 in poi. Il trend verso il basso del risparmio delle famiglie è destinato ad accentuarsi e, a meno di un ridimensionamento degli investimenti e/o di una chiusura del deficit pubblico, la posizione netta sull'estero del Giappone è destinata a diventare negativa, con risvolti rilevanti sul debito pubblico. Le forze che spingono verso il basso il risparmio delle famiglie sono l'invecchiamento e l'effetto negativo sul reddito disponibile derivante dall'aumento di imposte e contributi previdenziali. Analisi recenti sulla distribuzione del risparmio per età mostrano che nel 2008 le coorti in pensione hanno un tasso di risparmio ampiamente negativo (fra -20% e -31%, a seconda di come si definiscono le famiglie); la stessa coorte non in pensione, risparmia l'8% del reddito. Il tasso di risparmio medio delle famiglie con capofamiglia lavoratore dipendente è del 26,6% nel 2008. Nel 2008, la popolazione al di sopra dei 65 anni era pari al 22,1% del totale, nel 2050 le proiezioni del National Statistical Office vedono questa percentuale al 39,5%. **L'invecchiamento della popolazione rende urgente l'intervento di consolidamento delle finanze pubbliche prima che il Giappone diventi un debitore netto sull'estero, determinando un pericoloso aumento del premio al rischio sui JGB, esplosivo con un trend verso l'alto del debito/PIL senza limiti.**

Cina - Segnali di rallentamento dai consumi ma non ancora dagli investimenti e inflazione vicina al picco

Silvia Guizzo

- Il PIL cinese è cresciuto del 9,7% a/a nel 1° trimestre 2011 in linea con i due trimestri precedenti. Stimiamo che il contributo maggiore alla dinamica del PIL sia venuto ancora dagli investimenti e dai consumi privati mentre il canale estero abbia fornito un contributo negativo.
- L'andamento del credito e della liquidità, che sembrano anticipare la crescita del PIL di tre trimestri, insieme alla moderazione degli indici di attività e degli indici anticipatori, puntano a una ulteriore decelerazione dell'economia nella seconda parte dell'anno. L'unica variabile che, contrariamente alle nostre attese, ha mostrato una sensibile accelerazione è quella degli investimenti fissi, in particolare in edilizia residenziale. Il rallentamento atteso del credito, tuttavia, dovrebbe invertire questo trend nella seconda parte dell'anno.
- L'inflazione dei prezzi al consumo è salita fino al 5,5% a maggio guidata da aumenti anche al di fuori del comparto alimentari. L'inflazione dovrebbe rimanere in media intorno al 5,5% anche nel terzo trimestre per poi cominciare a scendere nell'ultima parte dell'anno. Dopo i rialzi del CRR i tassi reali e i tassi sul mercato interbancario sono più elevati rispetto al 2008, quando crescita e inflazione erano superiori rispetto a quelle attuali. Le condizioni monetarie potrebbero dunque non essere più molto distanti dalla neutralità. Ci aspettiamo che, in assenza di segnali di rallentamento dell'attività più marcati delle nostre attese, la PBOC effettui ancora due rialzi dei tassi di 25pb entro fine anno e al massimo altri due rialzi del coefficiente di riserva obbligatoria.
- I flussi di capitale sono attesi in aumento in linea con il processo di internazionalizzazione del renminbi, come testimonia anche l'aumento esponenziale dei depositi in CNY ad Hong Kong, saliti da appena 9,2 miliardi di dollari a fine 2009 a 68,9 miliardi nel 1° trimestre 2011. Il cambio, che si è apprezzato del 5% vs dollaro dalla fine del peg (19 giugno 1020) ma si è deprezzato del 4,8% in termini effettivi nominali, è atteso in graduale apprezzamento vs dollaro intorno al 2% per fine 2011.
- Le prospettive di crescita del PIL rimangono elevate ma in rallentamento rispetto al 2010 all'8,9% nel 2011 e all'8,3% nel 2012. Le previsioni rimangono invariate rispetto al nostro scenario di marzo ma includono, visto l'andamento dei primi cinque mesi dell'anno, una diversa composizione della crescita con una maggior decelerazione dei consumi e una lieve riaccelerazione degli investimenti nel 2011. La possibilità di un rallentamento dell'attività sul mercato immobiliare più ampio delle attese continua 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.

Previsioni macro	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F
PIL (prezzi costanti)	12.7	14.2	9.6	9.2	10.3	8.9	8.3
Consumi privati	10.2	11.3	9.3	9.8	11	8.5	9.2
Consumi pubblici	7.6	9.3	5.6	5.8	7.4	9.7	9.4
Investimenti fissi	12.3	13.2	9.1	22.9	9.6	10.2	6.2
Esportazioni	20.4	14.2	-1.1	-11.2	26.5	9	10.6
Importazioni	12	9	-6	5.2	17.1	9.2	7.8
Produzione industriale	13.4	15.1	9.9	9.9	12.2	9.6	7.8
Inflazione (CPI)	1.5	4.8	5.9	-0.7	3.3	5.2	3.1
Tasso di disoccupazione	4.1	4.0	4.1	4.3	4.2	4.2	4.2
Salari medi	12.8	17	15.1	10.5	12.4	12.3	14.3
Tasso sui depositi a 1 anno	2.7	3.4	4.3	1.7	2.7	4.4	4.1
Cambio USD/CNY (media)	7.97	7.61	6.95	6.83	6.77	6.47	6.22
Saldo delle partite correnti	1850.6	2688	2859	1783.6	1867.5	1964.4	2291.1
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	8.6	10.1	9.1	5.2	4.7	4.6	4.9
Saldo di bilancio in % del PIL	-0.8	0.6	-0.4	-2.3	-1.6	-0.8	-0.8

Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato
Fonte: Oxford Economic Forecasting e Intesa Sanpaolo

Economia reale e inflazione

Dopo essere aumentato del 10,3% nel 2010 il PIL cinese ha continuato a espandersi a ritmi elevati anche nel 1° trimestre 2011 registrando un tasso di crescita del 9,7% a/a, in linea con i due trimestri precedenti. Il tasso di crescita congiunturale, che l'Ufficio statistico ha cominciato a pubblicare a partire dal 1° trimestre 2011, è stato del 2,2% t/t. Il settore industriale, pur crescendo a tassi solidi (11,1%) ha mostrato il maggior rallentamento rispetto ai massimi del 1° trimestre 2010 (14,5%); il rallentamento è stato di minor entità per il settore dei servizi e per l'agricoltura. Dal lato della domanda stimiamo che il contributo maggiore alla crescita sia venuto ancora dagli investimenti e dai consumi privati, mentre il canale estero abbia fornito un contributo negativo.

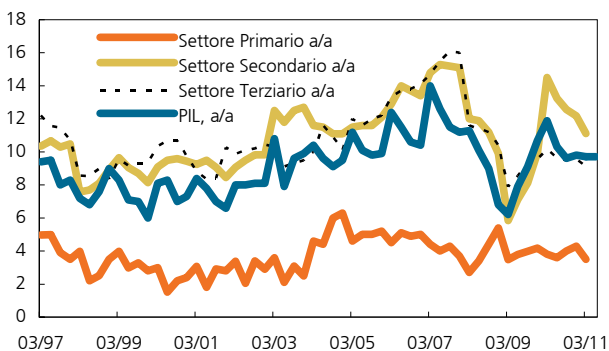
Nel 1° trimestre 2011 il contributo dei consumi privati potrebbe essere stato tuttavia minore rispetto al trimestre precedente: le vendite al dettaglio sono, infatti, cresciute del 17,1% in termini nominali rispetto al 22,0% del 4° trimestre 2010 e in termini reali il rallentamento è stimato ancora più marcato (da 17,8% a 12,9%). Tra aprile e maggio esse hanno registrato una lieve riaccelerazione, ma solo in termini nominali. Le vendite di auto continuano a rallentare non più sostenute dagli incentivi statali mentre altri comparti quali l'abbigliamento, gli elettrodomestici e i materiali da costruzione continuano a crescere a ritmi elevati. I dati destagionalizzati sulla spesa per consumi pro-capite in termini reali segnalano un lieve rallentamento della spesa delle famiglie urbane nel 1° trimestre 2011 rispetto al 4° trimestre 2010 e, al contrario, un'accelerazione della spesa delle famiglie rurali, che stimiamo in aumento dell'8,7% a/a. Esse hanno, infatti, beneficiato di un maggior aumento del reddito disponibile sia da salari sia da attività proprie (che hanno goduto del buon andamento dei prezzi delle materie agricole) e da trasferimenti. Le intenzioni di spesa nell'indagine sui depositanti urbani relativa al 1° trimestre redatta dalla PBOC sono ai minimi dal 1999 con la maggioranza degli intervistati che preferisce depositare il denaro in banca piuttosto che fare nuovi acquisti.

I consumi privati rallentano

Il tasso di disoccupazione è rimasto invariato al 4,1% nel 1° trimestre 2011 rispetto ai due trimestri precedenti, mentre il tasso di crescita dell'occupazione è rallentato al 3,7% dal 4,9% del 3° trimestre 2010, rimanendo però superiore alla media storica. I salari nominali medi nonostante l'accelerazione in termini nominali (+14,7%) stanno decelerando in termini reali a causa dall'aumento dell'inflazione. La componente "occupazione" dell'indice PMI rimane in media trimestrale poco sopra 50 e in lento miglioramento a maggio. L'indagine Manpower sulle intenzioni di assunzione per il 3° trimestre 2011 ha registrato il terzo rallentamento consecutivo (19%) rispetto al picco del 4° trimestre 2010 (51%), ma si trova comunque vicino ai massimi pre-crisi. Entrambe le indagini segnalano un buon andamento del mercato del lavoro nel trimestre corrente e nel prossimo ma, date le attese di rallentamento dell'economia, la situazione potrebbe cominciare a deteriorarsi nel 4° trimestre.

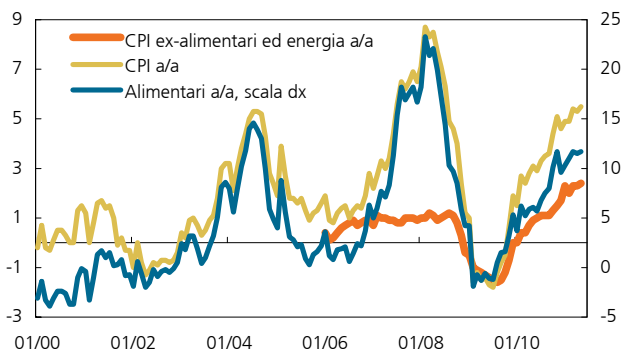
I salari nominali salgono ...

