

Scenario Macroeconomico

Servizio Studi e Ricerche
Marzo 2011

Indice

La ripresa rimane robusta, ma è destinata a perdere slancio

2

Stati Uniti – Un 2011 da Riccioli d’oro, ma molti rischi per il 2012

6

Consumi e investimenti non residenziali sostengono la crescita nel 2011, ma si accumulano rischi per il 2012-13

7

L’inflazione negli Stati Uniti

11

Focus – Il debito pubblico americano: problemi crescenti su tutti gli orizzonti e a tutti i livelli di Governo, ma senza interventi risolutivi in vista

15

Politica monetaria in *stand-by*: la Fed non ha perso il vizio di avere un *bias* espansivo

24

Area euro – La crisi del debito non ferma la ripresa, per ora

32

Crescita trainata da export e investimenti

32

Non escludiamo che il ciclo risulti meno vivace nel 2012

34

Scenari di rischio

36

Inflazione: puntata (per ora) temporanea sopra *target*

37

La BCE va alla guerra (solitaria) contro l’inflazione

42

Regno Unito – Restrizione fiscale in linea con le attese

48

Asia

49

Giappone

49

Cina: crescita solida ma in rallentamento nel 2011

57

India: ancora rischi al rialzo sull’inflazione

72

Mercati valutari - Le banche centrali “muovono” anche i cambi

80

Marzo 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

Alessio Tiberi
Economista

Asmara Jamaleh
Economista – Mercati Valutari

Alessandra Gaia
Research Assistant

International Economics

Silvia Guizzo
Economista Macro - Asia
Emergenti

I prezzi del presente documento sono aggiornati al 24.03.2011

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

La ripresa rimane robusta, ma è destinata a perdere slancio

Gli indici congiunturali mostrano prospettive economiche di breve termine ancora positive nei prossimi mesi, nonostante gli effetti locali del terremoto di Tohoku e il rincaro delle materie prime. Tali shock si tradurranno soprattutto in maggiore volatilità del ciclo. Tuttavia, nel corso del 2011 e soprattutto nel 2012 si manifesteranno gli effetti di freno derivanti dall'inflazione da costi, dalla restrizione fiscale e, localmente, dalla moderata restrizione monetaria.

Luca Mezzomo

La crisi in Medio Oriente e in Nord Africa e il terremoto giapponese hanno reso più complessa la valutazione delle prospettive macroeconomiche. Il quadro sul quale i due shock si sono innestati aveva per vari aspetti sorpreso in positivo, spingendo al rialzo le stime di consenso sulla crescita del PIL; ora, tuttavia, l'andamento dei dati si farà più volatile e una combinazione di fattori rafforza l'aspettativa che l'espansione economica possa rallentare dal 2° semestre 2011 e nel 2012.

Una prima valutazione degli effetti macroeconomici del terremoto di Tohoku è stata fornita dal Governo nipponico, e concorda con le nostre valutazioni. In sintesi, si attende un ampio impatto negativo nel 1° semestre 2011, accentuato dai problemi della produzione elettrica; in seguito, è probabile un rimbalzo della crescita dovuto sia a effetti di confronto statistico, sia al flusso di spesa per la ricostruzione. Quest'ultimo è stimato dal Governo nell'1,6% del PIL nell'anno fiscale 2011, e a quasi il 2% del PIL nel 2012. A breve scadenza il terremoto si rifletterà in un peggioramento degli indicatori congiunturali anche fuori dal Giappone, che per la diversa intensità dei legami commerciali ci attendiamo più marcato in Asia che in Europa o Stati Uniti, e potrebbe condurre a sorprese negative rispetto all'andamento prospettato dalle componenti più anticipatrici delle indagini congiunturali. Tuttavia, non ci aspettiamo effetti negativi persistenti e l'impatto sul 2011 probabilmente non supererà lo 0,1% del PIL mondiale. L'effetto di lungo termine più rilevante sarà costituito dall'ulteriore peggioramento della situazione fiscale del Governo giapponese, costretto a finanziare la ricostruzione e a rinviare i progetti di stabilizzazione del debito pubblico.

Proiezioni sui prezzi delle materie prime	2008	2009	2010	2011	2012
Petrolio (Brent, dollari al barile)	97.9	61.6	79.8	103.2	98.5
	+34.7	-37.1	+29.6	+29.3	-4.6
Materie prime esclusi combustibili (1990=100)	151.1	127.2	160.6	187.4	175.7
	+7.5	-15.8	+26.3	+16.6	-6.2
Metalli (1990=100)	169.0	135.8	200.9	206.2	200.4
	-7.8	-19.6	+48.0	+2.6	-2.8
Agricole (1990=100)	113.3	94.1	125.3	154.6	127.2
	-0.8	-17.0	+33.2	+23.3	-17.7

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

La crisi in Nord Africa e in Medio Oriente influenza lo scenario più attraverso i prezzi di gas naturale e petrolio che attraverso i flussi commerciali con l'area, che sono relativamente modesti anche per i paesi europei più esposti. In tale prospettiva, le crisi più pericolose sono quelle che riguardano i paesi esportatori di materie prime energetiche, come la Libia, in quanto accentuano le pressioni rialziste sui prezzi di petrolio e metano. Lo shock libico è sufficientemente contenuto da essere compensato da incrementi produttivi di altri paesi, come l'Arabia Saudita. Per le proiezioni non è cruciale come o quando la guerra civile si concluderà. Il vero spartiacque è piuttosto costituito dal rischio di collasso politico di un grande produttore (Iran, Arabia Saudita, Algeria per il gas naturale), e le attuali tensioni sui prezzi del petrolio riflettono anche la presenza di un premio per tale eventualità. Lo scenario che riteniamo più probabile, a tale riguardo, è che tali paesi riescano a sfruttare una rendita petrolifera in robusta crescita per mantenere la pace sociale. Perciò le proiezioni del prezzo del petrolio incorporano un calo dai livelli attuali, per una media 2011 di 103 dollari (+29% rispetto al 2010), a fronte di un trend sottostante che rimane di rialzo. Il rincaro delle materie prime è il primo dei fattori che dovrebbero portare a un

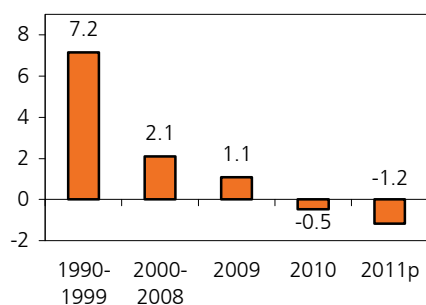
rallentamento della crescita economica mondiale nel 2012. Un aumento permanente del 20% delle quotazioni petrolifere, che sostanzialmente è lo scenario oggi incorporato nelle nostre stime, riduce la crescita del PIL mondiale dello 0,2% nel 2011 e dello 0,3% nel 2012. L'impatto sull'inflazione non sarà limitato alla sola componente energetica dei prezzi al consumo: ci attendiamo nel corso del 2011 un graduale trasferimento dei rincari anche alle componenti *core* degli indici, il cui rialzo compenserà in parte la decelerazione dei prezzi energetici. Tuttavia, gli effetti di confronto statistico tenderanno ad abbassare nel 2012 le misure aggregate di inflazione.

Impatto sulla crescita del PIL di un rincaro permanente del 20% nel prezzo del petrolio

	2011	2012	2013
Mondo	-0.2	-0.3	-0.2
USA	-0.3	-0.3	-0.3
Area euro	-0.1	-0.1	-0.2
Giappone	-0.1	-0.3	-0.2
Cina	-0.2	-0.5	-0.3

Lo shock è imposto dal 1° trimestre 2011 e interessa tutto il periodo di simulazione
Fonte: Intesa Sanpaolo

Tassi reali di interesse, media OCSE



Fonte: Intesa Sanpaolo

Il secondo fattore, più locale, è rappresentato dalla restrizione della politica fiscale, che sarà importante soprattutto in Europa. Nell'area euro, infatti, la riduzione del saldo primario corretto per il ciclo è stimata in 1,0-1,5% del PIL e nel Regno Unito potrebbe avvicinarsi al 2,0%. Gli effetti negativi sulla crescita cominceranno a essere visibili nel corso del 2011, ma saranno più evidenti sulla crescita media annua del prossimo anno. Una blanda correzione fiscale dovrebbe osservarsi anche negli Stati Uniti, dove le stime di deficit per il prossimo anno fiscale incorporano un calo "passivo" di circa 250 miliardi rispetto ai 1.400 miliardi correnti.

Il terzo fattore, che però riteniamo ancora di secondaria importanza, è la restrizione delle condizioni monetarie, già in corso in vari paesi emergenti e sul punto di partire nell'area euro. Una correzione nel livello dei tassi ufficiali dovrebbe essere avviata anche nel Regno Unito dal 3° trimestre 2011, mentre potrebbe essere rinviata al 2012 negli Stati Uniti. Nell'Eurozona ci attendiamo che il movimento riavvicini il livello dei tassi nominali a quello dell'inflazione tra fine 2011 e inizio 2012. Parallelamente, si attende un ulteriore aumento dei tassi di interesse a medio e a lungo termine. Tuttavia, la restrizione monetaria rimarrebbe di modesta entità. Per i paesi OCSE, i tassi reali a breve termine risultano addirittura in calo di 70pb nella media annua rispetto al 2010, e diventerebbero positivi soltanto nel 2012. L'impatto potrebbe essere più pesante se il movimento dei tassi di interesse in Europa si associasse a un forte apprezzamento dell'euro sui mercati valutari – fenomeno che però potrebbe richiedere un innalzamento delle aspettative sui tassi ufficiali oltre i livelli che riteniamo ragionevoli, dato che un rialzo al 2% è già incorporato nei prezzi.

La crescita economica per area geografica

	2008	2009	2010	2011	2012
Stati Uniti	0.0	-2.6	2.8	3.0	2.9
Giappone	-1.2	-6.3	4.0	0.7	2.8
Area Euro	0.3	-4.0	1.7	1.9	1.4
Europa Orientale	4.8	-5.6	3.4	4.3	4.7
America Latina	3.8	-2.4	5.1	4.3	4.8
OPEC	5.9	3.1	3.9	4.4	5.3
Asia orientale	6.0	5.4	9.1	7.7	7.5
Africa	4.8	2.9	4.2	4.8	5.8
Crescita mondiale	2.8	-0.6	5.0	4.3	4.4

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il quadro per area in sintesi

La crescita negli Stati Uniti, attesa quest'anno al 3,0%, si è consolidata e appare al momento sostenibile. Consumi e investimenti non residenziali saranno il traino della ripresa, con un mercato del lavoro ancora in ampio disequilibrio e rischi verso il basso dalle turbolenze internazionali e da potenziali modifiche della *stance* di politica monetaria. L'inflazione ha svoltato e sarà influenzata da due fenomeni, uno probabilmente transitorio e l'altro persistente. La chiusura dell'*output gap* e il rafforzamento delle prospettive della domanda permettono alle imprese di recuperare *pricing power*, e di mantenere l'inflazione sottostante su un moderato *trend* verso l'alto. L'aumento dei prezzi delle materie prime influenza l'inflazione *headline*, che dovrebbe avere una dinamica sostenuta nella parte centrale del 2011. La politica fiscale, nonostante la retorica anti-deficit adottata in Congresso, continuerà a ignorare i problemi di sostenibilità di medio termine, per concentrarsi sull'orizzonte di breve (limite legale del debito, budget 2011 e 2012): nessun intervento significativo è atteso prima delle elezioni presidenziali. La politica monetaria rimane eccessivamente accomodante, come è successo negli ultimi due cicli. La svolta inizierà ad apparire probabile verso il 4° trimestre.

Stati Uniti

L'evoluzione dello scenario congiunturale degli ultimi mesi conferma la nostra tesi secondo cui la crisi sul debito sta frenando solo in misura molto contenuta la ripresa dell'attività economica. Il 2011 potrebbe vedere anzi un'accelerazione del ciclo grazie a una prima parte dell'anno che dovrebbe risultare robusta. Peraltro, aumentano i motivi per vedere un ciclo meno vivace nel 2012. Tra questi: 1) l'impatto ritardato della correzione fiscale, resa più aggressiva dalla crisi del debito; 2) l'incipiente inversione della politica monetaria; 3) gli effetti del rischio-sistemico dato dagli eventi occorsi in Nord Africa e in Giappone. Se a tali eventi si associassero un'ulteriore fiammata dei prezzi delle *commodity* e un apprezzamento del tasso di cambio, gli effetti sul ciclo nel 2012 potrebbero essere rilevanti.

Area euro

L'inflazione rimarrà sopra il 2% fino a inizio 2012. Il rialzo dell'inflazione è ancora spiegato dalla volatilità dei prezzi del petrolio e altre materie prime. Per il momento gli effetti di seconda battuta sono trascurabili. Tuttavia, emergono segnali che le pressioni a monte potrebbero traslarsi a valle generando un più diffuso aumento della dinamica inflazionistica e delle attese di medio termine.

Crisi sul debito e rischio-inflazione sono anche i due crinali su cui si muoverà il difficile cammino di *exit strategy* della BCE, che sembra aver scelto di mantenere le misure non convenzionali in essere per limitare l'impatto della crisi sul debito e viceversa di alzare i tassi di interesse per contrastare i rischi di inflazione. L'idea è che la BCE voglia portare nel giro di un anno i tassi reali a zero, per poi verificare l'andamento del ciclo e il rientro dell'inflazione. Dal 2° semestre potrebbero essere annunciate modifiche all'attuale sistema di fornitura della liquidità, anche se sembra più probabile un'ulteriore proroga.

In Giappone, gli effetti del terremoto domineranno lo scenario del 2011-12. La valutazione dopo la catastrofe, alla luce anche dell'esperienza del terremoto di Kobe del 1995, segnala che la crescita potrebbe essere negativa nei primi due trimestri dell'anno e poi rimbalzare nel 2° semestre e nel 2012. La crescita nel 2011 dovrebbe comunque essere positiva in un *range* compreso fra 0,8 e 1%, per poi accelerare verso un 2-2,5% nel 2012. Le politiche economiche saranno ampiamente espansive e gran parte della ricostruzione sarà finanziata dal Governo attraverso emissioni di JGB; possibili ulteriori aumenti del programma di acquisto titoli della BoJ. Gli interventi delle Autorità sui mercati (intervento G7 sui mercati valutari e della BoJ in acquisto di attività finanziarie anche rischiose) hanno limitato le ripercussioni del terremoto rispetto a quanto visto nel caso del 1995. Il ciclo mondiale dovrebbe essere influenzato temporaneamente dagli effetti del terremoto sui flussi commerciali, ma complessivamente la dinamica della crescita globale dovrebbe risentire modestamente degli eventi in Giappone.

Giappone

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, con un rallentamento più sensibile degli investimenti rispetto ai consumi privati. 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. L'inflazione totale continua a salire guidata principalmente dal comparto alimentari, il cui aumento dei prezzi pesa enormemente sul bilancio familiare delle fasce più povere, ma i segnali sono di rientro nella seconda metà del 2011. Dati i segnali di decelerazione del credito e il rallentamento degli indici di attività ci aspettiamo che la People's Bank of China (PBOC) continui a preferire interventi sul tasso di riserva obbligatoria più che sui tassi ufficiali, ma ne rallenti il passo per vedere l'effetto sui dati dei prossimi mesi.

Cina

Una dinamica di crescita elevata, seppur in rallentamento, continuerà a caratterizzare l'economia indiana anche nel 2011, con un sostegno dei consumi privati e del canale estero che compenserà il rallentamento degli investimenti frenati ulteriormente in un contesto di aumento dei tassi reali. La crescita è prevista in lieve rallentamento all'8,3% nel 2011 e al 7,5% nel 2012. La Banca centrale continuerà ad agire per contenere l'aumento dell'inflazione mantenendo i tassi reali marginalmente positivi, ma con rialzi gradualmente. Ci aspettiamo che la Reserve Bank of India (RBI) porti il tasso repo tra il 7,75% e l'8% entro la fine dell'anno. L'elevato livello degli indici di attività e di fiducia pone rischi al rialzo sulla crescita nel breve termine e dunque sull'inflazione. Questo potrebbe indurre la RBI a essere più aggressiva nei rialzi dei tassi di quanto scontati il nostro scenario centrale con un rischio di rallentamento più marcato della crescita. La politica fiscale rimarrà moderatamente espansiva a sostegno delle infrastrutture e del settore agricolo.

India

Stati Uniti – Un 2011 da Riccioli d'oro, ma molti rischi per il 2012

- La **ripresa negli Stati Uniti si è consolidata** e la domanda domestica privata è avviata su un sentiero di espansione. La crescita nel 2011 dovrebbe assestarsi al 3% e non calerà significativamente nel 2012, quando il contributo della spesa pubblica sarà marginalmente negativo. L'eredità della crisi finanziaria manterrà il ritmo di crescita relativamente contenuto, con una normalizzazione del mercato del lavoro particolarmente lenta. Consumi e investimenti non residenziali saranno la colonna portante dell'espansione. I **rischi per lo scenario di crescita sono verso il basso** per via dell'incertezza a livello mondiale (Giappone, Nord Africa) e per la possibilità che la politica monetaria imbocchi la strategia di uscita prima del previsto.
- La chiusura dell'*output gap* e la sostenibilità della domanda privata hanno ridato *pricing power* alle imprese, che stanno iniziando a trasferire gli aumenti dei costi delle materie prime lungo la catena distributiva. Il **processo disinflazionistico ha chiaramente svoltato**. L'inflazione *headline* accelererà nella parte centrale dell'anno, per poi normalizzarsi nel 2° semestre. L'inflazione *core* è su un modesto **trend verso l'alto** da novembre 2010. I rischi sui prezzi sono verso l'alto.
- La **politica fiscale** dovrebbe dare un contributo circa nullo alla crescita nel 2011, con espansione modesta a livello federale controbilanciata dalla persistente restrizione a livello statale e locale. Nel 2012, la fine di una parte delle misure espansive federali votate a dicembre 2010 dovrebbe determinare un contributo negativo della spesa pubblica per la crescita. I problemi di medio termine della finanza pubblica saranno ignorati fino a dopo le elezioni presidenziali del 2012.
- I dati congiunturali americani sono sempre più solidi, ma la Fed mantiene la propria *stance* super-accomodante e non segnala intenzioni di svolta per la **politica monetaria**. Tenendo conto del livello dei fed funds e degli effetti delle misure non convenzionali, la Fed sta ancora una volta eccedendo nello stimolo monetario rispetto a quanto indicato dalle prospettive congiunturali. I primi segnali preparatori per l'uscita dall'attuale politica espansiva cominceranno ad apparire verso la fine del 3° trimestre.

Previsioni macro	2010	2011	2012	2010			2011			2012	
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (US\$ 1996,a/a)	2.8	3.0	2.9	3.2	2.7	2.6	3.0	3.1	3.2	3.0	2.9
- trim./trim. annualizzato				2.6	2.8	3.5	3.2	3.0	3.2	2.5	2.9
Consumi privati	1.8	3.0	2.9	2.4	4.1	2.7	3.0	3.1	3.2	2.8	2.8
IFL - privati non residenziali	5.6	10.3	9.5	10.0	5.3	11.7	12.1	10.3	9.6	8.8	9.0
IFL - privati residenziali	-3.0	3.8	9.8	-27.3	2.7	7.8	10.2	12.7	10.3	8.4	8.8
Consumi e inv. pubblici	1.0	-0.1	-0.5	3.9	-1.5	-0.8	-1.0	-0.8	-0.5	-0.5	-0.4
Esportazioni	11.8	9.3	8.8	6.7	9.6	9.0	11.0	10.0	8.0	8.0	9.0
Importazioni	12.7	8.2	7.6	16.8	-12.4	15.3	8.3	9.7	7.9	6.8	7.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	1.3	0.0	-0.1	0.4	-0.9	0.4	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0
Partite correnti (% PIL)	-3.2	-3.7	-3.8	-3.5	-3.1	-3.6	-3.7	-3.7	-3.7	-3.7	-3.8
Deficit Federale (% PIL)	-9.9	-9.5	-7.7								
Debito pubblico (% PIL)	93.0	98.3	101.7								
CPI (a/a)	1.6	2.7	1.6	1.2	1.3	2.1	2.8	3.1	2.9	2.1	1.5
Produzione Industriale	5.7	5.2	4.1	6.4	3.0	5.8	6.1	4.5	3.5	3.1	3.8
Disoccupazione (%)	9.6	9.0	8.2	9.6	9.6	9.0	9.2	9.1	8.9	8.6	8.3
Federal Funds (%)	0.25	0.25	1.17	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.42	1.00
Tasso a 10 anni (%)	3.21	3.84	4.70	2.79	2.86	3.49	3.66	3.97	4.23	4.48	4.66
Cambio effettivo	75.3	73.4	75.9	75.9	73.0	72.0	72.8	74.2	74.7	75.5	75.9

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

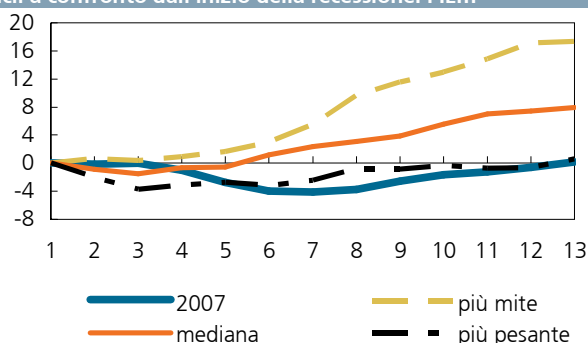
Fonte: EcoWin, Intesa Sanpaolo

Consumi e investimenti non residenziali sostengono la crescita nel 2011, ma si accumulano rischi per il 2012-13

La ripresa dell'economia americana prosegue, con una dinamica particolarmente forte nel settore manifatturiero, ma diffusa anche agli altri settori. La conseguenza è che la domanda domestica privata si sta avviando su un sentiero di crescita sostenibile, se pure ancora frenato da importanti aggiustamenti strutturali che mitigano la forza di questo ciclo rispetto a quelli del passato. Consumi e investimenti crescono, ma il ritmo è moderato da un settore edilizio nella migliore delle ipotesi stagnante, dalla necessità di ulteriori aggiustamenti dei bilanci familiari e dalla cautela delle imprese nell'aumentare la manodopera. Lo scenario per il 2011-12 è di crescita vicina al 3%, con un miglioramento diffuso a tutte le componenti della domanda privata, con l'esclusione delle costruzioni residenziali. Questo scenario rassicurante dipende in misura significativa dalle previsioni relative alle politiche economiche nel biennio: tempi e dimensioni di eventuali svolte sono il principale rischio per le prospettive congiunturali degli Stati Uniti.

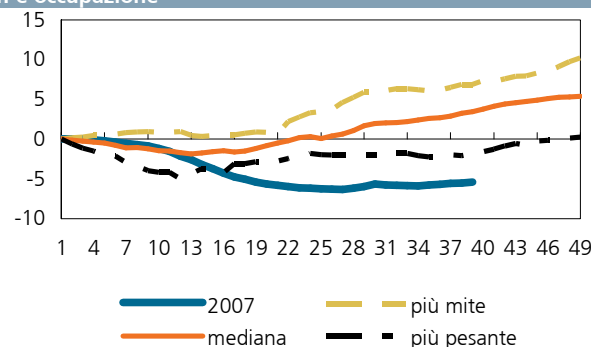
Giovanna Mossetti

Cicli a confronto dall'inizio della recessione: PIL...



Fonte: Fed Minneapolis. Sull'asse orizzontale, mesi dall'inizio della recessione; cicli dal 1948 in poi; paragone fra il ciclo attuale, la recessione più mite, la più pesante e la mediana. Sull'asse verticale, variazione % del PIL cumulata

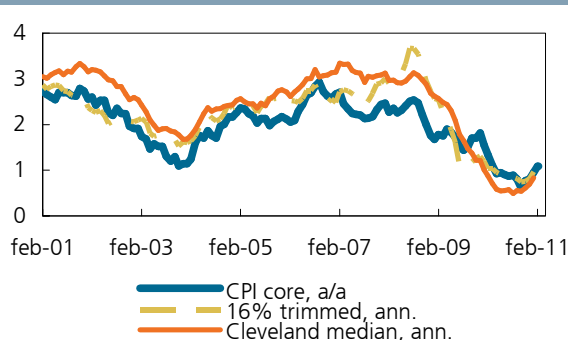
... e occupazione



Fonte: Fed Minneapolis. Sull'asse orizzontale, trimestri dall'inizio della recessione; cicli dal 1948 in poi; paragone fra il ciclo attuale, la recessione più mite, la più pesante e la mediana. Sull'asse verticale, variazione cumulata degli occupati non agricoli

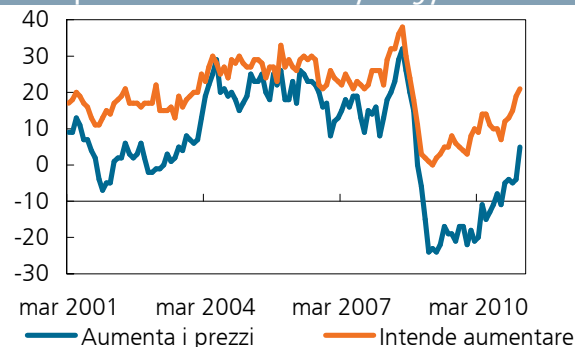
L'inflazione è su un trend di rialzo determinato da due elementi distinti. Un fattore duraturo è rappresentato dalla chiusura dell'*output gap*; l'altro, probabilmente transitorio, deriva dal rialzo dei prezzi delle materie prime. La graduale ma costante riduzione delle risorse inutilizzate e la stabilizzazione del mercato immobiliare hanno determinato un aumento di *pricing power* delle imprese e una svolta nel trend verso il basso dell'inflazione *core*, mentre i rialzi dei prezzi delle materie prime stanno esercitando ampie pressioni verso l'alto sugli indici dei prezzi *headline*. Lo scenario di inflazione vede un netto rialzo per gli indici *headline* nella parte centrale dell'anno (al di sopra del 3%, temporaneamente), seguito da una correzione nel 2° semestre e nel 2012, mentre il *core* dovrebbe proseguire sul graduale trend verso l'alto, imboccato dopo i minimi dell'autunno 2010, restando però al di sotto della definizione di stabilità dei prezzi della Fed per gran parte del 2012.

Anche il *core* ha svoltato...



Fonte: Federal Reserve Bank of Cleveland

... e le imprese intendono sfruttare il *pricing power* ritrovato



Fonte: NFIB. Percentuale netta di imprese che intendono aumentare i prezzi e che li hanno aumentati

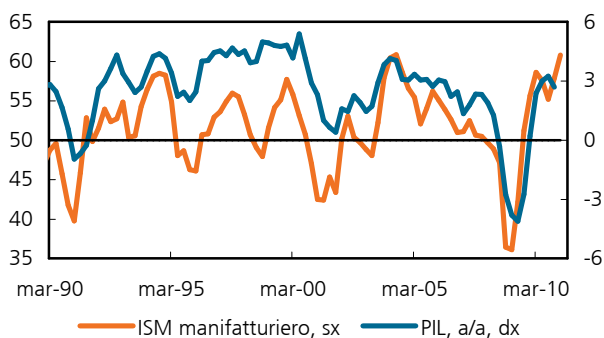
Dal lato delle politiche economiche, la **politica fiscale** complessivamente darà un contributo nullo nel 2011 e marginalmente negativo nel 2012: gli interventi espansivi del Governo federale annunciati a fine 2010 saranno controbilanciati dalle misure restrittive a livello statale e locale e dagli effetti di congelamento della spesa derivanti dal perdurare di un regime di esercizio provvisorio in atto da dicembre 2010. Nel 2012, la politica fiscale sarà modestamente restrittiva, con l'esaurirsi di una serie di misure in vigore quest'anno (estensione sussidi e riduzione *payroll tax*) e l'intensificarsi dei tagli a livello statale e locale. Le elezioni presidenziali nell'autunno 2012 impediranno interventi drastici sui conti federali necessari per riportare la finanza pubblica su un sentiero sostenibile. Dal 2013 in poi, il tema principale dello scenario americano riguarderà la finanza pubblica: fino ad allora i problemi fiscali di medio termine continueranno ad essere ignorati nella sostanza, nonostante la retorica che caratterizza il dibattito politico attuale sia a livello federale, sia a livello statale.

La **politica monetaria** rimarrà invece un ampio sostegno ciclico nel futuro prevedibile, e un ritorno alla neutralità non è prevedibile almeno fino al 2013, anche se la Fed inizierà a svoltare probabilmente entro inizio 2012. L'entità dell'espansione monetaria va valutata tenendo conto sia delle misure convenzionali (livello dei tassi) sia di quelle non convenzionali (dimensione del bilancio della Banca centrale). La Fed per ora non dà segnali di svolta, nonostante il miglioramento congiunturale e la svolta sull'inflazione: l'uscita sarà ritardata il più possibile, compatibilmente con la pazienza dei mercati.

1. Prospettive congiunturali positive dal lato delle imprese...

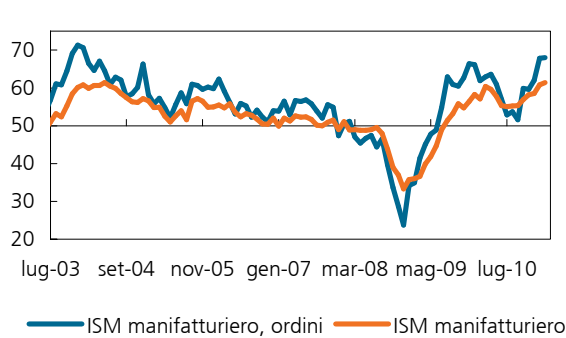
La ripresa si sta consolidando, con segnali positivi da indagini e indicatori anticipatori. Le imprese segnalano condizioni molto positive, con indici di attività e ordini su livelli pre-recessivi. Il settore manifatturiero è sostenuto dalla domanda estera, dalla ripresa del ciclo degli investimenti e dal trend positivo delle vendite di auto. Gli **investimenti fissi** complessivi sono previsti in aumento del 10,8% nel 2011 e del 9,4% nel 2012. La componente macchinari e software sono previsti in crescita media del 12,5% nel biennio. Il trend delle consegne di beni capitali ex-difesa rimane sostenuto e anche per quanto riguarda le strutture, la fine del 2010 dovrebbe avere segnato la fine della contrazione che ha caratterizzato il periodo 2009-10. Nel 1° trimestre anche le scorte contribuiranno ampiamente alla crescita (con un contributo previsto di 1,5pp), per poi ridurre gradualmente l'impatto espansivo sulla crescita. Le scorte totali sono in aumento, ma il rapporto scorte/fatturato è al di sotto dei livelli medi pre-crisi e segnala che le imprese stanno ancora aggiustando il livello delle scorte ai nuovi livelli di domanda per i loro prodotti. Le indicazioni sono analoghe per tutti gli stadi del processo distributivo.

La crescita si è consolidata...



Fonte: EcoWin

... e ha supporto per i prossimi trimestri



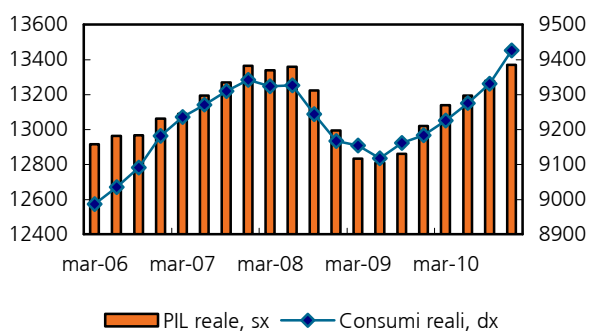
Fonte: EcoWin

I prestiti industriali e commerciali sono aumentati su base mensile per 4 mesi consecutivi da novembre 2010, con segnali di incremento anche dai dati settimanali di marzo. A febbraio, i prestiti industriali e commerciali hanno registrato una variazione di -0,8% a/a, in linea con quanto segnalato già da diversi trimestri dall'indagine dei Senior Loan Officers: crescita positiva entro il 2° trimestre del 2011 (vedi grafici nella sezione sulla politica monetaria).

2.... non stellari per consumi e occupazione

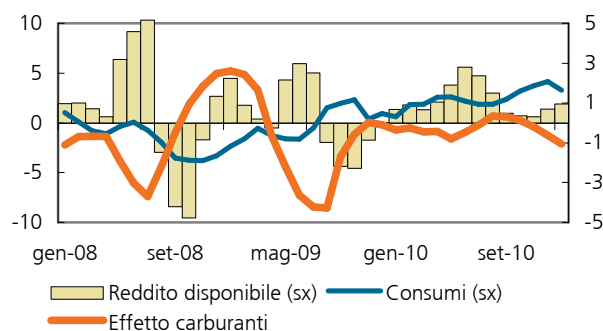
Nonostante la ripresa del settore manifatturiero, il ciclo attuale rimane uno dei più pesanti nella storia del secondo dopoguerra e gli aggiustamenti economici restano condizionati dall'eredità della crisi finanziaria e dall'eccessivo indebitamento delle famiglie nei primi anni Duemila. I **consumi** sono in ripresa, ma dopo il +4,1% t/t ann. del 4° trimestre 2010, il sentiero per il 2011 dovrebbe essere più contenuto, con una previsione di **crescita vicina al 3% annuo**. Nel 1° trimestre i consumi dovrebbero aumentare del 2,7% t/t ann., in rallentamento anche per gli effetti del rialzo del prezzo della benzina. Il recente miglioramento del mercato del lavoro rende sostenibile la dinamica attesa dei consumi, anche se il livello ancora elevato della percentuale e del numero di disoccupati a lungo termine, il rialzo del prezzo della benzina, la necessità di ridurre ancora il debito immobiliare e la restrizione di politica fiscale locale e statale freneranno ancora la spesa in diverse categorie di beni e servizi. Gli indici di fiducia hanno segnato l'inizio di un trend verso l'alto, interrotto però a marzo in concomitanza con i rialzi dei prezzi dell'energia. A meno di una netta svolta nel trend, per ora improbabile, le aspettative a sei mesi delle famiglie sono coerenti con una crescita dei consumi compresa fra il 3 e il 3,5% a/a, in linea con le nostre previsioni. Nel 2011 i consumi sono previsti in aumento di 3%, nel 2012 la crescita dovrebbe essere al 2,9%, con rischi verso il basso causati da possibili effetti della svolta della politica monetaria e da un aumento di restrizione della politica fiscale a livello statale e locale.

Consumi e PIL hanno recuperato i livelli pre-crisi



Fonte: EcoWin

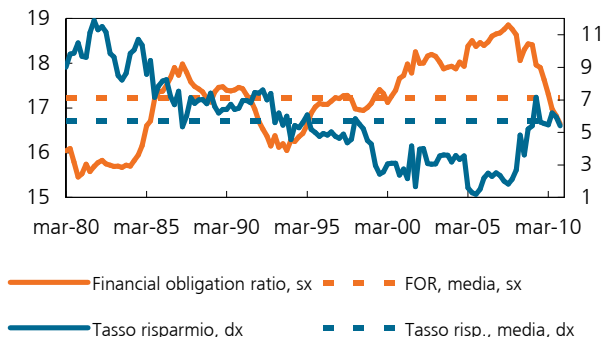
Il rialzo del prezzo della benzina peserà sulla dinamica dei consumi



Fonte: EcoWin, elaborazioni Intesa Sanpaolo

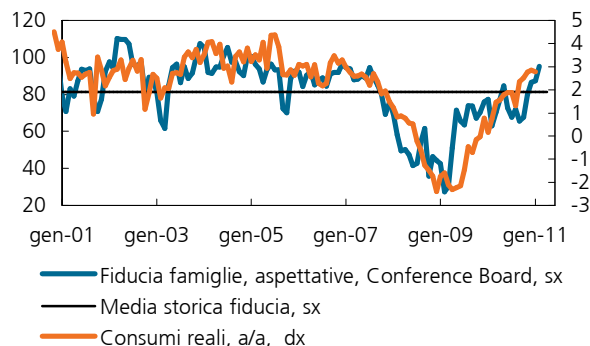
Il **reddito disponibile** quest'anno dovrebbe essere sostenuto dalle misure espansive a livello federale e dalla liberazione di risorse derivante dal calo del debito e dalla riduzione degli oneri finanziari. Inoltre, il reddito da lavoro cresce, anche se a ritmi contenuti, con incrementi medi dei salari orari di 0,2% m/m e aumenti delle ore lavorate. In assenza di svolte nelle politiche economiche (che avrebbero effetti negativi sul reddito disponibile e sul costo degli interessi) il sentiero di redditi e consumi dovrebbe contribuire alla sostenibilità della crescita della domanda finale domestica privata. Nel 2012, la politica fiscale eserciterà un freno sui consumi, ma nel frattempo il miglioramento del mercato del lavoro dovrebbe generare un'accelerazione del monte salari tale da sostenere la crescita dei consumi su ritmi analoghi a quelli del 2011.

Il calo degli oneri finanziari libera risorse per i consumi



Fonte: EcoWin

Consumi e fiducia tornano su livelli "normali"

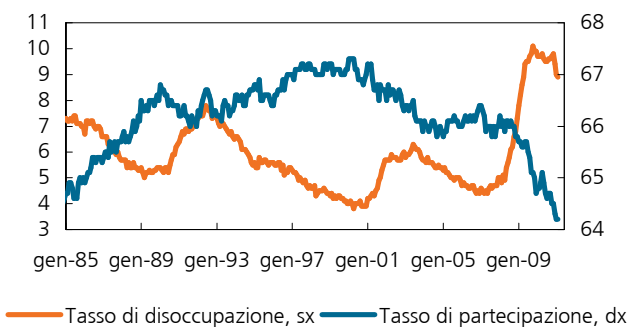


Fonte: EcoWin

Il **mercato del lavoro** ha dato segnali di miglioramento, ma la dinamica occupazionale dovrebbe rimanere insufficiente a fare scendere rapidamente il tasso di disoccupazione, anche alla luce di un tasso di partecipazione che rimane inchiodato sui minimi dal 1984. La durata della disoccupazione rimane elevatissima: a febbraio, il 43,9% dei disoccupati è ancora senza lavoro da più di 27 settimane, la durata mediana della disoccupazione è di 21,2 settimane, quella media è di 37,1 settimane (record storico per la serie che esiste dal 1949). L'aspettativa di una crescita occupazionale di circa 200-250 mila posti al mese, con una previsione di svolta se pure modesta del tasso di partecipazione, non lascia prevedere un significativo calo del tasso di disoccupazione nell'anno in corso (previsione a fine 2011 a 8,8% da 8,9% di febbraio, con una modesta risalita nella parte centrale dell'anno). Il CBO stima che il tasso di partecipazione nel 2011 sia pari al 64,7% (in rialzo dal 64,2% attuale) e al 64,6% nel 2012, prima di intraprendere un trend in calo che dovrebbero portare il tasso di partecipazione verso il 63% alla fine del decennio, per via dell'aumento della quota di ultra-65enni sul totale della forza lavoro.

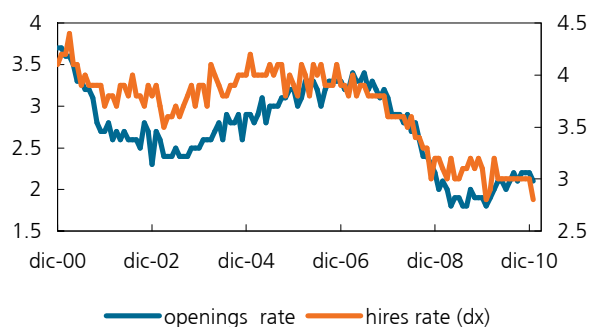
Le indicazioni delle indagini sono positive, ma la relazione fra crescita e **occupazione**, in questo ciclo, è anomala rispetto al passato e anche gli indici occupazione dell'ISM manifatturiero e non manifatturiero segnalerebbero una dinamica molto più sostenuta dei nuovi occupati rispetto a quanto visto nella ripresa attuale. I dati dei flussi sul mercato del lavoro sono anche meno positivi rispetto a quelli dell'*employment report*. Il ritmo di apertura di nuove posizioni ha ancora rallentato a gennaio e i flussi in uscita dallo stato di disoccupati continuano ad aumentare verso lo stato "non in forza lavoro" e a calare verso lo stato di "occupati".

Tasso di partecipazione sui minimi, tasso di disoccupazione sui massimi degli ultimi 30 anni



Fonte: EcoWin

I flussi di posti e assunzioni stentano a ripartire

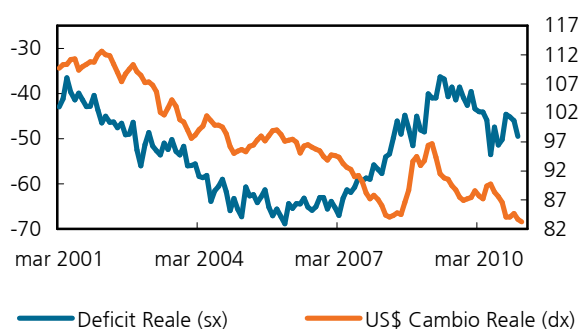


Fonte: Bureau of Labor Statistics

I **flussi commerciali** sono stati influenzati dalla dinamica dei prezzi delle materie prime, ma la riapertura del deficit a gennaio non è stata dovuta al prezzo del petrolio: in termini reali, il deficit si è allargato del 7,6% m/m (e del 9,4% rispetto alla media del 4° trimestre) e indica un probabile ampio contributo negativo del canale estero nel 1° trimestre (più che compensato però dal contributo positivo delle scorte). Nel corso del 2011, a parte gli effetti attualmente difficili da quantificare derivanti dal terremoto in Giappone, il canale estero dovrebbe fornire un contributo non rilevante alla crescita del PIL.

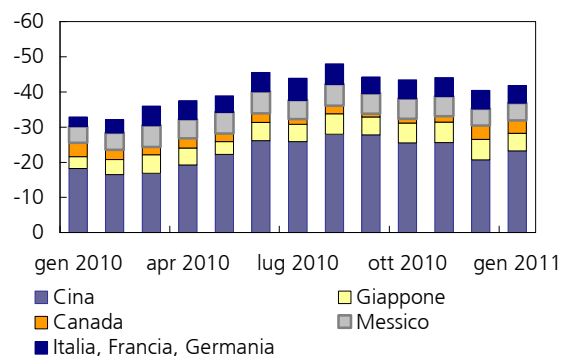
Il **terremoto in Giappone** potrebbe avere un'influenza significativa ma transitoria su importazioni ed esportazioni americane. Il peso degli Stati Uniti sull'import giapponese è pari al 9,7% del totale. Guardando dal lato degli Stati Uniti, le importazioni americane dal Giappone sono il 5% del totale, le esportazioni verso il Giappone sono pari al 3% del totale. Gli Stati Uniti esportano in Giappone prevalentemente prodotti chimici, aerei, forniture sanitarie e prodotti agricoli. Secondo l'USDA (United States Department of Agriculture), il Giappone nel 2010 era il quarto maggiore importatore di prodotti agricoli dagli Stati Uniti, con un flusso di circa 13 miliardi di dollari. La distruzione di una parte significativa delle colture nella zona del terremoto potrebbe determinare un aumento di domanda di prodotti agricoli, mentre per gli altri comparti si prevede una contrazione dei flussi in entrata e in uscita dal Giappone per alcuni mesi.

Deficit reale e cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Deficit per paese: il peso del Giappone è modesto



Fonte: Thomson Reuters -Datastream

In conclusione, lo scenario americano è positivo, pur senza essere straordinario. Il ciclo è sostenuto ora da una congiunzione di fattori positivi: domanda domestica privata in ripresa, domanda estera forte, politica monetaria super- espansiva, politica fiscale solo moderatamente restrittiva, inflazione ancor bassa, cambio debole. Questo elenco di fattori positivi è già un'indicazione della direzione dei **rischi per il 2012: verso il basso**. Nel prossimo biennio si assisterà a una **svolta della politica monetaria prima, della politica fiscale poi**. Il feedback sul ciclo internazionale non tarderà a ripercuotersi poi anche su esportazioni e cambio. Dal 2012 in avanti si riapre un periodo di probabile indebolimento della crescita americana.

L'inflazione negli Stati Uniti

Nell'ultimo mese, il prezzo del petrolio WTI è aumentato di circa 15 dollari al barile, costituendo la maggiore fonte di incertezza relativamente sia all'entità di probabili ulteriori rincari nei prossimi mesi, sia al possibile effetto di trasmissione sui livelli dei prezzi al consumo.

Alla luce dei recenti avvenimenti in Nord Africa e nel Medio Oriente, sono aumentati i rischi verso l'alto sul prezzo del petrolio per i prossimi due anni. La situazione attuale in Libia aumenta l'incertezza sui mercati; gran parte della produzione complessiva di greggio è stata interrotta e non è chiaro per quanto tempo sarà mantenuto il blocco sulle esportazioni. Preoccupazioni ancora maggiori sono alimentate dall'eventualità che i disordini possano diffondersi ad altri

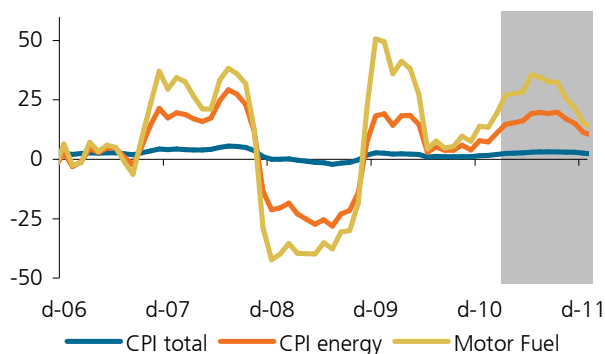
Alessio Tiberi

grandi produttori di petrolio e dall'incertezza relativa agli sviluppi legati all'intervento militare nell'area. Per ora, l'impennata del prezzo del greggio ha già avuto i primi effetti sul prezzo della benzina, ma nel corso dei prossimi mesi potremo assistere a un ulteriore rincaro dato che l'effetto di trasmissione non si è ancora esaurito.

Il Department of Energy statunitense ha recentemente rivisto al rialzo le previsioni sul prezzo del petrolio (WTI) a 105 dollari al barile sino a fine 2011, circa 14 dollari in più rispetto alla stima precedente. Nel corso dell'anno l'inflazione stimata sul prezzo della benzina e del combustibile da riscaldamento potrebbe toccare picchi vicini al 35% a/a, con effetti particolarmente significativi sull'indice generale. La voce carburante nella componente trasporti pesa il 5,1% sull'indice generale. Una crescita del prezzo della benzina intorno al 35% contribuirebbe da sola ad accrescere l'indice generale dell'1,7% a/a.