Il PIL cresce a ritmi solidi ma più contenuti



Fonte: Bloomberg

L'inflazione sale anche nel comparto non alimentare



Fonte: Bloomberg

Il balzo di 8 punti a marzo dell'indice di fiducia dei consumatori redatto dall'Ufficio Statistico (ai minimi storici a febbraio), e di addirittura 9,5 punti nella componente aspettative, è di difficile lettura in quanto mai realizzato da quando esiste la serie (giugno del 1996). Anche l'indagine sui depositanti urbani, nonostante il minimo sulle intenzioni di spesa, segnala un aumento della fiducia nel 1° trimestre, ma di entità minore e legato al miglioramento delle aspettative sia sull'andamento del mercato del lavoro sia sull'andamento futuro dei prezzi. Queste ultime però trovano poco riscontro sui dati d'inflazione che sono stati in peggioramento in aprile e in maggio. L'indice di fiducia redatto dal *Conference Board*, invece, che in aprile aveva avuto un andamento simile, a maggio è calato.

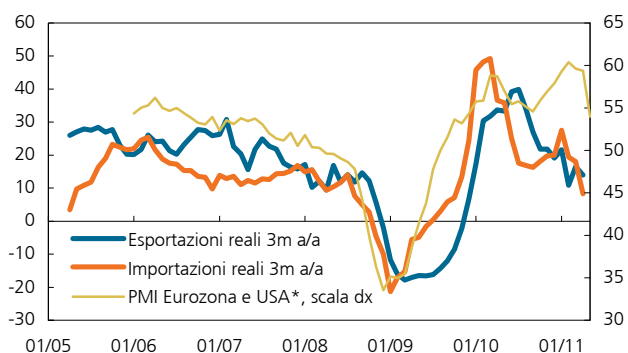
L'inflazione dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali è rimasta ferma a 6,8%, mentre quella dei prezzi degli input è scesa leggermente da 10,4% in aprile a 10,2% a maggio. L'inflazione dei prezzi al consumo è salita fino al 5,5% a maggio. Il rallentamento dei prezzi delle verdure, scesi per il secondo mese consecutivo di oltre il 7%, e della frutta, è stato più che compensato da un'accelerazione dei prezzi di carne e uova (+24,3% e +18,9% rispettivamente) lasciando l'inflazione del comparto alimentari elevata a 11,7% a maggio. I dati dei prezzi settimanali degli alimentari della prima decade di giugno confermano questa tendenza. I prezzi sono saliti anche in altri comparti, in particolare abbigliamento e medicinali. L'inflazione ex-alimentari è salita fino a 2,9% e quella ex-alimentari ed energia fino a 2,4%, valori più alti dal 2005. L'inflazione dovrebbe rimanere intorno al 5,5% anche nel 3° trimestre per poi cominciare a scendere nell'ultima parte dell'anno aiutata sia dall'effetto confronto sia da un atteso rallentamento dei prezzi delle materie prime energetiche e agricole.

La bilancia commerciale dopo aver registrato un deficit tra febbraio e marzo è tornata positiva grazie al rimbalzo delle esportazioni anche se il surplus commerciale cumulato a maggio rimane inferiore rispetto all'anno scorso (22,9 miliardi di dollari vs 35,4 miliardi). Nel 1° trimestre dell'anno le importazioni sono salite del 32,8% in accelerazione rispetto al 29,5% del 4° trimestre 2010, mentre la dinamica è stata meno marcata per le esportazioni (26,4% nel 1° trimestre vs 24,9%). Tra marzo e maggio le esportazioni sono riaccelerate, mentre le importazioni hanno mostrato una lieve decelerazione in parte in linea con il ritracciamento dei prezzi delle materie prime. In termini reali tuttavia entrambe le variabili mostrano un rallentamento. La componente "ordini dall'estero" del PMI è scesa fino a 49,7 nella rilevazione HSBC in maggio e negli ultimi tre mesi la media trimestrale è rimasta in area 50. Nella rilevazione dell'Ufficio Statistico il calo è stato meno marcato e la media rimane in area 51. Il buon andamento dei consumi negli Stati Uniti sta compensando la stagnazione di quelli dell'area euro, ma l'indice PMI composito è in discesa da febbraio pur su livelli consistenti con un'espansione dell'attività economica. Una dinamica simile ma con un rallentamento meno marcato caratterizza il PMI composito dei paesi asiatici (esclusi Giappone e Australia). Tutto questo prefigura ritmi di crescita solidi ma più contenuti dell'export cinese nel corso dell'estate.

... ma l'aumento dell'inflazione erode parte del guadagno

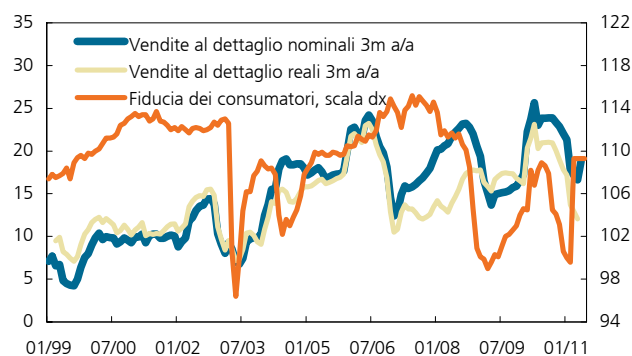
Esportazioni e importazioni crescono a tassi elevati ma in rallentamento

Export e import reali: crescita solida ma in rallentamento



Fonte: EcoWin elaborazioni Intesa Sanpaolo, medie mobili a 3 mesi; * pesato per il PIL

Le vendite al dettaglio rallentano



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

Scenario Macroeconomico

Giugno 2011

La produzione industriale è salita del 13,3% a maggio, proseguendo il rallentamento dei mesi primaverili dal picco del 14,9% di gennaio, guidata dalla dinamica dell'industria pesante. La componente ordini dell'indice PMI è in entrambe le rilevazioni in calo rispetto ai picchi di inizio anno. Essa è stata in forte calo a maggio anche nell'indice redatto da Market News International sia nelle condizioni correnti sia nelle aspettative. L'indice anticipatore OCSE segnala una minor accelerazione della crescita nei prossimi due mesi puntando a una stabilizzazione della produzione industriale su ritmi più contenuti.

Contrariamente alle nostre aspettative, gli investimenti fissi urbani hanno registrato un'accelerazione crescendo a tassi intorno al 34% cum. a/a in termini nominali rispetto a tassi intorno al 24% nella seconda metà del 2010. La loro dinamica, simile in termini reali, è guidata dagli investimenti a prevalenza privata, in particolare del settore manifatturiero, mentre gli investimenti a prevalenza pubblica continuano a decelerare. Gli investimenti nel settore immobiliare continuano a crescere a tassi elevati, in particolare quelli in edilizia residenziale, saliti del 38% cum. a/a a maggio. Anche i dati sulla superficie residenziale in costruzione confermano questa dinamica che tuttavia appare poco sostenibile dato l'enorme quantità di superficie residenziale finita che entrerà nel mercato nei prossimi trimestri. In ogni caso l'ambizioso programma governativo di espansione dell'edilizia popolare potrebbe lenire l'impatto atteso sull'intero settore. I dati sui prezzi delle case sono di difficile lettura dopo che da gennaio l'Ufficio Statistico non comunica più le medie nazionali per comparto, ma solo i dati sulle singole città e non è possibile raccordare i dati alle serie precedenti. Anche se da inizio anno le variazioni tendenziali stanno rallentando, nella maggior parte delle città si sono registrati comunque aumenti dei prezzi sul mese precedente.

Politica economica e monetaria

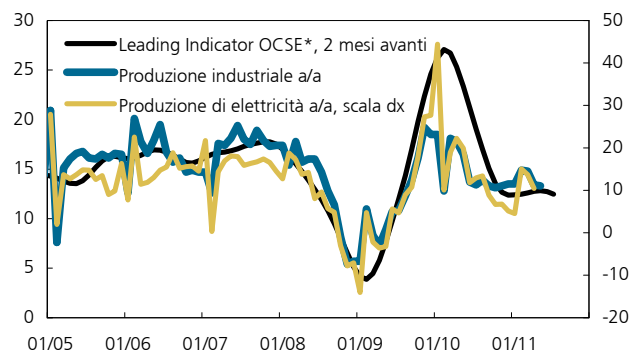
Il Governo ha lasciato per il 2011 un target di crescita del PIL all'8% per il settimo anno consecutivo, con un obiettivo di inflazione del 4% e una crescita di M2 del 16%. Il Governo prevede inoltre per il 2011 un deficit di bilancio di 900 miliardi di yuan pari al 2% del PIL, in linea con il 2010. Sul fronte del mercato del lavoro il Governo ha come obiettivi per le aree urbane la creazione di 9 milioni di nuovi occupati e il mantenimento del tasso di disoccupazione al di sotto del 4,6%. La politica fiscale rimarrà espansiva. Il Governo intende concentrare gli sforzi soprattutto sulle fasce di reddito più basse con una riforma del sistema fiscale che elevi il reddito minimo tassabile dagli attuali 2.000 yuan mensili a 3.000 yuan e intende estendere il progetto pilota che prevede l'assegnazione di pensioni di anzianità per i residenti nelle aree rurali al 40% delle contee.

La produzione industriale cresce a ritmi più moderati ...

... mentre gli investimenti fissi, in particolare nell'edilizia residenziale, continuano ad accelerare

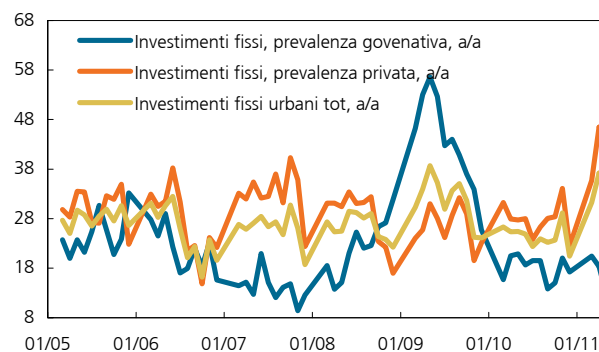
La politica fiscale rimane espansiva con misure a sostegno dei consumi

La produzione industriale si stabilizza



Fonte: Bloomberg; *Trend totale a/a

Gli investimenti accelerano nuovamente



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

L'aumento dell'inflazione ha spinto la People's Bank of China (PBOC) a proseguire nel sentiero di rialzo dei tassi. Da fine marzo la Banca centrale ha effettuato un rialzo di 25pb dei tassi ufficiali e altri tre rialzi di 50pb ciascuno del coefficiente di riserva obbligatoria (Cash Reserve Ratio, CRR) portandolo al 21,5% per le grandi banche e al 19,5% per le banche più piccole, 300pb al di sopra del massimo di metà 2008. I rialzi del CRR, a ritmo di uno al mese da fine 2010, hanno avuto effetto, probabilmente insieme alla *moral suasion*, nel rallentare il nuovo credito, che nei primi cinque mesi del 2011 è stato di 3548 miliardi di renminbi, 470 milioni in meno rispetto allo stesso periodo del 2010 (pari a 23,4% del PIL nel 1° trimestre 2011 vs 31,8% nel 1° trimestre 2010). In valore assoluto esso rimane comunque molto elevato e superiore, in % al PIL, agli stessi trimestri del 2007 e del 2008. Il credito bancario, cresciuto del 17,1% a maggio, prosegue il sentiero di lento rallentamento in linea con la dinamica di M2 guidato dalla netta decelerazione del credito a medio e lungo termine in parte compensata da un rimbalzo di quello a breve termine.

La PBOC alza ancora il CRR e il credito rallenta ...

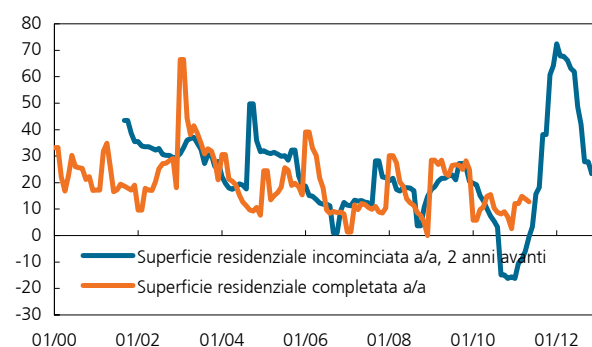
Il rallentamento del credito totale nel sistema economico potrebbe tuttavia essere meno marcato di quanto sembri se si considerano anche i dati sulla "finanza sociale" (*social financing*) recentemente pubblicati dalla PBOC come migliore strumento di valutazione dell'ammontare del credito nel sistema. Questi dati includono, oltre al credito bancario, anche altre forme di credito come, ad esempio, i finanziamenti tra imprese, cosiddetti "*entrusted loans*", i finanziamenti attraverso i fondi fiduciari o "*trust loans*" e i finanziamenti diretti attraverso le emissioni di titoli. Sull'aggregato totale (credito e finanza sociale, ossia sulla finanza sociale totale) è stato posto un target di 14 trilioni di CNY per il 2011, in linea con l'ammontare di ciascuno dei due anni precedenti. Nel 1° trimestre 2011 anche questo ammontare di "finanza sociale" è stato in calo rispetto allo stesso periodo del 2010 (-8,2%), ma con un forte aumento dei finanziamenti tra imprese (+110%) e delle emissioni sul mercato obbligazionario (+70%).

... anche se in misura non significativa

I tassi reali sui prestiti sono molto bassi, in alcuni casi negativi se si utilizza l'inflazione dei prezzi alla produzione, e i tassi reali sui depositi sono negativi da aprile 2010, tuttavia entrambi sono superiori ai minimi del 1° trimestre 2008 quando l'inflazione è salita fino all'8%. I tassi di riferimento non sono liberi di fluttuare e dato che il tasso massimo (prestiti da 5 a 10 anni) è intorno a 6,8% (senza commissioni) e che solo una minima parte degli investimenti fissi sono finanziati con il ricorso diretto al credito bancario (16,5% nel 2010) essi hanno poco impatto sull'offerta di credito a differenza del CRR o dei tassi interbancari, anche se hanno valore di segnale per il mercato. I tassi del mercato interbancario, invece, hanno reagito agli aumenti del CRR, anticipando i rialzi: lo shibor overnight è salito da un minimo di 2,5% a inizio giugno a 3,80% il giorno prima del rialzo ed è continuato a salire successivamente. La pendenza della curva di mercato monetario sul tratto 3-12 mesi è tornata negativa dopo il rialzo e dall'inizio di gennaio i tassi sul mercato interbancario sono stati superiori a quelli raggiunti nella primavera del 2008 quando sia la crescita sia l'inflazione totale erano più elevate. Le condizioni monetarie potrebbero dunque non essere più molto distanti dalla neutralità.

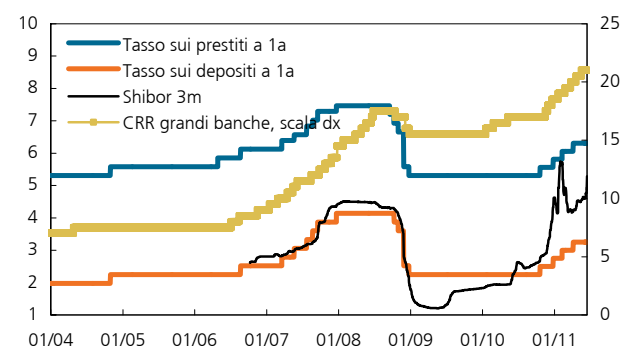
La politica monetaria rimarrà moderatamente restrittiva

La superficie residenziale completata invaderà il mercato



Fonte: CEIC ed Elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rialzi concentrati sul CRR, ma salgono i tassi interbancari



Fonte: Bloomberg

La PBOC appare sensibilmente preoccupata dell'andamento dell'inflazione, soprattutto per l'aumento dell'inflazione *core*, ma ha probabilmente evitato di alzare ulteriormente i tassi perché non vuole segnalare di voler restringere troppo la politica monetaria date le avvisaglie di rallentamento della crescita. Tuttavia, la riaccelerazione degli investimenti e l'inflazione attesa ancora elevata nel 3° trimestre, prefigurano la possibilità che, in assenza di segnali di rallentamento dell'attività più marcati delle nostre attese, la PBOC effettui ancora due rialzi dei tassi di 25pb entro fine anno e al massimo altri due rialzi del CRR.

Prospettive e rischi

Le prospettive di crescita del PIL rimangono elevate, ma in rallentamento rispetto al 2010 all'8,9% nel 2011 e all'8,3% nel 2012. Le previsioni rimangono invariate rispetto al nostro scenario di marzo ma includono, visto l'andamento dei primi cinque mesi dell'anno, una diversa composizione della crescita con una maggior decelerazione dei consumi e una lieve riaccelerazione degli investimenti nel 2011. La possibilità di un rallentamento dell'attività sul mercato immobiliare più ampio delle attese continua 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.

Le prospettive di crescita sono positive ...

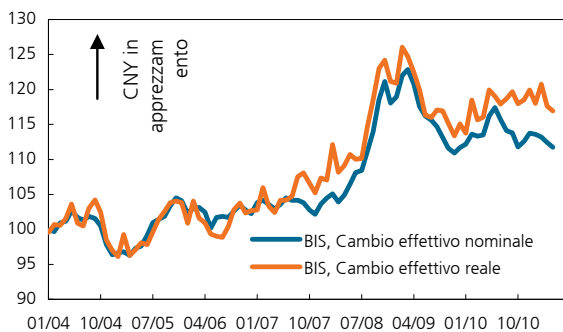
Gli investimenti diretti esteri sono stati in aumento nel 2010 e quelli di portafoglio, sebbene in rallentamento, sono stati elevati negli ultimi tre anni, intorno a 35 miliardi di dollari in media all'anno. I flussi di capitale sono attesi in aumento in linea con il processo di internazionalizzazione del renminbi, come testimonia anche l'aumento esponenziale dei depositi in CNY ad Hong Kong, saliti da appena 63 miliardi di CNY (ca. 9,2 miliardi di USD) a fine 2009 fino a 451 miliardi (ca. 68,9 miliardi di USD) nel 1° trimestre 2011. Il cambio, che si è apprezzato del 5% vs dollaro dalla fine del peg (19 giugno 2010) ma si è deprezzato del 4,8% in termini effettivi nominali, è atteso in ulteriore graduale apprezzamento vs dollaro intorno al 2% per fine 2011. La posizione estera del Paese rimane solida con le riserve che, a tre trilioni di dollari a marzo sono in grado di coprire 22,6 mesi di importazioni e 11,2 volte il debito a breve termine.

... e la posizione estera è solida ...

Tra la fine del 2008 e il 2010 l'economia è stata inondata di credito a facili condizioni. Il nuovo credito ha raggiunto un picco del 65,6% nel 1° trimestre 2009 per poi rallentare gradualmente, ma sia nel 2009 sia nel 2010 il nuovo credito rispetto al PIL (28,1% e 19,9% rispettivamente) è stato più alto rispetto agli anni precedenti. Esso ha sostenuto una forte crescita degli investimenti fissi in particolare nell'edilizia dove sono passati dal 5% del PIL nel 2002 al 12,1% nel 2010. Gli investimenti a partecipazione strettamente statale, pari al 37% nel 2010, sono stati finanziati prevalentemente dai Governi locali, indebitatisi con le banche attraverso loro veicoli finanziari creati ad hoc. Come abbiamo più volte sottolineato in passato il debito dei Governi locali potrebbe essere più alto di quanto appare. Le emissioni nette di titoli corporate, incluse quelle delle società statali, sono salite dallo 0,4% del PIL nel 2005 all'1,3% nel 2009 e all'1,1% nel 2010. Il debito pubblico, basso al 17% del PIL nel 2010, secondo l'agenzia Fitch potrebbe aggirarsi tra il 60% e il 70% se si includono i debiti dei Governi locali, delle ferrovie e le emissioni della China Development Bank.

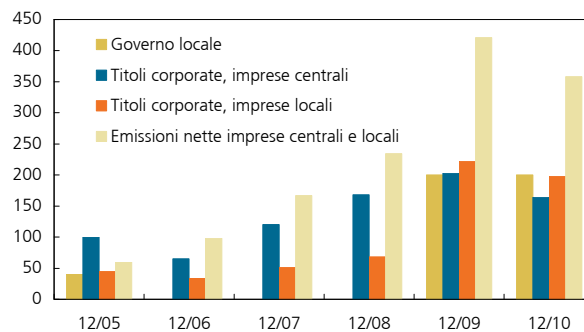
... ma i rischi interni rimangono invariati

Cambio effettivo nominale



Fonte: Bloomberg

Il debito è più levato se si includono le imprese statali



Fonte: CEIC, emissioni lorde di titoli dove non specificato

I crediti incagliati (Non Performing Loans, NPL) delle banche commerciali in % al totale dei crediti sono ai minimi storici all'1,10% nel 1° trimestre 2011. L'agenzia di rating Fitch stima tuttavia che una classificazione dei crediti più prudentiale potrebbe aver già portato questo dato vicino al 6% e si attende un ulteriore aumento. Le preoccupazioni rispetto alla qualità del credito, espresse anche dalle stesse Autorità cinesi in qualche occasione, sono intensificate dalla rapida crescita delle poste fuori bilancio su cui la pubblicazione dei dati è molto esigua.