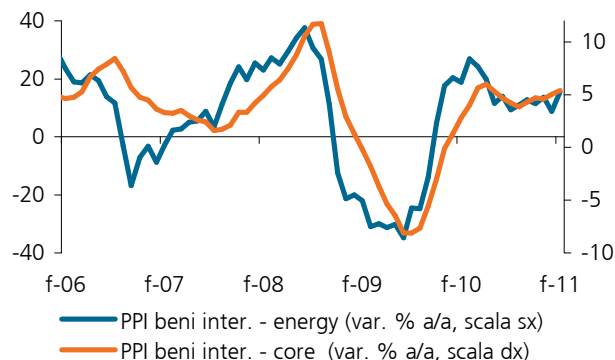
In generale, nel corso del 2011, la componente energetica potrebbe intraprendere un trend al rialzo che toccherebbe il massimo dopo l'estate, con variazioni su base annua vicine al 20% a/a; considerato il peso del 9,1% sull'inflazione complessiva, il contributo della sola componente energetica sarebbe di circa l'1,8%. Di conseguenza, la nostra stima di inflazione vede un sentiero a parabola, in decisa accelerazione sino al picco del 3,2% a/a per settembre e una rapida discesa verso circa l'1,3% a/a a fine 2012.

La componente *energy* può fare la differenza sull'inflazione



Fonte: BLS ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Effetto di trasmissione lungo la catena produttiva



Fonte: BLS, Fed ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

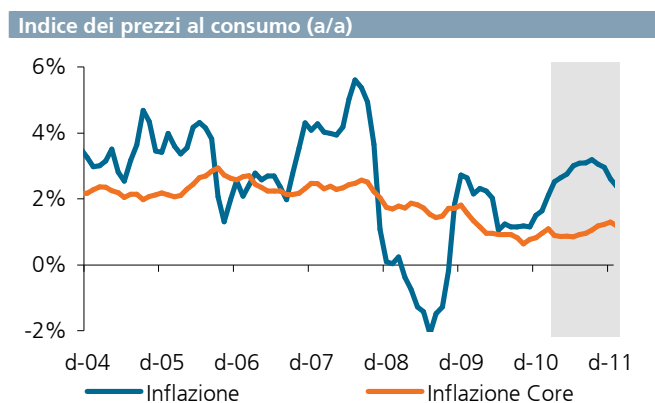
Riguardo alla componente *core* dell'indice CPI, l'incertezza è legata in particolare ai possibili effetti di trasmissione del rincaro nel settore energetico lungo la catena distributiva, fino a valle, sui beni di consumo. Osservando i dati recenti sull'indice dei prezzi alla produzione notiamo che l'effetto di trasmissione tra l'indice PPI *energy* e PPI *core* per i beni intermedi è piuttosto evidente negli ultimi anni. Relativamente all'indice dei prezzi al consumo, questo effetto di trasmissione non appare evidente principalmente per tre ragioni: in primo luogo l'indice dei prezzi al consumo risente della componente degli affitti figurativi che, pesando per quasi un terzo dell'indice *core*, ha dominato la dinamica sottostante l'inflazione; la componente *shelter* ha registrato un lungo trend in calo da inizio 2007, ha svoltato alla fine dello scorso anno ed è risultata determinante nella ripresa dell'inflazione *core* vista da novembre in poi. Nel corso del 2011 la componente degli affitti figurativi potrebbe salire moderatamente fino a circa 1,1% a/a a fine 2011, dallo 0,6% a/a di febbraio. Questo sentiero in crescita moderata potrebbe rendere, di conseguenza, meno evidenti i possibili effetti di trasmissione dell'aumento dei costi lungo la catena produttiva legati ai prezzi energetici.

Un altro fattore influenza la trasmissione del rialzo dei prezzi energetici tra le due famiglie di indici PPI e CPI: il *pricing power* delle imprese, determinato dal livello contingente di domanda dei consumatori. In particolare per il PPI beni intermedi, l'impennata che mostra la componente

energia tra metà 2009 e metà 2010, non è stata completamente trasmessa fino a valle lungo la catena produttiva, perché il forte rallentamento della domanda dei consumatori ha diminuito notevolmente il *pricing power* delle imprese che hanno ridotto i margini di profitto nel tentativo di smaltire le scorte di magazzino e mantenere quote di mercato. Sotto questo profilo, nel corso del 2011, le condizioni di domanda in recupero, decisamente più favorevoli, costituiscono un fattore di rafforzamento del *pricing power* delle imprese, come segnalano anche i recenti dati delle indagini di settore. Le imprese potrebbero iniziare a riallargare i loro margini con politiche di prezzo in aumento. In tal senso ci sono rischi al rialzo per la dinamica sottostante l'inflazione dei beni al consumo.

Un terzo fattore è il carattere di transitorietà del rincaro dei prezzi nel settore energetico, che, oltre a essere storicamente confermato dalla forte volatilità del comparto, dipende anche dalle cause che originano lo specifico shock. Il crollo dei prezzi energetici della fine del 2008 si collocava in un contesto di forte contrazione della produzione e di conseguente scarsità di richiesta di fattori energetici. Attualmente stiamo assistendo a uno *shock* con cause di natura politica. Se i disordini che stanno affliggendo la Libia non si diffonderanno ad altre aree, la mancata produzione libica di greggio potrà essere ben compensata dal ricorso alle scorte petrolifere e da un incremento della produzione dei paesi OPEC. L'impennata dei prezzi nel settore energetico potrebbe essere solo transitoria e non dovrebbe generare effetti di trasmissione sui prezzi dei beni al consumo nell'ambito della componente *core*. Sotto questo profilo non rileviamo rischi al rialzo sulla stima di un moderato sentiero di crescita per la dinamica sottostante l'inflazione: anche le imprese tipicamente muovono i prezzi finali solo di fronte a shock considerati permanenti.

In conclusione non rivediamo la stima per l'indice *core*, che dovrebbe proseguire nel percorso di modesta ripresa dal livello di minimo di ottobre 2010, fino a toccare l'1,3% a/a a fine 2011 e quindi salire marginalmente anche nel corso del 2012.



Fonte: BLS ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Spaccato per settori

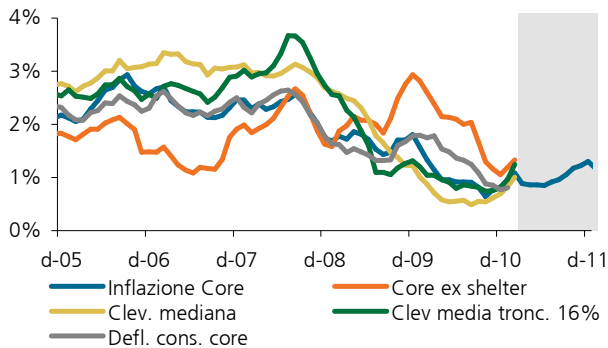
	Peso %	Variazione % m/m		
		Feb.	Gen.	Dic.
Totale	100.0	0.5	0.4	0.4
Ex alimentari ed energia	77.2	0.2	0.2	0.1
Energia	9.1	3.4	2.1	4.0
Servizi	60.0	0.3	0.1	0.2
Servizi ex-energia	56.3	0.2	0.1	0.1
Abitazione	41.5	0.2	0.2	-0.1
Affitti figurativi	24.9	0.1	0.1	0.1
Trasporti	17.3	1.9	1.3	2.0
Autoveicoli	6.3	0.5	-0.2	-0.1
Benzina	4.9	4.7	3.5	6.7
Alimentari e bevande	14.8	0.5	0.5	0.1
Sanità	6.6	0.4	0.1	0.2
Istruzione e comun.	6.4	0.2	0.2	-0.1
Tempo libero	6.3	0.3	0.2	-0.2
Abbigliamento	3.6	-0.9	1.0	0.1
Altri beni e servizi	3.5	0.1	0.1	0.2
Tabacco	0.9	0.2	0.0	0.8

Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Scenario Macroeconomico

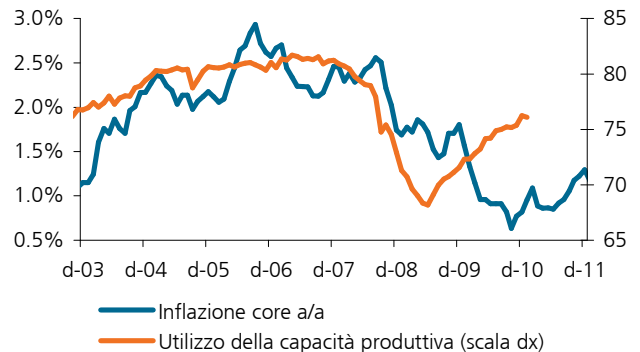
Marzo 2011

Indice dei prezzi al consumo (a/a)



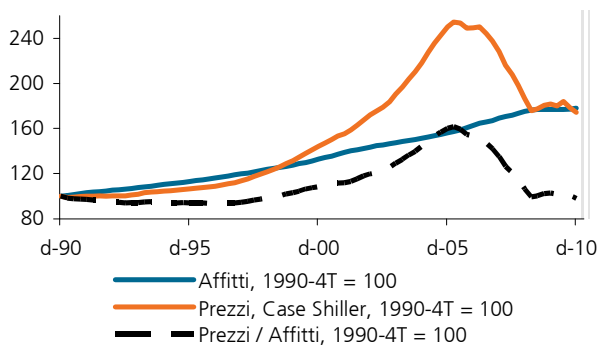
Fonte: BLS ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tasso di utilizzo della capacità produttiva e inflazione core



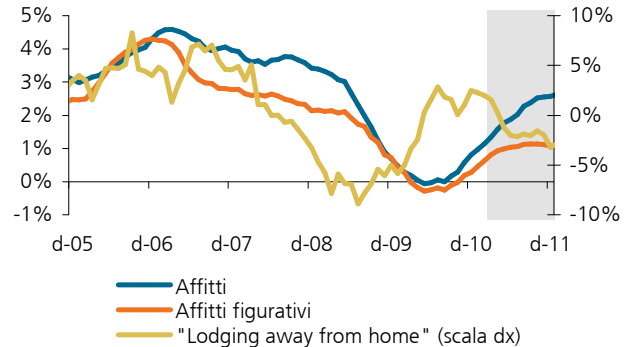
Fonte: BLS, Fed ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Mercato immobiliare (valori a/a)



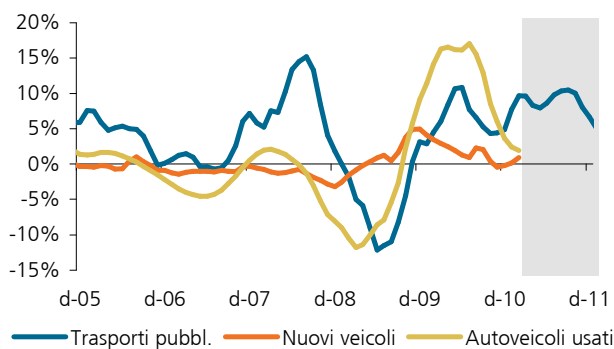
Fonte: BLS, S&P ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Componenti abitazioni (a/a)



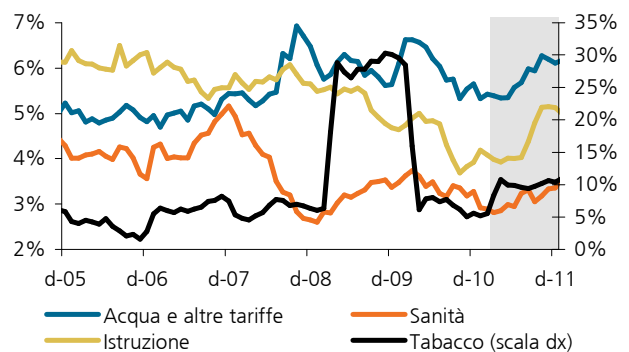
Fonte: BLS ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Componenti trasporti (a/a)



Fonte: BLS ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Altre componenti (a/a)



Fonte: BLS ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

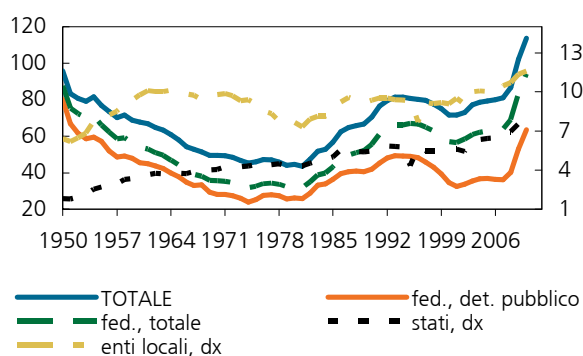
Focus – Il debito pubblico americano: problemi crescenti su tutti gli orizzonti e a tutti i livelli di Governo, ma senza interventi risolutivi in vista

Giovanna Mossetti

Il problema della finanza pubblica americana continua ad aggravarsi, benché gli Stati Uniti abbiano uno scenario di crescita nominale discretamente favorevole. Una stabilizzazione del debito richiederebbe una manovra strutturale vicina a 1 trilione di dollari. Il 2011 vedrà molto conflitto sull'evoluzione del debito, ma poca sostanza in termini di correzione duratura. Nel frattempo, Moody's ha ribadito che in assenza di interventi sul sentiero di spesa sanitaria e previdenziale, "la probabilità di un *outlook* negativo nei prossimi due anni aumenterà". Anche S&P ha detto di "non poter escludere un cambiamento dell'*outlook*". L'insostenibilità dei conti pubblici non è limitato al Governo federale, ma si estende a Stati ed Enti locali, che pur avendo livelli di debito relativamente contenuti hanno dei deficit primari ampi che aggravano significativamente i futuri costi di stabilizzazione delle finanze pubbliche complessive.

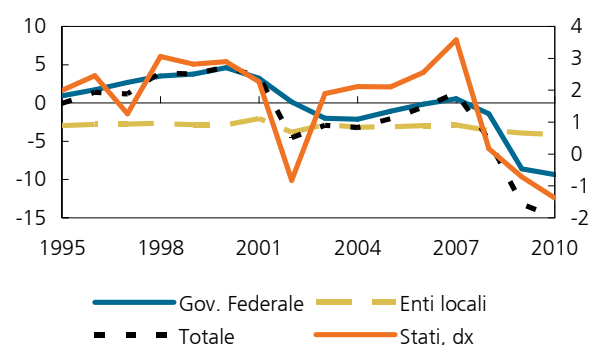
Il Governo federale, infatti, non è l'unico Ente sovrano o pubblico americano a essere gravemente malato. Sotto certi aspetti, la finanza locale e statale è in uno stato più preoccupante rispetto a quello già piuttosto drammatico del Governo centrale, soprattutto se i trasferimenti saranno ampiamente ridotti, come appare probabile, dal prossimo anno fiscale. In particolare, Stati ed Enti locali non hanno sovranità monetaria e in caso di "sciopero" del mercato di fronte a emissioni di obbligazioni, in assenza di interventi di salvataggio o sostegno da parte del Governo federale, hanno ridotte potenzialità di ridurre in tempi brevi gli squilibri di bilancio.

Tutto il debito, dollaro per dollaro (in % del PIL)



Fonte: Census Bureau, US Treasury

Saldo primario in % del PIL



Fonte: Census Bureau, usgovernmentspending.com. Per il Governo federale, il saldo è calcolato utilizzando gli interessi netti; per Enti locali e statali i dati 2009-10 sono derivati dall'estrapolazione delle variazioni del 2008

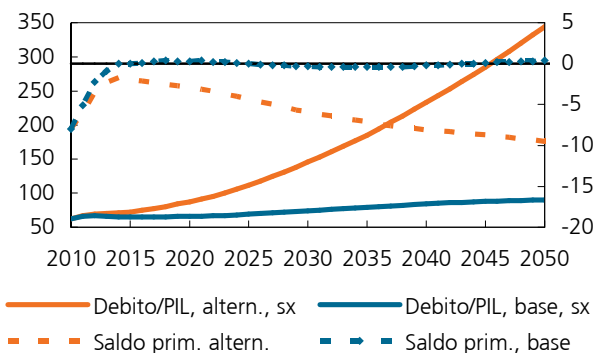
L'entità del saldo primario e l'elevato livello del debito complessivo riassumono efficacemente l'entità della sfida fiscale per gli Stati Uniti. Rispetto ai paesi europei sotto attacco da parte dei mercati, gli Stati Uniti hanno un elemento a favore: una dinamica attesa della crescita nominale sostenuta, anche se decisamente inferiore rispetto a quanto realizzato storicamente (stima del CBO per la crescita potenziale: 3,4% medio negli ultimi 60 anni). La stima della crescita potenziale contenuta nell'ultimo aggiornamento sul budget federale del CBO vede una crescita potenziale media nel periodo 2010-20 a 2,3%, e una crescita del CPI del 2,3% annuo e del deflatore dei consumi del 2%.

Quanto costa stabilizzare il debito sui livelli attuali?

	Costo del Debito/ debito	PIL	Saldo primario stabilizz. (% PIL)	Correzione da saldo primario attuale (% PIL)
Federale, totale	3%	94.2	-1.22	6.18
Federale, detenuto dal pubblico	1.4%	62.2	-1.80	7.55
Stati	4.7%	7.8	0.03	1.41
Enti locali	3.7%	11.6	-0.07	4.07

Fonte: CBO, US Treasury, Census Bureau, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Scenari inquietanti per la finanza pubblica federale



Fonte: CBO

Una dinamica attesa del PIL nominale del 4,6%, con un costo medio del debito complessivamente contenuto (vedi tabella qui sopra), implica che la stabilizzazione del debito sui livelli attuali non richieda avanzi primari. Tuttavia, partendo da un livello di deficit primario complessivo vicino al 15% del PIL, la correzione richiesta è comunque gigantesca e politicamente molto difficile da attuare. Inoltre, il costo medio del debito attuale per il Governo federale è molto basso, ma la vita media del debito è relativamente breve, se pure in aumento nell'ultimo anno (5 anni a fine 2010). In media, dal 1970 al 2010, gli interessi netti sul debito federale hanno fluttuato fra l'1,3 e il 3,3% del PIL (1,4% nel 2010). Il CBO stima che nel 2020, a legislazione invariata, il peso degli interessi netti sul PIL toccherà il 3,4%. A fine 2010, il 52,8% del debito detenuto dal pubblico era in mano a investitori domestici, il 47,2% a investitori esteri, pertanto circa la metà del flusso di interessi pagati sul debito rappresenta "perdita" di reddito. Il CBO stima che nel 2020 gli interessi netti pagati dal Governo federale sul proprio debito ammonteranno a 778 miliardi di dollari (da 197 miliardi nel 2010).

1. Il debito federale

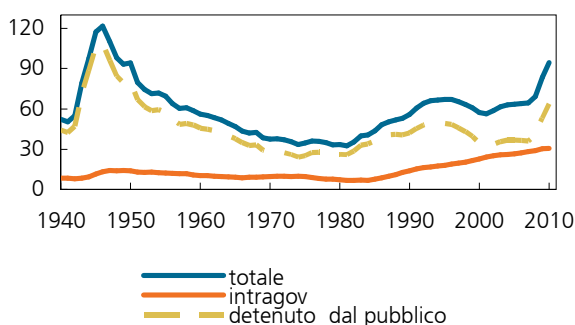
1.1 Breve termine - Il debito federale sta per raggiungere il limite legale: "crisi del debito" come nel 1995?

Entro il 2° trimestre del 2011, il debito federale tornerà a sfondare il limite legale. I Repubblicani in Congresso si apprestano a condurre una battaglia per non estenderlo senza una riduzione della spesa corrente. Per ora non sembra probabile che lo scontro sul livello del debito porti ad affrontare i problemi di sostenibilità fiscale degli Stati Uniti, che richiederebbero manovre di entità vicina al 7-8% del PIL, attuabili solo con uno sforzo *bi-partisan*.

Il debito pubblico americano veleggia veloce verso nuovi record, e si appresta a sfondare nuovamente il **limite legale determinato dal Congresso a 14,294 trilioni di dollari** nel febbraio 2010. Secondo i dati aggiornati dell'U.S. Treasury Department, il 16 marzo 2011 **il debito soggetto a limite era pari a 14,180 trilioni di dollari**. Il Tesoro non può emettere debito al di sopra di tale livello. Il limite legale si applica al debito federale definito come la somma di: 1) debito detenuto dal pubblico (incluso debito non negoziato sul mercato, come i *saving bonds* e le obbligazioni statali e locali emesse in congiunzione con rifinanziamenti di titoli municipali); 2) debito detenuto da altre entità governative (*Social Security Trust Funds, Medicare Hospital Insurance Trust Fund, Civil Service Retirement and Disability Fund*).

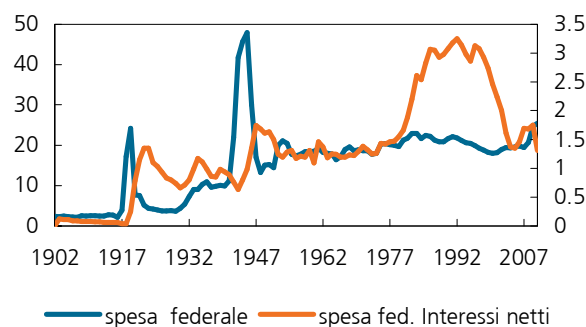
Il Congresso definisce un limite per il debito federale dal 1917¹; dal 1939, sono stati eliminati limiti separati per diversi tipi di debito e si è istituito un limite complessivo. Il limite è stato innalzato ogni anno fra il 1941 e il 1945, per finanziare la seconda guerra mondiale e poi abbassato con il rientro del debito nel decennio successivo. Nel corso degli anni, il Congresso ha agito molte volte per modificare il limite: dal 2002, il limite è stato alzato 7 volte, fino all'attuale livello di 14,294 trilioni di dollari (12 febbraio 2010). In diverse occasioni l'aumento del limite sul debito ha determinato "crisi" temporanee, durante le quali il Tesoro ha aggirato per periodi di diversi mesi il limite (per esempio nel 1985 e nel 1995). Nel 1995-96 la situazione politica era analoga a quella attuale: un Presidente Democratico (all'epoca Clinton) e un Congresso fortemente modificato dalle elezioni *midterm*, con uno spostamento di equilibri a favore dei Repubblicani e forte tensione sulla direzione della politica fiscale. Il Tesoro, per far fronte al blocco del Congresso, non ha emesso titoli per reinvestimento in alcuni *Trust Funds*, ha rimborsato anticipatamente titoli detenuti dal *Civil Service Fund*, ha emesso titoli non inclusi nel limite legale su autorizzazione del Congresso. La crisi durò da novembre 1995 a marzo 1996.

Debito federale soggetto al limite legale in % del PIL



Fonte: Office of Management and Budget. Debito federale in percentuale del PIL

Spesa federale in % del PIL



Fonte: US Treasury

Nei primi anni Duemila ci furono altre crisi (2002, 2003, 2004); nel 2002, il Tesoro tornò a sospendere il reinvestimento in alcuni *Trust Funds* fra aprile e giugno. Il rialzo del limite approvato nell'estate fu di nuovo insufficiente già da fine 2002, portando nuovamente il Tesoro a ridurre i reinvestimenti in alcuni *Trust Funds*. Il Congresso alzò nuovamente il limite a maggio 2003, quando il debito era di solo 25 milioni di dollari al di sotto del limite e il Tesoro indicava che senza un'azione del Congresso si era in una situazione di "bancarotta imminente" e di incapacità di onorare i propri impegni sul fronte della previdenza sociale. A febbraio 2004, la situazione si ripropose e il limite venne alzato dopo le elezioni a metà novembre. Successivamente, dal 2005 in poi, il limite è stato alzato ogni anno senza crisi politiche.

Nel 2011, tuttavia, si potrebbe riproporre una situazione analoga a quella vista nelle "crisi" del 1985 e del 1995, con espliciti scontri Tesoro/Congresso e qualche possibile disturbo all'andamento di aste e spese nell'estate. Attualmente il Congresso non è ancora riuscito a trovare un accordo sul budget dell'anno fiscale in corso (iniziato a ottobre 2010) e il Tesoro prosegue in un regime di esercizio provvisorio da dicembre 2010, prorogato più volte. L'ultima proroga, votata il 18 marzo, scade l'8 aprile. La distanza fra Repubblicani e Democratici sul budget non si è ridotta. La questione del limite legale del debito verrà affrontata dopo il budget e sale così la probabilità che si rivelino necessari interventi analoghi a quelli del 1995.

L'attuale limite legale per il debito federale è di 14,294 trilioni di dollari. Il 17 marzo 2011, il debito totale era pari a 14,232 trilioni di dollari, di cui 9,618 trilioni detenuti dal pubblico e

¹ Second Liberty Bond Act of 1917, che permise al Tesoro americano di finanziare la partecipazione degli Stati Uniti alla prima guerra mondiale.

4,613 trilioni detenuti da entità governative²; il debito soggetto a limite era pari a 14,180 trilioni di dollari. Il segretario del Tesoro Geithner, a inizio gennaio, ha inviato una lettera al Congresso segnalando che fra marzo e maggio 2011 il debito toccherà il limite legale. Se entro tale data il Congresso non agirà, il Tesoro potrà ricorrere a strumenti che temporaneamente rendono meno stringente il vincolo legale, come nelle crisi del passato, con alcune opzioni in più (chiusura del *Supplementary Financing Program* e dell'*Exchange Stabilization Fund*) che offrono margini di circa 220 miliardi di dollari.

Anche con questi nuovi mezzi, è chiaro che entro il 3° trimestre un'azione del Congresso è indispensabile per garantire la solvibilità del Tesoro statunitense. In alcune crisi del passato il Congresso era ricorso a piccoli aumenti del limite per poter continuare il dibattito parlamentare senza determinare un fallimento tecnico del Tesoro. Attualmente i Repubblicani sembrano richiedere tagli di spesa per circa 60 miliardi di dollari come controparte per un rialzo (ancora incerto comunque nell'entità) del limite sul debito. È prevedibile che la primavera veda un periodo di difficoltà nella determinazione della politica fiscale. Il focus del dibattito in Congresso però sembra essere più ideologico che di sostanza, e le proposte di riforma strutturale del sentiero dei conti pubblici su un orizzonte più lungo restano fuori dalla discussione.

1.2 I problemi di medio termine restano irrisolti

Il dibattito di politica fiscale recente è stato concentrato sulla necessità di ridurre il deficit, ma non ha toccato i veri nodi dei problemi, concentrandosi esclusivamente sulla spesa discrezionale al netto della difesa (pari a 660 miliardi, 19% del totale della spesa nel 2010), evitando qualsiasi riferimento alla spesa per sanità e previdenza e alle imposte. Il rapporto della commissione sul debito, che include misure draconiane su spesa e imposte da attuare dopo il 2012 e impossibili senza accordi bi-partisan, per ora non è parte del dibattito politico. Il CBO ha pubblicato un nuovo rapporto³ che analizza opzioni alternative su spese e entrate per ridurre il deficit e **affrontare gli squilibri strutturali quantificati in correzioni complessive per circa 700 miliardi di dollari.**

Come è evidente da un recente studio del CBO, rimandare interventi di stabilizzazione dei conti pubblici aggrava in misura esponenziale i problemi. Secondo il CBO⁴, ogni ritardo nell'affrontare la sostenibilità di lungo termine dei conti porterà a significativi aumenti del debito con effetti avversi sulla crescita per via del minore risparmio utilizzato per investimenti produttivi, maggiori spese per interessi, minore capacità di reazione a problemi inattesi (crisi, recessioni, guerre), aumento della probabilità di una crisi fiscale. Nello scenario alternativo del CBO (che corrisponde da vicino all'estensione delle misure fiscali contenute nel recente pacchetto concordato con i Repubblicani), il debito/PIL supererebbe il 110% entro il 2025 e seguirebbe un sentiero esplosivo. Il CBO stima il costo di aspettare a intervenire dal 2015 al 2025. Per stabilizzare il rapporto debito/PIL nel **2015** occorrerebbe intervenire con misure permanenti pari a circa il 2-2,5% del PIL, equivalenti a una **riduzione della spesa primaria di circa il 12% o a un aumento delle imposte dell'11%** (per una manovra strutturale di circa 300-400 miliardi di dollari del 2010). Aspettando ad agire nel **2025**, la correzione richiesta per stabilizzare il debito/PIL sarebbe pari a circa il 5,5-6% del PIL, pari a un **taglio di spesa del 25% circa o a un aumento di entrate del 26%** (corrispondente a una manovra di circa 800-900 miliardi di dollari del 2010). La stima del CBO è che il rapporto debito/PIL fra il 2015 e il 2025 aumenterebbe di circa 40pp. Il costo di aspettare ad affrontare il problema corrisponde a un'ampia riduzione della crescita dei consumi, dell'output, dello stock di capitale e della forza lavoro, con effetti rilevanti sulla crescita di lungo termine.

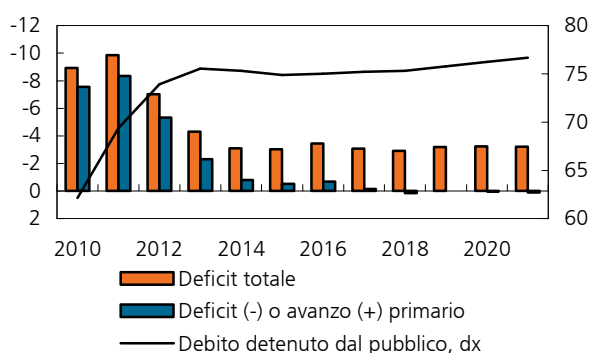
² US Treasury, Bureau of the Public Debt.

³ Reducing the deficit: spending and revenue options, CBO, marzo 2011, <http://www.cbo.gov/ftpdocs/120xx/doc12085/03-10-ReducingTheDeficit.pdf>.

⁴ Economic impacts of waiting to resolve the long-term budget imbalance, Economic and budget issue brief, CBO, dicembre 2010.

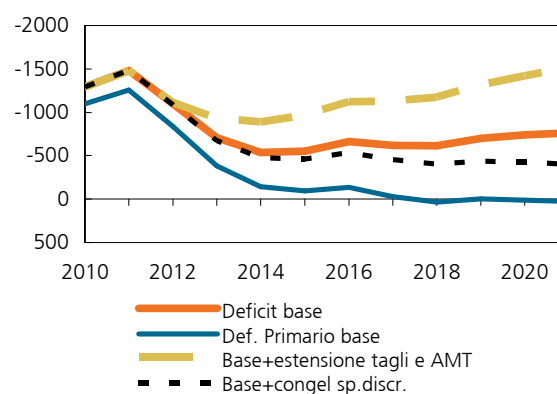
A gennaio il CBO ha pubblicato lo scenario 2011-21 a legislazione invariata e stima per il 2011 un deficit di 1,48 trilioni di dollari (9,8% del PIL). Nel 2012, il deficit previsto dal CBO scende a 1,1 trilioni (7% del PIL). Il calo previsto per gli anni successivi (fino a un minimo di 3% del PIL) è basato sull'ipotesi che le misure temporanee adottate in passato, ma regolarmente estese, non vengano più rinnovate. Il CBO stima gli effetti sullo scenario di deficit e sui costi degli interessi derivanti dall'estensione di diverse misure che negli anni passati sono state regolarmente rinnovate, nonostante la loro natura originariamente temporanea. Lo scenario con l'estensione di queste misure vede un deficit che rimane stabilmente elevato e determina la mancata stabilizzazione del rapporto debito/PIL. Queste proiezioni peraltro non includono estrapolazioni su sentieri alternativi (più probabili) della spesa sanitaria che secondo il CBO rendono la spesa, il deficit e il debito esplosivi nel lungo termine.

Scenario base (% del PIL)



Fonte: CBO Deficit: valori in scala inversa. Dati 2010 definitivi, dal 2011 in poi, proiezioni CBO a legislazione invariata

Scenari alternativi: uno peggio dell'altro



Fonte: CBO. Dati in miliardi di dollari

Un ruolo centrale è giocato dallo scenario delle entrate. Come appare chiaramente dal grafico qui sopra, se verranno rinnovate regolarmente le riduzioni delle imposte sul reddito e l'indicizzazione dell'Alternative Minimum Tax, il deficit si manterrà al di sopra di 1 trilione di dollari per tutto l'orizzonte di previsione. Dal lato delle spese, lo scenario base include un sentiero della spesa discrezionale che aumenta al tasso di inflazione, un ritmo che non si è mai realizzato (le spese discrezionali sono sempre aumentate più velocemente). In ogni caso, come mostra il grafico qui sopra, il congelamento della spesa discrezionale se associato al mantenimento delle aliquote fiscali correnti non modifica il sentiero esplosivo del deficit (vedi anche tabelle qui sotto).

Effetti di misure alternative sul sentiero della spesa...

	Spesa totale	Riduzione truppe entro il 2015	Crescita della spesa discrezionale come PIL nominale	Congelamento della spesa discrezionale	Tariffe Medicare costanti a livelli 2011
2011	3708	0	0	0	0
2012	3655	-21	19	-13	12
2013	3794	-56	47	-33	19
2014	3975	-91	84	-59	21
2015	4202	-122	129	-89	24
2016	4491	-145	180	-125	27
2017	4691	-161	228	-165	30
2018	4885	-174	277	-209	35
2019	5185	-187	327	-258	40
2020	5451	-200	383	-309	45
2021	5726	-214	442	-363	50

Fonte: CBO. Miliardi di dollari

... e delle entrate

	Entrate totali	Estensione tagli imposta reddito e altro	Indic. AMT	Estensione dei tagli + ind. AMT	Altre misure
2011	2228	0	0	0	0
2012	2555	2	10	12	12
2013	3090	121	96	228	78
2014	3442	254	50	359	119
2015	3651	297	58	418	110
2016	3832	323	67	464	103
2017	4075	350	77	514	101
2018	4275	377	89	566	101
2019	4489	405	103	623	103
2020	4712	435	119	683	108
2021	4963	467	137	749	116

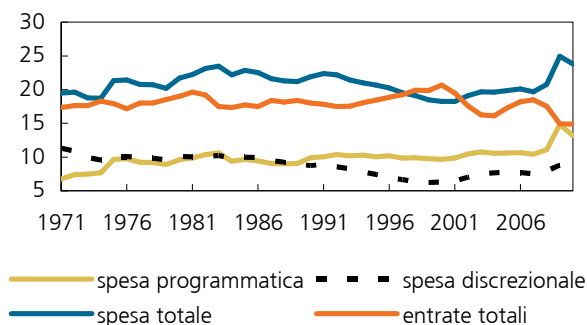
Fonte: CBO. Miliardi di dollari

La spaccatura all'interno del Congresso sancita dalle elezioni *midterm* dell'autunno 2010 porterà a probabili interventi di **contenimento della spesa discrezionale nel breve termine** senza indicare misure che possano stabilizzare il sentiero della spesa nel decennio 2012-22. Difficilmente ci saranno modifiche più significative: il problema vero non è il brevissimo termine, né tanto meno l'anno fiscale 2011.

Per quanto riguarda l'**anno fiscale 2012**, che inizia a ottobre, l'Amministrazione Obama ha presentato la propria proposta di budget, che ridurrebbe il deficit 2012 a 1,2 trilioni di dollari (7,4% del PIL) e proietterebbe una rapida chiusura del disavanzo negli anni successivi. La spesa scenderebbe al 23,6% del PIL nel 2012, per poi risalire successivamente. Le proposte di tagli di spesa riguardano il congelamento della spesa discrezionale ex-difesa (riduzione rispetto allo scenario base: 400 miliardi); la riduzione della spesa militare di 78 miliardi in 5 anni; la riduzione di 0,7 miliardi di dollari di trasferimenti a Enti locali per programmi di sviluppo. La spesa per la difesa, a 689 miliardi nel 2010 (4,7% del PIL), rappresenta circa la metà della spesa discrezionale complessiva (1.349 miliardi nel 2010, 9,3% del PIL) e difficilmente sarà tagliata più di quanto concordato con il Dipartimento della Difesa. Complessivamente, la spesa sarebbe però modestamente più elevata rispetto allo scenario a legislazione invariata (+69 miliardi di dollari) nel 2012. Dal lato delle entrate, l'estensione di varie misure sulle imposte porterebbe a un calo di entrate di 14 miliardi di dollari rispetto allo scenario base nel 2012, e a riduzioni molto più ampie dal 2013 in poi (-188 miliardi nel 2013, -822 miliardi nel periodo 2012-21).

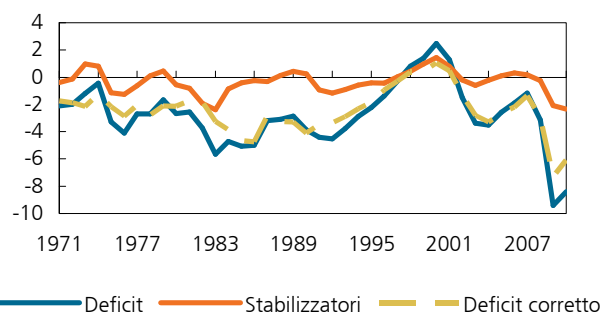
Anche gli sviluppi recenti ci inducono quindi a mantenere la previsione che sulla politica fiscale federale ci sarà molto rumore per nulla in termini di contenimento del deficit strutturale, almeno fino a dopo le elezioni presidenziali, sempre che i mercati continuino a essere pazienti di fronte a deficit fra l'8% e il 10% del PIL. Il conflitto in Congresso sarà aspro nei prossimi mesi, anche in concomitanza con l'avvicinarsi del limite legale sul debito, ma non affronterà i temi strutturali le cui soluzioni richiedono accordi *bi-partisan* o forti mandati da parte dell'elettorato. Le misure da adottare dovranno toccare sia le entrate, che le spese, come evidenziato dai rapporti sul contenimento del debito, e tempi relativamente lunghi. La svolta verso interventi incisivi potrebbe essere determinata da un attacco del mercato o da segnali delle agenzie di rating: prima delle elezioni presidenziali difficilmente ci saranno interventi "volontari" da parte di Amministrazione e Congresso.

La correzione deve passare dalle entrate e dalla spesa programmatica



Fonte: CBO. Dati in percentuale del PIL.

Il deficit è strutturale, non ciclico



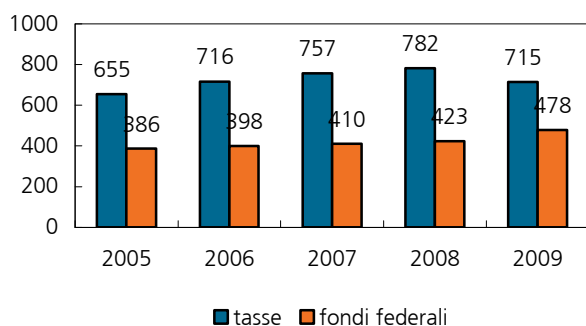
Fonte: CBO. Dati in percentuale del PIL.

2. Stati ed Enti locali: i periferici del Nord America

Un punto chiaro che emerge dallo scenario dei conti federali è che la volontà di frenare la spesa discrezionale, l'unica parte potenzialmente comprimibile della spesa totale, porterà a contenere i trasferimenti a Stati ed Enti locali. La spesa federale discrezionale domestica al netto della difesa ammontava a 614,2 miliardi di dollari (4,2% del PIL), nel 2010. I dati sulla finanza pubblica

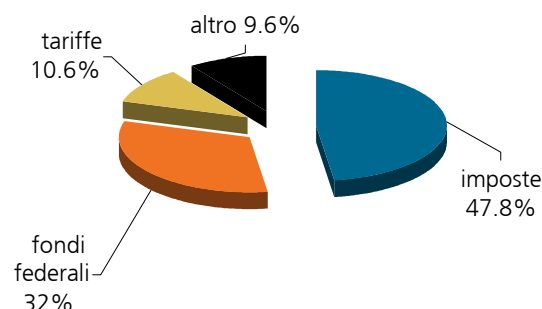
statale pubblicati dal Census Bureau mostrano che nel 2009 i trasferimenti federali rappresentavano il 32% delle entrate totali degli Stati (vedi grafico qui sotto), e ammontavano a 478 miliardi di dollari, pari all'89% della spesa discrezionale domestica ex-difesa del Governo federale.

Entrate statali: imposte interne e trasferimenti federali (2009)



Fonte: Census Bureau

Fonti di entrata degli Stati (2009)



Fonte: Census Bureau

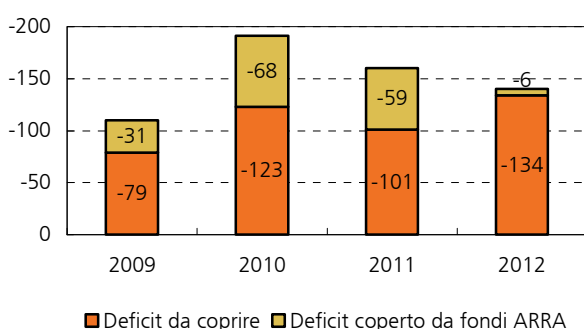
Sulla base delle informazioni preliminari diffuse dalla National Association of State Budget Officers (NASBO), le prospettive per il 2011 e il 2012 sono più preoccupanti rispetto a quanto visto nel 2010, sebbene la ripresa del reddito porti a un aumento delle entrate da imposte dirette. Tutti gli Stati tranne il Vermont hanno qualche forma di vincolo di pareggio di bilancio, per la maggior parte su base annuale, in alcuni casi su base biennale. L'anno fiscale per la maggior parte degli Stati inizia a luglio. A livello aggregato, gli ammanchi di entrate da coprire nel 2011 dovrebbero essere pari a circa 160 miliardi di dollari, in calo da 191 miliardi nel 2009. Per il 2012 le previsioni attuali elaborate dal Center on Budget and Policy Priorities (CBPP) vedono un deficit da coprire di circa 140 miliardi di dollari. Come mostra il grafico qui sotto, nonostante il progressivo ridimensionamento dei deficit totali da coprire, la parte a carico diretto degli Stati aumenterà nel 2012, per via della fine del sostegno derivante dal programma ARRA. Inoltre, con la legge per l'estensione dei sussidi di disoccupazione varata ad agosto 2010, il Governo federale aveva aumentato il fondo per la stabilizzazione delle finanze statali (istituito con ARRA) di 10 miliardi di dollari e i trasferimenti per Medicaid fino a giugno 2011. L'indagine preliminare condotta dal CBPP mostra un deficit per il 2012 di 125 miliardi di dollari sulle proiezioni di 44 Stati (quando i dati saranno disponibili per tutti gli Stati, il deficit complessivo dovrebbe toccare i 140 miliardi di dollari secondo il CBPP). Le informazioni preliminari sul 2013 mostrano 22 Stati che hanno già annunciato un deficit da coprire di 70 miliardi di dollari: con la preparazione dei nuovi budget, il totale atteso aumenterà significativamente. Nel prossimo biennio, tuttavia, i fondi federali derivanti dal pacchetto ARRA saranno già stati prosciugati.

Nelle proposte di taglio della spesa discrezionale ex-difesa avanzate dalla leadership Repubblicana alla Camera per l'anno fiscale 2011, la riduzione dei fondi per gli Stati e gli Enti locali ammonterebbe a circa 32 miliardi di dollari (stima CBPP), aumentando ampiamente la necessità di copertura dei deficit statali e locali con fondi interni.

Un elemento preoccupante per le finanze statali deriva anche dalla necessità di continuare a finanziare livelli straordinariamente elevati di sussidi di disoccupazione. La legislazione corrente prevede che le prime 26 settimane di sussidi siano a carico degli Stati; eventuali estensioni (come quelle in vigore attualmente) sono finanziate invece da fondi federali. Gli Stati e il Governo federale raccolgono imposte dai datori di lavoro per alimentare i *Trust Funds* statali che erogano i sussidi. Quando i *Trust Funds* sono prosciugati, tipicamente in periodi di elevato tasso di

disoccupazione, gli Stati possono prendere a prestito dal Governo federale per ottenere i fondi mancanti. Trenta Stati stanno prendendo a prestito fondi dal Governo federale poiché hanno esaurito i *Trust Funds*. Il Labor Department stima che a fine 2010 i prestiti in essere siano pari a 41 miliardi di dollari e sono previsti in aumento a 65 miliardi a fine 2011. Per garantire il rimborso di tali prestiti, le imposte sui datori di lavoro vengono alzate automaticamente. Alcuni Stati sono più a rischio di altri: la California, nel 2010, ha preso a prestito 8,6 miliardi di dollari; nel 2011 i prestiti dovrebbero aumentare a 10,3 miliardi. Il deficit statale era stimato a 13,4 miliardi di dollari nel 2010 ed è previsto in ulteriore aumento a 16 miliardi di dollari nel 2011 (valori fra il 7 e l'8% del PIL).

Finanza statale: profondo rosso



Fonte: CBPP. Dati in miliardi di dollari, scala inversa

"Too big to fail"?

	PIL	Entrate federali	Fondi fed. Welfare/entrate federali	Spese generali	Spese istruzione/spese generali
California	1891363	57647.32	0.56	211083.32	0.35
Texas	1244695	34432.85	0.56	98106.41	0.45
New York	1093219	42146.12	0.72	133940.57	0.32
Florida	737038	20645.86	0.58	66056.7	0.34
Illinois	630398	16988.37	0.57	57159.62	0.29
Michigan	368401	16263.76	0.56	50584.01	0.43
Arizona	256364	10141.15	0.70	27819.01	0.32
Wisconsin	244370	8619.1	0.57	30176.862	0.36
Oregon	165648	5849.21	0.54	19385.97	0.37
Nevada	126503	2357.013	0.50	9869.73	0.42
Stati Uniti	14119000	478241.22	0.59	1554050	0.36

Fonte: Census Bureau
Dati in milioni di dollari per il 2009. In grassetto gli Stati con il peggior quadro fiscale secondo il ranking del Pew Center (si veda tabella nella pagina seguente)

Le alternative a disposizione della periferia non sono molte, dopo tre anni di aumenti di imposte e riduzione della spesa attraverso tagli ai servizi forniti localmente. I servizi erogati da Stati ed Enti locali sono in larga misura "essenziali" (scuola, sanità, sicurezza, trasporti pubblici, viabilità). Inoltre, anche a livello statale e locale i problemi legati al ciclo corrente sono solo la punta di un iceberg di natura strutturale. Le passività pensionistiche in molti Stati sono su un sentiero insostenibile; secondo il Pew Center on the States, c'è un gap di circa 1 trilione di dollari fra i fondi stanziati da Enti locali e statali e le passività pensionistiche attese (3,35 trilioni, dati 2008), dovuto alla mancanza di rigore e disciplina fiscale nella gestione dei piani previdenziali.