In aprile Fitch ha mutato l'outlook sul debito a lungo termine in valuta locale da *stabile* a *negativo* a causa dei rischi sul sistema bancario dati da un aumento dei crediti incagliati. Le enormi riserve in valuta estera non sarebbero comunque utilizzabili nella necessità di una ricapitalizzazione del sistema bancario. La PBOC dovrebbe vendere dollari per comperare renminbi sul mercato interno accettando una maggiore rivalutazione del cambio oppure dovrebbe reperire i fondi con operazioni di mercato aperto che passerebbero necessariamente per una restrizione della liquidità. Sempre in aprile, poco dopo la mossa di Fitch, Moody's ha cambiato l'outlook sul settore immobiliare cinese da *stabile* a *negativo* per la preoccupazione che le misure antispeculative sul mercato immobiliare e la restrizione monetaria possano innescare un calo dei prezzi degli immobili che potrebbe raggiungere, nel peggiore dei casi, anche il 30%. Lo stesso ha fatto Standard and Poor's a metà giugno sulla base di simili considerazioni con attese di un calo dei prezzi degli immobili del 10% entro il prossimo anno. L'agenzia Fitch ha tuttavia sottolineato che l'alta proporzione dei depositi sui prestiti (rapporto prestiti/depositi al 70% in marzo) e l'efficacia dei controlli sui movimenti di capitale mitigano il rischio che una situazione di *financial distress* del sistema bancario si traduca in una più ampia instabilità macroeconomica e finanziaria anche esterna al Paese.

India - Crescita su un sentiero di moderato rallentamento; rischi ancora al rialzo sull'inflazione

Silvia Guizzo

- Nel 1° trimestre 2011 il PIL dell'India è cresciuto del 7,8% (al costo dei fattori). Il rallentamento rispetto ai trimestri precedenti è in parte dovuto al confronto con una crescita molto elevata nel 1° trimestre 2010 e in parte a un rallentamento degli investimenti. I consumi privati hanno continuato a mostrare un'ottima tenuta (8,0% a/a) e il contributo del canale estero è stato positivo per il 2° trimestre consecutivo.
- Una dinamica di crescita elevata, seppur in rallentamento, continuerà a caratterizzare l'economia indiana anche nel 2011, con un sostegno dei consumi privati e pubblici e del canale estero che compenseranno il rallentamento degli investimenti frenati dall'aumento dei tassi reali. La crescita è prevista all'8,0% nel 2011 e in aumento all'8,3% nel 2012 grazie ad un'attesa ripresa degli investimenti.
- Il deficit per l'anno fiscale 2011-12 è previsto in linea con le stime del Governo (4,7% vs 4,6% stimato dal Governo), ma in peggioramento rispetto al 4,1% dell'anno fiscale 2010-11 a causa dell'atteso rallentamento della crescita e delle minori entrate fiscali previste. Il deficit pubblico è previsto in peggioramento al 5% nel corrente anno solare. Il deficit delle partite correnti è atteso stabile al 3,5% nel 2011 e nel 2012.
- L'inflazione continua ad essere elevata. Le varie misure di inflazione dei prezzi al consumo si collocano tra il 9,1% e il 9,4% a/a in aprile e l'inflazione dei prezzi all'ingrosso è risalita fino a 9,1% a maggio dall'8,7% in aprile, guidata da aumenti al di fuori del comparto alimentare. La Banca centrale continuerà ad agire per contenere l'aumento dell'inflazione mantenendo i tassi reali marginalmente positivi, ma con rialzi gradualmente. Continuiamo ad aspettarci che la Reserve Bank of India (RBI) porti il tasso repo all'8% entro la fine dell'anno.
- I rischi sull'inflazione rimangono al rialzo. Questo potrebbe indurre la RBI a essere più aggressiva nei rialzi dei tassi di quanto scontati il nostro scenario centrale, con possibili effetti di più marcato rallentamento della crescita nell'anno.

Previsioni macro	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F
PIL (prezzi costanti, al costo dei fattori)	9.6	9.7	7.5	7.0	9.0	8.0	8.3
Consumi privati	8.3	8.9	8.4	7.3	8.3	7.6	8.8
Consumi pubblici	2.9	3.8	18.3	13.7	5.1	6.2	6.1
Investimenti fissi	13.9	17.5	4.7	2.0	14.0	7.0	12.5
Esportazioni	23.1	6.9	17.7	-8.6	13.7	17.0	12.7
Importazioni	24.7	7.0	32.2	-7.4	11.3	13.5	16.1
Produzione industriale	10.4	10.4	4.8	6.6	10.6	6.0	8.9
Inflazione (CPI)	6.3	6.4	8.3	10.9	12.0	8.5	5.5
Tasso di disoccupazione	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
Salari medi	13.7	14.5	12.6	10.1	20.1	14.8	12.3
Tasso sui prestiti a 1 anno	6.9	7.7	7.9	4.8	5.6	7.6	8.0
Cambio USD/INR (media)	45.3	41.3	43.5	48.4	45.7	45.2	46.6
Saldo delle partite correnti	-431.2	-311.3	-1393.9	-1234.8	-2374.2	-3082.4	-3492.7
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	-1.0	-0.6	-2.5	-2.0	-3.2	-3.5	-3.5
Saldo di bilancio in % del PIL	-3.2	-2.6	-4.9	-7.0	-3.6	-5.0	-4.2

Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. I numeri si riferiscono all'anno solare.

Fonte: Oxford Economic Forecasting e Intesa Sanpaolo

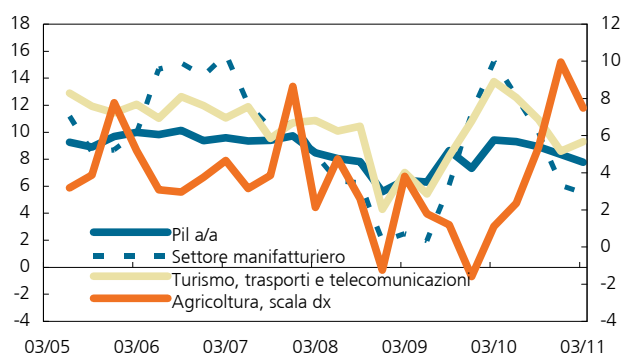
Economia reale e inflazione

La crescita per l'anno fiscale 2009-10 (aprile – marzo) è stata rivista al rialzo a 8,0% dal precedente 7,7% e quella per l'anno fiscale 2010-11 è risultata dell'8,5%. Queste revisioni hanno comportato una crescita del PIL del 9,0% (al costo dei fattori) per l'anno solare 2010 rispetto alla nostra precedente stima dell'8,6%. Nel 1° trimestre 2011 il PIL dell'India è cresciuto del 7,8% (al costo dei fattori), in rallentamento rispetto ai trimestri precedenti, che avevano registrato tassi di crescita superiori all'8,0%. Il calo è in parte dovuto al confronto con una crescita molto elevata nel 1° trimestre 2010 (12,6% a/a) e in parte a un sensibile rallentamento degli investimenti che hanno registrato un aumento minimo dello 0,4% a/a. I consumi privati continuano a mostrare un'ottima tenuta (8,0% a/a) e il contributo del canale estero è stato positivo per il 2° trimestre consecutivo, grazie a un minor deficit commerciale e a un maggior surplus della bilancia dei servizi. Dal lato della domanda, i servizi (escluse le costruzioni) hanno continuato ad offrire il maggior sostegno alla dinamica del PIL, registrando un aumento dell'8,7% insieme al settore industriale. I monsoni migliori delle attese hanno favorito la tenuta del settore agricolo cresciuto del 7,5%.

La crescita rallenta per l'effetto base e per un rallentamento degli investimenti

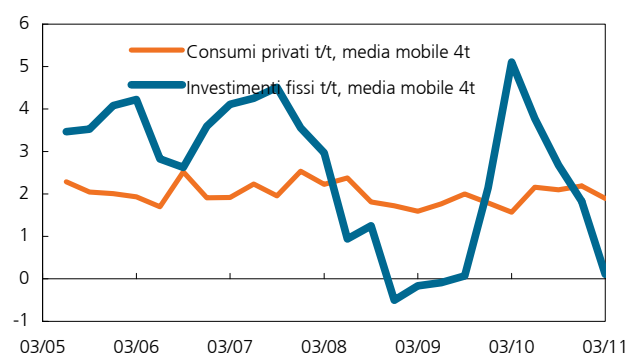
Le esportazioni sono salite del 42,2% nel 1° trimestre dell'anno, in accelerazione rispetto al 37,2% del 4° trimestre 2010, con un'ottima performance delle esportazioni anche al netto del petrolio (+40,7% a/a). Le importazioni sono accelerate (+17,2%) e la minore crescita rispetto alle esportazioni ha favorito un minor deficit commerciale rispetto allo stesso trimestre 2010 (21,7 miliardi di dollari vs 29,3 miliardi). La componente ordini dall'estero del PMI, pur in calo dai massimi di febbraio (58,7), si attesta ancora su livelli elevati (56,0 a maggio) con una media di 57,1 negli ultimi tre mesi puntando ancora a una tenuta delle esportazioni anche nel 2° trimestre.

L'agricoltura compensa la decelerazione del manifatturiero



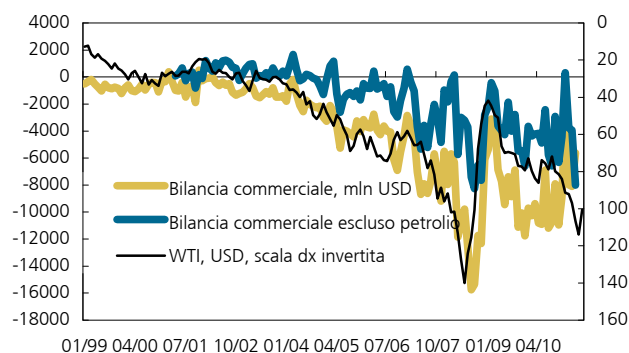
Fonte: EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I consumi privati tengono, mentre rallentano gli investimenti



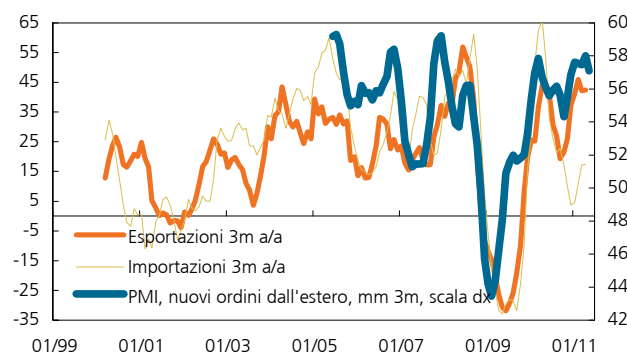
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Bilancia commerciale



Fonte: Bloomberg, flussi mensili in milioni di dollari

Le importazioni rallentano mentre le esportazioni tengono



Fonte: Bloomberg, HSBC-Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Da aprile l'ufficio statistico ha rivisto la composizione e l'anno base dell'indice della produzione industriale dal 1993-94 al 2004-05⁸. La dinamica della **produzione industriale** con la nuova composizione non ha visto il rallentamento registrato con la vecchia composizione tra novembre 2010 e febbraio 2011, continuando a crescere a tassi vicini all'8%. Il comparto dei beni capitali ha recuperato in marzo e in aprile in contrapposizione con il comparto dei beni di consumo, la cui decelerazione spiega il rallentamento della produzione industriale in quei mesi nelle variazioni tendenziali. Se si guardano i dati trimestrali, la produzione continua a crescere a tassi solidi (7,3% 3m a/a in aprile) anche se in marginale rallentamento rispetto a inizio anno. Una dinamica simile ha riguardato la produzione dell'industria pesante.