In passato, il Governo federale aveva agito da ammortizzatore di fronte a difficoltà, generalmente di origine ciclica, degli Stati. La legislazione fallimentare negli Stati Uniti ha un "*chapter 9*" che regola a livello federale la ristrutturazione dei debiti degli Enti locali, ma non prevede il fallimento degli Stati, che sono considerati "sovrani". Non ci sono al momento proposte legislative per l'introduzione di un "*chapter 8*" che istituisca una procedura legale per affrontare casi di fallimento statale, ma in Congresso da novembre si discutono le possibilità aperte per affrontare un eventuale stato di insolvenza statale. Questo punto diventerà cruciale se l'intransigenza dei Repubblicani di fronte alle difficoltà di bilancio degli Stati verrà mantenuta nel prossimo anno fiscale, anche di fronte a possibili ulteriori deterioramenti delle finanze locali e statali. Come alternativa meno negativa per i mercati rispetto a proposte di legge per un "*chapter 8*", che è stato discusso apertamente dopo un discorso di N. Gingrich a novembre 2010, potrebbe farsi strada l'istituzione di un'entità di supervisione degli Stati in difficoltà, simile a quella che aveva guidato la ristrutturazione del bilancio della città di New York, ai tempi della crisi fiscale del 1975. La Municipal Assistance Corporation for the City of New York (MAC) era stata istituita per volere dello Stato di NY nel giugno 1975 per gestire lo stato di insolvenza della città. MAC aveva l'autorità di raccogliere fondi garantiti dalle entrate dello Stato e di vigilare sull'attuazione delle misure di rientro del deficit della città. La situazione di crisi era stata

tamponata temporaneamente attraverso l'erogazione di fondi statali in attesa dell'emissione delle obbligazioni di MAC.

In ogni caso, anche in passato, le difficoltà finanziarie locali non hanno indotto il Governo federale a intervenire con un *bail out* di entità governative di livello inferiore, come mostrano il caso della città di New York negli anni Settanta (che grazie alla soluzione statale non dichiarò bancarotta), e quello di Orange County del 1994 (che invece fu dichiarata insolvente attraverso la procedura di "chapter 9" e ristrutturò le proprie passività). Fra la fine degli anni Ottanta e la fine degli anni '90 ci sono stati tre ricorsi a "chapter 9" di dimensioni significative (la maggiore è Orange County, nel 1994); dal 2000 a oggi, ce ne sono stati 7, e riguardano piccole città: i casi più ampi sono stati dovuti a incapacità di far fronte alle obbligazioni pensionistiche.

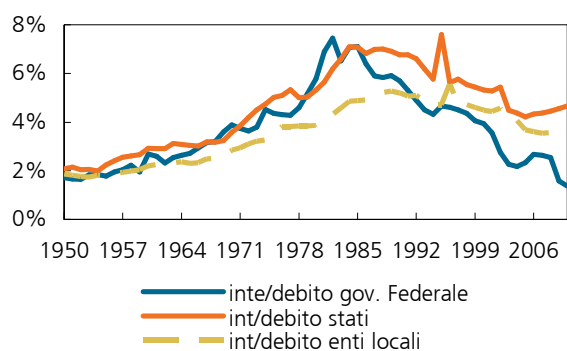
La pagella degli Stati: chi è a rischio bocciatura?							
	Var. % entrate	Budget gap (%)	Var. tasso disoccupazione	Tasso % di pignoramenti	Super- maggioranza	Voto performance fiscale	Punteggio
Stati Uniti	-11.70	17.70	4.4	1.37	17 sì - 33 no	B-	17
California	-16.20	49.30	4.6	2.02	sì	D+	30
Arizona	-16.50	41.10	3	2.42	sì	C+	28
Rhode Island	-12.50	19.20	4.5	1.50	sì	D+	28
Michigan	-16.50	12.00	6	1.47	sì	C+	27
Oregon	-19.00	14.50	6.4	0.86	sì	C+	26
Nevada	1.50	37.80	5.2	3.12	sì	C+	26
Florida	-11.50	22.80	4.4	2.72	sì	B-	25
New Jersey	-15.80	29.90	3.7	1.18	no	C-	23
Illinois	-10.90	47.30	3.5	1.44	no	C-	22
Wisconsin	-11.20	23.20	4.4	0.96	no	D+	22

Fonte: Pew Center on the States

Dati a luglio 2009. Budget gap: ammanco di fondi in percentuale dei fondi disponibili nell'anno fiscale considerato, come calcolato dal CBPP. Super-maggioranza: "sì" se lo Stato richiede maggioranza qualificata per aumentare le imposte e/o approvare il budget. Performance fiscale: valutazione del Government Performance Project sulla gestione dei fondi, del personale e delle infrastrutture. Punteggio: per gli Stati che si trovano nel peggior quintile, vengono assegnati 5 punti per ogni indicatore. Il punteggio peggiore è 30

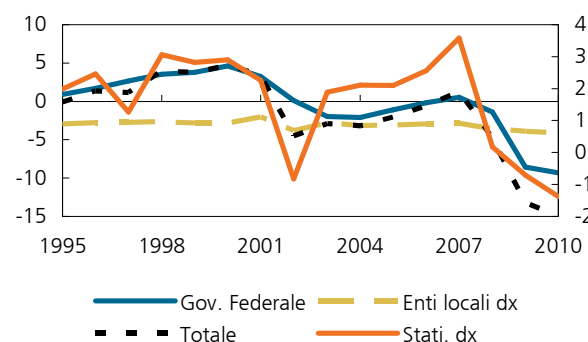
Le agenzie di rating tipicamente rivedono il rating degli Stati in seguito a qualche evento particolare. Il Pew Center on the States nota che cinque dei dieci stati evidenziati nella tabella dei 10 più a rischio hanno attualmente un *outlook* negativo (Arizona, California, Florida, Illinois, Rhode Island). Il 9 febbraio, S&P ha ridotto il rating del New Jersey a AA- da AA citando l'assenza di copertura a fronte delle passività pensionistiche, sanitarie e previdenziali a fronte di un elevato livello del debito. Con il peggiorare dello scenario della finanza pubblica statale e locale e il sommarsi di problemi di finanziamento delle passività pensionistiche con l'eredità della recessione, è probabile che il costo del debito degli Stati aumenti, generando ulteriori tensioni fiscali.

Interessi in percentuale del debito



Fonte: Census Bureau, usgovernmentsspending.com

Saldo primario/PIL USA



Fonte: Census Bureau, usgovernmentsspending.com

A livello statale e locale, le difficoltà fiscali aumenteranno anche in seguito alla probabile riduzione dei trasferimenti federali: la persistente restrizione fiscale di Stati ed Enti locali continuerà a esercitare un freno alla crescita, ma potrebbe essere insufficiente a chiudere gli squilibri dei conti, aumentando il rischio di casi di insolvenza di dimensioni potenzialmente "sistemiche".

Politica monetaria in *stand-by*: la Fed non ha perso il vizio di avere un *bias* espansivo

La ripresa americana prosegue, con una dinamica soddisfacente della domanda domestica, nonostante lo stallo del settore dell'edilizia residenziale e l'elevato tasso di disoccupazione. Gli indici di fiducia sono tornati al di sopra dei livelli pre-recessivi e segnalano probabile accelerazione della crescita nel 2011, l'inflazione ha svoltato, le schermaglie in Congresso non sono il prodromo di una profonda e duratura restrizione fiscale prima delle elezioni presidenziali. Nonostante tutto ciò, non emergono segnali di svolta della politica monetaria. Il neo di questa fase espansiva rimane il mercato del lavoro, con un tasso di disoccupazione molto al di sopra dei livelli di equilibrio. Il dilemma della Fed è qui: che fare di fronte a una ripresa ciclica accettabile, a nuove pressioni sull'inflazione importata, e a un persistente squilibrio sul mercato del lavoro? **La risposta della Fed rimane la stessa del passato: nel dubbio, è meglio eccedere con lo stimolo monetario.** Le proiezioni macroeconomiche della Banca centrale formalmente giustificano il proseguimento dell'attuale politica super-espansiva: l'inflazione resterà bassa e il tasso di disoccupazione resterà elevato su un orizzonte di almeno tre anni.

Giovanna Mossetti

Valutando il differenziale fra il tasso di disoccupazione previsto e quello di equilibrio, il trend atteso dell'inflazione e l'effettiva *stance* della politica monetaria (misurata includendo gli effetti dei programmi QE1 e QE2) si potrebbe argomentare a favore di una svolta della politica monetaria in tempi ravvicinati. Tuttavia, le indicazioni della Fed restano coerenti con tempi lunghi e rivelano che, ancora una volta, la politica monetaria americana viene determinata con un *bias* espansivo. Il Board evidentemente considera ancora molto più costose le conseguenze di una svolta verso una neutralità prematura, rispetto a quelle legate a un eccesso di stimolo monetario. Nelle audizioni di Bernanke in Congresso per la presentazione del Monetary Policy Report, si è confermato che le condizioni per una svolta della politica monetaria non ci sono ancora e potrebbero richiedere ancora molto tempo: l'instaurarsi di una ripresa autonoma dagli stimoli di *policy*, una crescita sostenuta dell'occupazione per un periodo prolungato e una stabilizzazione dell'inflazione vicino al 2%. Di sicuro, nel computo di costi e benefici non è irrilevante, anche se non può essere detto, il contributo al finanziamento di un deficit che supera 1,5 trilioni di dollari nel 2011 e resterà enorme anche nel prossimo futuro. Se vi è un eccesso di stimolo monetario in questo ciclo, la ricaduta potrebbe essere sui prezzi dei titoli del Tesoro USA (potenzialmente già in atto). La politica monetaria non convenzionale sostiene direttamente i prezzi dei Treasuries; come stimato dalla Fed stessa, i rendimenti sono almeno 50pb al di sotto del livello senza lo stimolo.

1. Indicazioni invariate dal FOMC di marzo, nonostante il miglioramento congiunturale

La **riunione del FOMC** di marzo si è conclusa con un comunicato modificato in modo piuttosto radicale nelle parole, ma invariato nei fatti. La valutazione della situazione congiunturale è notevolmente diversa rispetto a gennaio, con il riconoscimento che la ripresa economica ha "una base più solida", con il mercato del lavoro che sembra stia "gradualmente migliorando". Questo è un quadro ben diverso da quello descritto nelle riunioni precedenti, quando si affermava che la ripresa procedeva "a un ritmo che è stato insufficiente a determinare un miglioramento significativo nelle condizioni del mercato del lavoro". Si rileva la crescita di consumi e investimenti ma si sottolineano ancora i freni del settore edilizio. Sui prezzi, il recente rialzo nel comparto delle materie prime viene menzionato, ma si afferma che le misure di inflazione sottostante "sono state contenute" (mentre a gennaio si definivano "su un sentiero

discendente”) e le aspettative di lungo termine “sono rimaste stabili” (nonostante il rialzo registrato con l’indagine dell’Univ. of Michigan di marzo). In termini di strategia di politica monetaria, il comunicato afferma che le condizioni macroeconomiche restano lontane dagli obiettivi della Fed, con il tasso di disoccupazione che “rimane elevato” (a gennaio “è elevato”) e le misure di inflazione sottostante che “continuano ad essere piuttosto basse” (a gennaio “sono piuttosto basse”). Si afferma che i recenti rialzi dei prezzi delle materie prime “stanno attualmente mettendo pressioni verso l’alto sull’inflazione”, tuttavia il FOMC ritiene che tali effetti siano “transitori”, anche se verranno seguite da vicino. Un altro cambiamento rilevante riguarda l’affermazione secondo cui ci sarà “un ritorno graduale a livelli più elevati di utilizzo delle risorse in un contesto di stabilità dei prezzi”, che questa volta non ha la qualificazione presente invece nei mesi scorsi: “il progresso verso gli obiettivi è stato più lento di quanto atteso”. Nel paragrafo che delinea la strategia di politica monetaria non cambia nulla. Nonostante il miglioramento della situazione congiunturale, il FOMC continua a citare le tre condizioni economiche che determinano l’attuale politica: bassi tassi di utilizzo delle risorse, trend di inflazione contenuti, e aspettative di inflazione stabili. Pertanto, i tassi dei fed funds sono attesi su “livelli eccezionalmente bassi per un periodo esteso”, e viene confermata l’attuale politica di espansione del bilancio, con il programma di acquisto di Treasury fino a 600 mld di dollari e il reinvestimento dei titoli in scadenza e rimborsati.

È probabile che la Fed sia in una fase di dibattito interno, determinato dall’ovvia svolta dell’inflazione e dalla crescente fiducia in una ripresa sostenibile. Tuttavia, proprio in questo contesto di miglioramento congiunturale, la mancanza di indizi sulla strategia di uscita conferma la volontà di portare a termine il programma di acquisti: non c’è nessun segnale di cedimento su questo punto, a parte l’impegno a rivedere la politica attuale regolarmente. Dietro a questa stabilità ci sarà anche la preoccupazione per gli effetti di freno alla crescita derivanti dal rialzo (se pure transitorio) dell’inflazione, oltre ai timori legati ai potenziali sviluppi della crisi in Nord Africa e alle conseguenze del terremoto in Giappone.

La mancanza di modifiche alla strategia della Fed, in questa fase di ripresa relativamente consolidata e di svolta nel trend disinflazionistico anche per gli aggregati *core*, va letta alla luce del tradizionale *bias* espansivo della politica monetaria americana. La *stance* attuale appare sotto diverse angolature eccessivamente espansiva e ripropone le scelte degli ultimi cicli. La Fed durante gli anni ’80 eccedeva in restrizione, mirando ad abbassare strutturalmente il livello di inflazione. Dalla seconda metà degli anni ’90 in poi, la politica monetaria è stata guidata dai rischi di un’inflazione troppo bassa, e dall’obiettivo di alzarne il livello. Questo rimane il caso del ciclo attuale, come emerge dall’analisi condotta nelle prossime sezioni.

2. Focus- Il *bias* espansivo della Fed in questo ciclo

2.1 Il quadro macroeconomico

Le proiezioni macroeconomiche della Fed per il prossimo triennio hanno registrato un rialzo della crescita attesa nel 2011, senza effetti significativi sul sentiero di aggiustamento del mercato del lavoro e dell’inflazione. In questo ciclo, la Fed ha definito i suoi obiettivi in termini di “massima occupazione e stabilità dei prezzi”, non citando più la crescita che invece compariva nei comunicati stampa del FOMC fra il 1979 e il 2008 (si veda Weekly Economic Monitor del 21.01.2011). La svolta con l’indicazione che la politica monetaria è guidata da prezzi e occupazione ha preceduto l’introduzione del primo pacchetto di stimolo quantitativo e ha continuato a giustificare l’ulteriore espansione attuata nel 2010. Il mantenimento dell’attuale politica monetaria è giustificato, secondo il FOMC, dall’“elevato” tasso di disoccupazione e dalle “misure di inflazione sottostante (...) piuttosto basse”. Il quadro è riassunto efficacemente dalla tabella delle proiezioni macroeconomiche pubblicate con i verbali della riunione di gennaio.

Scenario Macroeconomico

Marzo 2011

Proiezioni dei Governatori della Federal Reserve e dei Presidenti delle Reserve Bank – Gennaio 2011				
Variabile	Tendenza centrale			
	2011	2012	2013	Lungo termine
PIL reale	3.4 - 3.9	3.5 - 4.4	3.7 - 4.6	2.5 - 2.8
Proiezione novembre	3.0 - 3.6	3.6 - 4.5	3.5 - 4.6	2.5 - 2.8
Tasso disoccupazione	8.8 - 9.0	7.6 - 8.1	6.8 - 7.2	5.0 - 6.0
Proiezione novembre	8.9 - 9.1	7.7 - 8.2	6.9 - 7.4	5.0 - 6.0
Deflatore consumi	1.3 - 1.7	1.0 - 1.9	1.2 - 2.0	1.6 - 2.0
Proiezione novembre	1.1 - 1.7	1.1 - 1.8	1.2 - 2.0	1.6 - 2.0
Deflatore consumi core	1.0 - 1.3	1.0 - 1.5	1.2 - 2.0	ND
Proiezione novembre	0.9 - 1.6	1.0 - 1.6	1.1 - 2.0	ND

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

2.2 Fed funds, tasso di disoccupazione di equilibrio e inflazione obiettivo

La definizione di stabilità dei prezzi e di massima occupazione è data dall'ultima colonna della tabella delle proiezioni macroeconomiche: tasso di inflazione fra l'1,6 e il 2% e tasso di disoccupazione fra il 5 e il 6%. Yellen e Bernanke hanno detto recentemente che ci vorranno diversi anni (fra 3 e 4) per una normalizzazione del tasso di disoccupazione. Le proiezioni macroeconomiche vedono a fine 2013 il tasso di disoccupazione circa al 7%, ancora 1,5pp al di sopra della stima centrale del NAIRU pubblicata dalla Fed. Per quanto riguarda l'inflazione, le proiezioni della Fed vedono il deflatore *core* al di sotto dell'obiettivo su tutto l'orizzonte previsivo. Questo, secondo i vertici del Board, implicherebbe la necessità di mantenere in vigore l'attuale politica monetaria, con tassi eccezionalmente bassi "per un periodo esteso" e bilancio della Fed su livelli elevati per diversi anni. Questa posizione è stata affermata esplicitamente sia da Bernanke sia da Yellen nell'ultimo mese.

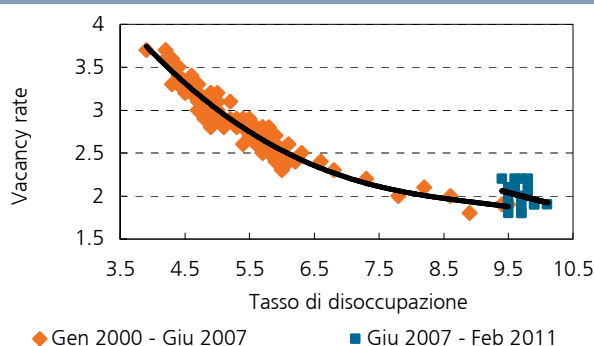
Nei due cicli precedenti a quello attuale, la Fed ha iniziato ad alzare i tassi dopo aver visto un chiaro avvicinamento del tasso di disoccupazione verso il livello di equilibrio stimato. Nel ciclo degli anni Novanta, la Fed iniziò ad alzare i tassi a febbraio 1994, con il tasso di disoccupazione a 6,6% (dal picco a 7,1% di maggio 1993); nel ciclo successivo, la svolta sui tassi di giugno 2004 avvenne con il tasso di disoccupazione a 5,6% (dal picco di 6,3% di giugno 2003). Nel decennio scorso la stima del NAIRU era intorno al 5%.

Il CBO a inizio 2011 stima il NAIRU al 5,2%. L'IMF a fine 2010 ha indicato un probabile rialzo del tasso di equilibrio su livelli vicini a 6,75%. Recenti lavori della San Francisco Fed indicano stime più elevate del NAIRU rispetto a quanto incorporato nelle proiezioni della Fed, e tengono conto di possibili modifiche strutturali del mercato del lavoro. La curva di Beveridge si è spostata verso destra e dà una chiara indicazione della presenza di modifiche strutturali sul mercato del lavoro, la cui persistenza su periodi prolungati è però incerta. Usando diverse misure delle condizioni di domanda e offerta sul mercato del lavoro e prendendo una media su 4 trimestri, Weidner e Williams⁵ stimano che il tasso di disoccupazione di equilibrio a fine 2010 sia compreso fra 6,1% e 7,7%, con una **stima mediana al 6,7%**. Nelle analisi di M. Daly, B. Hobijn, R. Valletta⁶, il tasso naturale sarebbe aumentato negli ultimi anni, e viene stimato in un intervallo compreso fra 5,6% e 6,9%, con una **stima "preferita" a 6,25%**. Secondo gli autori del lavoro questo rialzo del NAIRU sarebbe però in gran parte transitorio, e dovrebbe riassorbirsi su un arco di 5 anni.

⁵ J. Weidner, J. Williams, What is the new normal unemployment rate? FRBSF Economic Letter, 2011-05, febbraio 2011.

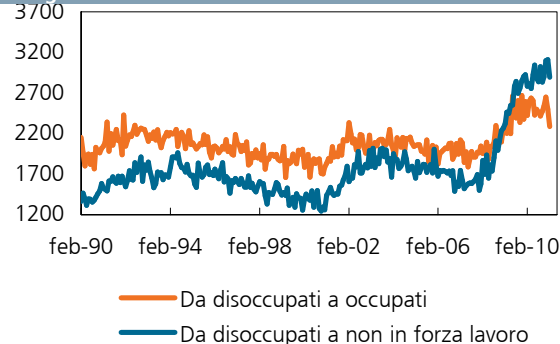
⁶ M. Daly, B. Hobijn, R. Valletta, The recent evolution of the natural rate of unemployment, Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper 2011-05, gennaio 2011.

La curva di Beveridge si è spostata



Fonte: BLS

Flussi sul mercato del lavoro: l'esodo dalla forza lavoro prosegue



Fonte: BLS

Anche adottando un intervallo di stima del NAIURU più elevato di quello ufficiale della Fed e più vicino a quello delle altre analisi, il tasso di disoccupazione rimane molto lontano dall'equilibrio. Considerando l'estremo superiore dell'intervallo, **le proiezioni della Fed mostrerebbero un ritorno all'equilibrio non prima di fine 2013.**

La Fed, negli ultimi 30 anni, non ha seguito una funzione di reazione invariata. Negli anni Ottanta-Novanta, l'obiettivo della Fed era abbassare il tasso di inflazione, rispetto al livello precedente la recessione, come appare esplicitamente dai testi delle discussioni nelle riunioni del FOMC dell'epoca. Negli anni 2000 l'obiettivo è stato invece alzare l'inflazione rispetto al livello pre-recessivo. La Fed stessa ha ammesso che dopo la recessione del 2001 i tassi furono tenuti bassi al di là di quanto indicato per un ciclo normale, per via dei timori di deflazione. Una regola di Taylor "standard"⁷ che predice bene il comportamento della Fed nell'ultimo decennio, con una stima del NAIURU al 5% richiederebbe un tasso sui fed funds a -1,8% a fine febbraio. Con il NAIURU al 6%, i fed funds dovrebbero essere a -0,8%; con il NAIURU al 6,5%, i fed funds dovrebbero essere a -0,3%, con il NAIURU al 7%, i fed funds dovrebbero essere a +0,2%. Ipotizzando uno scenario per il deflatore *core* e il tasso di disoccupazione in linea con il consenso Bloomberg (all'incirca in linea con il nostro scenario), e un NAIURU al 5,5%, al centro dell'intervallo di stima della Fed, i fed funds oggi dovrebbero essere a -1,3%.

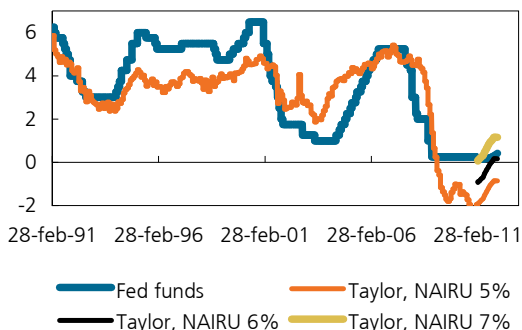
Sulla base di una **stima del NAIURU al 6,5%, la regola di Taylor prescriverebbe un tasso sui fed funds marginalmente negativo** (vedi tabella pagina successiva) oggi. Con una previsione di ulteriore modesto rialzo del tasso di disoccupazione nei prossimi mesi, accompagnato da un graduale trend verso l'alto del deflatore *core*, la regola indica per agosto/settembre 2011 una stima del tasso sui fed funds in linea con i livelli attuali effettivi, seguita da rialzi che porterebbero a chiudere l'anno a 0,7%. A marzo 2012, i fed funds "dovrebbero" essere all'1,2%, al di sopra di quanto implicito nei *future* (marzo 2012 a 0,44%). Se invece si considera un NAIURU nella parte centrale dell'intervallo di stima ufficiale della Fed, a 5,5%, con i valori attuali di disoccupazione e inflazione, i fed funds sono stimati a -1,3% e dovrebbero rimanere in territorio negativo fino a fine 2011, svoltando al di sopra dello 0 solo a marzo 2012, con una stima di 0,15%. Queste indicazioni mostrano l'importanza della stima del NAIURU per la determinazione di una politica monetaria mirata a raggiungere la "massima occupazione", in una fase di cambiamenti strutturali del mercato del lavoro.

⁷ Stime Bloomberg.

Scenario Macroeconomico

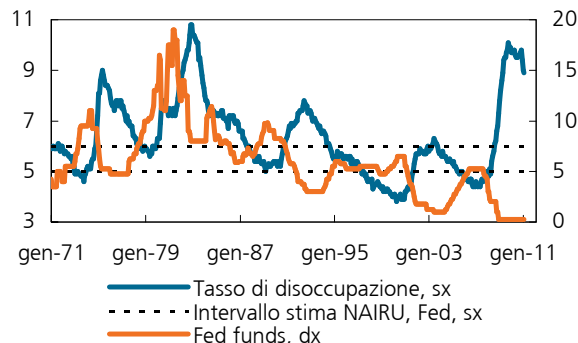
Marzo 2011

Fed funds e regola di Taylor



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo. La variabile fed funds è il tasso obiettivo (per il periodo da dicembre 2009 il valore del tasso è indicato con l'estremo superiore dell'intervallo obiettivo, cioè 0,25%); da marzo 2011 in poi, il valore corrisponde al tasso implicito nei *future* sui fed funds

Fed funds e tasso di disoccupazione



Fonte: EcoWin

Al di là dell'ampio *range* di stime sui fed funds che emergono da diverse ipotesi riguardo al tasso naturale di disoccupazione, comunque il livello elevato del tasso di disoccupazione effettivo sembra essere un elemento sufficiente per dare tempo alla Fed prima di svoltare. Alla luce delle previsioni per il tasso di disoccupazione della Fed e del consenso, la politica monetaria potrebbe rimanere invariata fino almeno all'inizio del 2012. L'ultima Survey of Professional Forecasters mostra una previsione di tasso di disoccupazione a 8,8% a fine 2011, e ancora sopra l'8% nel 2012.

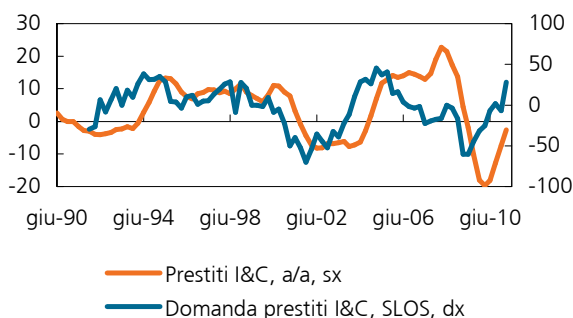
Stima fed funds calcolati con NAIU al 6,5% per diverse combinazioni tasso di disoccupazione/deflatore *core*

		Tasso di disoccupazione									
		8	8.25	8.5	8.75	9	9.25	9.5	9.75	10	
PCE Core	0	-0.5	-0.75	-1	-1.25	-1.5	-1.75	-2	-2.25	-2.5	
	0.25	-0.12	-0.38	-0.62	-0.88	-1.12	-1.38	-1.62	-1.88	-2.12	
	0.5	0.25	0	-0.25	-0.5	-0.75	-1	-1.25	-1.5	-1.75	
	0.75	0.62	0.38	0.12	-0.12	-0.38	-0.62	-0.88	-1.12	-1.38	
	0.8	0.7	0.45	0.2	-0.05	-0.3	-0.55	-0.8	-1.05	-1.3	
	1	1	0.75	0.5	0.25	0	-0.25	-0.5	-0.75	-1	
	1.25	1.38	1.12	0.88	0.62	0.38	0.12	-0.12	-0.38	-0.62	
	1.5	1.75	1.5	1.25	1	0.75	0.5	0.25	0	-0.25	
	1.75	2.12	1.88	1.62	1.38	1.12	0.88	0.62	0.38	0.12	

Fonte: Bloomberg. Evidenziati i livelli correnti di inflazione e disoccupazione

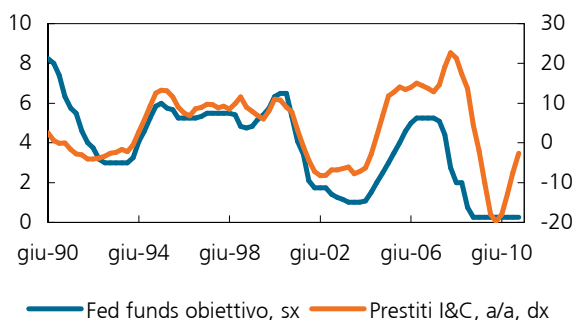
Le indicazioni derivanti dal mercato del lavoro sono però discordanti rispetto a quelle che emergono dai dati sui prestiti e sugli aggregati monetari. In passato, la svolta di politica monetaria era stata simultanea con la svolta dei prestiti industriali e commerciali, senza attendere il ritorno in territorio positivo della crescita tendenziale, mentre in questo ciclo la Fed ha già ritardato di tre trimestri il momento dell'inversione rispetto alla regola seguita in passato.

Prestiti I&C e domanda di prestiti nell'indagine dei Senior Loan Officers



Fonte: Federal Reserve Board

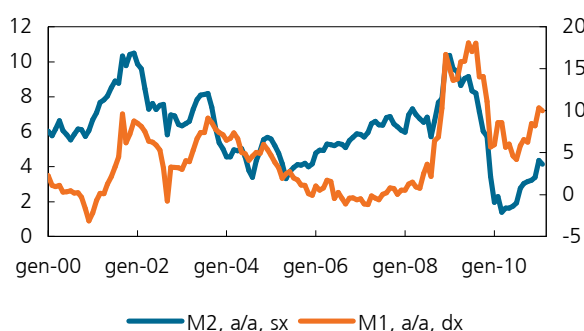
Prestiti I&C e fed funds



Fonte: Federal Reserve Board, EcoWin

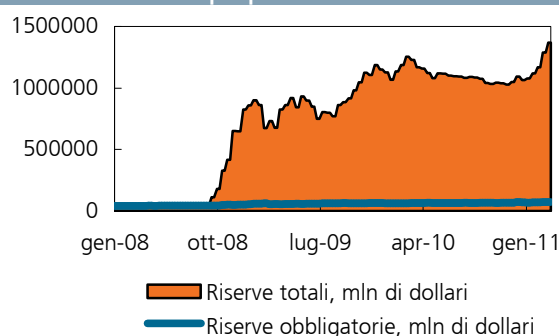
Alla luce della svolta dei prestiti industriali e commerciali e delle indicazioni dell'indagine dei Senior Loan Officers, l'andamento degli aggregati monetari e delle riserve ritorna a essere rilevante, anche se per ora la velocità di circolazione rimane su livelli relativamente compressi su base storica (a 1,7 per M1 e a 8 per M2). Nel ciclo precedente, il motivo per essere lenti nella svolta sui tassi era legato ai timori di deflazione, rivelatisi poi eccessivi alla luce delle revisioni successive al deflatore dei consumi. In questo ciclo lo squilibrio sul mercato del lavoro appare il motivo centrale per derogare nuovamente alle indicazioni delle regole e aspettare a invertire la strategia di politica monetaria.

Gli aggregati monetari tornano a crescere



Fonte: EcoWin

Riserve in eccesso sempre più in alto



Fonte: EcoWin

2.3 Qual è il "vero" livello del tasso sui fed funds?

Dalle informazioni su inflazione e occupazione si concluderebbe che la Fed si trovi attualmente con tassi ancora troppo alti perché vincolati dal limite dello zero (*zero lower bound*, ZLB) e abbia fondate giustificazioni per non svoltare ancora per diversi trimestri. Il credito indicherebbe necessità di modificare la politica monetaria sulla base delle relazioni del passato, ma la distanza del mercato del lavoro dall'equilibrio controbilancia le indicazioni dei prestiti.

Tuttavia, lo ZLB e l'attuazione di politiche monetarie non convenzionali distorcono i paragoni fra cicli del passato e ciclo attuale. I fed funds, limitati dal vincolo dello zero, sono fermi all'interno di un intervallo compreso fra 0 e 0,25% da fine 2008. Dal 2009 in poi, la Fed ha attuato due programmi di acquisto titoli, uno nel 2009 per un totale di 1,725 trilioni di dollari su Treasuries, titoli delle agenzie e MBS, l'altro iniziato nel 2010 e non ancora concluso per 600 miliardi di Treasuries. Il portafoglio titoli della banca centrale è salito da circa 700 miliardi in media negli anni precedenti la crisi, a circa 2 trilioni di dollari dopo il primo *round* di acquisti, con la prospettiva di aumentare di altri 600 miliardi, toccando i 2,6 trilioni di dollari a fine giugno⁸. La Fed ha affermato in più occasioni che gli acquisti di titoli sono stati uno strumento efficace ed "equivalente" alla riduzione dei fed funds in tempi normali, anche se agiscono attraverso diversi meccanismi di trasmissione sui tassi a medio-lungo termine. La trasmissione delle politiche monetarie attuate attraverso aumenti del bilancio della Banca centrale agisce attraverso un effetto portafoglio determinato da una riduzione dell'offerta di titoli che non hanno perfetti sostituti⁹. Le stime della Fed hanno indicato che 500 miliardi di acquisti producono un effetto analogo a quello di un taglio dei fed funds compreso fra 50 e 75pb¹⁰. Il programma di acquisto di titoli QE1 ha aumentato il portafoglio titoli di 1,725 trilioni di dollari, QE2 ha aggiunto acquisti per 600 miliardi di dollari, con un effetto netto sul portafoglio complessivo vicino a 1,5 trilioni di

⁸ J. Yellen, Unconventional monetary policy and central bank communication, febbraio 2011.

⁹ Vedi J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache, B. Sack, Large-scale asset purchases by the federal Reserve: did they work? Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 141, marzo 2010.

¹⁰ W. Dudley, ottobre 2010.

dollari (rispetto al livello precedente di titoli in portafoglio). L'effetto equivalente sui fed funds è pari a un taglio virtuale compreso fra 150 e 225pb. Altri lavori indicano che i programmi di acquisti sarebbero equivalenti a un taglio di circa 300pb dei fed funds fra il 2009 e il 2012¹¹. Sulla base di queste stime, prendendo il centro dell'intervallo, i fed funds sarebbero oggi vicini a -2%, quindi su livelli anche più espansivi di quanto sarebbe indicato dalla regola di Taylor con NAIRU sopra il 5,5% e circa in linea con le indicazioni delle stime con NAIRU al 5%.

La politica monetaria non convenzionale agisce attraverso i flussi o gli stock? Come nota Dudley, "alcuni semplici calcoli basati sull'esperienza recente suggeriscono che 500 miliardi di dollari di acquisti darebbero tanto stimolo quanto una riduzione nel tasso dei fed funds compreso fra mezzo e tre quarti di punto. Ma questa stima è sensibile a quanto a lungo i partecipanti sul mercato si aspettano che la Fed continui a detenere tali titoli". Bernanke, nell'audizione al Senato del 1° marzo ha detto che i rendimenti sul mercato sono influenzati più dallo stock di titoli detenuti dalla Fed, che dal flusso di acquisti. Recentemente Bernanke e Yellen hanno indicato che alla luce del sentiero previsto per il tasso di disoccupazione, la Fed potrebbe mantenere il livello del proprio bilancio sui livelli correnti per un periodo prolungato. Chung et al. propongono un sentiero di graduale riduzione del portafoglio titoli della Fed, ipotizzando il mantenimento di un livello a 2,6 trilioni di dollari da metà 2011 a fine 2012, seguito da una riduzione di circa 300 miliardi all'anno nei successivi 4 anni, con un effetto equivalente a rialzi sui fed funds di 0,7pp a inizio 2014 rispetto allo scenario in cui non fosse stato attuato nessun programma di acquisti, e di 0,5pp rispetto alla situazione in cui la Fed avesse attuato solo il primo programma di acquisti, senza il mantenimento del bilancio a 2 trilioni di dollari come deciso ad agosto 2010 e senza gli acquisti per 600 miliardi di dollari come deciso a novembre 2010.

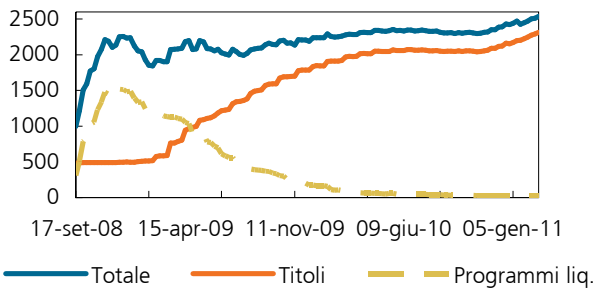
Queste considerazioni indicano che valutare la *stance* di politica monetaria in base al livello dei fed funds in una situazione di ZLB non è equivalente a valutazioni condotte senza vincoli. Il livello di stimolo dato all'economia dal 2008 in poi equivarrebbe a quello ottenuto portando i fed funds a livelli compresi fra -2 e -3%. In questo quadro una regola di Taylor sottovaluta l'ammontare di stimolo monetario effettivamente attuato e ritarda la svolta e la dimensione prescritte per i tassi sulla base delle condizioni macroeconomiche.

2.4. Il bilancio della Fed: enorme, per molti anni a venire

Un capitolo rilevante per la *stance* di politica monetaria riguarda il bilancio e una sua riduzione automatica, in assenza di vendite di titoli, dopo la fine del programma QE2. Ad agosto, la Fed aveva deciso di reinvestire i proventi di scadenze e rimborsi per mantenere il livello del bilancio poco sopra 2 trilioni di dollari; questa direttiva porta ad acquisti per circa 30 miliardi al mese di titoli. Una prima decisione di *policy* potrebbe riguardare la fine dei reinvestimenti dei titoli in scadenza. Le analisi della Fed di San Francisco e le affermazioni di Yellen segnalano che per ora la Fed considera probabile questa svolta verso metà 2012. Quali sono le scadenze naturali dei titoli in portafoglio? Diversi esponenti della Fed hanno detto in passato che la Fed acquista i titoli con l'aspettativa di detenerli fino alla loro scadenza. Questo implica un sentiero di rientro del portafoglio verso livelli "normali" molto lento e analogo a quello incluso nelle simulazioni della San Francisco Fed.

¹¹ H. Chung et al., Estimating the macroeconomic effects of the Fed's asset purchases, FRBSF Economic Letter 2011-03, gennaio 2011.

Il bilancio della Fed continua a lievitare



Fonte: Federal Reserve Board

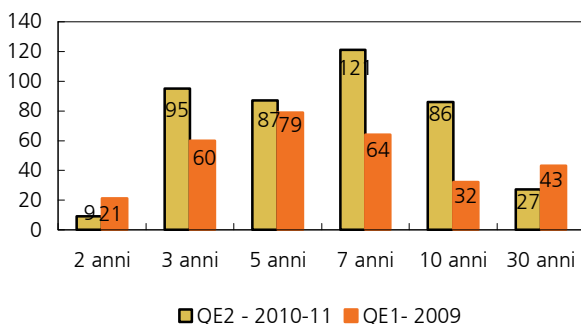
Titoli per scadenza nel portafoglio della Fed

		0-1 anno	1-5 anni	5-10 anni	>10 anni	Totale
US Treasury	mld	99.9	507.1	435.5	170.9	1213.4
	% Treasury	8.2	41.8	35.9	14.1	
Agenzie federali	mld	43.3	69.5	29.0	2.3	144.1
	% Agenzie	30.0	48.2	20.1	1.6	
MBS	mld	0.0	0.0	0.0	958.2	958.2
	% MBS	0.0	0.0	0.0	100.0	
Totale	mld	143.2	576.6	464.5	1131.4	2315.7
	% tot. titoli	6.2	24.9	20.1	48.9	

Fonte: Federal Reserve Board

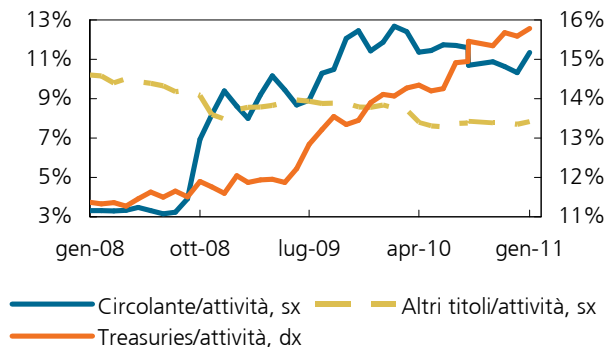
I programmi di acquisto attuati fra il 2009 e il 2011 hanno privilegiato le scadenze fra i 3 e i 7 anni, ma nel secondo programma, la durata media dei titoli acquistati è salita, rendendo maggiore l'inerzia impressa al bilancio attraverso gli interventi. Come mostra la tabella qui sopra, al 23 febbraio il 49% dei titoli in portafogli ha una scadenza maggiore di 10 anni. Circa 700 miliardi scadrebbero entro 5 anni, portando a un livello del portafoglio circa simile a quello indicato dalle simulazioni della San Francisco Fed al 2016.

Acquisti di Treasuries nei due programmi QE...



Fonte: NY Fed, miliardi di dollari

... ma anche le banche continuano a comprarsi Treasuries



Fonte: Federal Reserve Board, elaborazioni Intesa Sanpaolo

2.5. Conclusioni

Anche in questo ciclo la Fed sta adottando un *bias* espansivo nella determinazione della politica monetaria. Fino a poco tempo fa, la politica monetaria era pressoché adeguata con un NAIRU a 5%: la regola di Taylor avrebbe prescritto fed funds a -2,5% a fine 2010, e i tassi sui fed funds corretti per lo stimolo non convenzionale erano pari a circa -2%. Con un NAIRU fra il 6 e il 7% (al 6,5%), il programma QE2 non avrebbe dovuto essere intrapreso: a fine 2010 la regola di Taylor avrebbe prescritto fed funds a -1% e a febbraio un rialzo a -0,3%. Con il NAIRU stimato ora dalla Fed, fra il 5 e il 6%, la svolta dovrebbe essere vicina. Le parole di Bernanke e di altri membri che rappresentano la *leadership* del FOMC segnalano che per gran parte del 2011 lo stimolo monetario rimarrà invariato, con l'implicazione di una Banca centrale anche questa volta dietro la curva, come e più che nel 2004, con la potenziale creazione di una nuova bolla. L'ampio ammontare di risorse inutilizzate previene probabilmente l'instaurarsi di significative pressioni sui prezzi al consumo. Un eccesso di stimolo monetario può distorcere ancora una volta i prezzi degli asset: in questo ciclo il candidato è il mercato del debito federale.

Area euro – La crisi del debito non ferma la ripresa, per ora

- L'evoluzione dello scenario congiunturale degli ultimi mesi conferma la nostra tesi secondo cui la crisi sul debito sta frenando solo in misura molto contenuta la ripresa dell'attività economica. Il 2011 potrebbe vedere anzi un'accelerazione del ciclo grazie a una prima parte dell'anno che dovrebbe risultare robusta.
- Peraltro, aumentano i motivi per vedere un ciclo meno vivace nel 2012. Tra questi: 1) l'impatto ritardato della correzione fiscale; 2) l'incipiente inversione della politica monetaria; 3) gli effetti del rischio-sistemico dato dagli eventi occorsi in Nord Africa e in Giappone. Se a tali eventi si associassero un'ulteriore fiammata dei prezzi delle commodity e un apprezzamento del tasso di cambio, gli effetti sul ciclo nel 2012 potrebbero essere rilevanti.
- L'inflazione AE rimarrà sopra il 2% fino a inizio 2012. Le pressioni derivano ancora dalla volatilità dei prezzi del petrolio e altre commodity. Per il momento gli effetti di ritorno sono trascurabili. Tuttavia, emergono segnali che le pressioni a monte potrebbero traslarsi a valle generando un più diffuso aumento della dinamica inflazionistica e delle attese di medio termine.
- Crisi sul debito e rischio-inflazione sono anche i due crinali su cui si muoverà il difficile cammino di *exit strategy* della BCE, che sembra aver scelto di mantenere le misure non convenzionali in essere per limitare l'impatto della crisi sul debito e viceversa di alzare i tassi di interesse per contrastare i rischi di inflazione. L'idea è che la BCE voglia portare nel giro di un anno i tassi reali a zero, per poi verificare l'andamento del ciclo e il rientro dell'inflazione. Nel trimestre estivo ci potrebbero essere novità in merito al problema delle *addicted bank*, il che comporterebbe modifiche all'attuale sistema di fornitura della liquidità.

Previsioni macro	2010			2011			2012				
	2010	2011	2012	3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.7	1.9	1.4	1.9	2.0	2.3	1.8	1.8	1.8	1.5	1.4
- t/t				0.3	0.3	0.7	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4
Consumi privati	0.7	1.2	0.8	0.1	0.4	0.3	0.4	0.3	0.1	0.2	0.2
Investimenti fissi	-0.8	1.2	1.9	-0.1	-0.6	0.5	0.6	0.4	0.4	0.5	0.5
Consumi pubblici	0.7	0.0	0.1	0.4	0.1	-0.1	-0.2	-0.2	0.0	0.1	0.1
Esportazioni	10.6	8.0	5.4	2.2	1.8	2.0	1.6	1.4	1.3	1.3	1.3
Importazioni	8.7	5.9	5.5	1.4	1.1	1.5	1.1	1.2	1.3	1.4	1.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.4	0.0	0.4	-0.2	-0.2	0.2	-0.1	0.0	0.1	0.2	0.1
Partite correnti (%PIL)	-0.6	0.1	0.3	-0.6	-1.4	-0.4	0.2	0.4	0.3	0.2	0.7
Deficit pubblico (%PIL)	-6.0	-5.0	-4.1								
Debito pubblico (% PIL)	78.9	82.4	84.5								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.6	2.3	1.7	1.7	2.0	2.3	2.2	2.3	2.2	1.7	1.7
Produzione industriale (a/a)	7.2	5.4	1.6	1.1	1.9	1.4	1.1	0.9	0.4	0.0	0.4
Disoccupazione (ILO, %)	10.0	9.7	8.9	10.0	10.0	9.9	9.8	9.7	9.4	9.2	9.0
Euribor 3 mesi	0.81	1.53	2.25	0.87	1.02	1.09	1.41	1.68	1.95	2.07	2.15
Rendim. 10 anni	3.64	4.44	4.56	3.45	3.76	4.13	4.42	4.56	4.67	4.63	4.63
EUR/USD	1.33	1.33	1.34	1.29	1.36	1.37	1.32	1.31	1.33	1.34	1.34

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

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Crescita trainata da export e investimenti

L'evoluzione recente del ciclo nell'area dell'euro conferma la tesi da noi esposta sin dall'emergere della crisi sul debito dei Paesi periferici, e cioè che tale crisi (e la correzione fiscale che ne consegue) non sta, almeno per il momento, più di tanto frenando il trend di ripresa in corso.

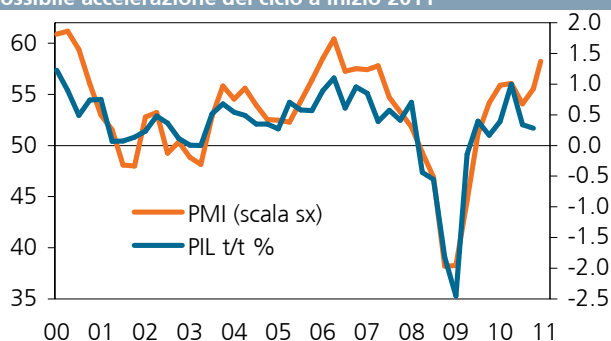
Paolo Mameli

Infatti, **le più recenti indagini congiunturali hanno confermato un'intonazione fortemente espansiva del ciclo.** Si conferma la migliore *performance* dell'industria, più legata al traino dall'export, che non dei servizi, più correlati all'andamento di una ancor debole domanda interna. Per la verità, le indagini (in particolare l'indice dei direttori degli acquisti) hanno di recente persino sovrastimato l'entità della ripresa. Infatti, il livello dei PMI da ormai più di un anno è coerente con

una crescita del PIL su base trimestrale di almeno mezzo punto percentuale, ma la crescita effettiva è stata, in particolare nella seconda metà del 2010, ben inferiore (appena 0,3% t/t). In realtà la produzione manifatturiera è cresciuta significativamente, e la minore crescita rispetto alle indagini è dovuta principalmente a un contributo al valore aggiunto negativo da parte di servizi e costruzioni.

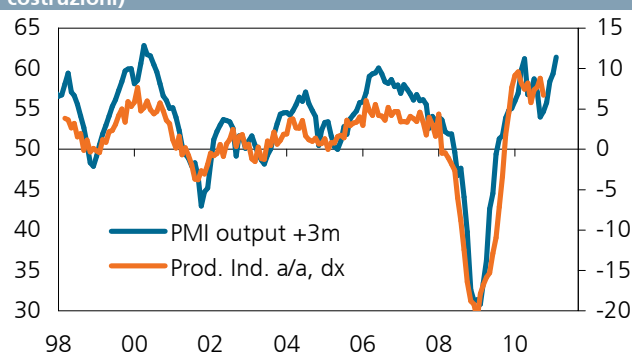
In ogni caso, visti anche i fattori *una-tantum* che hanno frenato la crescita del PIL negli ultimi tre mesi del 2010 (crollo delle costruzioni in Germania dovuto alle condizioni atmosferiche nel mese di dicembre, rientrato poi decisamente a gennaio; crollo delle scorte in Francia, che hanno sottratto quasi un punto percentuale alla crescita), c'è da attendersi un **deciso rimbalzo nel 1° trimestre del 2011** (che, in base al livello dei PMI, potrebbe eguagliare l'1% t/t del 2° trimestre 2010, anche se la nostra stima è più cauta); tale rimbalzo potrebbe proseguire anche nel trimestre primaverile.

Le indicazioni congiunturali per il breve termine segnalano una possibile accelerazione del ciclo a inizio 2011



Fonte: Commissione UE, Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

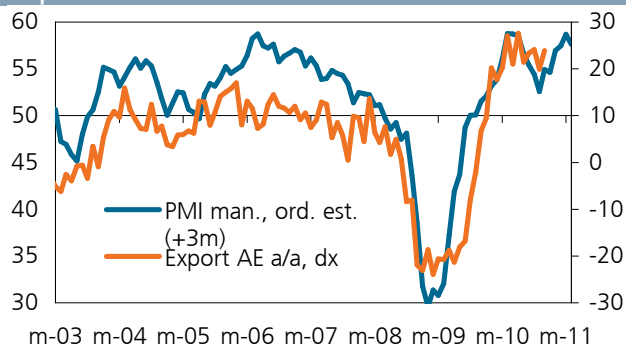
Resta trainante l'industria (assai più anemici i servizi e le costruzioni)



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

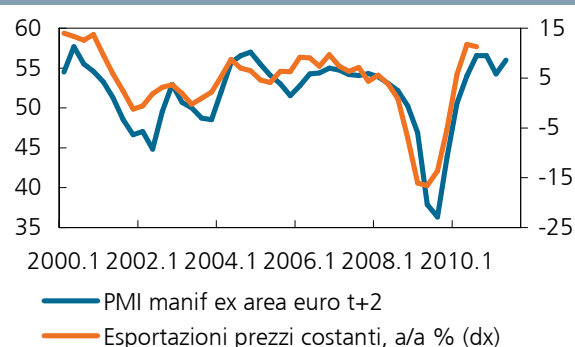
Quella europea resta una ripresa largamente trainata da export e investimenti, giacché nel breve termine non c'è da attendersi a nostro avviso ancora una significativa ripresa per i consumi delle famiglie. Infatti, se da un lato l'occupazione ha già cominciato un sentiero di ripresa tornando in crescita su base annua a fine 2010 per la prima volta da oltre due anni (e la disoccupazione, dopo aver toccato un picco al 10,1% a ottobre, è scesa a 9,9% a gennaio e dovrebbe proseguire in un trend di calo, sia pur molto graduale e moderato), dall'altro lato: 1) i redditi da lavoro restano assai poco dinamici, sulla scia degli effetti ritardati dell'elevata disoccupazione nel settore privato e delle misure di austerità nel settore pubblico; 2) la salita dell'inflazione comincia ad erodere il potere d'acquisto delle famiglie e potrebbe controbilanciare l'impatto sulla fiducia delle famiglie derivante dagli incipienti miglioramenti sul fronte occupazionale. Dunque, **anche nel 2011 (e in prospettiva su tutto l'orizzonte di previsione) difficilmente a nostro avviso la crescita dei consumi privati risulterà significativamente superiore al punto percentuale.**

Le indagini lasciano presagire un export ancora assai dinamico nei prossimi mesi



Fonte: Markit, Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

La domanda mondiale resta in grado di trainare le esportazioni dell'area euro



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

Non escludiamo che il ciclo risulti meno vivace nel 2012

Tuttavia, dopo un 2011 di crescita molto buona (1,9% nelle nostre stime, in accelerazione dall'1,7% dell'anno scorso principalmente sulla scia di una brillante prima metà d'anno), cominciano a delinearsi sufficienti motivi "fondamentali" per vedere un ciclo meno brillante nel 2012. Ci riferiamo in particolare agli effetti della restrizione in corso delle politiche economiche (sia fiscale che monetaria). A questi fattori di carattere squisitamente "domestico" si sono aggiunti di recente quelli derivanti da eventi "esogeni" occorsi in altre parti del mondo e cioè: 1) le tensioni geopolitiche in Nord Africa, con la conseguente impennata del prezzo del petrolio; 2) la catastrofe in Giappone. Un altro rischio sempre presente sullo scenario è poi quello di una eventuale (ennesima) recrudescenza della crisi sul debito (ma a tal riguardo impatti significativi potrebbero venire solo da eventi "importanti" come il default di un Paese anche "piccolo" come la Grecia, o il ricorso al bailout da parte di un Paese "grande" come la Spagna). Tali eventi non rientrano nel nostro scenario centrale per lo meno nel breve termine (anche se il rischio di ristrutturazione del debito per la Grecia non è da escludere nel medio termine).

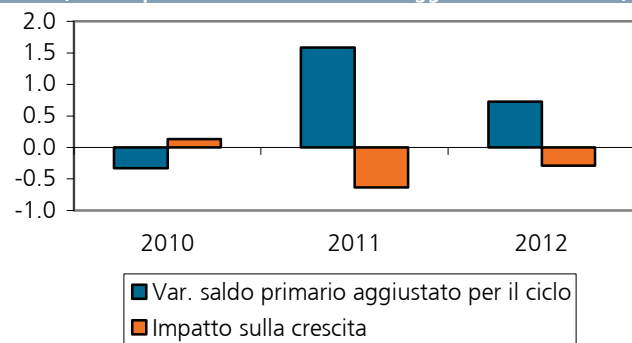
Passiamo in rassegna nell'ordine tali fattori, cominciando dalle politiche economiche. Quanto alla politica fiscale, il miglior indicatore per valutare l'impatto sul ciclo è il saldo primario corretto per il ciclo. Tale saldo è stato fortemente negativo nel 2009 e 2010 (-1,6% e -1,9%), segnalando che fino all'anno scorso l'intonazione della politica fiscale per il complesso dell'Eurozona (non così per i Paesi periferici) è rimasta espansiva. Ora, secondo le nostre stime tale saldo è destinato a migliorare a -0,3% quest'anno, per tornare in positivo l'anno prossimo (a +0,4%). Ne discende che la variazione del saldo primario corretto per il ciclo è di 1,6% quest'anno e di 0,7% il prossimo. In base alle elasticità stimate della crescita rispetto alla (variazione della) politica fiscale, l'impatto negativo sul PIL sarebbe di 0,6% sul 2011 e di 0,3% sul 2012. Tuttavia verosimilmente, tenendo conto del ritardo con cui la politica fiscale agisce sul ciclo e del fatto che parte del miglioramento nel 2011 è connesso alla ricapitalizzazione delle banche irlandesi nel 2010, si può presumere che la restrizione fiscale in atto nel 2011 abbia un impatto sull'anno successivo e che dunque l'impatto maggiore sul ciclo sia proprio sul 2012.

Venendo alla politica monetaria, l'indicatore migliore per cogliere l'impatto (differenziale) sulla crescita è la variazione dei tassi a breve reali (Euribor a 3 mesi al netto dell'inflazione). Considerando le medie annue, dopo un 2010 con tassi reali estremamente negativi (ovvero di politica monetaria eccezionalmente accomodante), i tassi reali per la media di quest'anno resteranno all'incirca sullo stesso livello del 2010 (dunque ancora al di sotto dello zero, a -0,7% da -0,8% dello scorso anno). Solo nel 2012 i tassi reali - in base alle nostre previsioni - tornerebbero in territorio positivo (stimiamo a +0,7%), avendo un impatto rilevante di freno alla crescita. Considerando le elasticità stimate alla variazione dei tassi reali, si può presumere che l'impatto sul PIL sia pari a zero quest'anno e a quattro decimi di crescita in meno sull'anno prossimo.

La stretta fiscale peserà sul ciclo 2011-12 per circa un punto

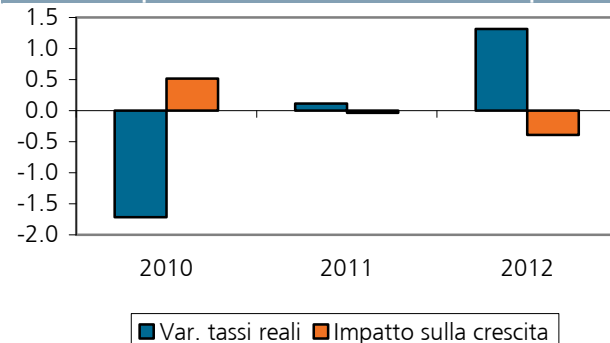
Politica monetaria ancora di supporto al ciclo, ma l'effetto si invertirà nel 2012

Dopo un 2010 ancora espansivo, la politica fiscale invertirà nel 2011 (ma l'impatto sul ciclo si sentirà maggiormente nel 2012)



Fonte: Commissione UE, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

L'inversione della politica monetaria avrà un impatto trascurabile quest'anno e si farà sentire solo l'anno prossimo



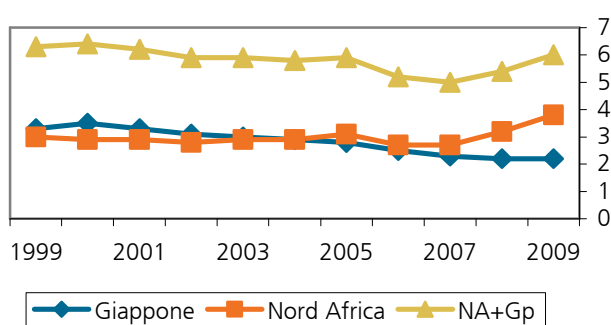
Fonte: Eurostat, BCE, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Venendo ai **rischi connessi agli eventi "geopolitici" che hanno colpito da un lato i Paesi del Nord Africa e dall'altro il Giappone**, essi vanno quantificati tenendo conto della rilevanza di tali mercati per le esportazioni dall'Eurozona. Al riguardo, l'impatto diretto è tutto sommato contenuto, visto che la quota di export verso il Giappone è di poco superiore al 2% e quella verso il Nord Africa di poco inferiore al 4% del totale dell'export (la sola Libia pesa per meno di mezzo punto percentuale sull'export). Questo significa che anche ipotizzando nel prossimo anno (pessimisticamente) un calo del 20% delle esportazioni verso tutti questi Paesi, ne deriverebbe un contributo negativo all'export di poco più di un punto percentuale su base annua e al PIL di tre decimi. C'è da dire che nel caso del Giappone, se gli effetti della catastrofe si estendessero a tutta l'Asia, l'impatto sarebbe rilevante (l'export verso l'intero continente asiatico è risultato pari a oltre il 23% del totale dell'export area euro nel 2010).

Limitati i rischi nel breve termine da Giappone e Nord Africa

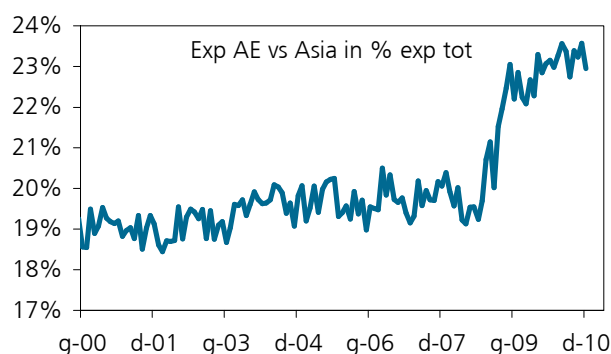
Certo, vi sono poi degli effetti indiretti connessi ai rischi sistemici che questi due "focolai di crisi" possono comportare. Al riguardo, un effetto indiretto, specie della crisi nordafricana (ma anche di quella nipponica in caso di sostituzione dell'energia nucleare con combustibili fossili, effetto che dovrebbe prevalere se non altro nel medio termine rispetto a un primo impatto che è stato quello di semplice caduta della domanda di energia), potrebbe essere un'eventuale ulteriore impennata delle quotazioni petrolifere (vedi simulazione *infra*).

Quote di mercato dell'export area euro verso Giappone e Nord Africa



Fonte: Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Quota di mercato dell'export area euro verso l'Asia



Fonte: Eurostat, Thomson Reuters - Datastream, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

In sintesi, mentre tutte le principali previsioni sulla crescita del PIL area euro vedono un'accelerazione del ciclo nel 2012 rispetto al 2011, noi **riteniamo che i rischi sulla crescita siano verso l'alto quest'anno e verso il basso l'anno prossimo.**

Certo, ci sono anche rischi verso l'alto sulla crescita, il principale dei quali deriva dal fatto che l'impostazione della crescita mondiale dovrebbe rimanere molto espansiva e in grado di trainare il ciclo, tipicamente *export-led*, dell'Eurozona. Ciò è vero non solo con riferimento ai Paesi cosiddetti "emergenti" (dove il ciclo resta assai dinamico) ma anche a quelli sviluppati, in particolare sembra di poter dire che l'orientamento ancora eccezionalmente espansivo delle politiche economiche negli Stati Uniti è in grado di non far deragliare la ripresa in quella che resta l'economia *leading* del pianeta (e i dati sul commercio con l'estero hanno mostrato di recente un forte aumento del contributo alla crescita dell'export Eurozona dagli Stati Uniti d'America). **La buona impostazione del ciclo mondiale che caratterizza il nostro scenario centrale farà sì che il rallentamento del PIL area euro nel 2012 rispetto al 2011 sia tutto sommato modesto.**

La spinta dal ciclo mondiale potrebbe risultare anche più forte del previsto

Scenari di rischio

Abbiamo effettuato delle simulazioni nel modello *Oxford Economics Forecasting* (OEF) per cogliere l'impatto di scenari di rischio diversi rispetto allo scenario base (che vede una crescita dell'1,9% quest'anno e dell'1,4% il prossimo).

Il primo scenario di rischio è quello in cui il **prezzo del petrolio** si attesti *permanentemente* a 150 dollari a partire dal 2° trimestre 2011. L'effetto, rispetto allo scenario-base, è quello di ridurre il PIL area euro di mezzo punto percentuale quest'anno e dello 0,6% il prossimo. Sull'inflazione l'impatto è ancor più rilevante, in quanto il CPI salirebbe di 0,8% quest'anno e di oltre un punto l'anno prossimo. Dunque lo *shock* avrebbe effetti importanti.

L'altro fattore di rischio è la restrizione monetaria "preannunciata" dalla BCE (o meglio, bisognerebbe più appropriatamente parlare di minore espansività della politica monetaria), e conseguentemente, l'apprezzamento del tasso di cambio (oggi sopra 1,40 contro dollaro, da 1,327 della media 2010). Abbiamo dunque simulato, sempre con l'ausilio del modello OEF, prima disgiuntamente e poi congiuntamente allo scenario di rischio sul petrolio, l'impatto di questi due altri *shock*.

Nel caso della **politica monetaria**, rispetto al nostro scenario precedente (che vedeva un primo rialzo dei tassi solo a fine 2011), la maggiore restrizione è piuttosto modesta: pessimisticamente, il peggio che ci si può attendere, a nostro avviso, è che la BCE porti il refi al 2% a fine 2011 e al 3% a fine 2012. In tal caso, l'effetto sarebbe, rispetto al nostro scenario centrale, di sottrarre al PIL appena un decimo quest'anno e due decimi il prossimo; l'inflazione quest'anno non ne sarebbe significativamente influenzata, mentre l'anno prossimo sarebbe più bassa di un decimo.

Infine, abbiamo simulato l'impatto di un **tasso di cambio** dell'euro che, anziché deprezzarsi come nel nostro scenario centrale, resti all'incirca attorno agli attuali livelli (a 1,40 contro il dollaro) per tutto l'orizzonte di previsione. Rispetto al nostro scenario centrale (che vede una media del cambio EUR/USD a 1,33 nel 2011 e a 1,34 nel 2012) ciò implicherebbe una minore crescita del PIL di -0,1% sia quest'anno che il prossimo; il cambio forte farebbe anche da calmiera per i prezzi, visto che il CPI risulterebbe più basso di tre decimi sia nel 2011 che nel 2012.

Abbiamo infine simulato l'**effetto combinato di tali scenari** (petrolio+BCE+tasso di cambio), che implicherebbe poco meno di mezzo punto percentuale in meno di crescita e mezzo punto in più di inflazione nel 2011, e quasi un punto in meno di PIL e oltre un punto in più di CPI nel 2012. Pertanto, date le nostre attuali previsioni, l'effetto congiunto dei suddetti shock potrebbe essere tale da causare una crescita del PIL di appena mezzo punto percentuale (ovvero sia una recessione lieve) nel 2012.

Scenari di rischio per l'economia area euro: simulazioni (scostamenti % rispetto allo scenario-base)

	PIL		CPI	
	2011	2012	2011	2012
BRENT=150 dollari a partire dal 2° trimestre 2011	-0.5	-0.6	0.8	1.2
Tasso BCE al 2% a fine 2011 e al 3% a fine 2012	-0.1	-0.2	0.0	-0.1
EUR/USD=1.40 a partire dal 2° trimestre 2011	-0.1	-0.1	-0.3	-0.3
SHOCK SIMULTANEI	-0.4	-0.9	0.5	1.1

Fonte: simulazioni Intesa Sanpaolo su modello *Oxford Economics Forecasting*

Inflazione: puntata (per ora) temporanea sopra target

L'inflazione area euro ha toccato il 2,4% a/a a febbraio, dallo 0,8% a/a di un anno prima per poi retrocedere marginalmente a marzo al 2,3% a/a. Non vediamo movimenti significativi dai livelli attuali da qui a fine anno. Nel corso del 2012, ci aspettiamo, invece, che la dinamica dei prezzi torni al di sotto del 2%. In media annua l'inflazione area euro è vista al 2,3% quest'anno ed all'1,7% il prossimo.

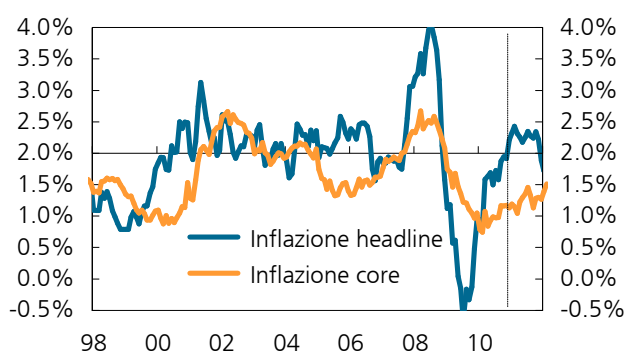
Anna Maria Grimaldi

Il rialzo dell'inflazione nell'area euro è spiegato per lo più dall'accelerazione della componente energia e, a partire da settembre scorso, degli alimentari, su scia della volatilità dei prezzi delle commodities e del cambio euro/dollaro. Il capitolo energia spiega lo 0,7% dell'inflazione 2010 (1,6%) e gli alimentari uno 0,1%. Il contributo di energia e alimentari è atteso rallentare progressivamente sull'orizzonte di previsione in parte perché il nostro scenario centrale assume un rientro del prezzo del greggio intorno ai 100 dollari ed un cambio circa stabile in area 1,30/1,35 dall'estate in avanti. In media 2011 il petrolio è visto a 77 euro (livello già toccato nei primi tre mesi dell'anno) e a 75 euro nel 2012.

Contributo di energia e alimentari scemerà allo stabilizzarsi di petrolio e cambio, ma anche per effetti statistici

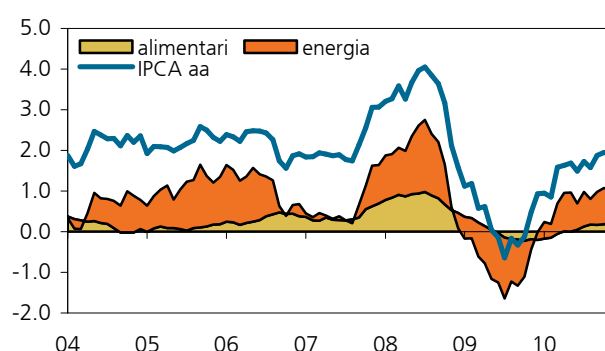
Un contributo alla dinamica dei prezzi al consumo, nel corso del 2010, è già venuto dai rialzi della tassazione indiretta in Spagna e Grecia. L'impatto sulla media area euro 2010 è stato di solo un decimo, ma ulteriori pressioni si avranno sull'orizzonte di previsione data la necessità di ridurre i deficit in quasi tutti i Paesi membri. La BCE ha posto l'enfasi su questo punto all'ultima conferenza stampa.

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



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... da energia ed alimentari, ma il contributo andrà scemando

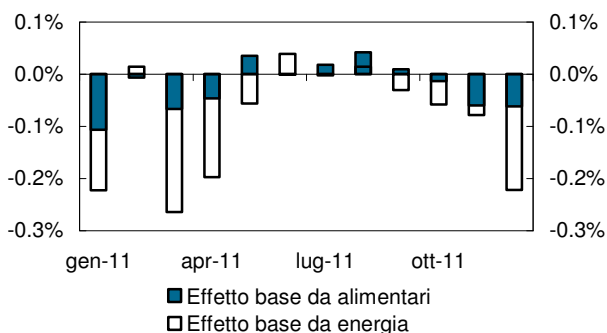


Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Oltre al rientro delle pressioni dalle esogene, anche gli effetti statistici avranno un peso non trascurabile sulla dinamica annua di energia e (in minor misura) alimentari, in particolare nella seconda metà di quest'anno, quando i forti incrementi del petrolio e commodities usciranno dal confronto annuale. Si veda, a riguardo, il grafico nella pagina successiva e, per maggiori dettagli, il Bollettino di febbraio della BCE (pagg. 48-51).

I rischi per la dinamica del CPI energia ed alimentari sono ancora verso l'alto, data l'elevata incertezza sul fronte geopolitico e possibili sorprese dal lato della domanda.

Anche grazie ad effetti statistici



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

Si fanno sentire gli effetti della tassazione indiretta

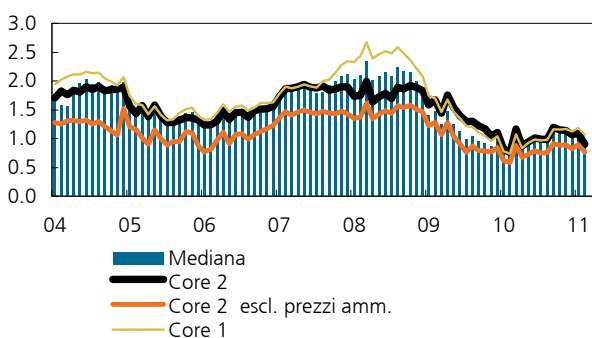


Fonte: Eurostat (per CPI a tassazione costante), BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo per prezzi amministrati

Lo scorso marzo la BCE ha sorpreso i mercati segnalando che il quadro macro suggerisce un atteggiamento di "stretta vigilanza" affinché il recente rialzo della dinamica dell'inflazione *headline* non si traduca in un aumento diffuso delle pressioni inflative e delle attese. Le preoccupazioni della BCE potrebbero sembrare non condivisibili dal momento che a fronte del marcato rialzo dell'inflazione calcolata sull'indice generale, le diverse misure di dinamica sottostante hanno visto incrementi decisamente più contenuti. Sulla misura preferita dalla BCE (al netto di energia e alimentari freschi), l'inflazione *core* è rimasta stabile all'1,2% a/a negli ultimi sei mesi, ben al di sotto della media degli ultimi dieci anni. Anche la mediana calcolata su diverse misure di inflazione sottostante è rimasta all'1,1% a/a a febbraio. In realtà, stanno emergendo chiari segnali che i rialzi dei prezzi a monte potrebbero diventare più pervasivi. La media troncata al 15%, utilizzata anche dalla BCE, ha guadagnato ulteriormente a febbraio. Generalmente, come mostra il grafico, la media troncata tende ad anticipare le svolte degli altri indicatori d'inflazione sottostante e suggerisce rischi di rialzo della dinamica sottostante nei prossimi mesi anche più marcati rispetto alle nostre stime. Al momento si tratta di effetti di ritorno dei passati aumenti dei prezzi all'import (anche non energetici) che riflettono il rincaro dei prezzi delle *commodities* e del passato deprezzamento del cambio

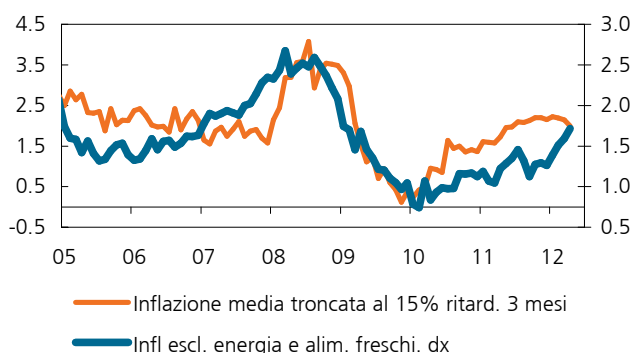
Inflazione sottostante in risalita le pressioni a monte della catena produttiva si stanno facendo sentire

La dinamica sottostante rimane sotto controllo



Fonte: Eurostat, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo
Nota: Core 1: IPCA esclusi energia ed alimentari freschi; Core 2: IPCA esclusi energia e prezzi amministrati

Ma in prospettiva dovrebbe risalire verso l'1,8%



Fonte: Eurostat, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

In generale, gli effetti di prima battuta di un rialzo del prezzo del petrolio generano un aumento del livello dei prezzi, ma non hanno un impatto duraturo sull'inflazione. Il rischio deriva dall'emergere di effetti di seconda battuta legati alla reazione di salari e prezzi per compensare l'erosione di potere d'acquisto legata all'aumento del prezzo del greggio. Fino a fine 2010, la dinamica dei salari contrattuali nell'area euro come misurata dalla BCE rimaneva poco variata

L'ampio slack nell'economia dovrebbe limitare l'emergere di effetti di seconda battuta

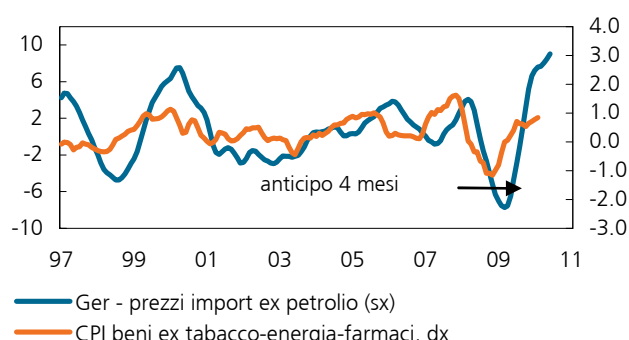
rispetto ad un anno prima (1,4%) e sui minimi assoluti dal 1993. Storicamente nell'area euro la dinamica dei salari segue con ritardo di sei mesi la dinamica inflazionistica totale e di 3 mesi quella *core*. La probabilità che uno shock da petrolio generi effetti di seconda battuta dipende comunque da una serie di fattori: la posizione ciclica dell'economia, la presenza di meccanismi di indicizzazione dei salari e dalla stabilità delle attese d'inflazione.

L'elevato tasso di disoccupazione dovrebbe limitare l'*upside* per i salari reali ed effetti di seconda battuta. L'indicizzazione di salari ai prezzi è ancora presente in alcuni paesi dell'area, anche se rispetto al decennio scorso la reazione è decisamente più blanda. La BCE nel bollettino di marzo 2011 nota che le misure di *slack* contribuiscono a spiegare l'inflazione passata, ma hanno un limitato potere previsivo sia nel breve che nel lungo periodo, mentre le attese d'inflazione hanno un ruolo fondamentale per prevedere l'inflazione futura (The link between inflation and the output gap pagg. 83-84).

La stabilità delle attese di inflazione di medio e lungo termine rimane cruciale in una fase di rialzo dell'inflazione effettiva. A fronte di uno shock temporaneo sulla dinamica dei prezzi al consumo, come quello osservato nel 2007 – 2008 quando il rialzo e poi la correzione del prezzo del petrolio fu esacerbato dal fallimento di Lehman, la stabilità delle attese d'inflazione di medio periodo è stato un elemento cruciale per evitare il materializzarsi di effetti di seconda battuta come nota la BCE nel Bollettino di febbraio scorso (si veda *Inflation expectations: a review of recent developments*) Le attese di prezzo delle famiglie sono risalite negli ultimi sei mesi ma rimangono appena al di sopra della media di lungo termine, ma ciò non sorprende dal momento che storicamente le attese delle famiglie si muovono con l'inflazione effettiva e rispondono a shock temporanei. Quel che conta è l'ancoraggio delle attese di medio termine. Le previsioni di Consenso sono salite sensibilmente per l'anno in corso, adattandosi alle sorprese dai prezzi delle commodities, ma vedono ancora l'inflazione 2012 al di sotto del 2%; anche la Survey dei Professional Forecasters (SPF) indica un aumento delle attese un anno in avanti. Le previsioni a 5 anni nell'indagine dei *Professional Forecasters* sono rimaste all'1,9% negli ultimi due anni nonostante le forti fluttuazioni dell'inflazione effettiva e dei movimenti delle attese di breve termine derivabili dalla stessa indagine. Anche le attese di inflazione a 5 anni derivabili dagli swap a 5 anni euro e fwd Germania a 5 anni sono stabili.

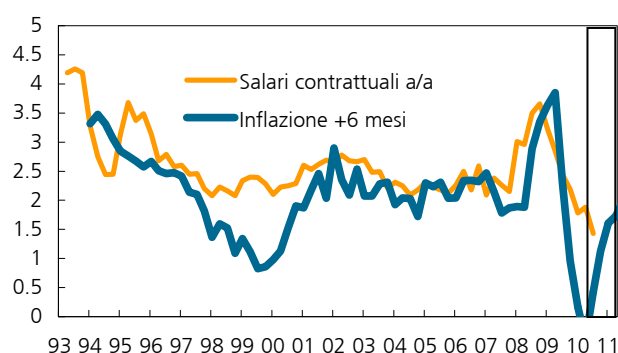
Rimane cruciale la stabilizzazione delle attese di medio termine

Ma le pressioni a monte potrebbero traslarsi a valle



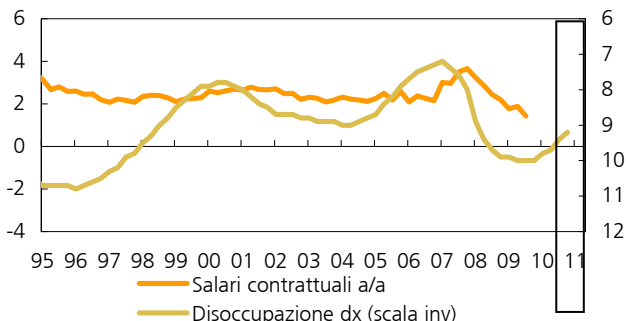
Fonte: NTC Research, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Al momento gli effetti di seconda battuta non si sono visti



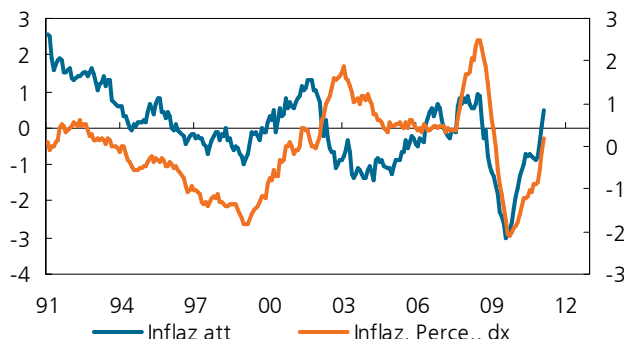
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'ampio *slack* dovrebbe limitare l'*upside*



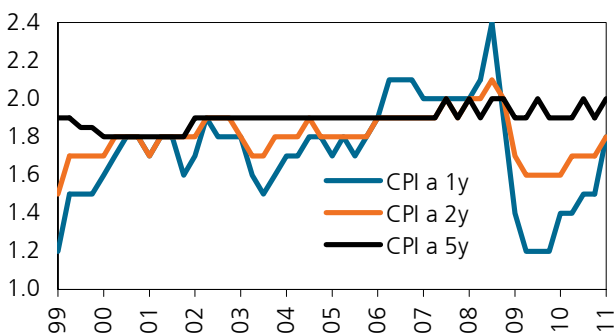
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Attese delle famiglie in salita, ma ancora storicamente basse



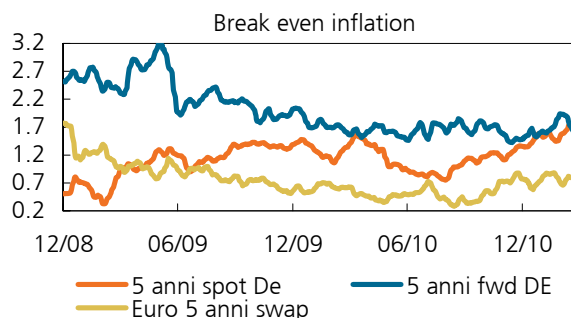
Fonte: Commissione UE Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Consensus Economics ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... mercato stabili



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il rialzo dell'inflazione al di sopra del 2% dovrebbe confermarsi un episodio temporaneo. È tuttavia innegabile che le pressioni inflative sono aumentate rispetto a sei mesi fa. I rischi sono ancora verso l'alto perché rimane un ampio margine d'incertezza sulla dinamica di petrolio e cambio. **Se il petrolio dovesse aggirarsi in media sui 115 dollari sull'orizzonte di previsione** (+5% rispetto alla nostra previsione di 103 dollari per il 2011 e +15% rispetto alla nostra stima di 99 dollari nel 2012), **l'inflazione area euro rimarrebbe al di sopra del 2% anche nel 2012.** (Si veda la scheda di seguito per l'impatto di uno *shock* sul greggio sull'inflazione).

I rialzi di tassazione indiretta e prezzi amministrati rappresentano un ulteriore fattore di rischio dal momento che potrebbero incidere in modo non trascurabile, data l'urgenza del consolidamento fiscale richiesto a quasi tutti i Paesi membri. In questa fase gli effetti di seconda battuta rimangono più contenuti, ma non è possibile escludere che al consolidarsi delle condizioni di domanda emergano pressioni sulla dinamica salariale.

Impatto di uno *shock* sul greggio sull'inflazione area euro

Utilizziamo le stime pubblicate dalla BCE nell'articolo apparso sul bollettino di agosto 2010 (*Oil prices – Their determinants and impact on euro area inflation and the macroeconomy*) per quantificare l'impatto di uno *shock* sul greggio sul CPI. La stima degli effetti di uno *shock* sul petrolio richiede la valutazione di effetti di prima battuta - trasmissione del rialzo ai prezzi alla produzione e quindi al CPI energia - e la stima di effetti di seconda battuta, reazione dei salari e altri prezzi.

L'impatto diretto di uno *shock* sul greggio sul capitolo energia del CPI dipende dall'elasticità dei prezzi dei combustibili al prezzo del petrolio, che a sua volta dipende dalla struttura di costi e

marginari e dal peso della tassazione indiretta. La BCE raccoglie i risultati di studi recenti sull'entità e velocità della trasmissione di un aumento del prezzo del greggio ai prezzi dei combustibili. Questi studi rilevano che la trasmissione di uno shock del greggio ai prezzi al consumo (pre-tasse) è completa e piuttosto rapida, il massimo dell'impatto si ha tra le tre e le cinque settimane. Un aumento del 20% del prezzo del petrolio in euro determina un aumento di circa il 16% del CPI energia. Un aumento del 60% genera un aumento del 33% ed un aumento del 100% un incremento del 40%.

Per quanto riguarda gli effetti di seconda battuta, la BCE utilizza analisi diverse dal momento che gli effetti di ritorno di un aumento del prezzo del greggio possono aversi a livelli diversi del processo produttivo.

L'impatto complessivo di un aumento del 10% del prezzo del greggio sul CPI è tra lo 0,2% e lo 0,3% dopo due/tre anni. Di questo circa la metà è dovuto a effetti di seconda battuta dai salari, in linea con le stime dell'OECD e dell'IMF e del modello trimestrale dell'INSEE

Impatto di un rincaro del prezzo del greggio del 10% sul CPI area euro dopo due anni			
	Totale	Diretto	Indiretto
BCE – Agosto 2010 modelli strutturali salari che rispondono allo shock	0.45	0.25	0.2
BCE – Agosto 2010 modelli strutturali salari fermi	0.36	0.26	0.10
BCE – Agosto 2010 VAR strutturali 1971 - 2009	0.45	0.20	0.25
BCE – Agosto 2010 VAR strutturali 1980 - 2009	0.36	0.16	0.20
IMF Multimod	0.22		
OECD Interlink	0.20		
INSEE MZE 3	0.20		

Fonte: ECB Oil prices – Their determinants and impact on euro area inflation and the macroeconomy, Agosto 2010
 OECD working paper No.306 OECD Interlink: Dalsgaard, T., C. André and P. Richardson (2001), "Standard shocks in the OECD Interlink Model". IMF Multimod: Hunt, B., P. Isard and D. Laxton (2001), "The macroeconomic effects of higher oil prices"
 INSEE Macroeconomic model MZE – 2003

La BCE va alla guerra (solitaria) contro l'inflazione

La BCE è pronta alla svolta sui tassi: dalla riunione di marzo sono emersi rischi verso l'alto sull'inflazione, tassi non più definiti appropriati, e "strong vigilance". Un rialzo è possibile nella riunione di aprile, e non dovrebbe rimanere l'unico per quest'anno. L'idea è che la BCE voglia portare nel giro di un anno i tassi reali a zero, per poi verificare l'andamento del ciclo e il rientro dell'inflazione. Nel trimestre estivo ci potrebbero essere novità in merito al problema delle *addicted bank*, che comporterebbe modifiche all'attuale sistema di fornitura della liquidità.

Paolo Mameli

Nella riunione di marzo, la BCE ha sostanzialmente "preannunciato" un rialzo dei tassi in tempi ravvicinati e ha ribadito la dottrina della "forte separazione" fra misure convenzionali e non convenzionali, segnalando un possibile intervento sui tassi già ad aprile; d'altro canto, è stata mantenuta in essere la piena allocazione nelle aste su tutte le scadenze per il trimestre primaverile e per tutto il tempo ritenuto necessario. Alla luce di un rialzo delle previsioni e dei rischi sull'inflazione, i tassi non sono più definiti "appropriati" e si annuncia una fase di "forte vigilanza", per segnalare che un rialzo "è possibile", anche se "non certo", alla riunione del 7 aprile. Un margine di cautela sul *timing* del rialzo ad aprile potrebbe essere giustificato a causa del rischio che gli sviluppi della catastrofe giapponese e degli eventi in Nord Africa e/o un esito deludente del *summit* europeo facciano salire il livello di tensione sui mercati finanziari. In prospettiva, Trichet ha indicato che non sarebbe un'interpretazione corretta vedere un eventuale rialzo come l'inizio di una serie di rialzi, ma non ha voluto rispondere a domande relative alla dimensione degli interventi, indicando solo che non è appropriato aspettarsi una "grande" variazione.

La BCE ha sorpreso tutti a marzo, anticipando i tempi previsti dei rialzi sui tassi

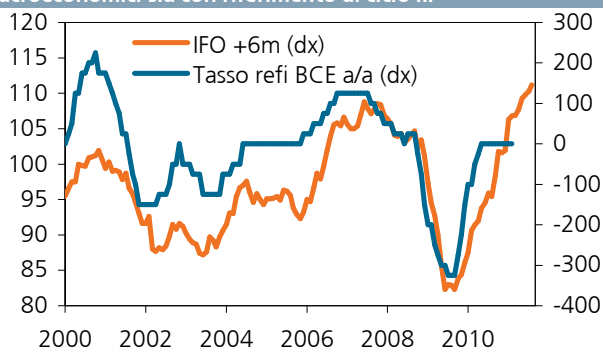
L'elemento da cui discende la nuova indicazione per lo scenario dei tassi d'interesse è la **revisione delle previsioni e dei rischi sull'inflazione**. Il punto di partenza è la revisione delle previsioni per il 2011-12 comunicata a marzo. La BCE rivede le previsioni dell'inflazione nel 2011 in un *range* compreso fra 2% e 2,6% (punto centrale: 2,3%), in calo però nel 2012 a un intervallo compreso fra 1% e 2,4% (punto centrale: 1,7%). È importante rilevare che le previsioni sono state formulate sulla base dei prezzi impliciti nei contratti *future* nelle due settimane fino al 10 febbraio (prezzo del *brent* pari a 101,3 dollari in media nel 2011 e 102,4 dollari nel 2012) e non incorporano i più recenti e ampi aumenti del prezzo del petrolio (sulla base dei *future* al 18 marzo, il prezzo medio del *brent* è visto pari a 111,1 dollari nel 2011 e a 110,7 dollari nel 2012), pertanto sembra di poter senz'altro affermare che i rischi sulle previsioni BCE di marzo siano ancora vero l'alto. Infatti, la stessa BCE afferma che la **valutazione dei rischi sull'inflazione è ora verso l'alto**, senza qualificazioni, laddove fino a febbraio i rischi erano "generalmente bilanciati" anche se con possibilità di svolta verso l'alto. I rischi derivano non solo da possibili ulteriori aumenti dei prezzi delle *commodity*, ma anche da possibili nuovi rialzi delle imposte indirette (questi due fattori erano già citati a febbraio) e, infine, anche da pressioni derivanti da aumenti della domanda interna. Quest'ultima è una novità rilevante nella valutazione di marzo rispetto a febbraio. Per quanto riguarda la crescita, c'è una revisione verso l'alto dell'intervallo previsivo per il 2011 (a 1,7% da 1,4%), mentre il 2012 è pressoché invariato (a 1,8% da 1,7%): i rischi sulla crescita restano generalmente bilanciati e caratterizzati da elevata incertezza.

Proiezioni macroeconomiche BCE <i>vis-a-vis</i> Consensus e Intesa Sanpaolo								
Data previsione	Anno	BCE		Consensus		Intesa Sanpaolo		
		IPCA	PIL	IPCA	PIL	IPCA	PIL	
Giu-09	2010	0.6/1.4 (1.0)	-1.0/0.4 (-0.3)	1.2	0.3	1.4	0.4	
Set-09	2010	0.8/1.6 (1.2)	-0.5/0.9 (0.2)	1.2	1.0	1.6	0.8	
Dic-09	2010	0.9/1.7 (1.3)	0.1/1.5 (0.8)	1.2	1.3	1.4	1.0	
Mar-10	2010	0.8/1.6 (1.2)	0.4/1.2 (0.8)	1.1	1.1	1.3	1.0	
Mar-10	2011	0.9/2.1 (1.5)	0.5/2.5 (1.5)	1.4	1.5	1.5	1.4	
Giu-10	2010	1.4/1.6 (1.5)	0.7/1.3 (1.0)	1.4	1.1	1.6	1.1	
Giu-10	2011	1.0/2.2 (1.6)	0.2/2.2 (1.2)	1.5	1.4	1.7	1.6	
Set-10	2010	1.5/1.7 (1.6)	1.4/1.8 (1.6)	1.5	1.2	1.6	1.6	
Set-10	2011	1.2/2.2 (1.7)	0.5/2.3 (1.4)	1.6	1.4	1.7	1.7	
Dic-10	2010	1.5/1.7 (1.6)	1.6/1.8 (1.7)	1.5	1.6	1.6	1.6	
Dic-10	2011	1.3/2.3 (1.8)	0.7/2.1 (1.4)	1.6	1.5	1.7	1.7	
Dic-10	2012	0.7/2.3 (1.5)	0.6/2.8 (1.7)	ND	ND	1.8	1.4	
Mar-11	2011	2.0/2.6 (2.3) ↑	1.3/2.1 (1.7) ↑	2.3	1.7	2.2	1.9	
Mar-11	2012	1.0/2.4 (1.7) ↑	0.8/2.8 (1.8) ↑	1.8	1.7	1.7	1.4	

Note: BCE tra parentesi il valore medio dell'intervallo di stima
Fonte: BCE, Consensus Forecast, Intesa Sanpaolo

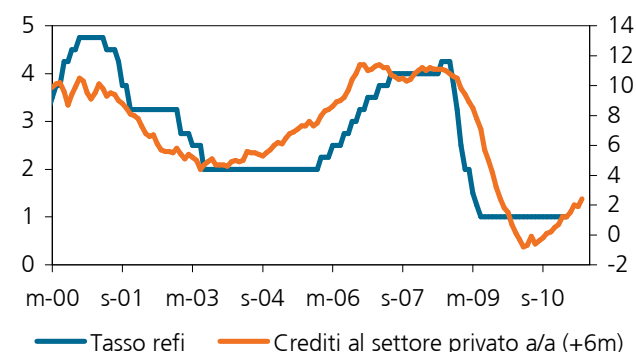
Per quanto riguarda la **politica monetaria non convenzionale**, applicando il principio della separazione la BCE ha **esteso la piena allocazione sui rifinanziamenti a tutte le scadenze fino al periodo di riserva che finisce il 12 luglio**. Sono state annunciate le date delle prossime aste a tre mesi (27 aprile, 25 maggio e 29 giugno), e si è ribadito l'impegno a seguire le condizioni dei mercati nel prossimo trimestre. Trichet ha ancora una volta sottolineato che le banche con accesso limitato ai mercati devono "urgentemente ricapitalizzarsi e aumentare la loro efficienza".