La produzione industriale continua a crescere a ritmi solidi...

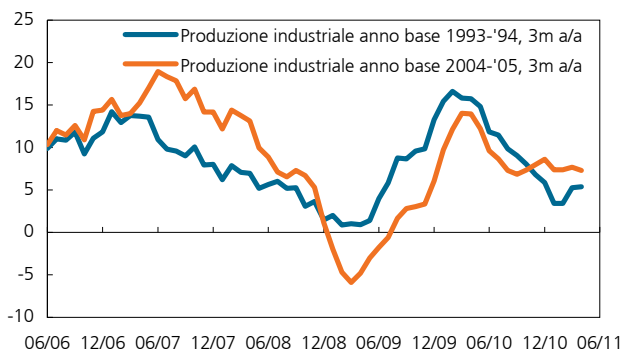
La media trimestrale dell'indice PMI continua ad essere intorno a 57 da dicembre e i nuovi ordini rimangono sopra 60 nonostante il rallentamento dal picco di febbraio (64,2). Anche se l'indice di ottimismo degli imprenditori D&B (Dun&Bradstreet) è salito ulteriormente nel 2° trimestre 2011, la componente di aspettative sugli ordini è calata e la stessa dinamica ha caratterizzato la componente ordini dell'indagine sulle imprese industriali redatta dalla RBI. I dati sui movimenti cargo mostrano una lieve decelerazione dei movimenti interni rispetto a quelli internazionali. Questo prefigura un marginale rallentamento della produzione industriale nel corso dell'estate.

... ma gli indici di attività e di fiducia puntano ad una decelerazione...

Il PMI dei servizi è sceso di ca. 4 punti passando da 59,2 in aprile a 55 a maggio: con questo calo la media trimestrale è scesa di quasi due punti, ma si mantiene su livelli comunque elevati (57,7 a maggio). Gli arrivi di turisti, nonostante il rallentamento tra marzo e maggio crescono a tassi solidi (10,4% 3m a/a a maggio), così come i ricavi delle attività connesse. La dinamica delle utenze dei telefoni cellulari è invece in rallentamento. Il settore dei servizi continuerà a crescere a ritmi elevati anche se più contenuti rispetto ai trimestri precedenti.

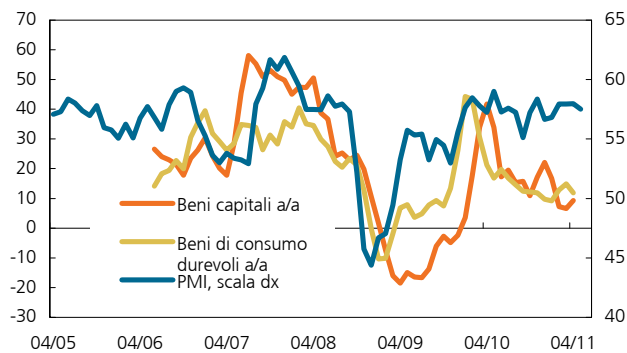
... anche nel settore dei servizi

La produzione industriale si stabilizza



Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La produzione di beni capitali migliora



Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le condizioni del mercato del lavoro sono ancora positive. Il decimo rapporto sugli effetti della crisi pubblicato dal Ministero del Lavoro⁹ conferma un aumento degli occupati nel 1° trimestre 2011, in particolare nel comparto dell'IT, anche se di entità minore rispetto ai tre trimestri precedenti. La media trimestrale della componente occupazione del PMI, a 49,9 a novembre 2010, è scesa gradualmente fino a 49,4 a maggio, ma l'indagine Manpower sulle intenzioni di assunzione per il 3° trimestre, pur in lieve calo rispetto al trimestre precedente, è molto vicina ai massimi pre-crisi. Il buon andamento del mercato del lavoro continuerà a sostenere i consumi anche nel 2° e nel 3° trimestre 2011. Le vendite domestiche di autoveicoli, su un sentiero di

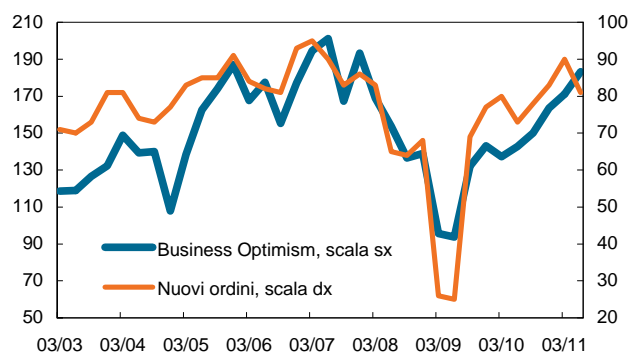
Le condizioni del mercato del lavoro sono ancora positive e sostengono i consumi

⁸ I settori sono rimasti gli stessi, ma è aumentato il peso del settore minerario e del settore dell'energia elettrica rispetto al manifatturiero e il numero di prodotti è salito a 682 dai 543 che componevano l'indice precedente.

⁹ Report on Quarterly Employment Survey (January – March, 2011).

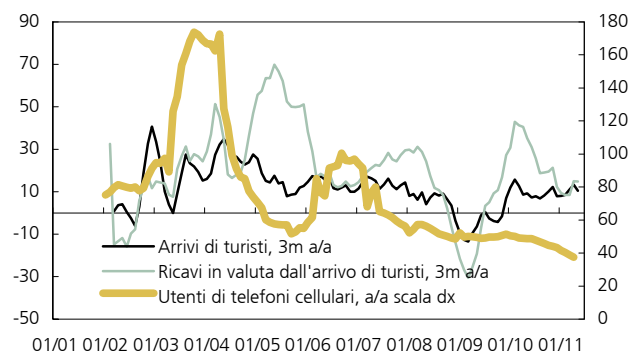
rallentamento rispetto ai picchi del 2010, sono cresciute del 18,4% 3m a/a in maggio, in linea con la media storica pre-crisi. Il rallentamento è stato più marcato per le vendite di automobili.

Indagine di fiducia Dun&Bradstreet



Fonte: EcoWin

Decelerano gli utenti di cellulari

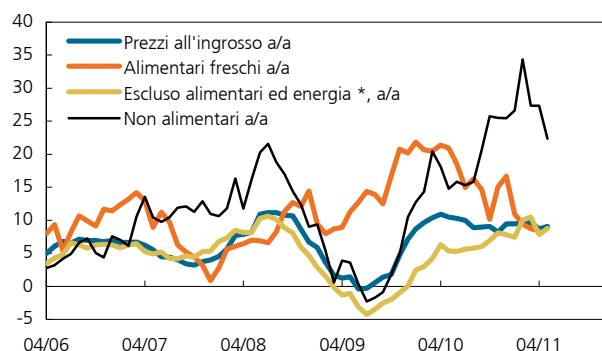


Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'inflazione continua ad essere elevata. Le varie misure di inflazione dei prezzi al consumo si collocano tra il 9,1% e il 9,4% a/a in aprile. L'inflazione dei prezzi all'ingrosso, scesa a 8,7% in aprile da 9,7% in marzo, è risalita a maggio a 9,1% e secondo la RBI i dati, provvisori, potrebbero essere rivisti al rialzo nei prossimi mesi. I comparti che hanno contribuito all'aumento dei prezzi nei mesi primaverili sono quello dei prodotti primari non alimentari (in particolari semi per ricavare oli non alimentari), carburanti e prodotti manufatti non alimentari (soprattutto le fibre tessili e in particolare il cotone). Questi rincari non riflettono solo gli alti prezzi delle materie prime, ma sono indicativi di pressioni inflative più generalizzate sostenute anche dal buon andamento dei salari e pertanto sono una fonte di preoccupazione per la Banca centrale. L'inflazione potrebbe continuare a salire ancora nei prossimi mesi anche solo per l'effetto degli aumenti dei prezzi amministrati di kerosene, diesel e del gas da cucina decisi a fine giugno¹⁰. Riteniamo che l'inflazione dei prezzi all'ingrosso possa risalire fino a un massimo di 9,5% nel corso dell'estate, per poi tornare a scendere successivamente aiutata dall'effetto base e dal rientro dei prezzi degli alimentari e delle materie prime non energetiche.

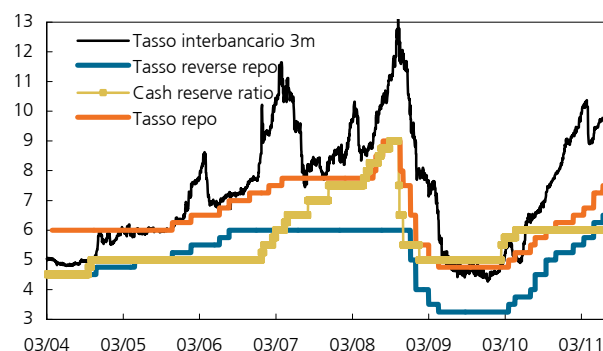
I rischi sull'inflazione rimangono al rialzo

L'inflazione dei prezzi all'ingrosso rimane elevata



Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, * stime Intesa Sanpaolo

La RBI continua la normalizzazione dei tassi



Fonte: Bloomberg

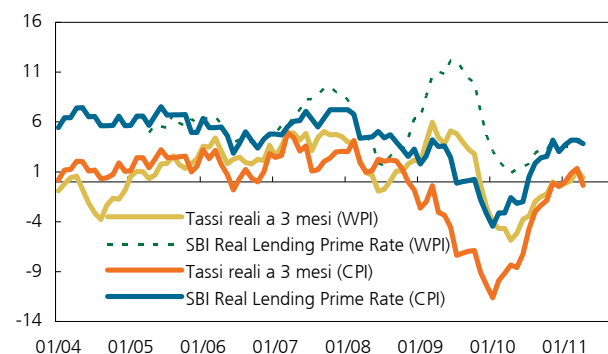
¹⁰ L'obiettivo degli aumenti è quello di tagliare i sussidi e limitare le perdite delle compagnie energetiche, costrette ad operare sotto costo.

Politica economica e monetaria

La RBI ha effettuato un altro rialzo di 25pb dei tassi ufficiali a metà giugno, portando il tasso repo al 7,5%. La RBI ha sottolineato che nonostante i segnali di moderazione sia dei prezzi delle materie prime sia della crescita economica, domestica e internazionale, i rischi sull'inflazione rimangono al rialzo anche per il ritardo con cui incorporano i rincari dei carburanti. Nel comunicato della riunione di metà giugno la Banca centrale ha affermato che la politica monetaria rimarrà pertanto "fermamente anti-inflazionistica" anche in presenza di un inevitabile rallentamento della crescita nel breve termine. I tassi reali a breve termine sono marginalmente positivi, ma vicini allo zero. I tassi reali a lungo termine sono più elevati, ma sono rimasti sostanzialmente invariati da fine anno e continuano a supportare l'economia. Il credito al settore non alimentare è cresciuto del 20,6% in giugno, in rallentamento dal picco del 26,4% di dicembre 2010, ma comunque per tutti i primi cinque mesi del 2011 al di sopra della previsione indicativa della RBI del 19%. Continuiamo dunque ad aspettarci che la *Reserve Bank of India* porti il tasso repo all'8% entro la fine dell'anno.

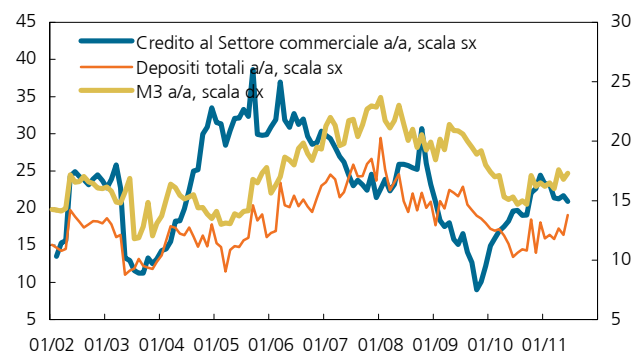
La Banca centrale continuerà ad alzare i tassi

I tassi reali stanno risalendo lentamente



Fonte: Bloomberg

Il credito cresce ancora a tassi elevati



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Stimiamo che il deficit pubblico per l'anno fiscale 2010-11 (aprile – marzo) sia stato del 4,1%, al di sotto della stima del Governo (4,7%) grazie alle entrate una tantum superiori al previsto legate alla vendita delle licenze di telefonia. Il deficit per l'anno fiscale 2011-12 è previsto in linea con le stime del Governo (4,7% vs 4,6% stimato dal Governo) in lieve peggioramento rispetto all'anno precedente a causa del rallentamento della crescita e delle minori entrate fiscali previste. Anche se il Governo ha implementato gli aumenti su alcuni carburanti con l'intento di ridurre i sussidi alle imprese energetiche, la riduzione del dazio sulle importazioni di petrolio (dal 5% a 0%) e di diesel e benzina (dal 7,5% al 2,5%) nonché la riduzione dell'imposta di consumo sul diesel (2 rupie al litro dalle precedenti 4,6) potrebbe più che compensare la minor spesa per i sussidi. Un effetto negativo sulle entrate potrebbe venire anche dalla lentezza con cui procede il programma di disinvestimento delle quote possedute in società pubbliche¹¹.

Nonostante l'atteso peggioramento nell'anno fiscale 2011-12, il deficit rimane in linea con le stime del Governo

Prospettive e rischi

Il 2010 ha visto un sensibile aumento dei flussi di capitale in entrata che hanno contribuito a finanziare l'allargamento del deficit delle partite correnti permettendo anche un limitato accumulo di riserve. La composizione dei flussi di capitale in entrata è tuttavia sbilanciata vs passività a breve termine e investimenti di portafoglio la cui natura volatile potrebbe porre dei rischi di sostenibilità nel medio-lungo termine. Gli investimenti diretti esteri netti, pari a 10,8 miliardi di dollari nel 2010, hanno mostrato un trend discendente negli ultimi tre anni,

La posizione estera rimane solida, ma rimane la dipendenza dai flussi di portafoglio

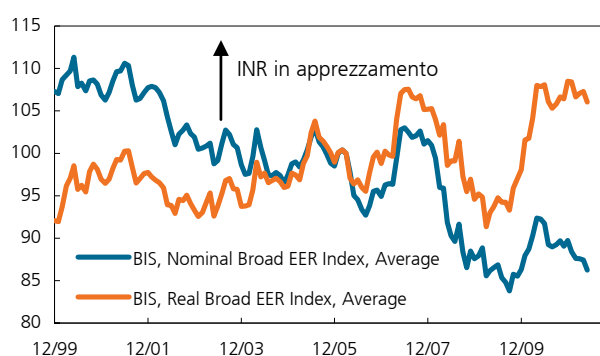
¹¹ Vedi i ritardi nell'organizzazione delle IPO della National Building Construction Corporation e della Oil and Natural Gas Corporation negli ultimi mesi.

suscitando l'attenzione della RBI. Secondo la Banca centrale, le motivazioni di questo rallentamento vanno ricercate nella regolamentazione ambientale più stringente in particolare per il settore minerario e per i grandi progetti di edilizia integrata e di porti, nei problemi di acquisizione dei terreni e nella mancanza di progetti di infrastrutture di qualità. Gli investimenti di portafoglio netti a 38,9 miliardi di dollari nel 2010 sono stati invece superiori al picco pre-crisi.

Il deficit delle partite correnti è previsto stabile al 3,5% nel 2011 e nel 2012 pur con un atteso aumento del surplus della bilancia dei servizi e dei trasferimenti. La prima continuerà a beneficiare dell'outsourcing di servizi delle società occidentali e la seconda dell'aumento delle rimesse degli emigrati. Le riserve sono ampie e in grado di coprire 4,7 volte il debito estero a breve termine e 7,9 mesi di importazioni.

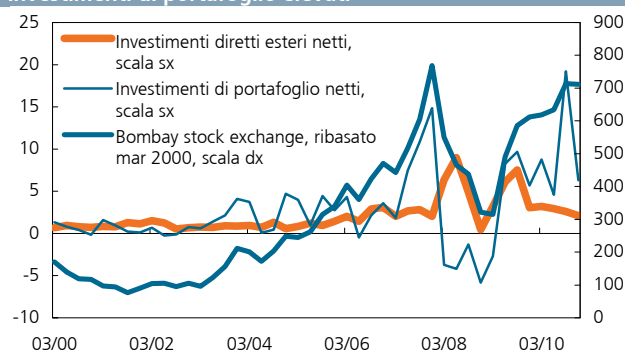
Il **cambio**, che si è apprezzato del 4,1% nel 2010 vs dollaro, è rimasto sostanzialmente stabile nella prima metà del 2011, ed è previsto in marginale deprezzamento per fine 2011 in linea con l'attesa riduzione dei differenziali di tasso con Stati Uniti ed area euro e dunque con l'attesa diminuzione dei flussi di capitali in entrata. Il forte afflusso di investimenti di portafoglio pone rischi di ritracciamento del cambio in caso di brusca inversione dettata da un ridimensionamento della propensione al rischio sui mercati internazionali.

Tasso di cambio effettivo



Fonte: EcoWin

Investimenti di portafoglio elevati



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

La crescita per l'anno fiscale 2009-10 è stata rivista al rialzo a 8,0% dal precedente 7,7% e quella per l'anno fiscale 2010-11 è risultata dell'8,5%. Queste revisioni hanno comportato una crescita del PIL del 9,0% (al costo dei fattori) per l'anno solare 2010, rispetto alla nostra precedente stima dell'8,6%, grazie a un maggior contributo dei consumi privati. Una dinamica di crescita ancora elevata, seppur in rallentamento, continuerà a caratterizzare l'economia indiana anche nel 2011, con un sostegno dei consumi privati e pubblici e del canale estero che compenserà il rallentamento degli investimenti frenati dall'aumento dei tassi reali. La crescita è prevista all'8,0% nel 2011 e in aumento all'8,3% nel 2012, grazie ad un'attesa ripresa degli investimenti.

La dinamica della crescita rimane elevata ma in rallentamento nel 2011

I rischi al rialzo sull'inflazione potrebbero indurre la RBI a essere più aggressiva nei rialzi dei tassi di quanto scontati il nostro scenario centrale, con possibili effetti di più marcato rallentamento della crescita nell'anno.

Mercati valutari - Dollaro, sterlina e yen sulla stessa barca

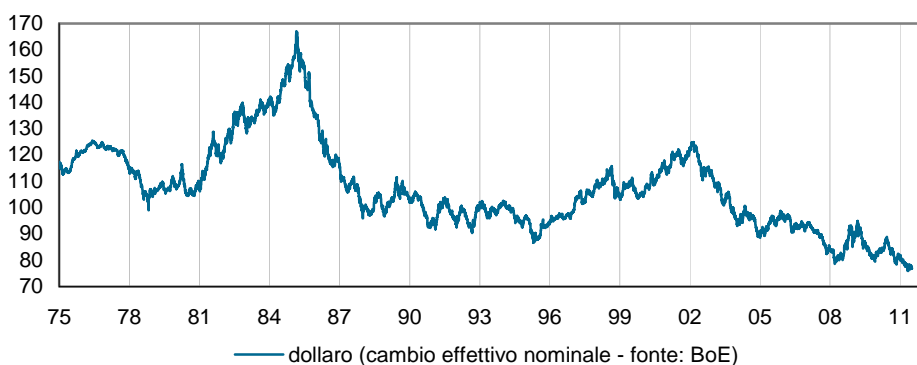
DOLLARO

Asmara Jamaleh

Il dollaro – preso come cambio effettivo nominale – si è mosso lungo un trend discendente nei primi sei mesi di quest'anno, inaugurando nuovi minimi storici (Fig. 1). Solo in maggio e in giugno ha smesso di scendere recuperando qualcosa, ma non è ancora chiaro se si tratti di una vera inversione di tendenza.

Si piega ma non si spezza

Fig. 1 – Dollaro ai minimi storici



Fonte: EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Da gennaio ad aprile il deprezzamento continuativo del biglietto verde è andato fondamentalmente di pari passo con il calo dei tassi di mercato USA (coerente con il rallentamento della crescita USA rispetto al trimestre precedente) e con l'aumento dei prezzi delle materie prime. A maggio queste ultime hanno invertito al ribasso e il dollaro ha messo a segno un parziale rimbalzo. Contestualmente è ri-esplosa la crisi greca, l'euro è sceso e il dollaro ha fatto da *safe haven*, anche se in subordine a yen e franco svizzero. A giugno le materie prime sono scese ancora e i tassi di mercato USA hanno invece cominciato a salire. Questo ha favorito una seconda fase di recupero del dollaro. Contestualmente la crisi greca è andata complicandosi, penalizzando ancora l'euro. Ma il 29 giugno l'approvazione del pacchetto fiscale di austerità – condicio sine qua non per ottenere altri aiuti ed evitare il default – ha "chiuso" positivamente la vicenda per ora, anche se bisognerà attendere settembre per la messa a punto del pacchetto di salvataggio, e fino ad allora contrasti, problemi e tensioni probabilmente non mancheranno.