Un rialzo dei tassi è giustificato dai fondamentali macroeconomici sia con riferimento al ciclo ...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE, IFO

... che alla ripresa degli aggregati monetari e creditizi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

In conclusione, sembra di poter dire che, in base a quanto emerso nella riunione di marzo, **i tassi dovrebbero salire in tempi brevi**, ma alla luce delle previsioni di aumento solo temporaneo dell'inflazione e di assenza, per ora, di effetti di seconda battuta, un eventuale rialzo è un intervento "preventivo" e non deve ancora essere visto come l'inizio di una serie di rialzi. In pratica, ciò dovrebbe tramutarsi in **interventi distanziati nel tempo e con obiettivi inizialmente limitati, forse di azzeramento dei tassi reali**.

Scenario Macroeconomico

Marzo 2011

La valutazione dei rischi su crescita e inflazione secondo il <i>wording</i> della BCE		
	Rischi sulla crescita	Rischi sull'inflazione
Marzo 2011	"sostanzialmente bilanciati" (incertezza "elevata")	"verso l'alto"
Febbraio 2011	"lievemente verso il basso" (incertezza "elevata")	"sostanzialmente bilanciati, ma potrebbero orientarsi verso l'alto"
Gennaio 2011	"lievemente verso il basso" (incertezza "persistentemente elevata")	"sostanzialmente bilanciati, ma potrebbero orientarsi verso l'alto"
Dicembre 2010	"verso il basso" (incertezza "persistentemente elevata")	"sostanzialmente bilanciati"
Novembre 2010	"lievemente verso il basso" (incertezza)	"lievemente verso l'alto"
Ottobre 2010	"lievemente verso il basso" ("perdurante" incertezza)	"lievemente verso l'alto"
Settembre 2010	"lievemente verso il basso" ("perdurante" incertezza)	"lievemente verso l'alto"
Agosto 2010	"sostanzialmente bilanciati" (incertezza)	"sostanzialmente bilanciati"
Luglio 2010	"sostanzialmente bilanciati" (incertezza "elevata")	"sostanzialmente bilanciati"
Giugno 2010	"sostanzialmente bilanciati" (incertezza "insolitamente elevata")	"sostanzialmente bilanciati"
Maggio 2010	"sostanzialmente bilanciati" (incertezza "insolitamente elevata")	"in qualche misura verso l'alto" nel breve periodo, "sostanzialmente bilanciati" a medio termine
Aprile 2010	"sostanzialmente bilanciati" (incertezza)	"sostanzialmente bilanciati"
Marzo 2010	"sostanzialmente bilanciati" ("perdurante" incertezza)	"sostanzialmente bilanciati"
Febbraio 2010	"sostanzialmente bilanciati"	"sostanzialmente bilanciati"
Gennaio 2010	"sostanzialmente bilanciati"	"sostanzialmente equilibrati"
Dicembre 2009	"sostanzialmente bilanciati"	"sostanzialmente equilibrati"

Fonte: bollettini mensili BCE

In base al modo di ragionare della BCE, alzare i tassi già in primavera non equivarrebbe tanto a una restrizione monetaria, quanto a evitare che la politica monetaria diventi ancor più eccezionalmente accomodante. Significativa a questo riguardo una dichiarazione di Bini Smaghi dell'8 marzo, secondo cui nelle attuali condizioni (con l'economia mondiale che ha ripreso a crescere e l'emergere di rischi di inflazione) mantenere i tassi di intervento sui livelli degli ultimi due anni, diventati negativi al netto dell'inflazione, farebbe ulteriormente aumentare il grado di espansione monetaria, accentuando gli incentivi ad adeguare prezzi e costi interni all'inflazione importata e pertanto rischiando di disancorare le aspettative di inflazione. Secondo Bini Smaghi, più si aspetta ad adeguare il livello dei tassi, più ampia sarà la dimensione dell'aggiustamento e maggiore il rischio di destabilizzare i mercati.

Sulla base di questa e altre dichiarazioni di membri del Consiglio, sembrerebbe di poter affermare che la BCE ha probabilmente in mente di **riportare, nell'arco di 9-12 mesi, i tassi di interesse reali almeno a zero**, il che vorrebbe dire in un intervallo compreso tra l'1,75% e 2,25%, a seconda che si consideri l'inflazione attesa nel medio termine o quella effettiva.

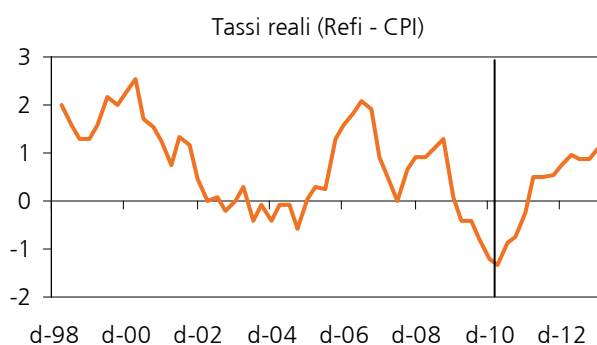
Non è escluso che, dopo aver portato, nel nostro scenario centrale, i tassi al 2% entro marzo 2012, la BCE decida poi di prendersi una pausa, per verificare: 1) l'effettivo rientro dell'inflazione, che, sulla base di effetti statistici, dovrebbe proprio a cavallo tra fine 2011 e inizio 2012 ritornare sotto il 2%; 2) l'evoluzione della crisi sul debito, una "spada di Damocle" sempre imminente sullo scenario; 3) la tenuta del ciclo, che potrebbe, nel nostro scenario centrale, mostrare un (sia pure non drammatico) rallentamento rispetto ai ritmi piuttosto robusti che dovrebbero caratterizzare almeno buona parte del 2011.

È chiaro che **la direzione di medio termine dei tassi rimane quella di una salita** dai livelli eccezionalmente compressi che caratterizzano la fase attuale, dunque la BCE potrebbe poi riprendere ad "adeguare" il livello dei tassi tra la fine del 2012 e il 2013. In generale, tendiamo a

Verso un obiettivo di azzeramento dei tassi reali nel giro di un anno

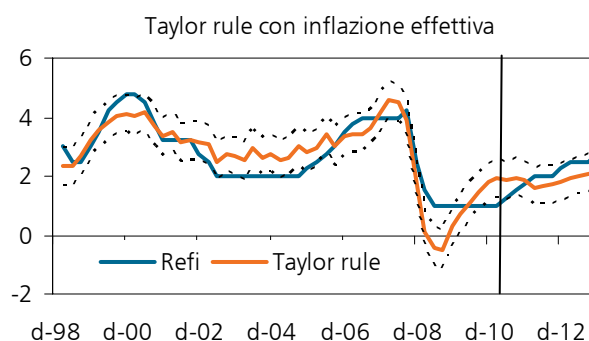
pensare che i rischi rispetto alle aspettative di mercato sui tassi BCE siano verso il basso con riferimento al 2012-2013 (anni nei quali ci aspettiamo un ciclo europeo non particolarmente brillante) e verso l'alto con riferimento invece agli anni successivi. Il nostro scenario è circa in linea con il mercato per quanto riguarda le attese sul 2011.

Nel nostro scenario centrale, i tassi reali si azzereranno tra fine 2011 e inizio 2012



Fonte: stime e previsioni Intesa Sanpaolo su dati BCE, Eurostat

La regola di Taylor suggerisce già oggi un intervento sui tassi, ma prescrive rialzi solo moderati successivamente



Fonte: stime e previsioni Intesa Sanpaolo su dati BCE, Eurostat, OCSE

L'altro punto è se la revisione dello scenario sarà tale da far venir meno le misure non convenzionali attualmente in atto e nello specifico la politica di fornitura illimitata di liquidità. A tal riguardo ancora Bini Smaghi ha dichiarato il 21 febbraio che con l'inflazione oltre il 2% e i tassi al minimo storico dell'1% occorrerà valutare se la situazione relativa alla liquidità "è ancora adeguata".

**Il rinnovo della piena
allocazione e il problema delle
*addicted bank***

Anche a tal proposito è opportuno fare un'analisi del *wording* adottato dalla BCE. Nell'ultimo bollettino si legge che "l'offerta di liquidità e le modalità di aggiudicazione saranno adeguate secondo opportunità, tenendo presente che tutte le misure non convenzionali adottate nel periodo di acute tensioni finanziarie sono, per come strutturate, di natura temporanea". Tale frase viene ripetuta pressoché invariata dal giugno del 2010, ma i toni usati in conferenza-stampa da Trichet lasciano pensare che la BCE avesse in mente di modificare almeno parzialmente il *full allotment* già il trimestre scorso, ma che poi la crisi sul debito sovrano dei Paesi periferici abbia indotto il Consiglio a tornare in un certo qual modo sui suoi passi. Ciò in quanto, anche in questo caso per ammissione esplicita dello stesso Trichet, la crisi sul debito sembra avere riflessi (in termini, nella retorica BCE, di malfunzionamento di alcuni mercati) su interi sistemi bancari di alcuni paesi (non si tratterebbe dunque di singoli casi isolati di banche in difficoltà), che trovano difficoltà di accesso al mercato interbancario.

A nostro avviso, **la rimozione del *full allotment* è subordinata alla definizione di una soluzione al problema delle cosiddette *addicted bank*** ovvero delle banche "dipendenti" dalla "droga" rappresentata dalla liquidità illimitata fornita dalla BCE. La distorsione sta nel fatto, come ha spiegato Bini Smaghi in un intervento del 27 gennaio scorso¹², che queste banche "non hanno incentivo a mettere a posto i propri conti e a ricapitalizzarsi. In alcuni paesi tale dipendenza può riguardare l'intero sistema bancario, le cui difficoltà riflettono quelle dell'emittente sovrano. Per evitare tale dipendenza si devono creare disincentivi per gli operatori a rifinanziarsi in modo eccessivo esclusivamente presso l'Eurosistema, e incentivi a tornare progressivamente sul mercato a tassi di interesse competitivi".

¹² "Le Sfide della Politica Monetaria", Discorso di Lorenzo Bini Smaghi, Membro del Comitato Esecutivo della BCE, Prometeia, Bologna, 27 gennaio 2011.

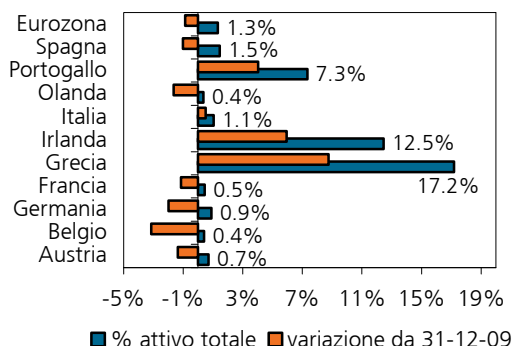
Scenario Macroeconomico

Marzo 2011

Ricorso alla finestra BCE – miliardi di euro			
	set-10	dic-10	gen-11
Austria	6.6	9.5	7.8
Belgio	5.9	7.2	5.0
Germania	85.3	103.1	82.5
Francia	42.7	42.1	40.0
Grecia	94.4	95.2	97.8
Irlanda	117.9	132.0	126.0
Italia	30.1	47.6	47.4
Olanda	21.2	9.6	9.3
Portogallo	40.3	40.9	41.0
Spagna	106.3	70.0	56.3
Eurozona	518.7	546.9	479.0

Fonte: banche nazionali

Ricorso alla finestra BCE – in % attivo e variazioni da fine 2009



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE e banche nazionali. Dai a gennaio 2011

Lo stesso Trichet ha messo l'accento sul problema delle *addicted bank* fin dal novembre del 2009. In particolare, nella conferenza-stampa di gennaio ha affermato che il tema è complesso e in continuo divenire, che la BCE continuerà a "scoraggiare" le banche strutturalmente dipendenti dai prestiti dell'Istituto Centrale, ammettendo però più o meno implicitamente che non si tratta solo di casi isolati in quanto la crisi sul debito sovrano aumenta i rischi per interi sistemi bancari (quelli dei "Paesi periferici"). A febbraio i toni sono stati lievemente meno accomodanti, in quanto Trichet ha dichiarato che la BCE per ora sta "chiudendo un occhio" sull'eccessiva dipendenza di alcune banche dai prestiti, ma che tale distorsione dovrebbe essere "progressivamente" eliminata.

Altri membri del Consiglio hanno affrontato il tema. Draghi già a dicembre aveva dichiarato che la BCE sta considerando "proposte concrete" sul tema, senza dare dettagli. Mersch il 22 febbraio ha suggerito che la BCE potrebbe essere vicina ad annunciare una "soluzione specifica" per il problema, aggiungendo che in ogni caso il modo di affrontare il problema delle *addicted bank* deve essere considerato all'interno dell'intero "pacchetto" di *exit strategy* riguardante tutte le "misure non convenzionali" in essere, e suggerendo che tale annuncio possa esser fatto nel giro di qualche settimana.

Weber ha aggiunto in maniera ancor più circostanziata lo scorso 8 marzo che una soluzione specifica per il problema delle *addicted bank* dovrebbe essere annunciata "il prossimo trimestre". Significativamente, Weber ha anche detto nella stessa occasione di aspettarsi che, man mano che le tensioni sull'interbancario rientreranno, la BCE dovrà ritirare le aste mensili.

La predisposizione di un approccio "specifico" al problema delle banche in difficoltà - in "sostituzione" dell'attuale sistema di fornitura illimitata di liquidità per tutti - sembrerebbe supportata anche da un recente *paper* della BCE¹³ secondo cui diversi indicatori (in particolare i prestiti a breve termine alle imprese e M1) mostrano che le misure non convenzionali e in particolare il *full allotment* sono state un successo nel supportare l'intermediazione finanziaria, l'espansione del credito e la trasmissione della politica monetaria durante la crisi, ma altre variabili (in particolare M3) hanno invece mostrato un comportamento più "anormale" che è continuato anche nel 2010, mostrando i limiti delle misure non convenzionali, che non possono essere viste come una soluzione permanente a problemi strutturali del settore finanziario, che devono essere affrontati con strumenti diretti.

¹³ Domenico Giannone, Michele Lenza, Huw Pill and Lucrezia Reichlin, "Non-standard monetary policy measures and monetary developments", Working Paper No 1290, January 2011.

Ora, come potrebbe essere "strutturato" un eventuale meccanismo specifico di fornitura di liquidità alle *addicted bank*? Lo stesso Mersch nell'intervento citato del 22 febbraio ha suggerito che la soluzione potrebbe comportare o un aumento del costo o un limite sull'ammontare dei finanziamenti concessi alle banche troppo dipendenti dai prestiti BCE (o una combinazione dei due).

Il meccanismo più semplice potrebbe essere un sistema a due scaglioni (*two-tier*) nel quale le banche possano prendere a prestito al *refi* sino a un determinato ammontare, e a un tasso di interesse maggiore oltre quella soglia (si tratterebbe di un sistema più vicino alla finestra di sconto della Fed). Oppure la soluzione potrebbe essere più radicale: il rapporto tra ognuna di queste banche e l'Autorità monetaria potrebbe venire "stralciato" e configurarsi come **rapporto bilaterale all'interno del quale si negoziano le condizioni del prestito a fronte di piani di ristrutturazione o aumento del capitale**. La controparte sarebbe rappresentata non più dalla BCE, ma dalle singole banche centrali nazionali. In sostanza si tratterebbe di un meccanismo simile a quello già praticato dalla Banca d'Irlanda, che "foraggia" le banche irlandesi attraverso la sua *Emergency Liquidity Assistance facility*, fornendo liquidità alle banche che non possono fornire le garanzie richieste dalle operazioni di rifinanziamento in BCE, anche se rimarrà condizionato alla prestazione di garanzie. In ogni caso, l'adozione di una qualche soluzione al problema delle *addicted bank* appare prodromica alla rimozione della piena allocazione.

Regno Unito – Restrizione fiscale in linea con le attese

Uno dei principali fattori di incertezza sulle prospettive di crescita del Regno Unito è stato **eliminato**. L'**attesissimo budget** 2011-12 si è rivelato, infatti, sostanzialmente in linea con le attese. La **previsione di crescita** 2011 sale all'1,7%. Rispetto al deludente 1,3% del 2010 è un miglioramento, ma comunque modesto rispetto agli standard pre-crisi (globale) del Regno Unito. Il budget, infatti, resta un budget "correttivo", dove il programma pluriennale di risanamento fiscale prevede un calo del deficit/PIL dal 9,9% (2010-11) al 2,5% (2014-15), con un debito/PIL che però nello stesso periodo salirebbe ancora da 60,3% a 70,5%.

Asmara Jamaleh

Il **trimestre corrente**, dopo l'ampia contrazione (-0,6% t/t) del 4° trimestre dovuta a condizioni climatiche avverse, dovrebbe registrare un rimbalzo di analoga entità. Gli investimenti potrebbero fornire un contributo alla crescita un po' più ampio dei consumi privati. Le esportazioni nette dovrebbero invece sottrarre crescita, anche se in misura inferiore al 4° trimestre, e l'accumulo involontario di scorte del 4° trimestre dovrebbe essere riassorbito. **Al di là del trimestre corrente**, il budget offre spunti per prospettare un miglioramento di consumi e investimenti anche nella parte restante dell'anno. Tra le misure più significative in tal senso vi sono infatti: (a) l'aumento dal 20% al 30% per la soglia di reddito esentasse; (b) lo stanziamento di 250 milioni di sterline da erogare in prestiti a tasso zero per l'acquisto della prima casa; (c) il taglio della tassazione sulle imprese dal 28% al 26% quest'anno a partire da aprile (e -1% ognuno dei tre anni successivi).

L'**inflazione** invece, come da attese della stessa Banca centrale, rischia di restare sopra il limite massimo della fascia-obiettivo 1,0%-3,0% per diversi mesi. Questo è uno dei fattori che impedisce una ripresa sostanziale dei consumi. All'interno della **Bank of England** rispetto a dicembre sono saliti da 1 a 3 i membri che votano per un rialzo immediato dei tassi. La maggioranza mantiene invece il "wait and see", ma solo perché (1) il recente ampio aumento dell'inflazione non ha origini endogene, e fintantoché (2) la ripresa non può dirsi ancora consolidata, soprattutto alla luce delle tensioni politiche nell'area nordafricana. In considerazione della presa di posizione BoE, più delineata rispetto a tre mesi fa, e venuto meno uno dei rischi verso il basso sulla crescita ("il budget"), **è probabile che il ciclo di rialzo dei tassi BoE** abbia avvio nel 3° trimestre di quest'anno. Durante la fase di "wait and see" la sterlina dovrebbe deprezzarsi rispetto ai livelli molto forti raggiunti ultimamente, per poi recuperare all'avvicinarsi del primo rialzo atteso del *bank rate* (si veda sezione "Mercati Valutari").

Previsioni macro	2010	2011	2012	2010			2011			2012	
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi cost., a/a)	1.3	1.7	2.1	2.5	1.5	1.7	1.1	1.4	2.6	2.6	2.4
t/t				0.7	-0.6	0.6	0.4	1.0	0.6	0.6	0.2
Consumi privati	0.9	1.0	1.3	0.1	-0.1	0.4	0.3	0.4	0.2	0.5	0.3
Investimenti fissi	3.1	5.7	6.5	3.7	-2.5	2.7	1.5	2.5	1.1	1.9	1.1
Consumi pubblici	1.0	0.2	-0.9	-0.3	0.7	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.1	-0.3
Esportazioni	5.8	7.6	6.9	1.7	2.3	1.5	2.0	1.5	1.4	2.0	1.7
Importazioni	8.5	7.0	5.0	1.6	3.0	1.6	2.1	0.3	0.2	1.4	2.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	1.4	0.3	0.0	0.3	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	-0.1	0.0
Partite correnti (%PIL)	-2.4	-3.2	-3.1	-2.6	-2.9	-3.2	-3.6	-3.3	-2.9	-2.8	-3.0
Deficit (%PIL)	-10.1	-7.4	-6.8								
RPIX (a/a)	3.3	3.7	1.8	3.1	3.4	2.6	4.5	4.0	3.7	2.0	1.7
Produzione Industriale	2.0	1.9	2.0	0.4	0.7	0.4	0.3	0.2	0.5	0.7	0.5
Disoccupazione (%)	4.6	4.6	4.6	4.5	4.5	4.5	4.6	4.7	4.7	4.7	4.6
Eurosterlina a 3 mesi	0.70	1.06	2.13	0.73	0.74	0.80	0.82	1.10	1.50	1.80	2.05
Sterlina/dollaro	1.55	1.58	1.63	1.55	1.58	1.60	1.56	1.56	1.59	1.61	1.62
Cambio effett. (1990=100)	80.5	81.4	84.1	81.8	80.3	80.9	80.7	81.5	82.6	83.4	83.9

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

Asia

Giappone

- Lo scenario per il Giappone è estremamente incerto, vista la difficoltà a valutare gli effetti del terremoto dell'11 marzo. Una previsione preliminare vede una contrazione del PIL nel 2° trimestre, dopo un 1° trimestre solo marginalmente negativo, seguita da un rimbalzo della crescita che dovrebbe vedere ritmi sostenuti anche per gran parte del 2012. **Il PIL nel 2011 dovrebbe essere comunque in crescita (previsione preliminare: 0,7%), e in accelerazione nel 2012 (previsione: 2,8%).** Il terremoto lascerà però conseguenze durature in termini di perdita di capitale produttivo e di distruzione di ricchezza: secondo le stime del governo e del FMI i livelli pre-terremoto non saranno raggiunti per almeno cinque anni.
- Il costo della ricostruzione graverà in misura preponderante sulle **finanze pubbliche**. Il forte aumento della spesa, sia per consumi sia per investimenti, dovrebbe essere finanziata attraverso nuove emissioni di debito, rimandando ancora gli interventi per un'eventuale stabilizzazione del debito pubblico.
- La Banca del Giappone probabilmente interverrà ancora con misure straordinarie per contribuire al finanziamento della ricostruzione attraverso aumenti di acquisti di JGB. La reazione della Banca centrale dopo il terremoto ha mirato a stabilizzare i mercati, sostenendo le classi di *asset* più rischiose (*corporate bond* e azionario) e contenendo l'apprezzamento dello yen. Nei prossimi mesi la **politica monetaria** dovrà dare un supporto più duraturo, con un'ulteriore espansione del bilancio della Banca centrale.

Giovanna Mossetti

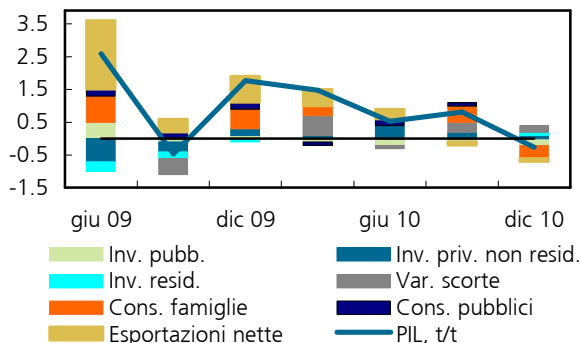
Previsioni macro	2010			2011			2012				
	2010	2011	2012	3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	4.0	0.7	2.8	4.7	2.5	0.9	-0.1	0.4	1.7	2.5	3.6
- trim/trim annualizzato				3.3	-1.3	-0.6	-1.7	5.2	3.9	2.7	2.8
Consumi privati	1.9	-0.5	1.3	3.6	-3.2	-0.9	-2.8	2.0	2.4	1.2	1.2
IFL - priv. non residenziali	2.4	1.7	5.5	5.6	2.0	-1.6	-3.4	5.9	3.6	8.3	6.9
IFL - priv. residenziali	-6.5	4.2	-0.5	7.5	12.3	0.8	2.0	4.3	0.5	-3.2	-3.0
Investim. pubblici	-3.3	-5.4	19.2	-7.9	-20.5	-9.0	-13.8	41.2	28.3	26.9	26.8
Consumi pubblici	2.3	2.8	4.0	1.2	1.2	0.7	4.6	6.2	6.2	3.7	2.4
Esportazioni	24.2	2.5	6.0	6.3	-3.0	0.1	0.4	4.5	6.1	6.1	7.4
Importazioni	9.8	3.7	10.8	12.0	-0.5	0.5	1.2	4.1	8.2	14.8	14.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.3	0.4	0.1	0.2	0.3	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	3.5	3.1	2.3	3.7	3.5	2.8	3.1	3.3	3.2	2.5	2.4
Deficit (%PIL)	-7.7	-8.7	-9.7								
Debito/PIL (%PIL)	191.7	200.1	204.6								
CPI (a/a)	-0.7	0.0	0.3	-0.8	0.1	0.0	0.0	0.2	-0.2	-0.2	0.3
Produzione Industriale	16.0	3.3	5.9	-7.1	-6.1	13.5	2.6	6.7	8.9	6.0	4.9
Disoccupazione (%)	5.1	5.1	4.8	5.0	5.0	4.9	5.2	5.2	5.2	5.1	5.0
Tasso a 3 mesi - CD (%)	0.23	0.42	0.71	0.24	0.19	0.13	0.14	0.48	0.93	0.71	0.57
Dollaro/Yen (Yen)	87.8	86.4	96.9	85.7	82.6	82.2	83.7	88.0	91.8	94.8	96.6
Cambio effettivo (1990=100)	162.8	164.0	145.8	167.6	170.4	170.2	169.5	161.9	154.3	149.2	146.2

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

Fonte: EcoWin, Intesa Sanpaolo

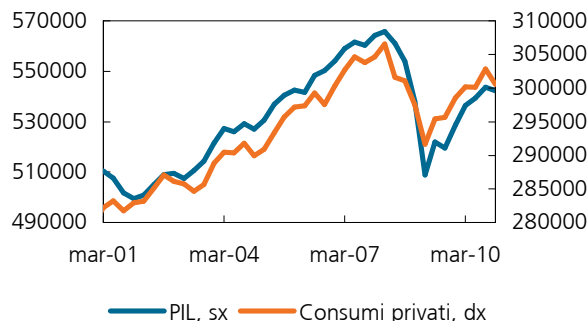
Lo scenario macroeconomico giapponese del prossimo biennio risentirà degli effetti del terremoto, delineati in modo estremamente preliminare nella sezione successiva. I trend sottostanti dell'economia, prima del terremoto, erano di crescita moderata, vicina all'1,3%; rientro molto lento e graduale della deflazione; politica fiscale stabile e politica monetaria espansiva. Il disastro porterà ad appesantire il quadro congiunturale nel breve termine. La contrazione del 4° trimestre 2010, causata dalla fine di misure di stimolo fiscale, potrebbe essere seguita da dati negativi di crescita nella prima metà del 2010, in parte compensati su base annua da un significativo rimbalzo nel 2° semestre. Tuttavia il recupero dei livelli di attività pre-recessivi (si veda grafico) sarà ulteriormente rallentato e lascerà l'economia giapponese ancora a lungo al di sotto dei picchi del 2007.

PIL: una contrazione temporanea a fine 2010



Fonte: EcoWin

PIL reale e consumi privati ancora sotto i livelli pre-recessivi



Fonte: EcoWin, miliardi di yen

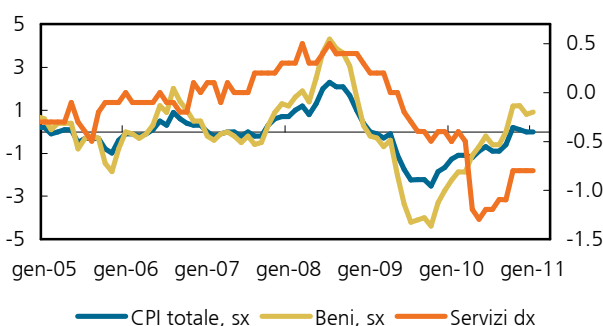
Nello scenario estremamente incerto dei prossimi trimestri, la **deflazione dovrebbe comunque gradualmente ridursi**, su un trend spinto anche dai prezzi delle *commodity* e dall'effetto confronto con il 2010. I prezzi alla produzione sono in aumento sostenuto, per via della dinamica di energia e alimentari, con una variazione di 1,6% a/a a gennaio, dopo un periodo di relativa stabilità nel corso del 2010. Le aspettative delle famiglie sono positive, anche se probabilmente influenzate dai rialzi di alimentari ed energia. L'inflazione misurata con l'indice totale a gennaio 2011 era invariata su base annua e in calo di 0,2% m/m. Al netto degli alimentari freschi, a gennaio la variazione annua è stata di -0,2% a/a (-0,4% m/m); al netto di alimentari ed energia, la variazione resta ampiamente negativa (-0,6% a/a e -0,7% m/m). Nell'indice totale, le uniche voci positive su base mensile a gennaio erano alimentari ed energia, oltre a un modesto incremento dell'istruzione (+0,1% m/m). La media troncata al 10% è rimasta in territorio negativo, anche se in miglioramento a -0,3% a/a a gennaio, rispetto al minimo di -1,3% di novembre 2009. Sullo scenario di inflazione al di là di movimenti legati al sisma e difficili da prevedere ora, pesano comunque alcuni fattori di rilievo: l'aumento del prezzo delle materie prime e variazioni idiosincratice del paniere del CPI.

1. Quali sono i probabili **impatti dal rialzo dei prezzi di alimentari ed energia**? Gli **alimentari** rappresentano complessivamente il 25,9% del paniere del CPI, molto più del peso sul CPI USA (alimentari e bevande, 14,795%, alimentari 13,738%). Inoltre, il Giappone importa una parte consistente degli alimentari consumati internamente. L'autosufficienza alimentare misurata dal Ministero dell'Agricoltura è stimata al 40% del totale, molto al di sotto degli altri paesi industrializzati (Stati Uniti 120%). Tuttavia, la componente alimentari nel CPI in Giappone ha una volatilità assai contenuta e molto inferiore rispetto a quella degli altri paesi: da metà 2008 in poi, i prezzi degli alimentari sono in calo in Giappone e solo di poco al di sopra dei livelli del 2005, al contrario di quanto osservato per esempio negli Stati Uniti e in Europa. Questo comportamento della componente alimentari in Giappone risente del *trend* deflazionistico che ha ostacolato i rialzi dei prezzi. Inoltre, una parte significativa della componente alimentari è isolata dai movimenti internazionali. I cereali rappresentano il 2,19% del CPI e il riso lo 0,86%. I prezzi del riso sono protetti dai movimenti internazionali attraverso una politica governativa che determina prezzi tradizionalmente in calo. Per quanto riguarda il grano, il Governo pratica una politica di prezzi calmierati, che vengono modificati in modo significativo due volte all'anno (aprile e ottobre). Pertanto, c'è un rischio di rialzo per la componente alimentari da questa voce ad aprile, ma l'impatto complessivo sul CPI dovrebbe essere molto contenuto, intorno a 0,1pp.

Per quanto riguarda l'**energia**, il peso sul CPI è pari al 7,4% (2,9% elettricità, 2,2% benzina). Mentre i prezzi della benzina seguono da vicino l'andamento del prezzo internazionale del petrolio, le tariffe elettriche sono determinate dal Governo e vengono aggiornate su base trimestrale. L'effetto del rialzo del prezzo del petrolio osservato finora dovrebbe essere pari a circa 0,2-0,3pp sul CPI nel 2011.

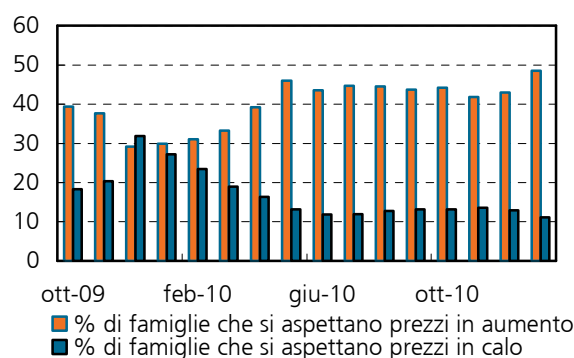
2. Nel 2011 **due fattori temporanei** influenzeranno in modo relativamente consistente il sentiero dei prezzi. Ad aprile uscirà dall'indice dei prezzi al consumo l'effetto deflazionistico legato alla riduzione delle tasse scolastiche attuata ad aprile 2010 che aveva determinato una riduzione dell'indice di circa 0,5pp. Questo effetto dovrebbe riportare l'inflazione in territorio chiaramente positivo. Tuttavia, ad agosto, l'indice verrà aggiornato con un effetto atteso di riduzione dell'inflazione di circa 0,6-0,8pp. A ottobre ci sarà poi un nuovo effetto una tantum di riduzione dovuto all'uscita dello scalino introdotto con il rialzo delle imposte sul tabacco che avevano contribuito verso l'alto per circa 0,2pp a ottobre 2010. Pertanto, da fine 2011, l'inflazione dovrebbe essere nuovamente negativa per gran parte del 2012 e ritornare in territorio positivo tra fine 2012 e inizio 2013.

Inflazione influenzata da fattori temporanei nel 2011



Fonte: EcoWin

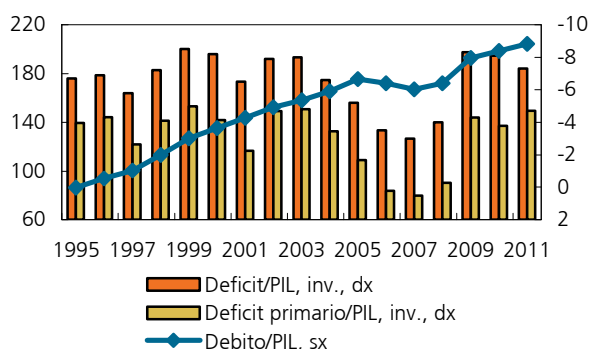
Le famiglie si aspettano aumenti dei prezzi



Fonte: Cabinet Office, elaborazioni Intesa Sanpaolo

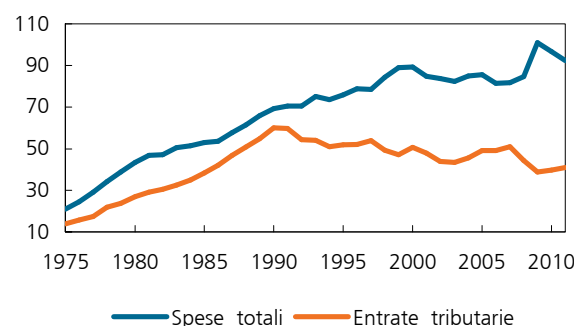
La situazione fiscale verrà ulteriormente appesantita dal costo della ricostruzione e dall'impossibilità di mettere mano a misure di contenimento del deficit. Il budget presentato dal Governo per l'anno fiscale che sta per iniziare era stato bloccato in Parlamento e non conteneva comunque significativi interventi. Il terremoto ha bloccato il conflitto politico sul budget e porterà a una tregua per interventi di emergenza, allontanando i rischi che si profilavano di elezioni anticipate e di possibile caduta del Governo. Non è ancora possibile fare stime per le variazioni che verranno apportate alla proposta di budget che mirava a mantenere invariate le emissioni nette in questo anno fiscale sul livello dell'anno precedente a 44,3 trilioni di yen. L'inevitabile, anche se nuovamente dilazionata, correzione fiscale mantiene una pesante ipoteca sulla crescita futura.

Lo scenario peggiorerà ancora



Fonte: Ministry of Finance, elaborazioni Intesa Sanpaolo. Dati 2011: previsioni da budget 2011

Non basterebbe stabilizzare il deficit per risanare le finanze pubbliche giapponesi, anche senza il terremoto



Fonte: Ministry of Finance. Tln di yen, dati 2011 da proposta di budget

Prime valutazioni degli effetti economici del terremoto

Giovanna Mossetti

L'effetto negativo del terremoto sulla crescita del PIL giapponese nel 2011 dovrebbe essere contenuto e seguito da un rimbalzo nel 2012 per via dell'attività di ricostruzione. Il livello dell'attività e la ricchezza resteranno depressi a lungo. Nei prossimi mesi, è probabile un forte calo degli scambi commerciali, soprattutto con il resto dell'Asia, che dovrebbe però essere transitorio e dare luogo a una significativa ripresa nella seconda metà dell'anno. L'impatto sul PIL mondiale dovrebbe essere assai contenuto. La politica monetaria fornirà supporto attraverso iniezioni di liquidità e aumento delle misure non convenzionali, anche per contribuire al finanziamento della ricostruzione che peserà sulle già disastrose finanze pubbliche giapponesi.

Le valutazioni degli **effetti del terremoto sullo scenario economico** sono inevitabilmente incerte. Un termine di paragone è rappresentato dal terremoto di Kobe del gennaio 1995, meno forte come magnitudo (7,3, contro 8,9 del terremoto dell'11 marzo), ma più esteso in termini di popolazione e infrastrutture colpite. L'area direttamente devastata nel 1995 è maggiormente industrializzata; la regione più colpita dal terremoto di Kobe rappresentava il 12,4% del PIL, e includeva uno dei principali porti del paese (Kobe). I costi del terremoto del '95 sono stati stimati in circa 10 tln di yen, pari al 2,5% del PIL. Il terremoto del 2011 ha colpito in modo particolarmente forte l'area rappresentata da 5 prefetture, dove viene prodotto circa il 7,8% del PIL (ma il 9,5% della produzione del settore manifatturiero). L'area è più ampia, ma essendo prevalentemente rurale, produce una percentuale più limitata in termini di PIL rispetto al caso del 1995. Tuttavia i rischi di contraccolpi sull'economia complessiva questa volta sono ampliati dal fatto che sono danneggiati, in grado ancora da accertare, punti centrali per la produzione di energia e che esistono rischi di disastro nucleare.

Il Governo giapponese ha pubblicato **stime preliminari dei costi del terremoto**. Secondo il rapporto del Governo, i danni alle infrastrutture, al patrimonio immobiliare e alle strutture produttive dovrebbero essere compresi fra **16 e 25 trilioni di yen** (185-310 miliardi di dollari); il livello del PIL sarebbe ridotto di circa 2,75 trilioni di yen (circa lo 0,5%), senza considerare gli effetti collegati ai blocchi energetici. Secondo le stime governative, la successiva attività di ricostruzione potrebbe determinare uno stimolo alla crescita del PIL compreso fra 5 e 7,75 trilioni di yen. Il Governo potrebbe istituire un'agenzia per la ricostruzione.

La Banca Mondiale ha pubblicato una prima stima dei costi del terremoto, paragonandoli con quelli collegati al terremoto del 1995, con valutazioni analoghe a quelle dei previsori privati (incluse le nostre). Secondo la Banca Mondiale potrebbero esserci un paio di trimestri di contrazione del PIL, seguiti da un rimbalzo della crescita. Il ritorno del PIL su livelli pre-terremoto potrebbe richiedere circa 5 anni.

Il terremoto di marzo 2011 e il terremoto di Kobe del 1995: alcuni confronti

	11 Marzo 2011 – Terremoto e tsunami - stime	Terremoto di Kobe – 1995
Danni	Stime comprese fra 122 mld USD e 235 mld USD (fra 2,5 e 4% del PIL)	100 mld USD (circa 2% del PIL)
Morti	15.214 (morti e dispersi)	6.434
Costi per le assicurazioni private	14-33 mld USD	783 mln USD
Budget nazionale per la ricostruzione	12 mld USD dal budget corrente. Molto di più nell'a.f. 2011	38 mld USD in due anni fiscali

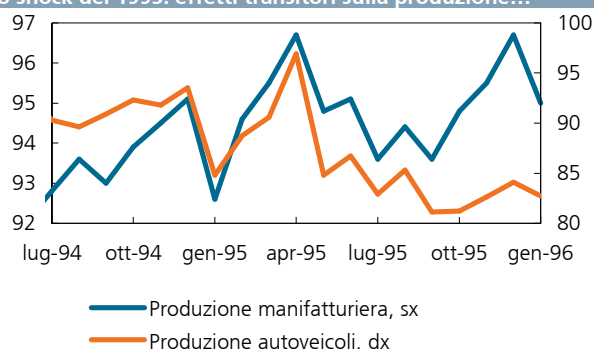
Fonte: Banca Mondiale, 21 marzo 2011

1. Produzione e PIL

Nel 1995, la produzione industriale calò del 2,6% m/m nel mese del terremoto, e le vendite al dettaglio si contrassero dell'1,4% m/m. Nel caso attuale, i rischi di contrazione sono aumentati dalla mancata produzione di energia e dalla chiusura degli impianti manifatturieri della regione. Diverse imprese nel manifatturiero, incluse quelle nel settore auto, hanno annunciato una chiusura degli impianti per almeno una settimana; tuttavia alcuni impianti produttivi torneranno

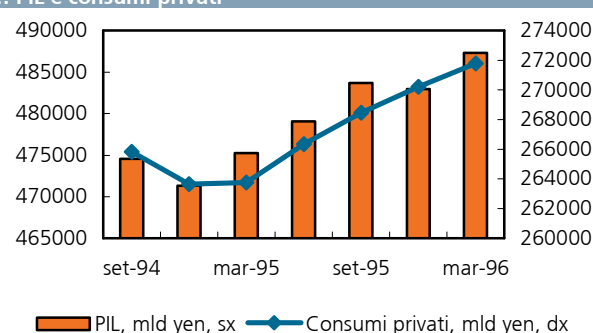
in funzione in tempi relativamente rapidi. Ipotizzando un calo della **produzione industriale** del 50-60% nelle aree più colpite, e una dinamica positiva, ma inferiore a quanto incluso nell'indagine preliminare del METI (proiezione: +1,9% m/m a marzo), la produzione industriale di marzo potrebbe registrare **una contrazione che potrebbe essere compresa fra -3,5 e -4,5 punti percentuali**, tornando a calare dopo 3 mesi positivi (l'entità dell'effetto dipende da stime estremamente incerte ora riguardo ai riflessi sulla produzione delle aree non colpite dal terremoto, per blocchi nella produzione di energia e/o nella distribuzione di beni finiti e/o intermedi dovuta all'interruzione dell'attività e ai danni alle infrastrutture nelle aree al centro del disastro).

Lo shock del 1995: effetti transitori sulla produzione...



Fonte: EcoWin

... PIL e consumi privati



Fonte: EcoWin, dati a prezzi costanti.

Sul 1° trimestre, tuttavia, la produzione industriale sarebbe circa invariata, dopo due trimestri negativi; nel 2° trimestre si dovrebbe vedere una dinamica negativa, con un calo atteso di -3,5% t/t, seguito però da un rimbalzo nei trimestri successivi.

La presenza di capacità produttiva inutilizzata permetterà, però, di contenere gli effetti nei trimestri successivi. Il blocco dell'erogazione di energia nucleare rappresenta circa il 7-8% del totale, ma la possibilità di aumentare l'erogazione in altri impianti in parte attutisce gli effetti complessivi attesi quando la domanda inizierà a riprendersi. E' probabile un aumento di domanda di gas naturale, già in atto, come era avvenuto nel 2007 in occasione della chiusura di una centrale nucleare per 18 mesi. Da segnalare anche che i danni a una delle principali raffinerie ha determinato la necessità di importare prodotti raffinati (anche esportando greggio) che metterà pressione su questo comparto, sia in termini di prezzo sia in termini di volumi, per via del calo duraturo atteso della capacità produttiva.

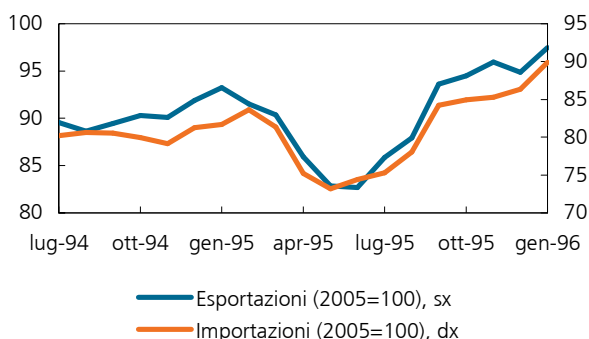
Sulla base di informazioni estremamente preliminari, ipotizzando 1) un calo dei consumi nei mesi di marzo e aprile, con una dinamica negativa nel 2° trimestre, 2) un'accelerazione delle importazioni per sostituire beni non prodotti a livello domestico, e 3) una forte ripresa della spesa pubblica a partire dal 3° trimestre, la crescita del PIL nel 2011 è prevista (con enorme incertezza) intorno a 0,7% nel 2011 e a 2,8% nel 2012 (da precedenti stime di 1,3% e 2,2% rispettivamente). L'impatto negativo sulla crescita del PIL nella prima metà del 2011 potrebbe essere inizialmente posto fra 0,3 e 0,4 punti percentuali per trimestre, seguito da un'accelerazione rispetto allo scenario pre-terremoto per via dell'attività di ricostruzione che influenzerà anche il 2012. Il primo trimestre potrebbe vedere una crescita nulla o marginalmente negativa (rispetto a uno scenario base di crescita di 0,2% t/t), seguita da un trimestre in contrazione più ampia (-0,4% t/t). Ipotizzando che entro la fine del 3° trimestre 2011 l'attività di ricostruzione determini una ripresa solida della crescita, il **2012 potrebbe vedere un effetto di maggiore crescita di 0,5-0,6 punti percentuali, con rischi verso l'alto sulla previsione**. Le stime del costo del disastro si aggirano intorno ai 15-20 mila miliardi di yen, pari a circa il 3-4% del PIL (stima del terremoto del 1995, costo pari al 2,5% del PIL); il costo diretto in termini di impianti e proprietà immobiliare è stimato da diversi analisti intorno a 6-7 mila miliardi di yen.