Quali sono le prospettive del prossimo semestre? Tendiamo a propendere per un'ipotesi di rafforzamento o tenuta del dollaro. **Non** si tratterà verosimilmente di un trend continuativo, quanto piuttosto di un percorso dove al recente recupero potrebbe eventualmente seguire un po' di ritracciamento e/o una fase di lateralità, ma a un certo punto la tendenza dovrebbe farsi un po' più definita. Infatti, **le attese di rialzo dei tassi Fed cominceranno a formarsi prima** di quando la Fed metterà effettivamente mano ai tassi (nel 2° trimestre 2012, secondo il nostro scenario). Inoltre, **alla luce dei recenti segnali di rallentamento a livello economico globale, i prezzi delle materie prime** potrebbero far fatica a tornare sui massimi e **potrebbero scendere**. Se a tutto questo si aggiunge che nella seconda metà dell'anno la crescita USA dovrebbe essere più robusta rispetto al 1° semestre - laddove ad esempio nell'area euro lo scenario è l'opposto – le condizioni risultano teoricamente favorevoli al dollaro.

Si potrebbe tuttavia obiettare che la "soluzione" positiva del problema greco consente di ripristinare un livello di minore avversione al rischio, riducendo così la necessità di ricorrere al

dollaro come *safe haven*, sottraendogli quindi sostegno. Ma in realtà il problema greco non è stato risolto, alcuni nodi rischiano di tornare al pettine alle verifiche successive. In senso più ampio il problema dei periferici rappresenterà nei prossimi mesi/prossimo anno un fattore di debolezza strutturale dell'area euro, esponendo asimmetricamente la moneta unica a rischi verso il basso. Posto che le pessime condizioni dei conti pubblici USA non possono fare del dollaro un *safe haven* in assoluto, di certo però la crisi dei periferici ha ridotto sull'orizzonte in esame la possibilità che l'euro venga scelto come *safe haven* in alternativa al dollaro.

Fig. 2 – Composizione internazionale delle riserve valutarie

	USD	EUR	JPY	CHF	altro
1999	71%	18%	6%	0.2%	2%
2000	71%	18%	6%	0.3%	1%
2001	72%	19%	5%	0.3%	1%
2002	67%	24%	4%	0.4%	2%
2003	66%	25%	4%	0.2%	2%
2004	66%	25%	4%	0.2%	2%
2005	67%	24%	4%	0.1%	2%
2006	65%	25%	3%	0.2%	2%
2007	64%	26%	3%	0.2%	2%
2008	64%	26%	3%	0.1%	2%
2009	62%	28%	3%	0.1%	3%
2010	61%	26%	4%	0.1%	4%
2011					

Fonte: EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Se si guarda la Fig. 2 si può osservare che la quota di riserve valutarie mondiali in dollari è andata diminuendo del 10% dal 1999 al 2010, e quella in euro è aumentata dell'8%. Ma nel frattempo anche quella delle altre valute (altro) è aumentata, del 2%, e – soprattutto - dopo la crisi mondiale del 2008, e dopo la crisi dei periferici nell'area euro, dal 2009 al 2010 le riserve in euro sono scese del 2%, mentre sono aumentate dell'1% rispettivamente quelle in yen e in altre divise. È possibile che la crisi dei periferici impedisca o rallenti l'aumento della percentuale in euro, almeno per un paio d'anni. Ed è parimenti possibile che in caso di eventuale riduzione ulteriore della quota in dollari, non sia appunto l'euro a spiazzare il biglietto verde, quanto semmai altre valute, qui comprese nella categoria "altro".

EURO

Nel 2° trimestre l'euro ha raggiunto massimi abbandonati da dicembre 2009, in area 1,49 EUR/USD, sull'onda lunga del primo rialzo dei tassi BCE in aprile. Ma a breve distanza è riesplora la crisi greca e il cambio è precipitato di dieci figure in meno di tre settimane a 1,39 EUR/USD. **Restano quindi due i principali driver dell'euro: (1) gli sviluppi della crisi europea del debito, e (2) l'evoluzione delle aspettative di rialzo dei tassi BCE e dei tassi Fed.**

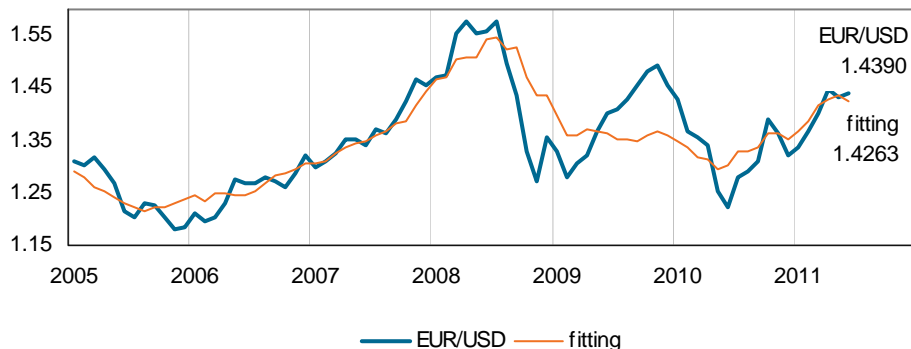
Per valutare quello che potrebbe essere il livello del cambio nei prossimi mesi facciamo ricorso alla relazione tra EUR/USD e rendimenti a breve (due anni) di area euro e USA. La dinamica dei rendimenti, infatti, si è dimostrata una buona *proxy* dell'evoluzione delle attese di rialzo dei tassi di BCE e Fed. Le stime forniscono un *fitting* accettabile (Fig. 3), limitatamente all'obiettivo di individuare i *driver* della **dinamica di fondo** dell'euro.

Grecia: *impasse* risolta, ma il problema resta, e lascia l'euro più vulnerabile

Scenario Macroeconomico

Giugno 2011

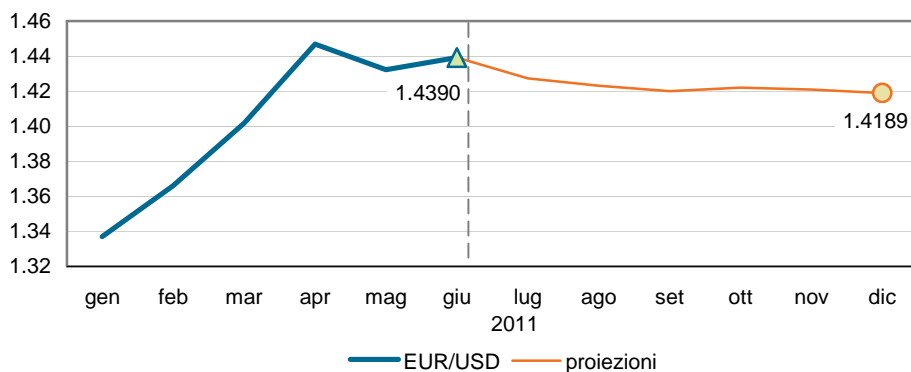
Fig. 3 - Stime



Fonte: EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Per fine anno ci aspettiamo che la BCE alzi i tassi un altro paio di volte, portandoli dall'1,25% all'1,75%, laddove la Fed dovrebbe tenerli ancora fermi (a 0-0,25%). Fra il 3° e 4° trimestre però la crescita area euro è prevista in rallentamento, a fronte di un consolidamento di quella USA. Pertanto aspettative di rialzo dei fed funds dovrebbero iniziare a formarsi già nel 4° trimestre, anche se il primo rialzo effettivo potrebbe aversi solo nel 2° trimestre 2012. Facendo assumere ai rendimenti valori coerenti con tale scenario nei prossimi mesi, si ottiene che a dicembre il cambio verrebbe a trovarsi in area 1,41 EUR/USD (Fig. 4).

Fig. 4 - Proiezioni



Fonte: EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Considerando che dopo l'approvazione del pacchetto di *austerità* da parte del Parlamento greco e dopo l'approvazione del pagamento dell'ultima tranche relativa al prestito 2010 l'euro ha recuperato fino a 1,45 EUR/USD, le stime suggerirebbero un livello del cambio non così distante da quello attuale (ricordiamo che le proiezioni sono fatte su base mensile, e rappresentano il valore medio mensile di dati giornalieri).

Tali stime però non tengono conto di altre variabili che potrebbero aiutare a definire con maggiore precisione il valore dell'euro, come ad esempio gli indicatori di attività economica. Se si prendono in considerazione anche questi, **alla luce di quanto detto sopra sulle prospettive di crescita di area euro e Stati Uniti a confronto, il cambio dovrebbe collocarsi** nella parte medio/bassa piuttosto che in quella medio/alta del range ipotizzato attorno al valore di proiezione per dicembre 2011, ovvero **nella fascia 1,41-1,36 EUR/USD**.

Considerando un "effetto Grecia", ovvero una sorta di distorsione verso il basso che il cambio potrebbe riportare a causa degli effetti negativi della crisi del debito dei periferici, il limite inferiore del range potrebbe abbassarsi ulteriormente, da 1,36 ad almeno 1,35-1,34 EUR/USD. Per la verità, il "fattore Grecia" può essere misurato in più modi. Se si guarda ad esempio al calo che l'euro ha subito il 6 maggio di quest'anno, giorno in cui la crisi è riesplora, la flessione è stata di circa tre figure. Se si guarda invece alla differenza tra valore effettivo e valore stimato di giugno 2010 (Fig. 3), mese in cui l'euro ha raggiunto il minimo d'anno sull'onda lunga della crisi greca e degli altri periferici, si ottiene una differenza di otto figure. Prendendo a riferimento quest'ultimo caso, **il limite inferiore del range si abbasserebbe da 1,36 a 1,28** e la suddetta (**)
fascia 1,41-1,36 diventerebbe così 1,41-1,28 EUR/USD. Ipotizzando che il problema "periferici" diventi un fattore strutturale di debolezza dell'area euro, la sensitivity del cambio rispetto a esso potrebbe però andare riducendosi al passare del tempo, fatti salvi i momenti di acutizzazione della crisi. Questo porterebbe a individuare per il valore di fine anno dell'euro l'area centrale dell'ampio range 1,41-1,28, circoscrivendola in un intorno di 1,35 EUR/USD.