Come sempre nei casi di disastri naturali, gli effetti economici in termini di **crescita** possono essere limitati dall'attività di ricostruzione che sostiene la dinamica nei periodi successivi agli eventi, il costo strutturale è quello che si verifica in termini di **livello** della capacità produttiva e della ricchezza del paese. Anche se la crescita del PIL nel 2011 sarà intorno all'1%, ciò non toglie che il Giappone sarà significativamente più povero dopo il terremoto.

2. Flussi commerciali e PIL mondiale

Il PIL giapponese nel 2010 era pari all'8,7% del PIL mondiale. Anche un significativo rallentamento della crescita giapponese avrebbe un effetto modesto sulla crescita globale nel 2011, con una riduzione potenzialmente pari a 0,1-0,2 pp, ipotizzando una normalizzazione (anche dei mercati) e una graduale ripresa dell'attività produttiva nei prossimi mesi. Un meccanismo di trasmissione del disastro a livello internazionale è il **commercio internazionale**, soprattutto su Asia e Cina, che rappresentano più del 50% delle importazioni e delle esportazioni giapponesi. In termini di beni, la categoria principale dell'import sono beni energetici (28%, con 15% per il greggio). Nel 2010, le esportazioni verso Asia e Pacifico sono state pari al 58,8% del totale, le importazioni pari al 52,4% del totale, con un peso preponderante della Cina. Poco più del 10% delle importazioni cinesi hanno origine in Giappone, e l'8% dell'export cinese è diretto in Giappone. Gli effetti dello shock sull'interscambio con Stati Uniti ed Europa dovrebbero essere modesti; le importazioni americane dal Giappone sono circa il 5% del totale, le esportazioni circa il 3%. Le esportazioni dell'area euro verso il Giappone sono pari all'1% del totale, confermando che anche un ampio shock agli scambi internazionali avrebbe ripercussioni modeste sulla crescita europea.

Scambi commerciali: il caso del terremoto del 1995



Fonte: EcoWin

Flussi commerciali giapponesi nel 2010

	Importazioni	Esportazioni
Asia/Pacifico	52.4	58.8
Cina	22.1	19.4
Nord America	11.3	16.6
USA	9.7	15.4
America Latina	4.1	5.7
Europa	10.6	11.9
Resto del mondo	21.6	7.0
Totale (mld yen)	60639	67405
% PIL	12.7%	14.1%

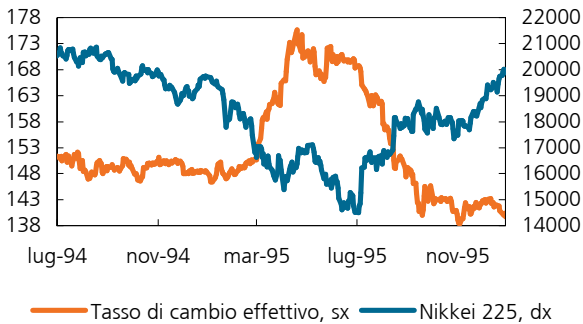
Fonte: METI

3. Politiche economiche

Gli interventi della **Banca del Giappone** dovrebbero contenere i rischi di instabilità sui mercati finanziari in fase di emergenza, con nuove misure di politica monetaria non convenzionale e ampie iniezioni di liquidità. In un secondo tempo, la necessità di finanziare la ricostruzione potrebbe determinare ulteriori aumenti di acquisti di titoli JGB sul secondario, oltre a quanto già annunciato con la riunione del 14 marzo. L'apprezzamento dello yen seguito agli eventi dell'11 marzo, determinato dal rimpatrio di fondi da parte di residenti e rafforzato dalla fase di chiusura dell'anno fiscale, è stato solo in parte contrastato dai fondi immessi dalla BoJ, pur in presenza di volatilità contenuta. L'intervento congiunto con il G7 per indebolire lo Yen è stato efficace, riportando il cambio sopra 81, dopo l'accelerazione del movimento di apprezzamento nei giorni successivi al terremoto e fornendo un pavimento per il mercato valutario. Dopo il terremoto del 1995, il cambio si apprezzò contro dollaro del 16,6% fra gennaio e aprile, per poi intraprendere un sentiero pluriennale di deprezzamento. Il calo del mercato azionario nei giorni immediatamente successivi al terremoto è stato massiccio ma è successivamente almeno in parte rientrato, grazie anche agli interventi della banca centrale. L'esperienza del 1995 suggerisce che

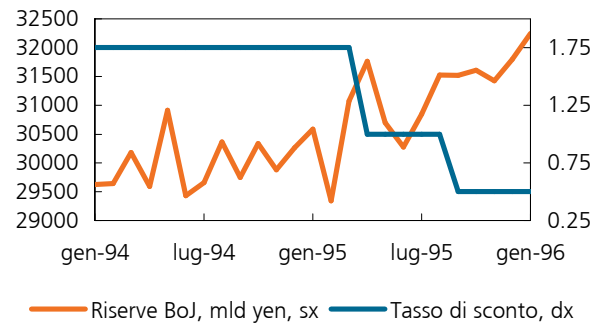
gli effetti sui mercati dovrebbero essere temporanei (vedi grafico sotto). Nel 1995, il Nikkei scese complessivamente del 24,5% in sei mesi, per poi svoltare e ritornare sui livelli precedenti il terremoto entro 11 mesi, poco prima della fine del 1995.

Correzioni temporanee su borsa e cambio nel 1995...



Fonte: EcoWin

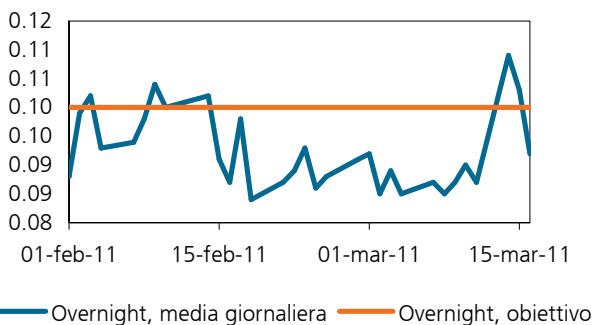
... anche grazie agli interventi espansivi della Banca centrale



Fonte: EcoWin

La **Banca del Giappone** ha annunciato in tempi rapidi misure di intervento straordinario in seguito al terremoto, abbreviando la riunione regolare del 14-15 marzo di un giorno. 1) **Mantenimento della politica di tassi a zero** (all'unanimità); 2) **Ampliamento del programma di acquisto di titoli**, principalmente per la componente di titoli più rischiosi (un dissenso, di Suda, che voleva concentrare acquisti esclusivamente sui titoli più rischiosi). L'aumento degli acquisti verrà attuato su un arco di tempo prolungato (fino a giugno 2012) e sarà distribuito come segue: JGB, +0,5 tln; T bills, +0,1 tln; carta commerciale, +1,5 tln; corporate bond, +1,5 tln; ETF azionario, circa 0,45 tln; J-Reits, circa 0,05 tln.

Mercato monetario sotto controllo grazie alle iniezioni di liquidità della BoJ



Fonte: BoJ

Interventi massicci della BoJ: espansione delle riserve

	16-mar	28-feb	31-dic-10
Riserve istituzioni soggette a vincolo	226600	163890	177012
Riserva obbligatoria.	57200	73970	73988
Riserve in eccesso	38900	89920	103024
Riserve altre istituzioni.	45000	28010	32134
Totale	271600	191900	209146
Variazione Totale	79700	-17246	

Fonte: BoJ, dati in 100 mln yen

La BoJ ha offerto **fondi in modo flessibile attraverso operazioni di mercato aperto** (vedi tabella sopra). Il Governatore ha affermato che la BoJ è pronta a versare liquidità in misura "massiccia" per sostenere il funzionamento regolare dei mercati. Shirakawa nella conferenza stampa dopo la riunione di politica monetaria non ha voluto commentare gli effetti del terremoto sulle finanze pubbliche, ma ha detto che la BoJ non può finanziare direttamente il Governo attraverso l'acquisto di JGB sul primario perché sarebbe in violazione della legge vigente, ma la Banca centrale continuerà a iniettare liquidità come necessario. E' possibile che nei prossimi mesi la BoJ aumenti ulteriormente gli acquisti di JGB sul mercato secondario. Nel 1995, la BoJ iniettò liquidità e ridusse ampiamente il tasso di policy, la Banca centrale in Nuova Zelanda a marzo ha ridotto i tassi per sostenere l'economia dopo il terremoto: la BoJ questa volta, non potendo

tagliare i tassi, si manterrà pronta a espandere lo stimolo monetario attraverso gli acquisti di titoli una volta che diventeranno più chiari i costi economici del disastro.

Il finanziamento della ricostruzione può avvenire attraverso aumento delle imposte (improbabile), espansione del deficit (scenario centrale) o vendita di riserve (improbabile). Le finanze pubbliche saranno duramente colpite dagli effetti del terremoto, che peggiorerà una situazione già drammatica. L'emergenza porterà il Governo a modificare l'impegno a mantenere le emissioni nette di JGB stabili nel 2011 e potrebbe indurre il Parlamento a trovare un accordo sul budget che era rimasto bloccato e rischiava di determinare elezioni anticipate. Non sono prevedibili difficoltà di finanziamento di un deficit in aumento, alla luce del fatto che il 95% circa dei JGB sono detenuti a livello domestico. L'indebolimento del quadro economico e il persistere della deflazione renderanno facilmente giustificabile un'espansione dell'indebitamento netto del governo e un contributo al finanziamento da parte della BoJ attraverso un aumento degli acquisti di JGB sul secondario.

Cina: crescita solida ma in rallentamento nel 2011

Silvia Guizzo

- Il PIL cinese è cresciuto del 9,8% a/a nel 4° trimestre 2010 chiudendo l'anno con una crescita del 10,3% a/a, in accelerazione rispetto al 9,2% a/a del 2009 con una crescita del settore industriale ancora superiore a quella, pur molto elevata, del settore dei servizi (11,1% a/a vs 9,5% a/a), sostenuta fortemente dagli investimenti.
- I dati dei primi mesi dell'anno sono di difficile lettura a causa delle festività per il capodanno cinese, a questo si aggiungono le modifiche di rilevazione dell'Ufficio Statistico per gli investimenti. Anche se la produzione industriale cresce a livelli elevati gli indici di attività sono rallentanti negli ultimi mesi, così come le vendite al dettaglio. Si evidenzia inoltre una decelerazione delle variabili creditizie su cui cominciano a fare effetto i rialzi del coefficiente di riserva obbligatoria. Le esportazioni, nonostante il rallentamento a cavallo d'anno, saranno sostenute dall'aumento della fiducia dei consumatori in Europa e negli Stati Uniti che prefigura una tenuta dei consumi, se pur lontana dai livelli pre-crisi. Le politiche economiche annunciate sia per il 2011 sia per il quinquennio 2011-15 sono a sostegno delle famiglie a basso reddito e di un maggiore ribilanciamento della crescita a favore dei consumi privati, anche se gli obiettivi di crescita a due cifre, annunciati da molte province, pongono dei dubbi sulla loro reale attuazione.
- L'inflazione totale continua a salire guidata principalmente dal comparto alimentari, il cui aumento dei prezzi pesa enormemente sul bilancio familiare delle fasce più povere, ma i segnali sono di rientro nella seconda metà del 2011. Dati i segnali di decelerazione del credito e il rallentamento degli indici di attività ci aspettiamo che la People's Bank of China (PBOC) continui a preferire interventi sul tasso di riserva obbligatoria più che sui tassi ufficiali, ma ne rallenti il passo per vedere l'effetto sui dati dei prossimi mesi.
- Le prospettive di crescita del PIL rimangono elevate, ma in rallentamento rispetto al 2010: si attende un +8,9% nel 2011 e un +8,3% nel 2012, con un rallentamento più sensibile degli investimenti rispetto ai consumi privati. 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	11.1	9.4	9.1
Consumi pubblici	7.6	9.3	5.6	3.5	9.2	9.8	9.4
Investimenti fissi	12.3	13.2	9.1	23.7	14.4	7.5	6.1
Esportazioni	20.4	14.2	-1.1	-11.2	26.5	11.8	10.8
Importazioni	12.0	9.0	-6.1	5.3	17.1	8.7	10.0
Produzione industriale	13.4	15.1	9.9	9.9	12.2	9.0	7.6
Inflazione (CPI)	1.5	4.8	5.9	-0.7	3.3	5.2	3.0
Tasso di disoccupazione	4.1	4.0	4.1	4.3	4.2	4.3	4.3
Salari medi	12.8	17.0	15.1	10.5	11.0	13.9	14.1
Tasso sui prestiti a 1 anno	2.7	3.4	4.3	1.7	2.7	4.2	4.1
Cambio USD/CNY (media)	7.97	7.61	6.95	6.83	6.77	6.46	6.22
Saldo delle partite correnti	2013.1	2821.6	3021.2	2029.7	1858.1	2242.8	2599.1
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	9.3	10.6	9.6	6.0	4.7	5.3	5.5
Saldo di bilancio in % del PIL	-0.8	0.6	-0.4	-2.3	-1.6	-0.9	-0.8

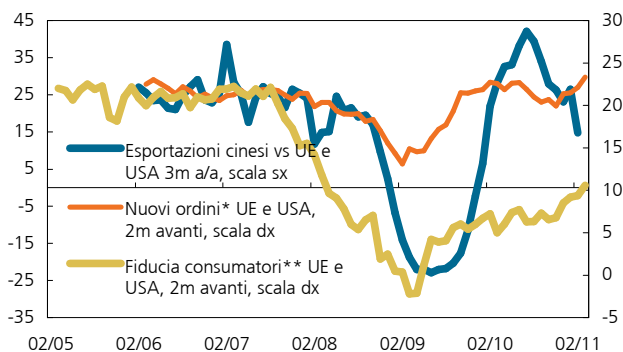
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato
Fonte: Oxford Economic Forecasting e Intesa Sanpaolo

Economia reale e inflazione

Il PIL cinese è cresciuto del 9,8% a/a nel 4° trimestre 2010 chiudendo l'anno con una crescita del 10,3% a/a, in accelerazione rispetto al 9,2% a/a del 2009. La dinamica del settore industriale è stata ancora superiore a quella, pur molto elevata, del settore dei servizi (11,1% a/a vs 9,5% a/a). Gli investimenti, pur decelerando rispetto al 2009 (14,4% a/a vs 23,7% a/a), hanno fornito il contributo maggiore alla crescita del PIL, seguiti dai consumi privati (11,1% a/a) e dalle esportazioni nette.

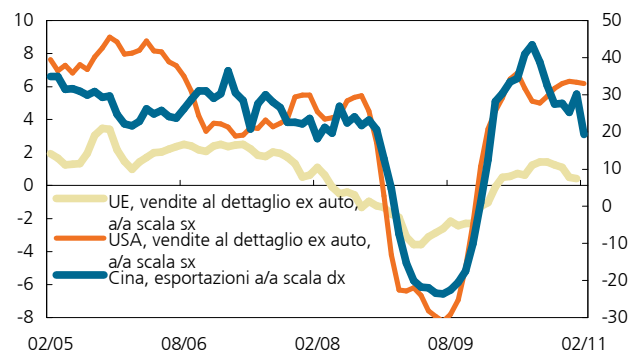
Crescita guidata ancora in gran parte dagli investimenti

Fiducia dei consumatori nei paesi industrializzati in aumento



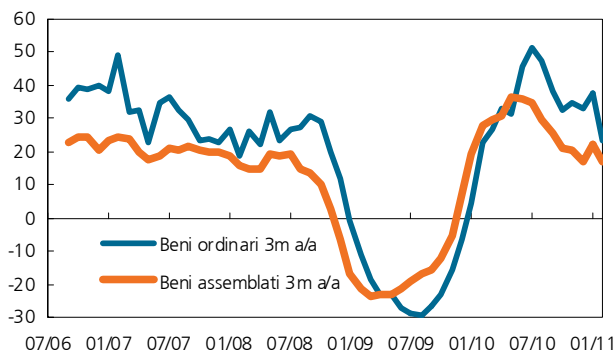
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, medie mobili a 3 mesi
*ISM e PMI nuovi ordini; ** EC e CB, pesati per le quote di esportazione

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



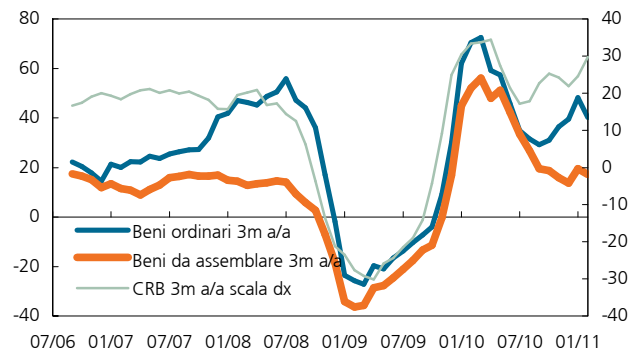
Fonte: Bloomberg, medie mobili a 3 mesi

Esportazioni



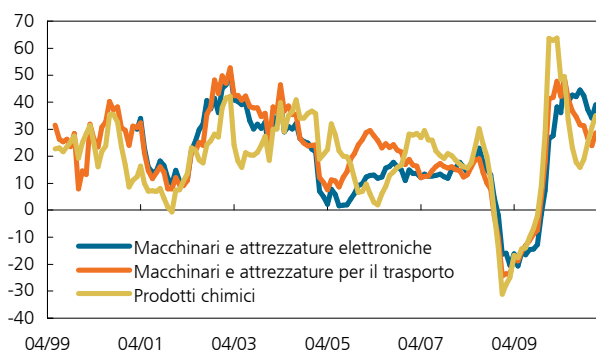
Fonte: EcoWin, variazioni 3m a/a

Importazioni



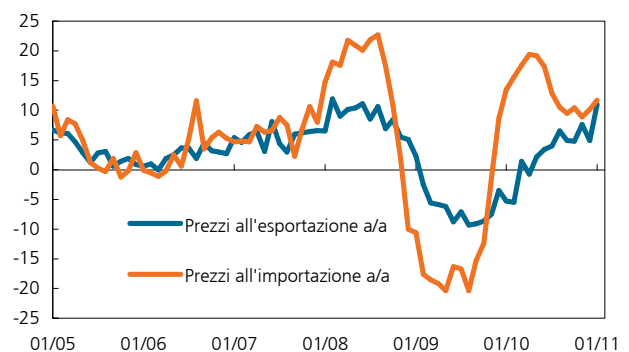
Fonte: EcoWin, variazioni 3m a/a

Le importazioni di macchinari tengono



Fonte: CEIC, variazioni a/a

I prezzi delle esportazioni rimontano

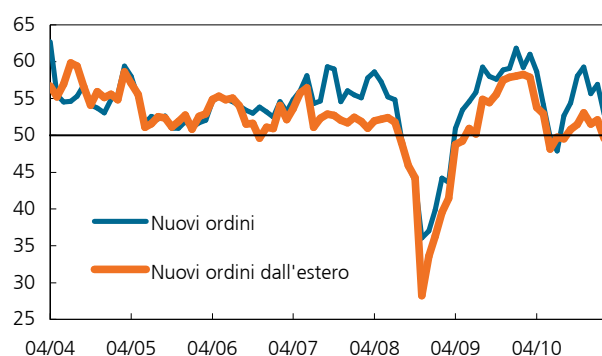


Fonte: EcoWin, variazioni a/a

I dati dei primi due mesi dell'anno sono sempre difficili da leggere a causa dell'impatto delle festività per il capodanno cinese. Considerando i due mesi insieme, le esportazioni sono salite del 21,3% a/a, in lieve decelerazione rispetto al 24,9% del 4° trimestre 2010. Sono rallentate in particolare le esportazioni verso l'Unione Europea, passate da 23,7% a/a nel 4° trimestre 2010 a 9,5% a/a nei primi due mesi dell'anno, e quelle vs il gruppo ASEAN 6 passate da 16% a/a a 5,6% a/a nello stesso periodo. In rallentamento più marcato le esportazioni di beni ordinari rispetto a quelle di beni assemblati. Le importazioni nei primi due mesi dell'anno sono salite del 36% a/a rispetto al 29,5% a/a del 4° trimestre 2010 grazie alla tenuta delle importazioni di macchinari e prodotti elettronici, saliti del 28,6% a/a nello stesso arco di tempo.

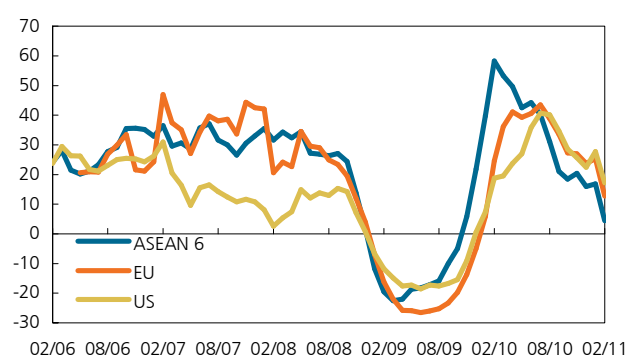
Le esportazioni rallentano

PMI: la componente ordini rallenta



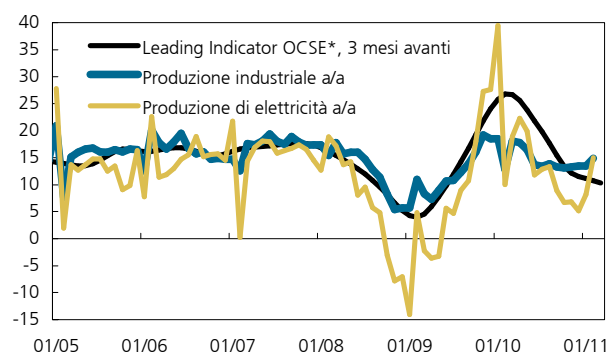
Fonte: Bloomberg

Le esportazioni decelerano



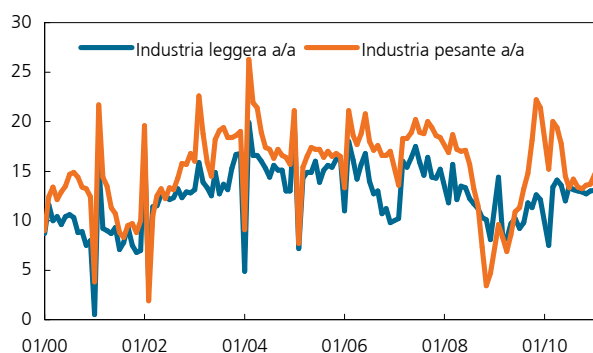
Fonte: Bloomberg, variazioni 3m a/a:

La produzione industriale si stabilizza



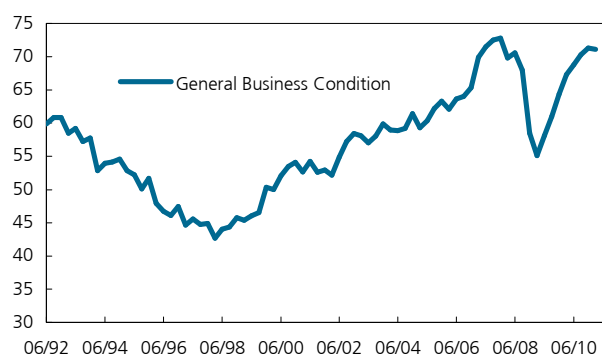
Fonte: Bloomberg

L'industria pesante rimbalza



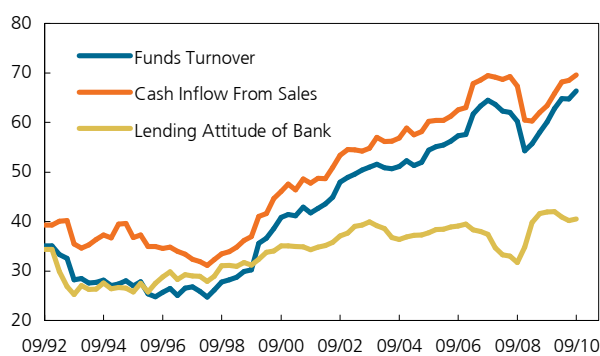
Fonte: EcoWin

La fiducia degli imprenditori industriali è sui massimi ...



Fonte: CEIC, Indagine della PBOC

... ma l'accesso al credito è meno semplice



Fonte: CEIC, Indagine della PBOC

La componente "ordini dall'estero" del PMI è scesa di 2,5 punti a febbraio portandosi a 49,5 nella rilevazione HSBC facendo scendere la media degli ultimi 3 mesi a 51 da 52 di gennaio. La stessa componente è rimasta sostanzialmente invariata nella rilevazione dell'Ufficio Statistico. Gli indici di attività del settore manifatturiero in Europa e negli Stati Uniti hanno invece continuato a migliorare negli ultimi tre mesi così come gli indici di fiducia dei consumatori e le vendite al dettaglio negli Stati Uniti, puntando a una ripresa delle esportazioni cinesi vs questi paesi nei prossimi mesi. Sull'andamento del commercio estero potrebbe tuttavia avere un effetto la parziale interruzione dei collegamenti con il Giappone a causa del recente terremoto. Il Giappone è, infatti, il primo paese fornitore della Cina con una quota del 13% sul totale dell'import. Dal Giappone la Cina importa principalmente macchinari e attrezzature per il trasporto, in particolare attrezzature per le telecomunicazioni e gli uffici (19%), circuiti integrati e componenti elettronici (11,9%) attrezzature e componenti per il trasporto (11,3%) e prodotti chimici (14%). Molti di questi prodotti vengono poi utilizzati nell'assemblaggio di altri prodotti destinati all'esportazione, anche vs lo stesso Giappone che, tuttavia, come meta di esportazione, si colloca al 4° posto dopo UE, USA e Hong Kong con una quota dell'8,1%.

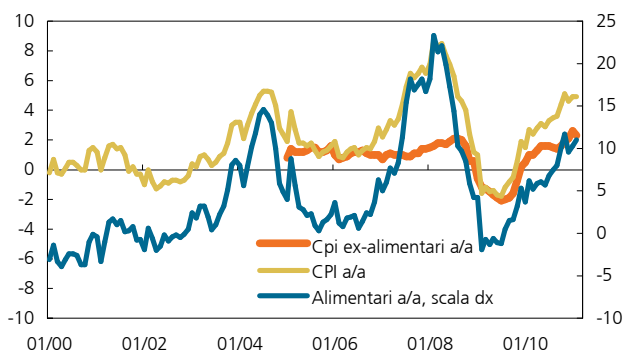
Mentre la produzione dell'industria leggera ha registrato tassi di crescita invariati rispetto a fine anno la produzione dell'industria pesante è accelerata, salendo del 15,6% a/a vs 13,7% a dicembre. La **produzione industriale** totale è salita del 14,9% a febbraio, in lieve accelerazione rispetto ai mesi precedenti, e in linea con un aumento della produzione di energia elettrica. Al contrario la componente "produzione" e la componente "ordini" del PMI sono scese a febbraio sia nella rilevazione HSBC che in quella dell'Ufficio Statistico. Anche gli indicatori anticipatori continuano a segnalare un rallentamento. La **fiducia delle imprese** è salita ancora nel 4° trimestre e si trova vicino ai massimi della serie, ma registra un calo della componente degli ordini sia esteri che domestici nel trimestre corrente. Le indicazioni sulla produzione industriale non sono dunque univoche, ma dato il rallentamento degli indici di attività è ragionevole attendersi una crescita più contenuta della produzione industriale nei prossimi mesi.

La fiducia delle imprese rimane sui massimi ma gli ordini rallentano

L'**inflazione** è rimasta invariata al 4,9% tra gennaio e febbraio, leggermente minore rispetto al picco del 5,1% di novembre. La maggior parte dell'aumento è dovuto alla componente alimentari, in rialzo dell'11% a/a, in particolare per i rincari della frutta (+31,1% a/a), cereali, carne e uova. L'inflazione al netto degli alimentari è scesa al 2,3% dal 2,6% di gennaio, mentre al netto di alimentari ed energia si attesta al 2,0%. Alcuni comparti mostrano segnali di rientro: gli aumenti mensili delle utenze e dei medicinali sono decrescenti e quelli dell'abbigliamento negativi; i prezzi dei beni di consumo durevoli continuano a scendere. I prezzi alla produzione sono saliti del 7,2% e quelli degli input del 10,4% guidati essenzialmente dai rincari delle materie prime.

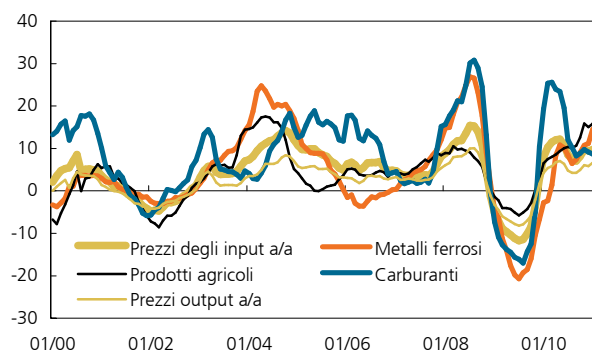
L'inflazione è rimasta legata alla dinamica degli alimentari

L'inflazione sale non solo nel comparto alimentari



Fonte: Bloomberg

I prezzi alla produzione tornano a salire



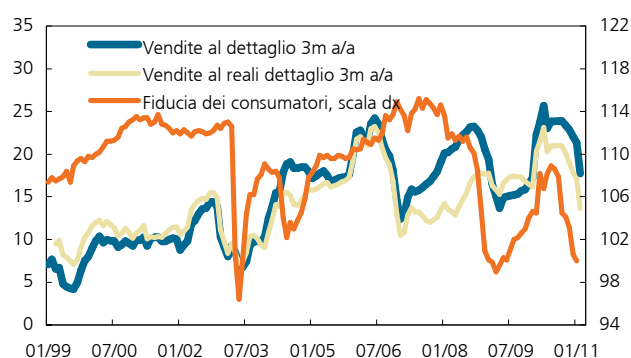
Fonte: Bloomberg

Le componenti prezzi del PMI sono scese rispetto ai massimi di novembre e rimangono su livelli elevati ma minori rispetto ai massimi, segnalando un rallentamento dei prezzi nei prossimi mesi. Anche solo per l'effetto base l'inflazione del comparto alimentari dovrebbe continuare a rallentare nei prossimi mesi. L'inflazione totale potrebbe salire vicino al 5,5% nel 2° trimestre per poi tornare a scendere con una media annua del 5,2% nel 2011.

Le **vendite al dettaglio** continuano a decelerare, soprattutto in termini reali in linea con il calo della fiducia dei consumatori che è arrivata ai minimi della serie a gennaio. Le vendite mostrano comunque tassi di crescita elevati del 17,8% 3m a/a a febbraio in termini nominali e 13,7% 3m a/a in termini reali. Le vendite di auto sono salite del 12,6% 3m a/a in sensibile rallentamento dai tassi di crescita intorno al 20% dei tre mesi precedenti. Ciò è dovuto in parte al venir meno dell'effetto base e in parte a una decelerazione delle variazioni congiunturali verosimilmente legate alla scadenza degli incentivi fiscali a fine anno e all'entrata in vigore in alcune città di un limite massimo alle patenti concesse (come ad esempio a Shanghai), e in altre di imposte di "congestione" per le auto in entrata per ovviare ai problemi sempre più pressanti del traffico (come ad esempio a Pechino). Segnali di rallentamento dei consumi vengono anche dai dati sulla spesa delle famiglie che, dopo un'accelerazione nel 2009, nel corso del 2010 ha continuato a decelerare riportandosi ai tassi di crescita pre-crisi. L'indagine sui correntisti urbani redatta dalla PBOC mostra che la propensione all'investimento o all'apertura di conti bancari per il risparmio rimane molto più alta di quella alla spesa che, dopo un aumento nel 4° trimestre 2010, è tornata a scendere nel 1° trimestre di quest'anno.

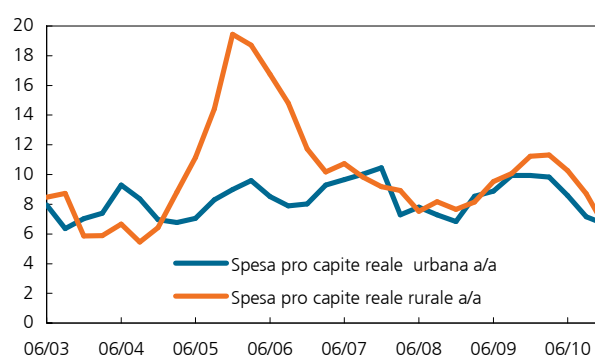
Le vendite al dettaglio decelerano...

Le vendite al dettaglio rallentano ...



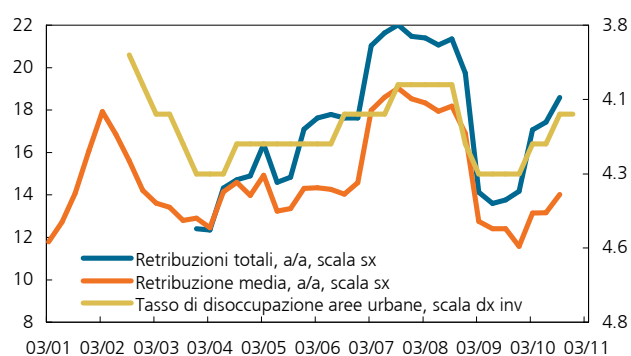
Fonte: Bloomberg

... così come la spesa pro-capite delle famiglie



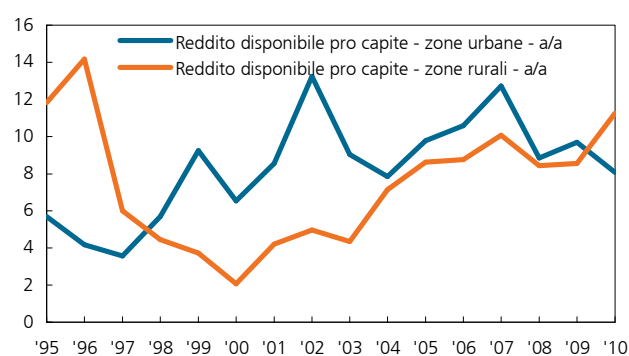
Fonte: Bloomberg, CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media mobile a 4 trimestri

Il mercato del lavoro migliora



Fonte: Bloomberg, EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il reddito disponibile reale urbano decelera



Fonte: Bloomberg, CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, dati annuali

Scenario Macroeconomico

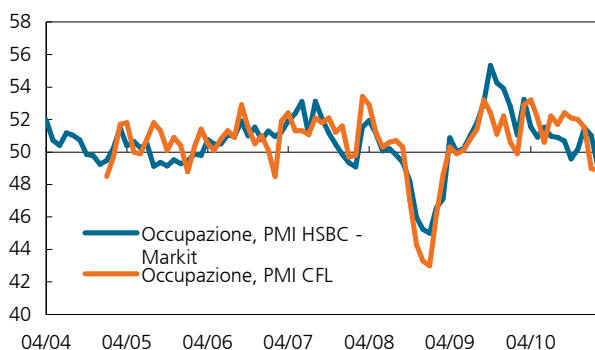
Marzo 2011

Le condizioni del **mercato del lavoro** rimangono stabili. Il tasso di disoccupazione nelle aree urbane è rimasto invariato al 4,1% nel 4° trimestre 2010, in rallentamento rispetto al 4,2% della prima metà del 2010. Nel corso del 2010 i nuovi occupati sono saliti del 6% rispetto al 2009 così come sono tornate a crescere le retribuzioni medie nominali, salite del 14% nel 3° trimestre 2010. Molti stati, fin da fine 2010, hanno annunciato un aumento del salario minimo compreso tra il 13,2% (Shaanxi) e il 27,9% (Chongqing, che aveva visto salari minimi fermi nei precedenti due anni).

... ma mercato del lavoro e incentivi fiscali dovrebbero fornire un supporto ai consumi

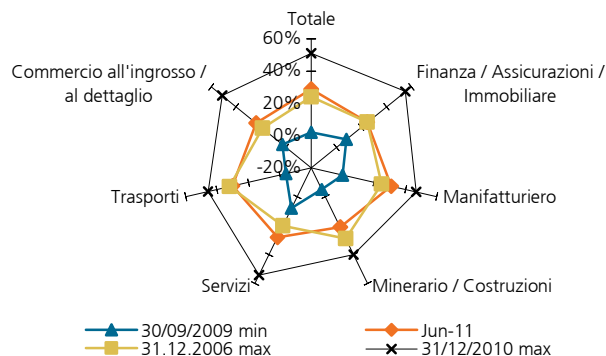
La componente "occupazione" del PMI è su un trend discendente dal 3° trimestre 2010 e nella rilevazione Markit-HSBC, meno volatile, pur essendo scesa poco sotto 50 a febbraio, in media trimestrale si è mantenuta poco al di sopra di 50 negli ultimi sei mesi. L'indagine Manpower sulle intenzioni di assunzione per il 2° trimestre 2011, dopo aver ampiamente superato i massimi del 2006 per il trimestre corrente, ha ritracciato pur rimanendo su livelli elevati. Le informazioni prospettiche sul mercato del lavoro sono dunque contrastanti, tuttavia l'aumento dei salari minimi e l'annunciata estensione degli incentivi fiscali agli acquisti di elettrodomestici dovrebbero contribuire almeno a una tenuta dei consumi nel 2° trimestre.

PMI, componente occupazione



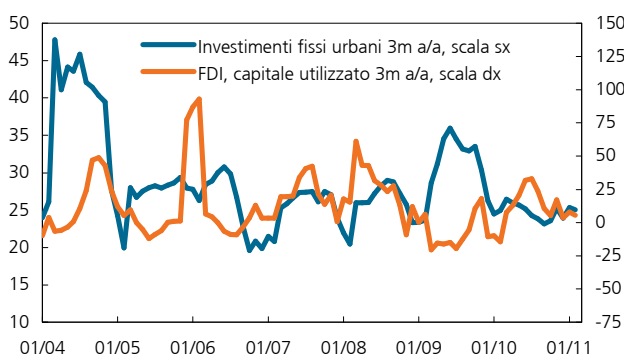
Fonte: Thomson Reuters-Datastream e Bloomberg

Indagine Manpower sulle intenzioni di assunzione



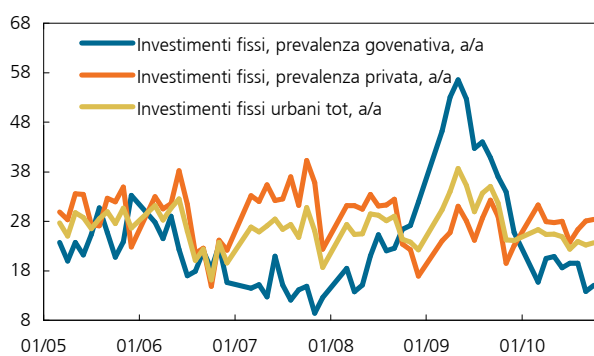
Fonte: Bloomberg

Gli investimenti fissi continuano a crescere a tassi elevati



Fonte: Bloomberg

Gli investimenti a prevalenza statale continuano a rallentare



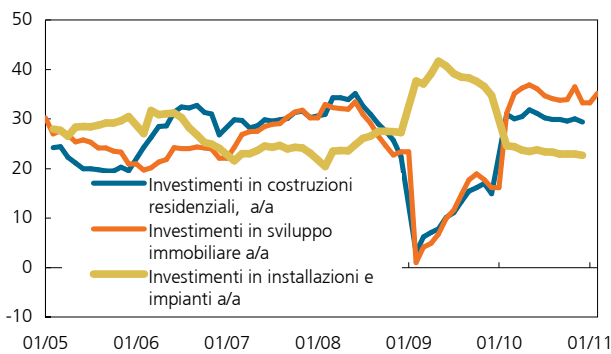
Fonte: EcoWin, variazioni su dati a prezzi correnti ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nell'insieme gli **investimenti fissi¹⁴ urbani** continuano a crescere a tassi elevati del 25,0% 3m a/a a febbraio, in linea con i mesi precedenti anche se in rallentamento rispetto ai mesi iniziali del 2010 soprattutto per una sensibile decelerazione degli investimenti a prevalenza governativa compensata però da un'accelerazione degli investimenti a prevalenza privata. Gli investimenti nel settore immobiliare non hanno dato segnali di rallentamento con una crescita del 35,2% a/a, in lieve accelerazione rispetto al 33,2% di dicembre.

Gli investimenti crescono a tassi elevati e il mercato immobiliare non dà ancora segnali significativi di rallentamento

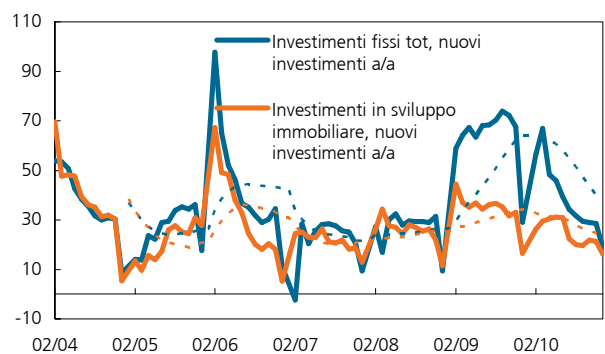
I dati sul **mercato immobiliare** non segnalano variazioni significative e il rallentamento della superficie residenziale venduta sembra circostanziato ad alcune città dove gli aumenti dei prezzi erano stati più elevati in passato e dove le misure antispeculative sono state più restrittive. La superficie residenziale venduta totale prosegue, infatti, il contenuto recupero iniziato nell'ultimo trimestre 2010, mentre accelerano gli acquisti dei terreni a uso residenziale. Nel 4° trimestre 2010 i prezzi dei terreni adibiti all'edilizia standard hanno continuato a rallentare, mentre quelli adibiti all'edilizia di lusso sembrano essersi stabilizzati a livelli elevati con una crescita del 25,4% a/a.

Investimenti in costruzioni e settore immobiliare sono stabili



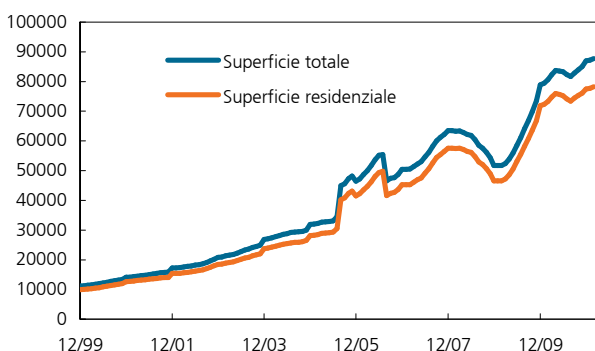
Fonte: EcoWin, dati nominali cumulati, variazione a/a

I nuovi investimenti rallentano



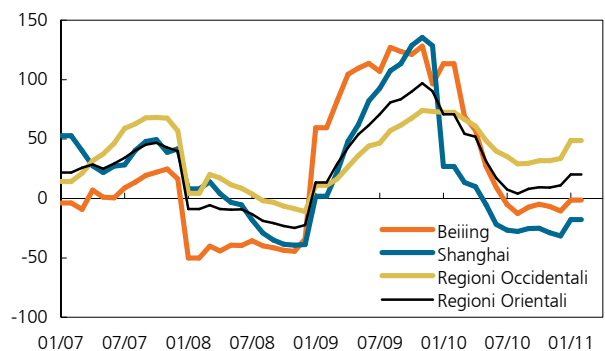
Fonte: dati nominali cumulati, variazione a/a. Linee tratteggiate: medie mobili a 12m

Superficie residenziale venduta in recupero negli ultimi mesi



Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, medie mobili a 12 mesi della superficie venduta mensile, in milioni di m²

Vendite di immobili in ma in calo nelle maggiori aree urbane

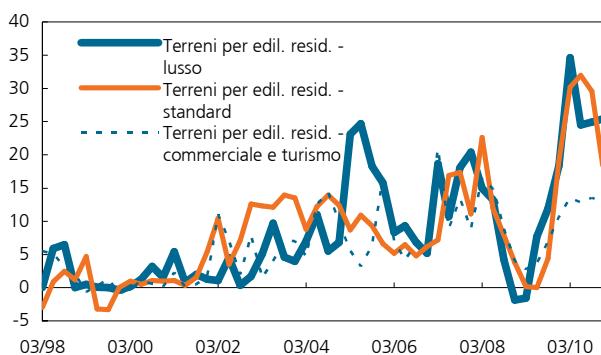


Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, variazioni a/a del valore della superficie venduta cumulata

¹⁴ L'Ufficio Statistico ha comunicato che da gennaio la soglia minima per la rilevazione statistica degli investimenti passa da 5 milioni di yuan a 20 milioni per quanto riguarda la dimensione delle imprese industriali e da 500 mila yuan a 5 milioni di yuan per quanto riguarda il valore dei progetti di investimento nonché espandendo la rilevazione alle aree rurali. Questo suggerisce cautela nella lettura dei dati anche se l'Ufficio ha assicurato che i tassi di crescita delle serie nonché i volumi sono in linea con la rilevazione precedente.

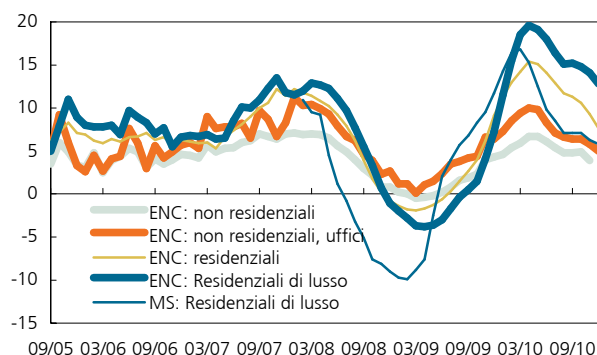
Nello stesso periodo i prezzi degli immobili residenziali hanno continuato a rallentare in termini tendenziali ma a mostrare variazioni congiunturali positive e crescenti, soprattutto nel comparto degli immobili di lusso e sul mercato secondario. Le variazioni sono comunque molto minori rispetto a quelle dei primi mesi del 2010. Data la forte crescita delle superfici residenziali incominciate negli ultimi anni, che ha visto un picco di crescita del 74% a marzo 2010 ci si attende che nel corso dell'anno aumenti in maniera consistente il numero dei nuovi edifici in vendita sul mercato, con un conseguente rallentamento dei prezzi. Tuttavia l'ambizioso programma governativo di espansione dell'edilizia popolare potrebbe lenire l'impatto atteso sull'intero settore. La fiducia degli imprenditori del settore immobiliare è lievemente salita tra dicembre e febbraio ma, soprattutto a cavallo d'anno, è stata in forte calo la componente che riguarda la valutazione sulla reperibilità di fondi di finanziamento.

Il prezzo dei terreni adibiti all'edilizia di lusso si stabilizzano



Fonte: CEIC, indice dei prezzi dei terreni, variazione a/a, dati trimestrali fino al 2° trimestre 2010

I prezzi degli immobili rallentano lentamente



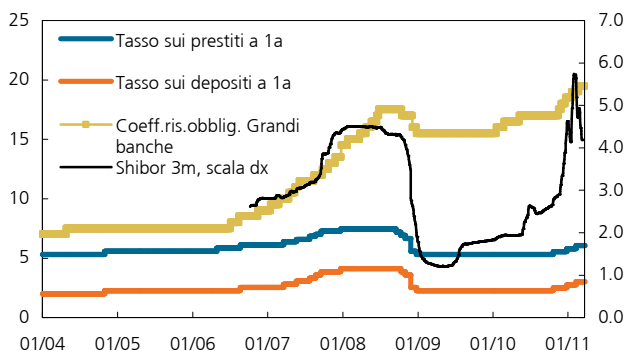
Fonte: CEIC, indice dei prezzi, variazione a/a, dati mensili
Note: ENC: Edifici di Nuova Costruzione, MS: Mercato Secondario

Aggregati creditizi e politica monetaria

Le variabili monetarie e creditizie iniziano a risentire dei nove aumenti del coefficiente di riserva obbligatoria effettuati dal gennaio del 2010. L'ultimo aumento di 50pb in vigore dal 25 marzo porterà il coefficiente a 20% per le grandi banche e a 18% per le banche minori. A questo si sono aggiunti due rialzi dei tassi di 25pb ciascuno tra fine dicembre e inizio febbraio che hanno portato il tasso sui prestiti a 1 anno a 6,06% e quello sui depositi al 3%. La PBOC ha inoltre emesso titoli a breve termine a tassi in aumento così come in aumento sono stati i tassi delle operazioni di repo.

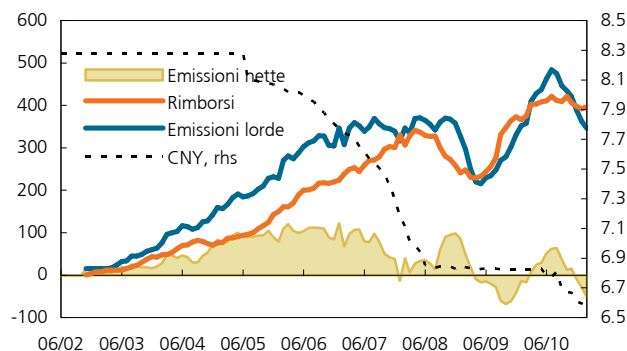
Le variabili monetarie e creditizie iniziano a risentire degli aumenti del coefficiente di riserva obbligatoria

Rialzi concentrati sul CRR, ma salgono i tassi interbancari



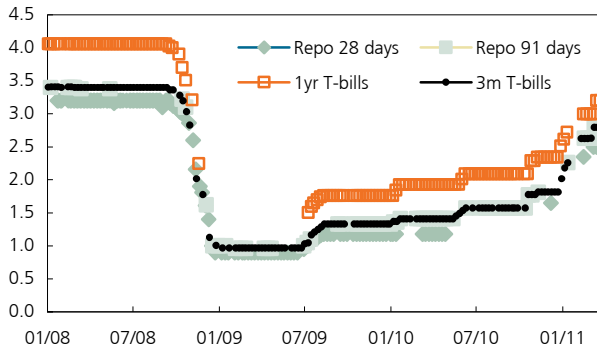
Fonte: Bloomberg

Emissioni nette di titoli zero coupon da parte della PBOC



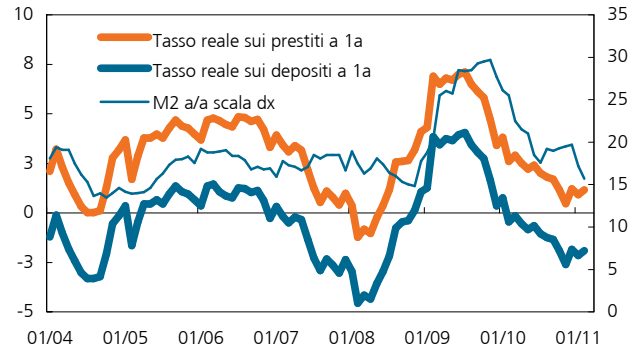
Fonte: CEIC, medie mobili a 12 mesi

La PBOC colloca i titoli a breve a tassi crescenti



Fonte: CEIC

I tassi reali non variano; M2 rallenta

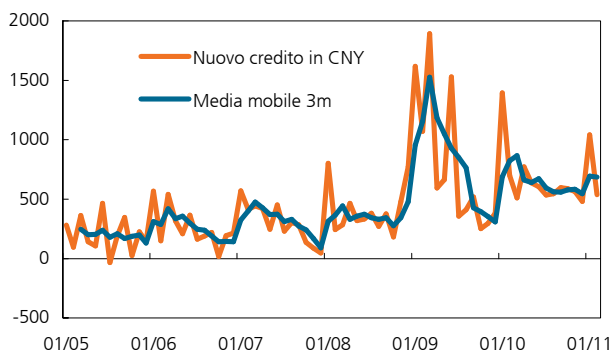


Fonte: Bloomberg

Dopo l'accelerazione di fine anno il nuovo **credito** nei primi due mesi del 2011 è risalito, ma è inferiore rispetto allo stesso periodo del 2010. Il credito totale ha continuato a rallentare a cavallo d'anno, soprattutto per la componente a medio-lungo termine il cui tasso di crescita è sceso da una media del 30% a/a tra novembre e dicembre al 20,7% a gennaio. Una dinamica simile ha seguito M2, il cui tasso di crescita è sceso al 15,7% a/a febbraio da una media intorno al 19% nel corso del 4° trimestre 2010. I tassi d'interesse reali sono rimasti sostanzialmente invariati negli ultimi sei mesi a causa dell'aumento dell'inflazione, ma il rallentamento degli aggregati monetari, in particolare l'aumento delle riserve bancarie, segnalano comunque una decelerazione della crescita economica nella seconda metà del 2011.

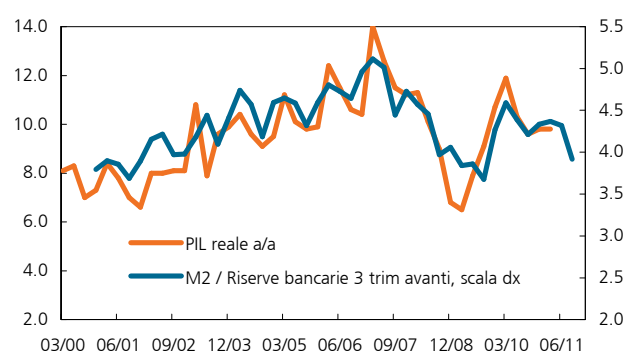
Dati i segnali di decelerazione del credito e il rallentamento degli indici di attività ci aspettiamo che la PBOC continui a preferire interventi sul tasso di riserva obbligatoria più che sui tassi ufficiali, ma ne rallenti il passo per vedere l'effetto sui dati dei prossimi mesi. Sul fronte del cambio continua il processo di graduale apprezzamento dello yuan nei confronti del dollaro che tra inizio anno e metà marzo si è apprezzato dello 0,5% rallentando il trend di apprezzamento della seconda metà del 2010 (3,2% dalla fine del PEQ il 19 giugno 2010). Il cambio effettivo è rimasto sostanzialmente invariato in termini nominali dal febbraio 2010, con un minimo deprezzamento dello 0,3%, mentre in termini reali nello stesso periodo si è apprezzato del 2,5%. Ci aspettiamo che il trend di apprezzamento prosegua nel corso dell'anno.

Nuovo credito ancora molto elevato rispetto al passato



Fonte: Bloomberg

Gli aggregati monetari segnalano una crescita in rallentamento

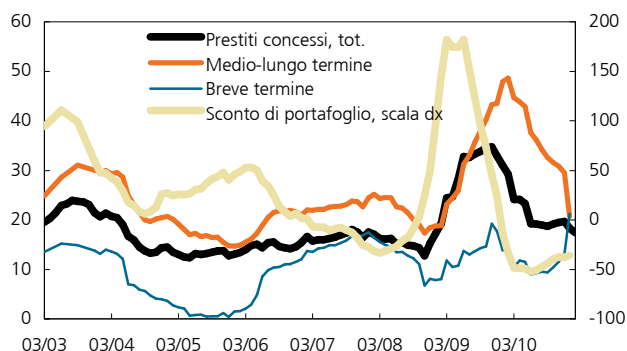


Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Scenario Macroeconomico

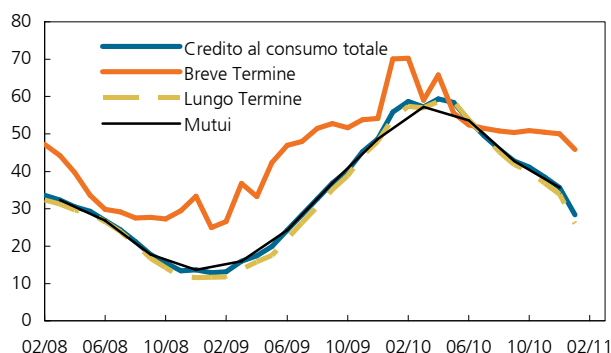
Marzo 2011

Il credito rallenta soprattutto nel comparto a medio-lungo



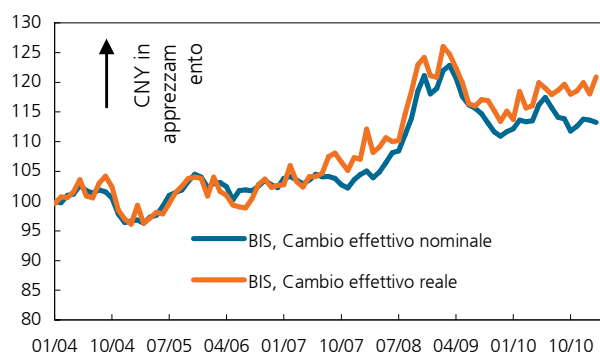
Fonte: EcoWin, Monetary and Financial Institutions Survey, variazioni a/a

Credito al consumo e mutui in rallentamento



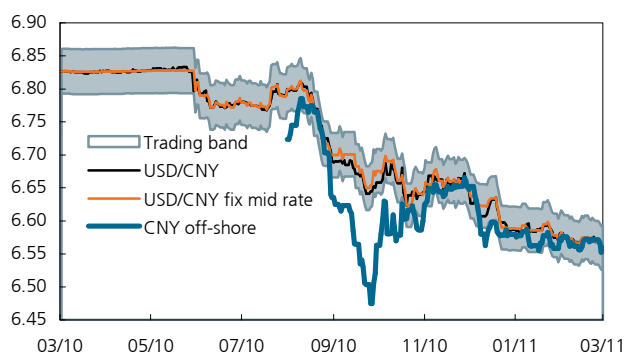
Fonte: CEIC, Monetary and Financial Institutions Survey, variazioni a/a

Cambio effettivo nominale si deprezza negli ultimi 3 mesi



Fonte: Bloomberg

Più volatilità nel cambio vs USD



Fonte: Bloomberg

Politica economica e fiscale

Tra il 4 e il 14 marzo si è riunita l'Assemblea Nazionale del Popolo (National People's Congress) che ha approvato il bilancio previsionale per il 2011 e il XII Piano quinquennale di sviluppo socio economico (12th Five Year National Economic and Social Development Plan) di cui sono stati resi noti i maggiori target.

L'obiettivo di crescita per il 2011 rimane invariato e aumenta leggermente quello d'inflazione

Obiettivi del Governo sulle principali variabili economiche e andamento effettivo

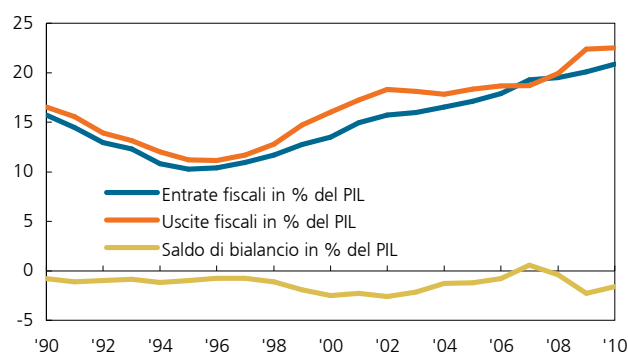
	2008	2009	2010	2011
Target PIL reale a/a	8.0	8.0	8.0	8.0
PIL reale a/a	9.6	8.7	10.3	
Target CPI a/a	4.8	4.0	3.0	4.0
CPI a/a	5.9	-0.7	3.3	
Target M2 a/a	17.0	17.0	17.0	16.0
M2 a/a	17.8	27.8	19.9	
Pil nominale a/a	16.9	11.5	16.7	
Target nuovo credito (triloni di yuan)	5.0	7.5	7.5	7-7.5*
Nuovo credito (triloni di yuan)	4.9	9.6	7.9	

Fonte: Reports on the Work of the Government, Bloomberg, CEIC, XINUA News *Fonti di stampa non confermate ufficialmente

Il Governo ha lasciato per il 2011 un target di crescita all'8% per il settimo anno consecutivo, con un obiettivo di inflazione del 4% e una crescita di M2 del 16%. Non è ancora chiaro se la PBOC poi intenda mettere un target sul nuovo credito poco al di sotto di quello del 2010 oppure, come sembra dalle indiscrezioni di stampa, preferisca imporre coefficienti di riserva

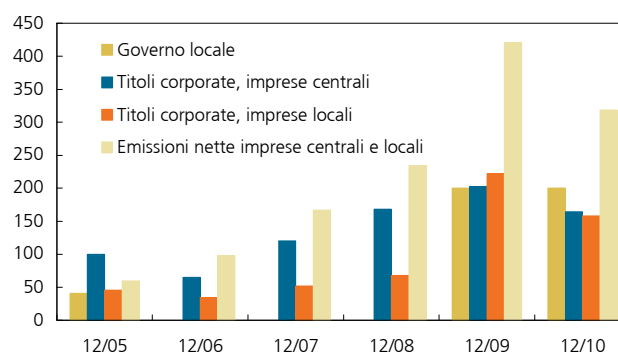
obbligatoria specifici per ogni banca. Il Governo prevede inoltre per il 2011 un deficit di bilancio di 900 miliardi di yuan pari al 2% del PIL, in linea con il 2010. Sul fronte del mercato del lavoro il Governo ha come obiettivi per le aree urbane la creazione di 9 milioni di nuovi occupati e il mantenimento del tasso di disoccupazione al di sotto del 4,6%.

Il deficit migliora nel 2010



Fonte: Bloomberg, CEIC

Il debito è aumentato soprattutto se si includono le imprese statali



Fonte: CEIC, emissioni lorde di titoli dove non specificato

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. È in progetto inoltre una riforma fiscale che unifichi la tassazione di beni e servizi sostituendo, per il settore dei servizi, l'attuale imposta di vendita con l'IVA. Si prevede l'estensione geografica e/ o merceologica dell'imposta sulle risorse energetiche¹⁵ e l'estensione dell'imposta di consumo, ora applicata essenzialmente ai beni di lusso, ai beni ad alto consumo energetico e ad alto valore aggiunto. Entrambe le riforme dovrebbero aumentare le entrate fiscali dei Governi locali rendendole più stabili e meno dipendenti dalle imposte sulle transazioni immobiliari.

La politica fiscale rimane espansiva con misure a sostegno dei consumi

Lo spirito del Piano è di continuità rispetto all'XI Piano, con una sempre maggiore enfasi sulla necessità di raggiungere uno sviluppo sociale ed economico sostenibile attraverso la riduzione del gap di reddito tra zone rurali e zone urbane e tra zone costiere e zone più interne e attraverso una maggiore attenzione alla protezione ambientale e alla riduzione del consumo di energia, considerate fondamentali nel processo di trasformazione della struttura economica del Paese.

XII Piano quinquennale di sviluppo socio economico

Alcuni obiettivi di protezione ambientale e di conservazione delle risorse naturali ed energetiche, nonché gli stanziamenti per investimenti in protezione ambientale, sono stati presenti sia nei Piani quinquennali generali, sia nei sottopiani specifici per la protezione ambientale fin dagli anni Ottanta. Tuttavia erano subordinati a un obiettivo prioritario che rimaneva quello di uno sviluppo economico relativamente rapido. Per la prima volta, nell'XI Piano quinquennale (2006-10), questi target sono apparsi come parte di un obiettivo di sviluppo economico che, oltre che rapido, deve essere anche sostenibile. A differenza del X Piano quinquennale, in cui l'obiettivo generale era quello di uno "sviluppo relativamente rapido", nell'XI Piano l'obiettivo diventa "uno sviluppo relativamente rapido e costante", con maggiore enfasi sulla crescita sostenibile di lungo termine. Ancora più importante, il Piano sottolineava la differenza tra crescita economica e sviluppo sostenibile, evidenziando come negli anni passati la crescita economica elevata fosse stata accompagnata in primo luogo dal degrado ambientale e da un aumento dell'ineguaglianza

¹⁵ Nel giugno del 2010 è stata introdotta un'imposta del 5% sulle vendite (in valore e non in volume) di petrolio per i produttori dello Xinjiang come progetto pilota.

Scenario Macroeconomico

Marzo 2011

sociale. L'XI Piano sottolineava il principio dello "sviluppo scientifico" nel raggiungere il fine di costruire una "società socialista armoniosa", ossia spostava l'attenzione dalla mera crescita economica a una crescita economica che tesse conto sia del benessere delle persone e delle regioni più svantaggiate, sia della tutela dell'ambiente.

Obiettivi dell'XI Piano quinquennale (2006-2010) e nuovi obiettivi del XII Piano quinquennale (2011-15)								
	Variabile	Unità di misura	2005	2010	Tasso di crescita annuo o variazione di periodo	Tipo di obiettivo	Effettivo 2010	Target 2015
Crescita Economica	PIL	triloni di yuan	18.2	26.1	7.5%	Atteso	11.1%	7.0%
	PIL pro capite	yuan	13985	19270	6.6%	Atteso	29678 estimate	
Struttura dell'Economia	Valore aggiunto del settore dei servizi sul totale	%	40.3	43.3	3	Atteso	43%	47
	Tasso di occupazione del settore dei servizi	%	31.3	35.3	4	Atteso		
	Spese in R&S su PIL	%	1.3	2	0.7	Atteso	1.75%	2.2
	Tasso di Urbanizzazione	%	43	47	4	Atteso	46.6% (2009)	51.5
Popolazione, Risorse e Protezione Ambientale	Popolazione totale	10.000 persone	130756	136000	< 8,0%	Obbligatorio	134100 prel.	139000
	Riduzione di consumo di energia per unità di PIL	%			20	Obbligatorio	-19%	16
	Riduzione del consumo di acqua per unità di valore aggiunto del settore industriale	%			30	Obbligatorio	-36.2%	30
	Percentuale di fonti non fossili nel consumo di energia primaria	%					8.3	11.4
	Coefficiente di utilizzo efficiente dell'acqua per irrigazione		0.45	0.5	0.05	Atteso		
	Tasso globale di riutilizzo dei rifiuti solidi urbani	%	55.8	60	4.2	Atteso		
	Terre coltivate	100 milion ha.	1.22	1.2	-0.3%	Obbligatorio		
	Riduzione del volume dei maggiori inquinanti	%			10	Obbligatorio		8-10
	Anidride solforosa (SO ₂)	milioni di tonnellate	25.494	22.944	10%	Obbligatorio	-26.3%	
	Domanda chimica di ossigeno (COD)	milioni di tonnellate	14.142	12.728	10%	Obbligatorio		
	Riduzione dei gas serra							
	Anidride carbonica (CO₂)	%						17
	Foreste	%	18.2	20	1.8	Obbligatorio		21.66
Sezioni idriche del programma di monitoraggio nazionale che non rispettano lo standard di Grado II di qualità delle acque di superficie	%	26.10	<22	-4.1%	Obbligatorio	20.8%		
Sezioni idriche (delle 7 grandi sezioni) del programma di monitoraggio nazionale che rispettano lo standard di Grado III di qualità delle acque di superficie	%	41.00	>43	2.0%	Obbligatorio	59.6%		
Maggiori città in cui la qualità dell'aria è superiore allo standard di grado II per più di 292 giorni all'anno	%	69.40	75	5.6%	Obbligatorio	95.6%		
Servizi Pubblici e Qualità della Vita	Scolarizzazione media	anni	8.5	9	0.5	Atteso		
	Popolazione coperta da pensione minima nelle aree urbane	milioni di persone	174	223	5.10%	Obbligatorio	256.73	357
	Copertura del nuovo sistema sanitario cooperativo per le aree rurali	%	23.5	> 80	> 56.5	Obbligatorio		100
	Aumento degli occupati urbani tra 5 anni	10.000 persone	4500		4500	Atteso	5771	4500
	Forza lavoro rurale trasferita nelle aree urbane	10.000 persone	4500		4500	Atteso		
	Tasso di disoccupazione nelle aree urbane	%	4.2	5		Atteso		<5
	Reddito disponibile delle famiglie urbane	yuan	10493	13390	5%	Atteso	19109	7%
	Reddito disponibile delle famiglie rurali	yuan	3255	4150	5%	Atteso	5919	7%
Aumento del salario minimo							>13	

Fonte: XI Piano quinquennale di sviluppo socio economico, XI Piano quinquennale per la protezione ambientale, Xinhua News, Comunicato dell'Ufficio Statistico del 28.02.2011, Ministero della Protezione Ambientale. In grigio gli obiettivi raggiunti.

I risultati dell'XI Piano in termini di crescita del PIL e di reddito disponibile sono andati ben oltre il target e gli obiettivi di protezione ambientale e di riduzione del consumo di risorse naturali ed energetiche sono stati sostanzialmente raggiunti, anche se con il ricorso a espedienti. La riduzione dell'intensità energetica è andata vicino all'obiettivo (19% vs 20% nei cinque anni del Piano) anche attraverso la chiusura temporanea di acciaierie, tagli di elettricità a molte piccole imprese e addirittura il mal funzionamento dei semafori nella seconda parte del 2010.

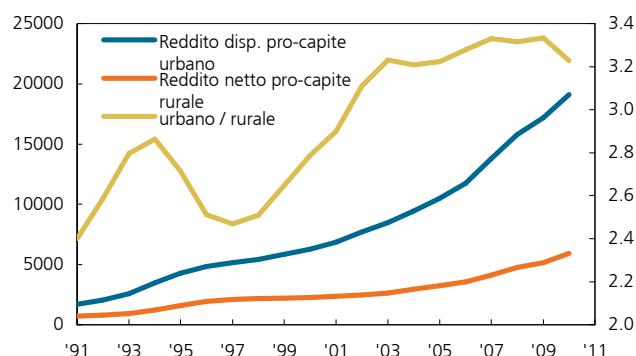
Gli obiettivi dell'XI Piano sono stati sostanzialmente raggiunti

L'allargamento del gap di reddito tra le aree urbane e quelle rurali è stato molto marcato durante il periodo del X Piano quinquennale. Il reddito nelle zone urbane è, infatti, passato da 2,79 volte quello delle zone rurali nel 2000 a 3,22 volte nel 2005. Le politiche economiche attuate durante il periodo dell'XI Piano sono riuscite sostanzialmente a mantenere il gap costante (3.23 nel 2010 vs 3,28 nel 2005) ma non a ridurlo. La stessa dinamica ha caratterizzato il gap di reddito tra le più ricche regioni costiere e le altre regioni del Paese. Inoltre, durante l'ultimo quinquennio, i redditi hanno registrato un tasso di crescita medio annuo superiore rispetto a quello dei cinque anni precedenti sia in termini nominali che in termini reali. Questo vale soprattutto per i redditi delle zone rurali, il cui tasso di crescita medio annuo durante l'XI Piano quinquennale è stato del 9,4% in termini reali rispetto al 5,9% nel quinquennio del X Piano.

I redditi sono cresciuti ma non si è ridotta la disparità

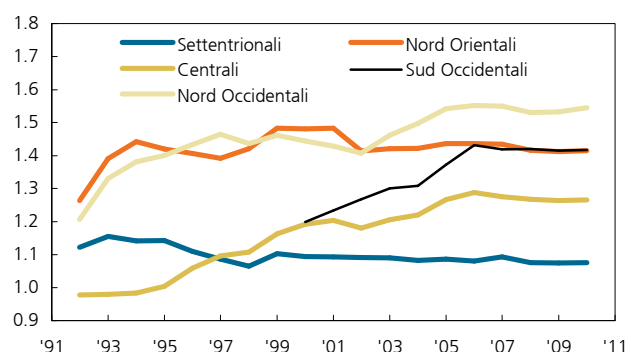
Nonostante questi risultati positivi, però, la disparità di reddito tra le fasce più ricche della popolazione e quelle più povere rimane elevata. Nel 2008, il reddito della fascia più alta è stato 9,1 volte quello della fascia più bassa, ed è rimasto su questi livelli sin dal 2004, per calare leggermente a 8,6% nel 2009, probabilmente solo per effetto del rallentamento dell'economia. Inoltre, la quota di spesa per alimentari sulla spesa totale per consumi delle famiglie, seppur in costante declino a partire da metà degli anni Novanta, è ancora elevata soprattutto per le fasce a reddito medio basso, dove nel 2008 si collocava tra il 43% e il 51%. In questo contesto, nonostante l'aumento dei redditi e un'inflazione *core* contenuta, ogni aumento del comparto alimentari pesa enormemente sul bilancio familiare delle fasce più povere.

Il gap di reddito tra aree urbane e rurali è rimasto costante durante il periodo dell'XI Piano quinquennale



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

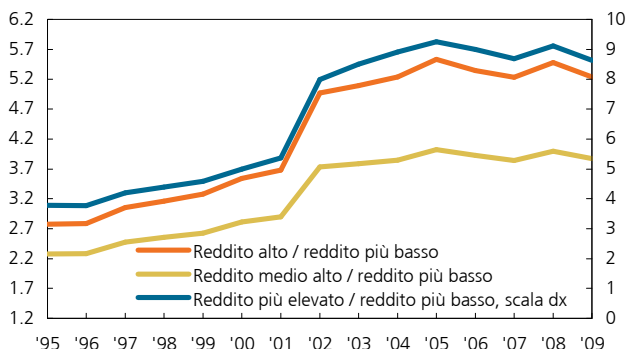
Reddito delle regioni costiere rispetto alle altre regioni



Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo. Classificazioni delle regioni secondo l'Ufficio Statistico, media per area dei redditi disponibili delle zone urbane.

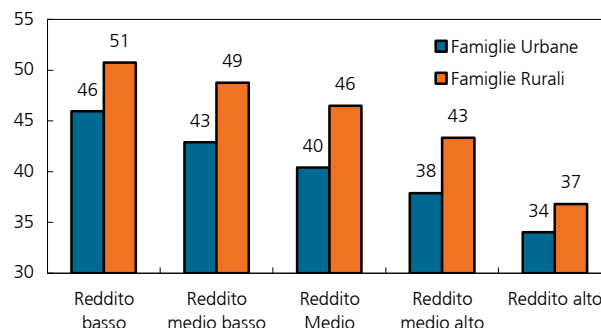
Il XII Piano prevede degli obiettivi di crescita del reddito disponibile delle famiglie del 7% in media all'anno rispetto al 5% precedente con un aumento del salario minimo non minore del 13,6% all'anno, un aumento dell'urbanizzazione e la copertura del servizio sanitario estesa al 100% nelle aree rurali. Tra gli obiettivi di protezione ambientale si è aggiunto anche un obiettivo specifico di riduzione della CO₂, mentre per quelli sugli inquinanti si parla di una riduzione tra l'8% e il 10%, che potrebbe dunque essere minore rispetto al Piano precedente.

La disparità di reddito tra ricchi e poveri rimane troppo elevata



Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, redditi delle zone urbane

Spesa per alimentari in % della spesa totale per consumi in base alle fasce di reddito (anno 2008)



Fonte: Ufficio Statistico Cinese elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'obiettivo di crescita economica è stato lievemente abbassato dal 7,5% al 7% con una composizione del PIL in cui la quota dei servizi passa dal 43% attuale al 47%. Tuttavia 25 delle 31 province hanno dichiarato obiettivi di crescita del PIL a due cifre nei loro Piani quinquennali, che dovrebbero comunque essere il linea con quello generale, privando di significato l'abbassamento del target. Inoltre senza l'introduzione di un'imposta sugli inquinanti, di cui si discute fin dal 2010 e un diverso sistema di valutazione degli Amministratori locali, finora basato esclusivamente sul raggiungimento dei target di crescita, sarà difficile pensare a un vero impegno verso una crescita più sostenibile.

Il Piano prevede stanziamenti e agevolazioni fiscali (non ancora dettagliate) a favore dello sviluppo di sette industrie considerate strategiche: tecnologie informatiche di nuova generazione, risparmio energetico e protezione ambientale, nuove forme di energia, biotecnologie, beni capitali ad alto valore aggiunto per il manifatturiero, nuovi materiali e macchine elettriche. In questo senso si pone l'obiettivo di aumento degli stanziamenti per Ricerca&Sviluppo dall'1,75% attuale al 2,2% del PIL con politiche a sostegno dell'innovazione domestica.

Prospettive e rischi

Il PIL cinese è cresciuto del 9,8% a/a nel 4° trimestre 2010 chiudendo l'anno con una crescita del 10,3% a/a, in accelerazione rispetto al 9,2% a/a del 2009 con una crescita del settore industriale ancora superiore a quella, pur molto elevata, del settore dei servizi (11,1% a/a vs 9,5% a/a), sostenuta fortemente dagli investimenti.

I dati dei primi mesi dell'anno sono di difficile lettura a causa delle festività per il Capodanno cinese, a questo si aggiungono le modifiche di rilevazione dell'Ufficio Statistico per gli investimenti. Anche se la produzione industriale cresce a livelli elevati gli indici di attività sono rallentanti negli ultimi mesi, così come le vendite al dettaglio. Si evidenzia inoltre una decelerazione delle variabili creditizie, sulle quali cominciano a fare effetto i rialzi del coefficiente di riserva obbligatoria. Le esportazioni, nonostante il rallentamento a cavallo d'anno, saranno sostenute dall'aumento della fiducia dei consumatori in Europa e negli Stati Uniti che prefigura una tenuta dei consumi, se pur lontana dai livelli pre-crisi. Le politiche economiche annunciate sia per il 2011 sia per il quinquennio 2011-15 sono a sostegno delle famiglie a basso reddito e di un maggiore ribilanciamento della crescita a favore dei consumi privati, anche se gli obiettivi di crescita a due cifre, annunciati da molte province, pongono dei dubbi sulla loro reale attuazione.

L'inflazione totale continua a salire guidata principalmente dal comparto alimentari, il cui aumento dei prezzi pesa enormemente sul bilancio familiare delle fasce più povere, ma i segnali

sono di rientro nella seconda metà del 2011. Dati i segnali di decelerazione del credito e il rallentamento degli indici di attività ci aspettiamo che la PBOC continui a preferire interventi sul tasso di riserva obbligatoria più che sui tassi ufficiali, ma ne rallenti il passo per vedere l'effetto sui dati dei prossimi mesi.

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, con un rallentamento più sensibile degli investimenti rispetto ai consumi privati. 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.

India: ancora rischi al rialzo sull'inflazione

- L'India ha chiuso il 2010 con una crescita dell'8,6% (al costo dei fattori) in accelerazione rispetto al 7,0% dell'anno precedente, grazie alla tenuta dei consumi, alla forte crescita degli investimenti e al contributo positivo del canale estero.
- Una dinamica di crescita elevata, seppur in rallentamento, continuerà a caratterizzare l'economia indiana anche nel 2011, con un sostegno dei consumi privati e del canale estero che compenserà il rallentamento degli investimenti frenati ulteriormente in un contesto di aumento dei tassi reali. La crescita è prevista in lieve rallentamento all'8,3% nel 2011 e al 7,5% nel 2012.
- La Banca centrale continuerà ad agire per contenere l'aumento dell'inflazione mantenendo i tassi reali marginalmente positivi, ma con rialzi gradualmente. Ci aspettiamo che la Reserve Bank of India porti il tasso repo tra il 7,75% e l'8% entro la fine dell'anno.
- L'elevato livello degli indici di attività e di fiducia pone rischi al rialzo sulla crescita nel breve termine e dunque sull'inflazione. Questo potrebbe indurre la RBI a essere più aggressiva nei rialzi dei tassi di quanto scontati il nostro scenario centrale con un rischio di rallentamento più marcato della crescita.
- La politica fiscale rimarrà moderatamente espansiva a sostegno delle infrastrutture e del settore agricolo.

Silvia Guizzo

Previsioni macro	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F
PIL (prezzi costanti, al costo dei fattori)	9.8	9.5	7.4	7.0	8.6	8.3	7.5
Consumi privati	8.4	9.2	7.9	7.0	6.9	8.6	9.1
Consumi pubblici	2.8	3.9	18.2	15.3	4.1	7.6	4.7
Investimenti fissi	14.9	16.1	4.7	2.9	16.5	10.4	6.7
Esportazioni	24.9	6.8	16.4	-7.4	14.6	10.0	13.3
Importazioni	25.7	7.1	31.2	-7.0	3.5	13.8	11.7
Produzione industriale	10.4	10.4	4.8	6.6	10.4	6.7	10.1
Inflazione (CPI)	6.3	6.4	8.3	10.9	12.0	7.9	5.1
Tasso di disoccupazione	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.1
Salari medi	13.1	13.8	13.2	10.1	18.9	13.5	12.1
Tasso sui prestiti a 1 anno	6.9	7.7	7.9	4.8	5.6	7.6	8.2
Cambio USD/INR (media)	45.3	41.3	43.5	48.4	45.7	46.1	47.0
Saldo delle partite correnti	-431.2	-311.3	-1,393.9	-1,234.8	-2,459.4	-3,621.4	-3,014.1
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	-1.0	-0.7	-2.5	-2.0	-3.3	-4.2	-3.1
Saldo di bilancio in % del PIL	-3.2	-2.6	-4.9	-7.0	-3.7	-4.8	-4.0

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

Economia reale e inflazione

L'India ha chiuso il 2010 con una crescita del PIL dell'8,6% (al costo dei fattori; 10,4% a/a a prezzi di mercato) in accelerazione rispetto al 7,0% (al costo dei fattori; 6,8% a/a prezzi di mercato) dell'anno precedente, grazie alla tenuta dei consumi, alla forte crescita degli investimenti e al contributo positivo del canale estero. Dal lato dell'offerta la crescita è stata guidata dal recupero del settore manifatturiero (+11,1 a/a) e dall'ottima performance dei servizi, in particolare di quelli legati alla ristorazione, telecomunicazioni e trasporti (11,2% a/a) e quelli finanziari (8,8%).

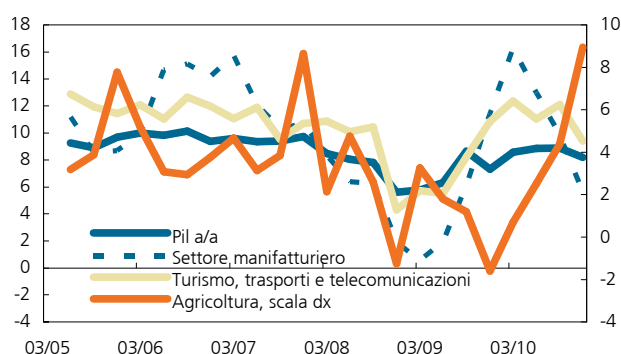
Il PIL del 4° trimestre è cresciuto di un solido 8,2% a/a, (al costo dei fattori; 9,7% a prezzi di mercato) in lieve rallentamento rispetto all'8,9% dei due trimestri precedenti e stimiamo del 2% sul trimestre precedente. Gli abbondanti monsoni estivi, rispetto alla siccità che aveva colpito il

La crescita del 2010 è stata guidata dagli investimenti e dal contributo positivo del canale estero

Paese nel 2009, hanno sostenuto un forte recupero del settore agricolo in particolare nel 4° trimestre (+8,9% a/a), che ha più che compensato il rallentamento del settore manifatturiero.

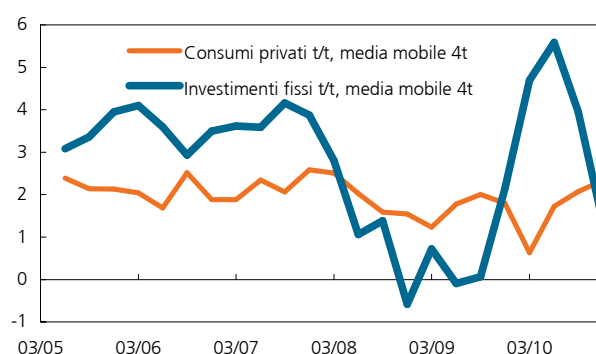
Gli investimenti e le scorte hanno mostrato una decelerazione, mentre i consumi privati hanno registrato il più alto tasso di crescita degli ultimi tre anni (+9,0% a/a). Il rallentamento degli investimenti e del settore manifatturiero è solo in parte dovuto a un effetto confronto perché anche le variazioni congiunturali sono progressivamente rallentate.

L'agricoltura compensa la decelerazione del manifatturiero



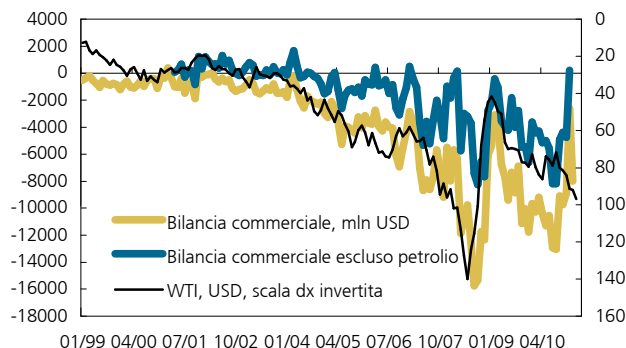
Fonte: EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I consumi privati tengono, mentre rallentano gli investimenti



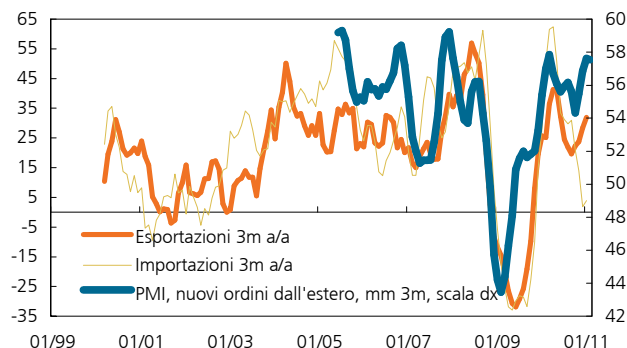
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Bilancia commerciale



Fonte: Bloomberg, flussi mensili in milioni di dollari

Le importazioni rallentano mentre le esportazioni tengono



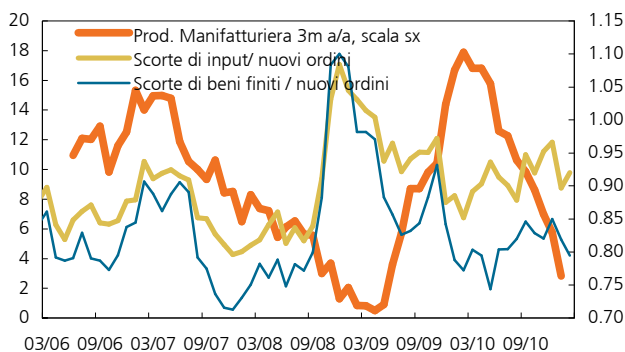
Fonte: Bloomberg, HSBC-Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nonostante lo scemare dell'effetto base positivo le esportazioni di soli beni sono accelerate nel corso del 4° trimestre 2010, registrando una crescita del 28,4% a/a rispetto al 19,6% a/a del trimestre precedente. Le importazioni al contrario sono salite del 4,6% a/a, in netto rallentamento rispetto al 40,6% a/a del 3° trimestre. La dinamica è stata simile per le importazioni al netto del petrolio: rallentamenti marcati si sono registrati nel comparto dei beni elettronici e dei componenti per i trasporti, secondo i dati disponibili fino a ottobre. Nonostante ciò, data la forza delle importazioni per gran parte del 2010, il deficit della bilancia commerciale per l'intero 2010 è peggiorato a 118 miliardi di dollari da 92 miliardi del 2009. Il contributo delle esportazioni nette totali alla crescita del PIL nel 2010 è stato comunque positivo del 2,1%, in aumento rispetto al 2009.

La **produzione industriale**, che viaggia su un trend di rallentamento dall'inizio del 2010, a novembre è salita del 3,7% a/a, in lieve accelerazione rispetto al 2,5% a/a di dicembre. Il rallentamento nel corso del 2010 è imputabile in parte all'effetto base e in parte al rallentamento della produzione mineraria e della produzione di beni di consumo non durevoli e di beni capitali. Questi in particolare, negli ultimi mesi hanno mostrato qualche variazione mensile negativa sui dati destagionalizzati che potrebbe segnalare un ulteriore rallentamento degli investimenti. La produzione dell'industria pesante accelera, salendo del 7,1% a gennaio dal minimo del 3,6% di novembre 2010. Gli indici di attività e di fiducia delle imprese danno invece tutti segnali molto positivi. L'indice PMI si trova sui massimi della serie, in particolare per le componenti "nuovi ordini" e "nuovi ordini dall'estero" segnalando una tenuta della produzione nei prossimi mesi. Anche la fiducia degli imprenditori misurata dall'indagine Dun&Bradstreet è salita ancora per il 1° trimestre 2011 ed è vicina ai massimi e una dinamica simile caratterizza l'indagine della RBI, anche per quanto riguarda la componente aspettative.

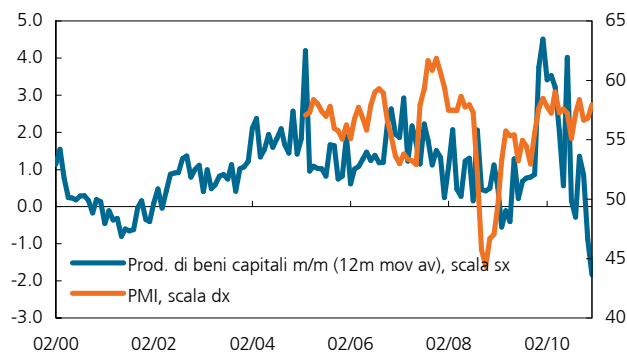
Il PMI segnala una discreta tenuta del settore industriale anche se è in atto un rallentamento nel comparto dei beni capitali

La produzione manifatturiera influenzata dall'effetto base ...



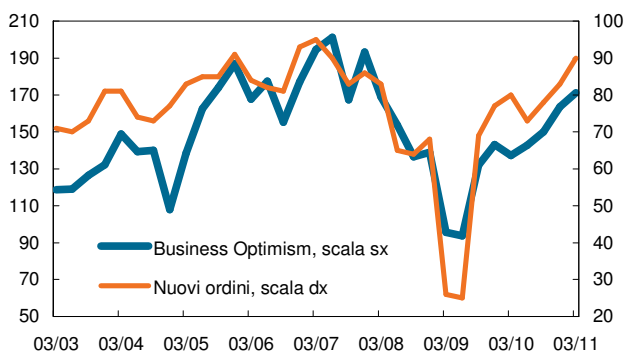
Fonte: Bloomberg, Thomson Reuters - Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... e dal rallentamento dei beni capitali



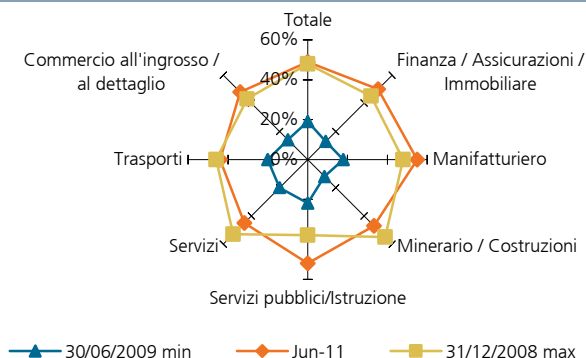
Fonte: Bloomberg, Thomson Reuters - Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Indagine di fiducia Dun&Bradstreet



Fonte: EcoWin

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



Fonte: Bloomberg

Le **vendite di auto**, pur in rallentamento rispetto ai massimi di ottobre salgono a ritmi sostenuti (22,1% a/a a febbraio). Il nono rapporto sugli effetti della crisi pubblicato dal Ministero del Lavoro¹⁶ conferma un aumento degli occupati anche nel 4° trimestre 2010 in particolare nel comparto dell'IT. La media mobile a sei mesi della componente occupazione del PMI è ferma a 49,9 da qualche mese, ma l'indagine Manpower conferma anche per il 2° trimestre 2011 un

I consumi saranno sostenuti dal buon andamento del mercato del lavoro

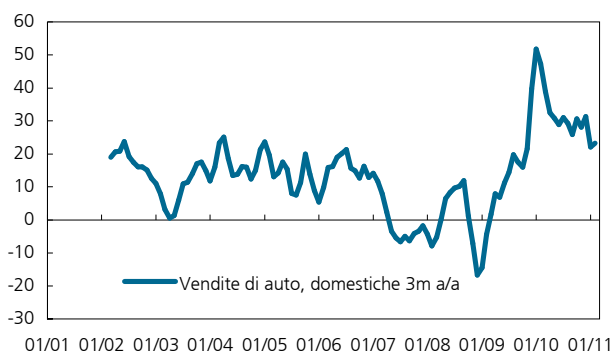
¹⁶ Report on Effect of Economic Slowdown on Employment in India (October – December, 2010).

aumento delle intenzioni di assunzione in particolare nel settore manifatturiero, in quello finanziario assicurativo e nel settore pubblico. Il buon andamento del mercato del lavoro dovrebbe continuare a fornire supporto ai consumi.

Gli arrivi di turisti sono aumentati con tassi di crescita intorno all'8% negli ultimi tre mesi e il rallentamento degli introiti è dovuto essenzialmente allo scemare dell'effetto base. Il PMI dei servizi in media sopra 58 negli ultimi tre mesi, si trova a livelli vicini ai massimi della serie (60,2 a febbraio) e continua a puntare a una forte performance del settore dei servizi anche nel prossimo trimestre.