STERLINA

In questi primi sei mesi dell'anno **la sterlina si è apprezzata ancora contro dollaro** rispetto al semestre precedente. Solo in maggio e giugno è scesa un po', ma rimanendo su livelli elevati. Quindi per quattro mesi contro dollaro non è scesa, mentre per i successivi due è scesa poco e/o meno delle attese. Infatti, il pessimo stato dei conti pubblici e la necessaria stretta fiscale in corso facevano pensare a una correzione importante contro dollaro. Ma una delle principali ragioni per cui questa non è avvenuta è data dalle strette somiglianze che l'economia britannica e quella statunitense si sono trovate ad avere dopo la crisi del 2008: gravi problemi con i conti pubblici e tassi d'interesse vicinissimi e prossimi allo zero (0,50% per la BoE, 0-0,25% per la Fed). Inoltre, le aspettative di rialzo dei tassi sia da parte della BoE che da parte della Fed sono state entrambe, a più riprese, rinviate in avanti nel tempo. Per quanto riguarda le nostre attese, il primo rialzo BoE è stato spostato dal 3° al 4° trimestre di quest'anno, mentre il primo rialzo Fed dal 1° al 2° trimestre dell'anno prossimo.

Resistenza a scendere solo contro dollaro. Un cedimento temporaneo a breve è però ammesso

La correzione "mancata" contro dollaro si può dire però che sia avvenuta contro altre valute, tra le quali l'euro. Infatti, in termini di cambio effettivo (sia nominale sia reale), la sterlina, così come il dollaro, e all'opposto invece dell'euro, si è indebolita rispetto a inizio anno. Nel rapporto con l'euro – importante perché la maggior parte dell'export britannico è assorbita dall'area euro – **questo è coerente anche con la divergente condotta di politica monetaria tra BoE e BCE.** Infatti, a fronte di una BoE che non ha ancora toccato i tassi, la BCE ha già iniziato ad alzarli, ad aprile (da 1,00% a 1,25%), e un altro paio di rialzi sono attesi tra luglio e il 4° trimestre. Tuttavia, la resistenza al ribasso della sterlina contro dollaro ha limitato anche l'ampiezza del calo contro euro. Così è probabile che sia anche nei prossimi mesi, eccezion fatta per almeno la prima parte del 3° trimestre, quando la sterlina dovrebbe essere più cedevole contro dollaro, e quindi, dato il sentiero dei tassi attesi BCE, almeno altrettanto dovrebbe esserlo contro euro. Durante l'estate infatti - sotto ipotesi che la BoE non alzi i tassi ad agosto e che l'*inflation report* lasci intendere che il primo rialzo possa essere rinviato a novembre – si dovrebbe osservare la maggiore probabilità di indebolimento della sterlina contro dollaro (Fig. 5). Poi, in prospettiva di un eventuale primo rialzo nel 4° trimestre (ad esempio novembre, mese di pubblicazione dell'*inflation report*), si dovrebbe osservare un recupero. Nella seconda metà del 4° trimestre, al formarsi di attese di rialzo dei tassi Fed, il dollaro dovrebbe però cominciare a riprendersi, facendo arretrare la sterlina.

Per avere un'indicazione approssimativa dell'ordine di grandezza di tali fluttuazioni, abbiamo stimato la **sensitivity del cambio GBP/USD ai differenziali di tasso a breve (3m)** tra tassi sterlina e tassi dollaro. Il coefficiente, stimato attraverso cointegrazione, risulta piuttosto elevato a 0,23, perché tale valore implica che per una variazione di ± 25 pb nel differenziale tassi il cambio varia

Scenario Macroeconomico

Giugno 2011

del $\pm 5,8\%$ (partendo da 1,60 GBP/USD equivale ad arrivare rispettivamente a 1,69 o a 1,51 GBP/USD). Un valore così elevato per la stima della *sensitivity* è probabilmente imputabile anche al fatto che le stime sono ottenute sul campione di riferimento 2010-11 – dati giornalieri – periodo in cui né la BoE né la Fed hanno toccato i tassi, fermi rispettivamente a 0,50% e a 0-0,25%. Riteniamo che tali stime possano valere solo nella fase iniziale dell'avvio del ciclo di rialzi (e in quella di poco precedente), perché in questo caso si parte da tassi prossimi allo zero.

Sotto ipotesi di un primo rialzo BoE di 25pb nel 4° trimestre (presumibilmente novembre) e generarsi nel 4° trimestre di attese di rialzo dei tassi Fed (con primo rialzo di 25pb atteso nel 2° trimestre 2012), le risultanti proiezioni del cambio GBP/USD sono come mostrato in Fig. 5.

Fig. 5 – Proiezioni cambio GBP/USD (scenario centrale e alternativo)



Fonte: EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Si può notare che il range di oscillazione non esce da quello del 1° semestre.

Qualora invece, a sorpresa, la BoE alzasse i tassi ad agosto e poi ancora un'altra volta prima di fine anno (Fig. 5), allora la divisa britannica potrebbe inaugurare nuovi massimi 2011 a/poco sopra 1,70 GBP/USD. Questo comunque non precluderebbe una correzione successiva, all'avvicinarsi del momento in cui anche la Fed inizi il ciclo di rialzi.

YEN

Più evidente ma anche più usuale della sterlina è la **resistenza dello yen a scendere contro dollaro**. In parte in questo periodo la ragione è analoga: Giappone, Regno Unito e Stati Uniti hanno in comune un **grave problema di conti pubblici**. In più, la **vicinanza ancora maggiore tra tassi giapponesi e tassi statunitensi, a 0,10% e 0-0,25% rispettivamente**, una quasi-identità, ha fatto recentemente del cambio USD/JPY una sorta di cambio fisso: tra maggio e giugno si è sostanzialmente mantenuto stabile tra 80 e 81 USD/JPY.

Ma in questo periodo, **nell'ultimo mese soprattutto, è possibile che ad assottigliare la fascia di oscillazione abbia contribuito anche un parziale smantellamento dei carry trades, giustificabile con la comparsa di segnali di rallentamento dell'economia mondiale**. La dinamica dei flussi speculativi, che hanno visto crescere, al netto, le posizioni lunghe di yen contro dollaro tra maggio e giugno sarebbe compatibile con questa ipotesi. Anche il tendenziale rafforzamento della divisa nipponica rispetto alle valute a più alto rendimento nell'ultimo bimestre parrebbe condurre nella stessa direzione, soprattutto se si considera che l'unico cross rispetto al quale lo yen ha invece continuato a scendere è il franco svizzero (*safe haven*).

Similmente alla sterlina comunque, anche **lo yen - in termini di cambio effettivo**, sia nominale sia reale - **si è indebolito rispetto a inizio anno**. Questo compensa il mancato – atteso –

Cambio "fisso" con il dollaro, in salita sulle *high yielders*: è solo chiusura di *carry trades*

deprezzamento contro dollaro, che però non sembra più rinviabile, e dovrebbe realizzarsi nel corso del 2° semestre. Inizialmente, almeno per una parte del 3° trimestre, potrà essere ancora un po' lento, ma quando inizieranno a formarsi attese di mercato di rialzo dei tassi USA il dollaro inizierà a riprendersi, e in particolar modo contro lo yen, dato che la BoJ sarà l'ultima Banca centrale a intraprendere un ciclo di rialzo dei tassi. Gli obiettivi dovrebbero potersi collocare tra 85 e 90 USD/JPY.

FRANCO SVIZZERO

Il franco svizzero si è apprezzato notevolmente contro euro, quando è ri-esplosa la crisi greca, passando da un minimo a 1,32 EUR/CHF fino a un massimo (storico) a 1,18 EUR/CHF, mettendo a segno circa un **+12%** nel corso del 2° trimestre. In tal caso, infatti, ha svolto il ruolo di *safe haven*, data la vicinanza, nonché il legame, con l'area euro.

Il franco brilla per la crisi dell'eurozona

All'ultimo incontro di politica monetaria di giugno, la Banca centrale (SNB) ha lasciato intendere di essere pronta a intervenire qualora il franco iniziasse ad apprezzarsi eccessivamente. **E la forza della divisa elvetica può aver fatto almeno in parte da deterrente a un rialzo dei tassi.**

Ma una volta abbassatosi il grado di allarme sulla questione greca, come già si è visto dopo l'approvazione del pacchetto di *austerità* da parte del Parlamento ellenico - che apre le porte al salvataggio - il franco dovrebbe arretrare nei confronti dell'euro. Comunque è possibile che arretri meno di quanto avrebbe potuto fare se non ci fosse stata la crisi greca: il default infatti, al momento, è stato scongiurato, ma i problemi veri di fatto non sono stati risolti. E il problema periferici rappresenterà per un po' di tempo un fattore strutturale che mina alla base le potenzialità di crescita dell'area euro, introducendo un potenziale rischio di *downside* sulla moneta unica.

Un'altra ragione per cui potrebbe arretrare di meno è che, una volta ridimensionatesi le tensioni sul fronte Grecia, la SNB dovrebbe essere nelle condizioni di poter iniziare ad alzare i tassi, a settembre o a dicembre. I tassi ufficiali sono infatti a 0-0,75%, con target a 0,25%. Tassi così bassi hanno gonfiato il mercato immobiliare e quello dei mutui, a rischio di surriscaldamento. Il cambio potrebbe così portarsi prima a 1,25 EUR/CHF o poco sopra e poi, per fine anno, verso 1,30 o poco sopra. **Ogniquale volta però si dovesse ripresentare un problema di un certo spessore sul fronte periferici il franco potrebbe rafforzarsi di nuovo, seppure temporaneamente.**

Uno degli effetti presumibilmente irreversibili della crisi economico-finanziaria globale del 2008 è quello di aver abbassato la soglia critica del cambio EUR/CHF, che precedentemente era considerata 1,50. Quando il cambio scendeva "minacciosamente" sotto tale livello, rischiando di pesare negativamente sulla crescita attraverso la riduzione dell'export (rivolto prevalentemente all'area euro), la Banca centrale interveniva direttamente sul cambio per far indebolire il franco contro euro. **Ora la nuova soglia potrebbe essere diventata ad esempio 1,40 EUR/CHF – forse a indicare che, dopo la crisi del 2008, il valore di equilibrio dell'euro (contro il franco) è sceso perché paga il prezzo del rischio periferici, un rischio emerso solo l'anno scorso, ma spia di un problema strutturale che non è in realtà recente, solo che, prima della crisi del 2008, era riuscito a rimanere latente.**

Scenario Macroeconomico

Giugno 2011

Intesa Sanpaolo Servizio Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice		
Tel. 02 879+(6) – 02 8021 + (3)		
Macroeconomic & Fixed Income Research		
Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
Macroeconomia		
Anna Maria Grimaldi	62118	anna.grimaldi@intesasnpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Marco Rocchi	055-2613674	marco.rocchi@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
Research Assistant		
Simonetta Melotto	62102	simonetta.melotto@intesasnpaolo.com
International Economics		
Economista Macro - Asia Emergenti		
Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasnpaolo.com

Appendice

Certificazione degli analisti

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

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

Comunicazioni specifiche:

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

Comunicazioni importanti

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

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

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Metodologia di valutazione

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

Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

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