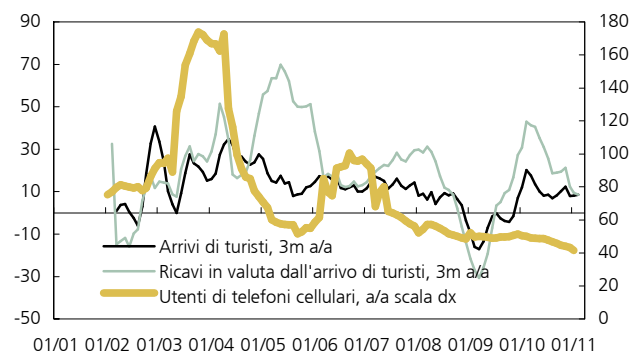
Le prospettive per il settore dei servizi restano positive

Le vendite di auto salgono ancora a tassi elevati



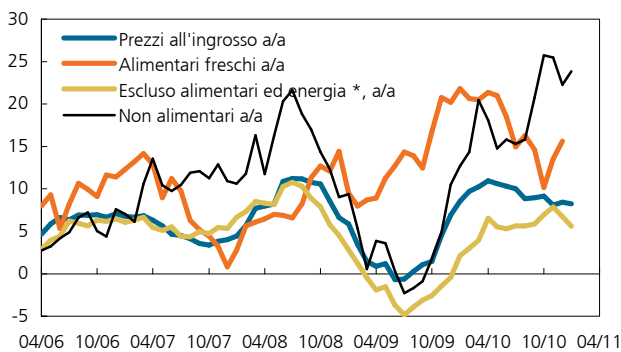
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Si stabilizzano gli arrivi di turisti



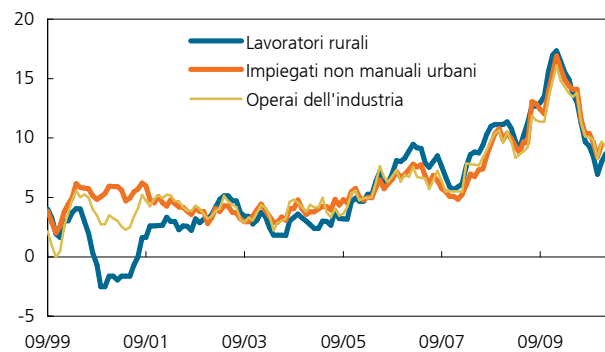
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'inflazione dei prezzi all'ingrosso rimane elevata



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

L'inflazione dei prezzi al consumo torna a salire



Fonte: EcoWin

L'inflazione dei prezzi all'ingrosso, al di sopra dell'8% da agosto, è rimasta sostanzialmente invariata all'8,3% a/a a febbraio dall'8,2% di gennaio. Nonostante il rallentamento dei prezzi del comparto degli alimentari freschi, dove l'inflazione è scesa a 10,6% a/a a febbraio dal 15,6% a/a di gennaio, alcuni prodotti alimentari continuano a mostrare aumenti a due cifre, come le verdure, le spezie, il latte e le carni. Inoltre i prezzi del comparto non alimentari salgono ancora a tassi molto alti, 29,8% a febbraio, guidati dalle fibre grezze. Metalli, carburanti e fibre tessili segnano ancora aumenti a due cifre. L'inflazione dei prodotti manufatti è salita dal 4,8% di gennaio al 6,1% a febbraio, segnalando la persistenza di pressioni da domanda. Le varie misure di inflazione dei prezzi al consumo si collocano tra l'8,0% e il 9,4% a/a a gennaio. I rischi sull'inflazione rimangono al rialzo anche a causa dell'aumento del prezzo del petrolio e di alcuni aumenti dei prezzi amministrati del carbone.

I rischi sull'inflazione rimangono verso l'alto

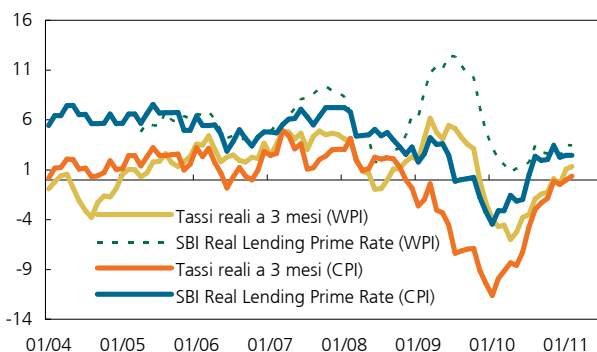
Politica monetaria

La RBI al recente meeting di metà marzo ha effettuato un altro rialzo dei tassi di 25pb portando il tasso repo a 6,75% e il tasso reverse repo a 5,75% con effetto immediato. La RBI giudica che la crescita indiana sia ancora forte anche se la debolezza del comparto dei beni capitali segnala il rischio di un ulteriore rallentamento degli investimenti nel prossimo trimestre. Il credito al settore non alimentare continua a crescere a ritmi sostenuti (+23% a/a a febbraio), oltre la soglia obiettivo del 20% se pur in lieve rallentamento rispetto a dicembre 2010. Mentre i tassi reali a tre mesi sono intorno allo zero quelli della clientela *prime* sono già positivi da metà 2010 intorno al 2,5%. I tassi interbancari a tre mesi sono saliti di 100pb dall'inizio dell'anno portandosi a 10% a metà marzo con uno spread di circa 330pb sul tasso repo.

La RBI continua con la normalizzazione dei tassi

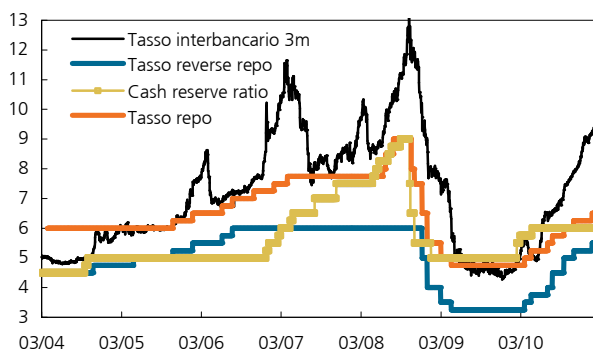
La RBI ha sottolineato che, nonostante i segnali di rallentamento dei prezzi degli alimentari, i rischi sull'inflazione rimangono al rialzo ed ha rivisto per la seconda volta verso l'alto le previsioni d'inflazione per marzo 2011 portandole "intorno" all'8,0% da un precedente 7,0% di gennaio, che pure rivedeva al rialzo la precedente stima di un 5,5%. La Banca centrale continuerà ad agire per contenere l'aumento dell'inflazione mantenendo i tassi reali marginalmente positivi, ma con rialzi graduali. Ci aspettiamo che la Reserve Bank of India porti il tasso repo tra il 7,75% e l'8% entro la fine dell'anno.

I tassi reali stanno risalendo lentamente



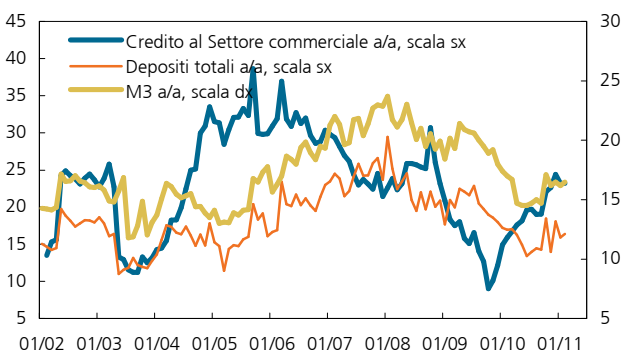
Fonte: Bloomberg, EcoWin

La RBI continua la normalizzazione dei tassi



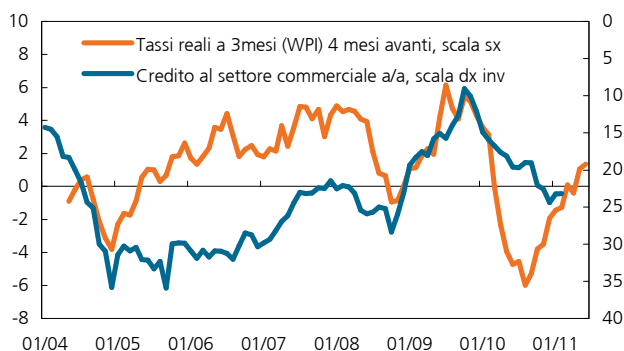
Fonte: Bloomberg

Il credito continua a crescere



Fonte: Bloomberg

I tassi reali tornano marginalmente positivi



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Politica economica e fiscale

Il Governo ha appena presentato il bilancio preventivo per l'anno fiscale 2011-12 (a.f. 2011) con una previsione ottimistica di crescita del PIL del 9% per l'a.f. 2011 e un ambizioso obiettivo di deficit del 4,6% del PIL per il Governo centrale, in rallentamento dal 5,1% stimato per l'a.f. 2010. Il sostegno al settore agricolo è uno degli aspetti principali, con i fondi per il credito

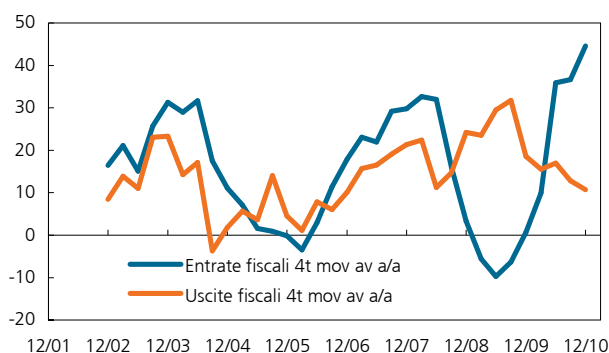
Politica fiscale a sostegno di infrastrutture e agricoltura

agricolo che passano da 3,75 trilioni di rupie a 4,75 trilioni (circa 105 miliardi di dollari, in aumento del 27%) e misure volte a favorire l'aumento della produzione agricola e a rimuovere i colli di bottiglia nella distribuzione che tanto si ritiene contribuiscano all'aumento dei prezzi degli alimentari.

Il bilancio preventivo include in aggiunta misure a favore delle infrastrutture, con allocazioni totali pari a 2,14 trilioni di rupie (47,5 miliardi di dollari), in aumento del 23% rispetto all'anno scorso e con una quota di spesa sul totale pari al 48,5%. In quest'ottica il limite, per gli investitori esteri istituzionali (*Foreign Institutional Investors, FII*), sugli investimenti in emissioni obbligazionarie per il finanziamento di progetti strutturali è stato innalzato da 5 miliardi di dollari a 25 miliardi di dollari. Inoltre i fondi investiti in questi titoli, tramite particolari veicoli, godranno di una trattenuta alla fonte del 5% rispetto al 20% attualmente in vigore.

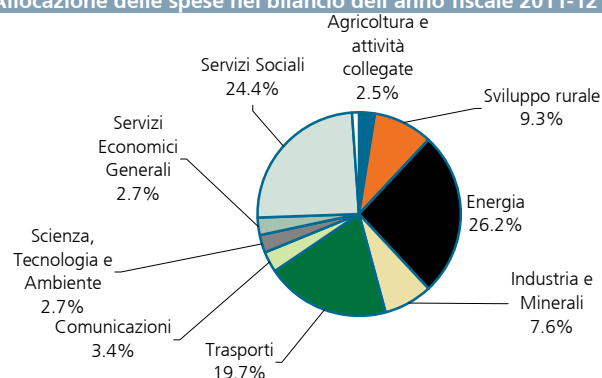
Come obiettivo di lungo termine il Governo si propone di favorire la crescita del settore manifatturiero fino ad arrivare a una quota sul PIL del 25% entro il 2020 dal 16% attuale e di continuare con il processo di consolidamento fiscale arrivando a un deficit/PIL del 3,5% nell'anno fiscale 2013-14.

Le uscite fiscali decelerano



Fonte: CEIC

Allocazione delle spese nel bilancio dell'anno fiscale 2011-12



Fonte: Ministero delle Finanze indiano ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il Governo ha deciso di non aumentare l'imposta di consumo sui prodotti manufatti (che era stata tagliata dal 12% all'8% dopo la crisi del 2008 e riportata al 10% l'anno scorso), lasciandola al livello attuale. Esso prevede una crescita delle entrate del 18%, poco al di sotto del target dell'anno precedente, e una riduzione delle entrate non fiscali che quest'anno non godranno, a differenza dell'anno scorso, degli incassi dalle vendite delle licenze telefoniche.

Sul fronte delle uscite il Governo prevede un aumento di appena il 3,4% in termini nominali, ossia un calo dal 15,4% del PIL nell'anno fiscale 2010-11 al 14% nell'anno fiscale 2011-12. Grossi risparmi sono previsti dalla mancanza di pagamenti a tantum che hanno caratterizzato questo corrente anno fiscale, come lo sgravio dei debiti agricoli e il pagamento degli arretrati di stipendio al personale militare e agli insegnanti, e dal contenimento dei sussidi ai carburanti, ai fertilizzanti e agli oli da cucina.

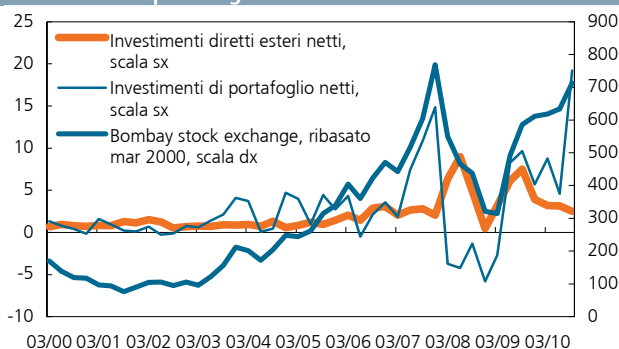
Si prevedono inoltre dei ritocchi alle imposte indirette e dirette, tra cui i principali sono:

- l'aumento dell'aliquota minima dell'imposta di consumo dal 4% al 5%, ma l'aliquota media e quella massima rimangono invariate;
- l'aumento del dazio sulle esportazioni di tutti i tipi di minerali di ferro a un'aliquota unica del 20% e l'esenzione per i truciolati di ferro nell'ottica generale di favorire l'aumento di valore aggiunto domestico;

- l'aumento dal 18% al 18,5% dell'aliquota della Minimum Alternate Tax (MAT) e sua estensione alle attività nelle Zone Economiche Speciali (Special Economic Zones, SEZ) (fino ad ora esenti per i primi cinque anni);
- la riduzione della sovrattassa sui redditi delle imprese dal 7,5% al 7,0%;
- l'aumento della soglia di reddito minimo delle persone fisiche per l'esenzione fiscale, che passa da 160.000 rupie a 180.000 rupie annue.

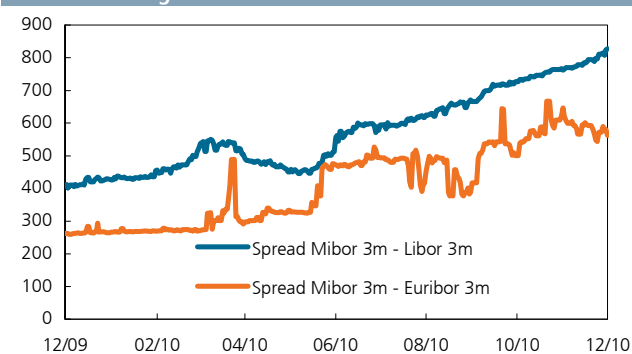
L'aumento delle entrate nel precedente anno fiscale ha indotto il Governo ad annunciare un rallentamento del processo di privatizzazione delle aziende pubbliche e a proporre tagli fiscali poco motivati. Una minore imposizione sul reddito delle persone fisiche era già stata attuata l'anno scorso, mentre sul fronte dei redditi delle imprese non si è trovato l'accordo per una riduzione dell'aliquota che rimane al 30%. Il Governo, che aveva più volte annunciato nei mesi scorsi di voler intraprendere misure a favore di una maggiore liberalizzazione degli investimenti stranieri diretti ha ribadito questa intenzione, ma non ha dato dettagli né si è pronunciato su settori di interesse chiave come quello del commercio al dettaglio o delle assicurazioni¹⁷, attualmente soggetti ad autorizzazioni specifiche e a delle quote. L'ottica delle misure appare dunque di breve periodo e contrasta con gli annunci di consolidamento fiscale e di riforme strutturali, resi poco credibili dalla maggioranza poco solida in Parlamento (Lower House) e dalla minoranza al Senato (Upper House) dell'attuale coalizione di Governo (United Progressive Alliance). L'annunciata riduzione dei sussidi, seppur positiva, sarà difficile da implementare in un anno di campagna elettorale, dato che in cinque Stati si svolgeranno le elezioni amministrative (Assam, Kerala, Tamil Nadu, West Bengal and Puducherry) tra maggio e giugno e il Governo centrale è in calo di popolarità per i recenti scandali sulla gestione della vendita delle licenze di telefonia mobile 3G¹⁸.

Investimenti di portafoglio elevati ...



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

... sostenuti dagli elevati differenziali di tasso



Fonte: Bloomberg

Posizione esterna

L'aumento del deficit commerciale nei primi tre trimestri dell'anno insieme a un aumento del deficit dei trasferimenti e dei redditi e a una tenuta della bilancia dei servizi hanno contribuito al peggioramento del saldo delle partite correnti. I primi tre trimestri del 2010 hanno visto un sensibile aumento dei flussi di capitale in entrata che hanno contribuito a finanziare

Troppa dipendenza dai flussi di breve termine che tuttavia sostengono il cambio

¹⁷ Mentre gli investimenti stranieri diretti nel settore del commercio all'ingrosso sono liberalizzati quelli nel settore del commercio al dettaglio non sono possibili se non per il commercio di prodotti con marchio unico (*single brand product*) che sono comunque soggetti a un tetto massimo del 51% del capitale. Sul settore delle assicurazioni pende un tetto massimo di investimento del 26% del capitale.

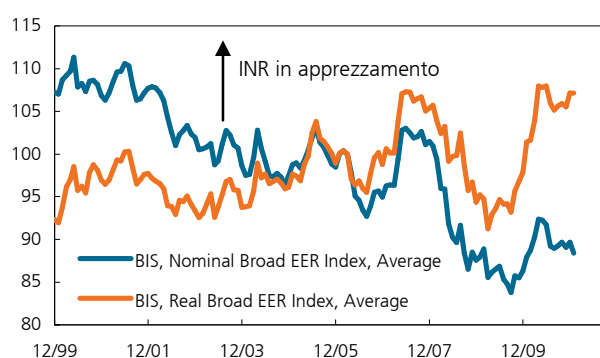
¹⁸ Il Governo è accusato di aver venduto le licenze di telefonia mobile 3G a prezzi troppo bassi a gruppi di imprese indiane che poi le avrebbero rivendute a società internazionali con enormi profitti. L'ex ministro delle telecomunicazioni, Andimuthu Raja, è stato recentemente arrestato insieme a tre dei suoi collaboratori e forti critiche hanno investito il Primo Ministro.

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.

Nel 3° trimestre gli investimenti di portafoglio netti sono stati di 19,19 miliardi di dollari, quasi il doppio rispetto allo stesso trimestre del 2009 e ben oltre i massimi pre-crisi di fine 2007. Sono aumentati inoltre i flussi della voce "altri investimenti" in particolare quella riguardante i prestiti di breve termine. Gli investimenti diretti esteri, pur essendo quasi raddoppiati, hanno mostrato invece un trend discendente nel corso del 2010, 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, 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.

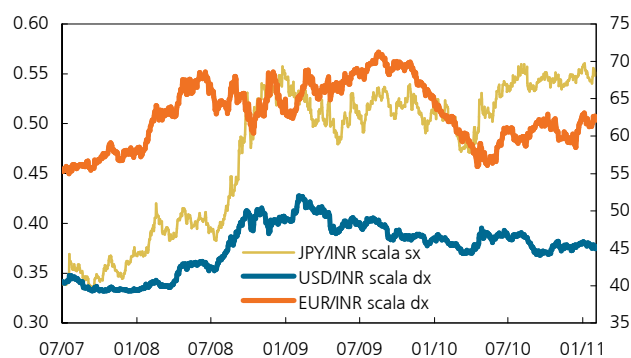
Il cambio effettivo si è apprezzato del 2,3% in termini reali e dell'1,2% in termini nominali nel corso del 4° trimestre 2010. Il cambio vs dollaro è rimasto stabile, mentre da metà gennaio è ripreso il movimento di deprezzamento rispetto a euro e yen.

Tasso di cambio effettivo



Fonte: EcoWin

La rupia si deprezza rispetto a euro e yen



Fonte: Bloomberg

Prospettive e rischi

- Una dinamica di crescita elevata seppur in rallentamento continuerà a caratterizzare l'economia indiana anche nel 2011, con un sostegno dei consumi privati e del canale estero che compenserà il rallentamento degli investimenti che dovrebbe proseguire in un contesto di aumento dei tassi reali. La crescita è prevista in lieve rallentamento all'8,3% nel 2011 e al 7,5% nel 2012.
- L'elevato livello degli indici di attività e di fiducia pone rischi al rialzo sulla crescita nel breve termine e dunque sull'inflazione. Questo potrebbe indurre la RBI a essere più aggressiva nei rialzi dei tassi di quanto scontato nel nostro scenario centrale con un rischio di rallentamento più marcato della crescita.

Mercati valutari – Le banche centrali “muovono” anche i cambi

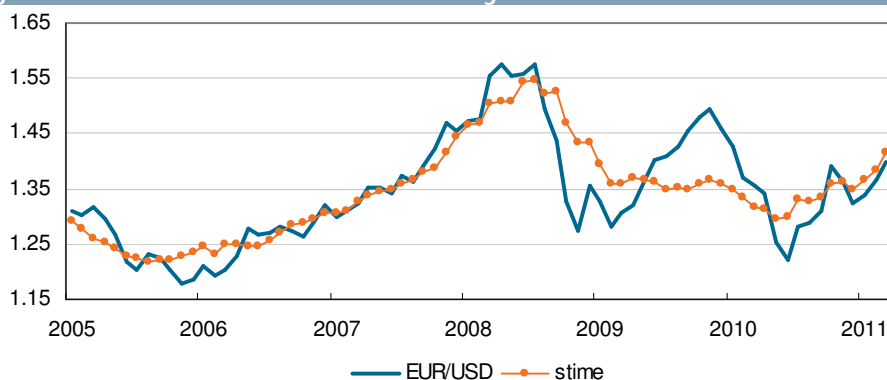
Il 2011 si è aperto all'insegna di una certa continuità con il 2010. È emerso, infatti, il ruolo chiave che le decisioni di politica monetaria delle principali banche centrali avranno nel guidare le dinamiche di fondo dei mercati valutari. Le mosse di Fed, BCE, Banca d'Inghilterra e BoJ dovrebbero rappresentare la variabile discriminante nel determinare le direzionalità e i livelli di dollaro, euro, sterlina e yen. La differenza rispetto all'anno scorso è che adesso può dirsi iniziato il conto alla rovescia per l'attuazione del primo rialzo dei tassi di BCE e BoE a seguire, mentre quello per la Fed potrebbe essere avviato nella seconda metà del 2011. Continuerà a fare eccezione la BoJ, anche per effetto del tragico terremoto dell'11 marzo. La gestione delle politiche monetarie sarà importante sia perché sono in ballo i primi rialzi dei tassi dopo i circa due anni di stasi che hanno coronato la "corsa verso il tasso zero" innescata dalla crisi globale del 2008. **L'impatto diretto sui cambi sarà mediato dalle aspettative di mercato di rialzo dei tassi.** Generalmente, in un contesto di tassi a quasi-zero, i rendimenti governativi a 2 anni sono risultati essere una buona proxy per le attese di mercato.

Asmara Jamaleh

Euro

Ad aprire le danze dovrebbe essere la BCE, con un primo aumento del refi rate da 1,00% a 1,25% atteso ad aprile. La reazione dell'euro alla svolta della politica monetaria europea è stata di apprezzamento: il cambio EUR/USD ha raggiunto e superato quota 1,40 arrivando a sfiorare 1,4200. Ma l'aumento dei tassi ufficiali implicherà un ulteriore e protratto apprezzamento della moneta unica nei confronti del dollaro? Partendo dall'assunto che le variabili determinanti per il cambio saranno le attese di mercato sui tassi delle banche centrali (BCE e Fed), (1) abbiamo selezionato come proxy di tali aspettative i **rendimenti governativi a 2 anni area euro** e i corrispondenti rendimenti **USA**, dopodiché (2) abbiamo stimato una semplice regressione dell'EUR/USD sui rendimenti EUR e USD. Il modello che utilizza dati a frequenza mensile a partire dal 2005, risulta possedere una buona capacità esplicativa delle dinamiche dell'euro (v. Fig. 1), anche se la performance risente dell'impatto della crisi finanziaria globale nel 2008-09.

Fig. 1 – Dinamica di fondo del cambio EUR/USD guidata dai rendimenti



Fonte: EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

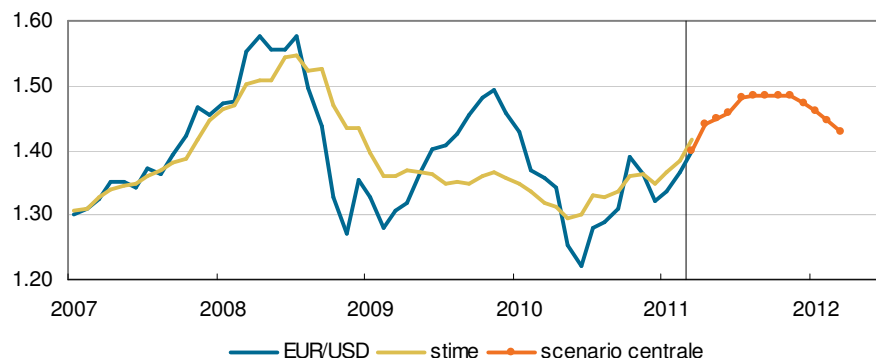
In termini di **sensitivity** risulta che (1) **un incremento di 25pb del refi rate comporta** (approssimativamente) **un apprezzamento dell'1,8%** dell'EUR/USD, mentre (2) **un incremento di 25pb dei fed funds comporta un deprezzamento dell'1,4%** dell'EUR/USD.

Partendo da un cambio a 1,40 EUR/USD questo corrisponde ad un aumento di 3 figure da 1,40 a 1,43 nel caso (1) e ad un calo di due figure da 1,40 a 1,38 nel caso (2).

Utilizzando come input il nostro scenario centrale per BCE e Fed risulta che entro l'arco temporale di un anno lo spazio rialzista dell'euro potrebbe estendersi da 1,41 a 1,48 EUR/USD (v. Fig. 2a), con **inversione di tendenza non appena il mercato inizi ad incorporare aspettative di rialzo dei fed funds.** Con un solo aumento Fed di 25pb nel 1° trimestre 2012 e quattro aumenti

BCE di 25pb a trimestre partendo da aprile, l'inversione farebbe arretrare l'euro fino a 1,43 EUR/USD, approssimativamente al punto di partenza.

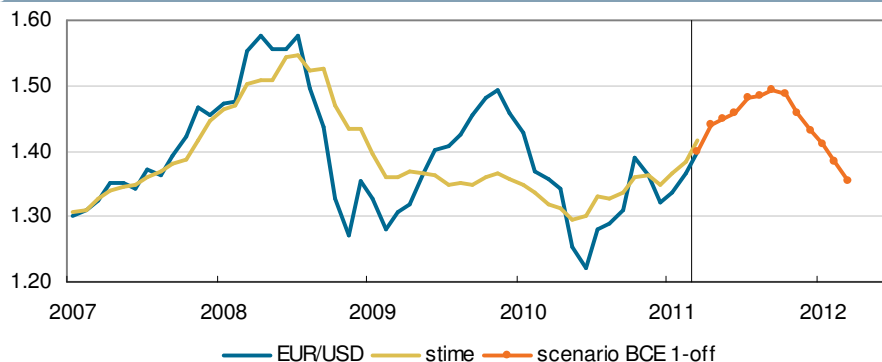
Fig. 2a – Proiezioni EUR/USD – scenario centrale



Fonte: EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

In senso lato si può considerare un upside fino a 1,50, ovvero in linea con i massimi 2010 (v. Fig. 2a). L'upside resterebbe **uguale se il rialzo BCE atteso ad aprile si configurasse come un aumento one-off**, ferme restando le ipotesi sulla Fed. Aumenterebbe invece il downside, perché l'euro scenderebbe fino a 1,35 (v. Fig. 2b).

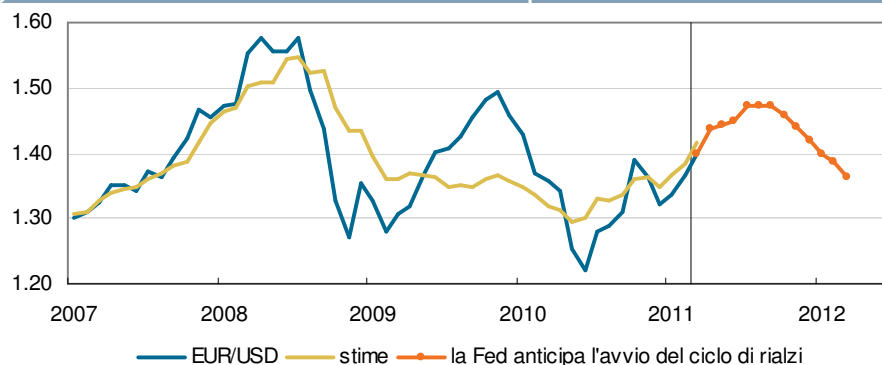
Fig. 2b – Proiezioni EUR/USD – scenario "rialzo one-off BCE"



Fonte: EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Una via di mezzo si configurerebbe **se** la BCE alzasse come da scenario centrale, e **la Fed invece anticipasse di un trimestre l'avvio del ciclo di rialzi** (v. Fig. 2c). In tal caso l'upside arriverebbe a 1,47 e il successivo downside a 1,36 EUR/USD.

Fig. 2c – Proiezioni EUR/USD – scenario "avvio anticipato ciclo rialzi Fed"



Fonte: EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Questo esercizio suggerisce che la **dinamica dei prossimi mesi** potrebbe essere caratterizzata da un'oscillazione entro un *range*, con l'euro in salita non appena si percepisca che la BCE stia per alzare, ma subito dopo di nuovo in calo se

- (a) la BCE dovesse mettersi in wait and see perché escono ad es. dati negativi, o se
- (b) la Fed fosse in procinto di iniziare ad alzare i tassi.

Non ci aspettiamo dunque che dopo la recente accelerazione rialzista indotta dall'apertura BCE parta un trend rialzista protratto.

L'analisi appena condotta non tiene conto però di **altri fattori**, che inciderebbero sfavorevolmente sull'euro: (a) il problema della crisi del debito sovrano dei periferici, (b) la crisi nell'area nordafricana, e in generale (c) i rischi verso il basso sulla crescita, siano essi indotti da problemi interni all'area euro o da fonti esterne.

Poiché l'orizzonte temporale in cui potrebbero verificarsi i rischi verso il basso dovrebbe concentrarsi nella prima metà dell'anno, orientativamente nel 2° trimestre, l'eventuale avvicinamento ai punti di massimo verso 1,50 individuati dalle simulazioni dovrebbe essere evitato o comunque avere ridotta probabilità di verificarsi. E quand'anche avvenisse si tratterebbe di un movimento toccata e fuga, precursore di una svolta ribassista.

Un ultimo **punto di riflessione** che viene implicitamente sollecitato dall'esercizio condotto riguarda i minimi che il cambio potrebbe raggiungere in corso d'anno. Dalle proiezioni non escono, infatti, valori inferiori a 1,30 EUR/USD. Questo si spiega anche con una questione di carattere metodologico: il modello tiene conto solo di un tipo di variabile, ovvero dei rendimenti, quindi le proiezioni sono di fatto funzione solo delle scelte di politica monetaria di BCE e Fed. Vi è poi un altro limite che è di tipo contestuale: nel contesto attuale la BCE può solo alzare i tassi o lasciarli fermi, ma non tagliarli. E il massimo che possa fare la Fed è rinviare oltre l'orizzonte qui analizzato (il 12m) l'avvio del ciclo di rialzi. Per avere in output dal modello un cambio in discesa sotto 1,30 sarebbe necessario avere una BCE che inizia ad alzare solo oltre l'orizzonte qui considerato con una Fed che al contrario avvia subito un ciclo di rialzi sostenuto, ma si tratta di un'ipotesi cui al momento viene attribuita bassissima probabilità in generale. Questo non significa però che l'euro non possa scendere – seppure temporaneamente – sotto 1,30 EUR/USD. Una delle combinazioni che potrebbero spingerlo sotto tale livello è ad es.: (a) BCE che dopo un primo rialzo fa una lunga pausa, su dati di crescita peggiori del previsto, (b) Fed che inizia ad alzare, (c) formarsi di nuove tensioni sul fronte periferici, o (d) sul fronte nordafricano. Quello che forse si può ipotizzare è che sia relativamente contenuta la probabilità che i minimi 2011 scendano sotto i minimi del 2010 (1,18 EUR/USD - giugno 2010). Il rischio periferici infatti è già abbastanza incorporato dal mercato, laddove l'anno scorso si è manifestato in modo del tutto inatteso e imprevedibile. Inoltre, rispetto ad allora, il contesto macro parrebbe ora meno incerto, perché "la ripresa c'è": non si avrebbe quindi in questo caso un nuovo problema che viene ad inserirsi all'interno di un altro già esistente com'era appunto successo l'anno scorso.

Yen

Per lo yen il 1° trimestre dell'anno nuovo è stato sostanzialmente **identico all'ultimo trimestre di quello vecchio**. Il cambio USD/JPY ha infatti mantenuto una **dinamica laterale all'interno dello stesso range 80-84, eccezion fatta per la caduta verticale a 76 USD/JPY registrata dopo il tragico terremoto**, reso ancora più devastante dallo tsunami e dall'allarme nucleare. Quello che si vuol cercare di capire sulla divisa nipponica ora è quindi

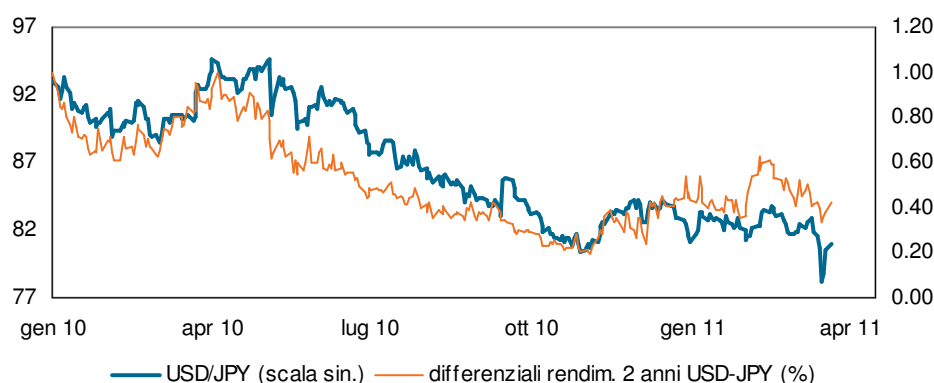
- (1) se le ricadute del terremoto sul cambio produrranno effetti anche al di là della reazione di impatto immediata, e
- (2) se dopo due trimestri di stretta lateralità si assisterà all'avvio di un trend.

(1) Come reazione di impatto al terremoto lo yen si è apprezzato. Il cambio è precipitato da 83 a 76 USD/JPY in soli cinque giorni, uscendo da un range che si era instaurato ad ottobre, inaugurando un nuovo massimo storico di yen a 76,25 USD/JPY e infrangendo senza indugio quota 80, livello che la BoJ aveva dimostrato di volere come supporto inviolabile. L'apprezzamento, apparentemente contro-intuitivo, è stato provocato da afflussi di rimpatrio (a) da avversione al rischio, (b) per finanziare la ricostruzione, e (c) da chiusura dell'anno fiscale (31 marzo).

Questo non dovrebbe però alterare le prospettive di tendenziale deprezzamento in corso d'anno. Infatti, la BoJ è prontamente intervenuta sul mercato, chiedendo l'aiuto degli altri G7, e l'**intervento coordinato sul mercato valutario** ha ricondotto lo yen a 82 USD/JPY, ovvero sopra quota 80 USD/JPY. Qualora il cambio non riuscisse a mantenersi sopra tale livello, la BoJ sarebbe verosimilmente pronta a intervenire di nuovo. La banca centrale quindi ha fatto deprezzare lo yen. Il deprezzamento diventa tanto più coerente ora con la situazione economica perché l'effetto del terremoto sulla crescita sarà fortemente negativo. **I rendimenti** dei JGB infatti **sono scesi**. La reazione d'impatto immediata è stata un calo di 9pb sul 10 anni e di 5pb sul 2 anni. Alla luce del mantenimento di una politica monetaria il più accomodante possibile dopo il **terremoto**, uno scenario combinato di crescita e tassi/rendimenti più bassi porta a ipotizzare che anche l'**effetto finale sullo yen** sia **ribassista**, sia nel senso di poter anticipare un po' l'avvio dell'inversione ribassista da tempo attesa, sia nel senso di ampliare – anche se in misura modesta – l'entità del deprezzamento. Qui di seguito al punto (2) affrontiamo nello specifico le ragioni che stanno alla base del nostro scenario di deprezzamento, scenario che già avevamo precedentemente, e che prescinde dal terremoto. Gli effetti del terremoto fungono solo da catalizzatori di una tendenza che già aveva ragion d'essere autonomamente nei mesi scorsi.

(2) Dopo trimestri di stretta lateralità dovrebbe quindi prendere prudentemente avvio una fase più direzionale. Le aspettative sono per un tendenziale deprezzamento. Il driver del cambio USD/JPY restano infatti i rendimenti a breve e a lunga giapponesi e statunitensi, sotto forma di differenziali (v. Fig. 3). Se ci si chiede come mai anche tre o sei mesi fa ci si aspettasse un deprezzamento e questo non si è verificato, la risposta è presto data se si guarda alla dinamica dei rendimenti/differenziali, che non sono andati nella direzione che avrebbe potuto indurre un indebolimento della valuta giapponese (v. ancora Fig. 3).

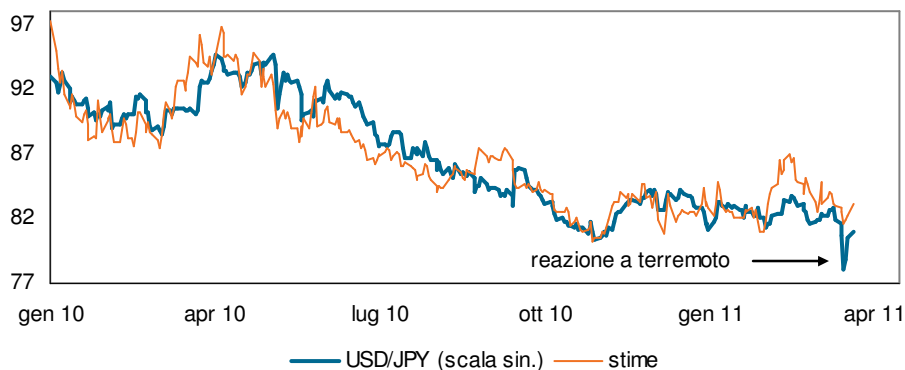
Fig. 3 – Dinamica di fondo dello yen guidata da rendimenti/differenziali



Fonte: EcoWin

Nel rapporto di cambio con lo yen un fattore che in certe fasi può rendere meno robusta questa relazione è il sostanziale perdurare di tassi BoJ a zero, cui si è successivamente combinata l'adozione di una politica analoga da parte della Fed (tassi a 0-0,25%) dopo la crisi economico-finanziaria globale.

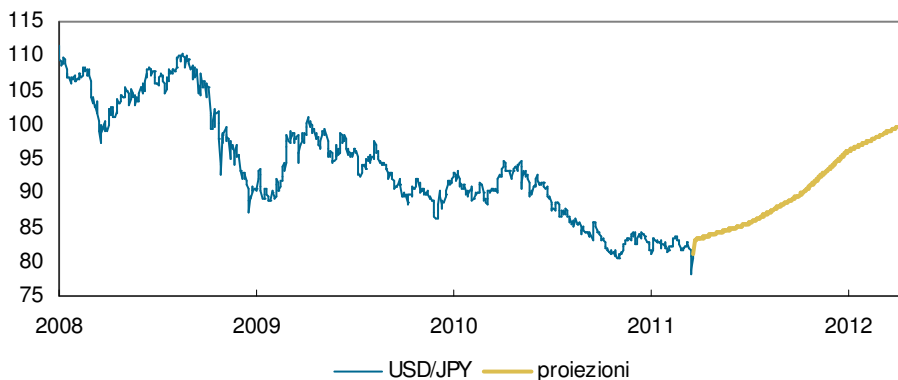
Fig. 4a – USD/JPY: stime basate sui differenziali di rendimento



Fonte: EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Ma adesso (1) sta iniziando il conto alla rovescia per l'avvio di un ciclo di rialzi dei tassi USA, mentre (2) in Giappone, dopo il terremoto, può essere che l'avvio già lontano del ciclo di rialzi dei tassi venga rinviato ulteriormente. Si dovrebbe quindi prospettare un allargamento di fondo dei differenziali, che rispecchia l'ampio sfasamento (anche) temporale in termini di politiche monetarie. **Abbiamo quindi stimato la relazione tra cambio USD/JPY e differenziali di rendimento** a 2 anni e a 10 anni giapponesi e statunitensi. Le stime ottenute risultano accettabili (v. Fig. 4a). Possiamo quindi tracciare per i prossimi mesi un sentiero simulato dei differenziali compatibile con le attese sui tassi Fed e BoJ del nostro scenario centrale. Se ne ottiene una proiezione di deprezzamento dello yen (v. Fig. 4b).

Fig. 4b – Lo scenario centrale su Fed e BoJ dovrebbe "giustificare" un deprezzamento dello yen



Fonte: EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le proiezioni mostrate in Fig. 4b vogliono solo dare l'idea che **dopo due trimestri di lateralità dovrebbe iniziare a definirsi un trend**, non vogliono rappresentare delle previsioni. Infatti l'entità effettiva del deprezzamento potrebbe risultare inferiore. Ci sono almeno un paio di fattori che potrebbero condurre in futuro ad un **fair value del cambio USD/JPY più basso rispetto al passato**: (1) il processo di diversificazione delle riserve valutarie cinesi, che potrebbe rendere strutturalmente più elevata la domanda di yen, (2) la stabilizzazione dei tassi USA nel "mondo" post-crisi su livelli più bassi rispetto a quelli del passato.

C'è invece un particolare che si può intravedere guardando le proiezioni, ovvero una fase di **indebolimento graduale nella prima parte dell'orizzonte previsivo**, ed un'accentuazione dell'inclinazione successivamente. Questo dipende dal fatto che nel nostro scenario centrale la

Fed inizierebbe ad alzare i tassi solo nel 1° trimestre del 2012. Quindi, nel breve termine, lo yen potrebbe ancora esibire una certa resistenza a scendere, così come è stato negli ultimi mesi. Il consolidarsi di aspettative di rialzo dei fed funds dovrebbe invece sciogliere (prudentemente) le briglie al trend.

Sterlina

Come l'euro e lo yen, **anche la dinamica della sterlina è stata fortemente influenzata**, soprattutto in questo 1° trimestre del 2011, **dalle aspettative di mercato sulle decisioni di politica monetaria della Bank of England**. Nel cambio con il dollaro la correlazione tra i differenziali di tasso attesi - impliciti nei futures sulle scadenze 2011 - è molto elevata. Buona, anche se meno elevata, la correlazione con i rendimenti e rispettivi differenziali. Ma diversamente dal caso dell'euro e dello yen la capacità esplicativa di questi ultimi è insufficiente. Diventa significativa solo se presa in combinazione con la variabile inflazione, domestica o in termini differenziali rispetto a quella statunitense. L'**inflazione britannica è infatti eccezionalmente elevata**, ed è andata salendo di più e più a lungo sia in termini relativi che in termini assoluti, ovvero rispetto al target BoE (4,4% a/a in febbraio rispetto ad un target $2,0\% \pm 1,0\%$).

Questo ha fatto sì che, le volte in cui la sterlina avviava una correzione, partisse subito un recupero che le ha permesso di mantenersi su un trend rialzista da maggio 2010 e livelli sostenuti. Nemmeno l'ampia contrazione della crescita del 4° trimestre, che ha fatto registrare un pesante -0,6% t/t, è riuscita a compromettere la tenuta della divisa britannica. Infatti, **dato l'aumento continuativo dell'inflazione, per di più al di sopra della soglia massima di tollerabilità, la BoE ha dovuto prendere atto del problema inflazione di mese in mese, e di riunione in riunione, generando e mantenendo sul mercato aspettative di avvio di un ciclo di rialzi dei tassi**. Tali aspettative sono andate consolidandosi perché da ottobre, uno dei membri del comitato BoE, Sentance, ha cominciato a votare per un rialzo immediato del bank rate, e tra gennaio e febbraio si sono aggiunti a lui anche Weale e Dale. **Il tasso d'intervento però non veniva mai toccato**, restando al minimo storico di 0,50%. La giustificazione addotta dalla BoE era duplice, ovvero **(1)** natura temporanea e origine non endogena dell'inflazione in eccesso, e **(2)** presenza di qualche rischio verso il basso sulla crescita. Uno di tali rischi era rappresentato dall'**attesissimo budget di marzo**, che avrebbe potuto configurarsi come piuttosto restrittivo, data la necessità di risanamento dei conti pubblici. E si trattava di un rischio difficilmente valutabile dalla Banca centrale, in quanto di competenza dell'autorità di politica fiscale. Ma, una volta pubblicato (mercoledì 23 marzo), **il budget si è rivelato non restrittivo**.

Abbiamo, di conseguenza, rivisto le previsioni di rialzo dei tassi BoE, anticipando l'**avvio del ciclo di rialzi del bank rate al 3° trimestre** di quest'anno. **Questo ci porta a rivedere verso l'alto i livelli attesi della sterlina, mantenendo però il sentiero di fondo**: (1) una prima fase di tendenziale indebolimento (verso 1,55-1,50 GBP/USD) fintantoché i dati di crescita restano incerti e contemporaneamente l'inflazione elevata, e (2) una seconda fase di recupero (ritorno verso 1,60-1,65 GBP/USD) all'approssimarsi dell'avvio del ciclo di rialzi.

Scenario Macroeconomico

Marzo 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@intesasanpaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasanpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasanpaolo.com
Macroeconomia		
Anna Maria Grimaldi	62118	anna.grimaldi@intesasanpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com
Marco Rocchi	055-2613674	marco.rocchi@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com
Research Assistant		
Alessandra Gaia	62149	alessandra.gaia@intesasanpaolo.com
Simonetta Melotto	62102	simonetta.melotto@intesasanpaolo.com
International Economics		
Economista Macro - Asia Emergenti		
Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasanpaolo.com

Appendice

Certificazione degli analisti

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

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

Comunicazioni specifiche:

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

Comunicazioni importanti

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

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

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Metodologia di valutazione

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

Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

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