

Scenario Macroeconomico

Servizio Studi e Ricerche
Settembre 2010

Indice

Una tenace sindrome post-traumatica	2
Stati Uniti – Una “nuova norma” con poca crescita	7
Stati Uniti: ricaduta o rallentamento di metà ciclo?	8
Inflazione verso il trend di lungo periodo	17
Politica monetaria: verso un nuovo capitolo di stimolo quantitativo	19
Area euro – La ripresa c’è, ma la crisi sul debito frena la BCE	27
Il ciclo rimane ben impostato, almeno nel breve termine	27
Inflazione in moderata salita, ma ancora sotto il 2% nel 2011	33
BCE: la exit strategy è legata a doppio filo all’evolversi della crisi sul debito	36
Regno Unito - I nodi cominciano a venire al pettine	41
Asia	42
Giappone	42
Cina: continua il trend di graduale rallentamento	49
India: l’economia cresce e l’inflazione rimane elevata	64
 Mercati Valutari – Temi globali, questioni locali, ma più direzionalità	71

Settembre 2010

Nota trimestrale

Intesa Sanpaolo
Servizio Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

Macroeconomic Research
Team

Luca Mezzomo
Responsabile

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Paolo Mameli
Economista - Area euro

Alessio Tiberi
Economista

Asmara Jamaleh
Economista – Mercati Valutari

International Economics

Silvia Guizzo
Economista Macro - Asia
Emergenti

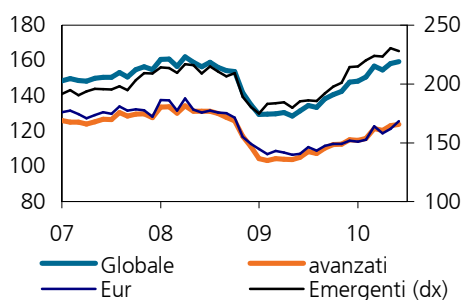
Una tenace sindrome post-traumatica

Il mix delle politiche economiche sta cambiando, sebbene non velocemente: se l'orientamento delle politiche monetarie rimane espansivo, diversi Governi dovranno attuare nel 2011 manovre di correzione fiscale. La crescita economica è destinata a rallentare, ma il rischio di ricadute recessive appare ancora contenuto. Le prospettive inflazionistiche sono miste, con un prevalere di pressioni deflazionistiche nei paesi avanzati e di pressioni inflazionistiche nei paesi emergenti.

Luca Mezzomo

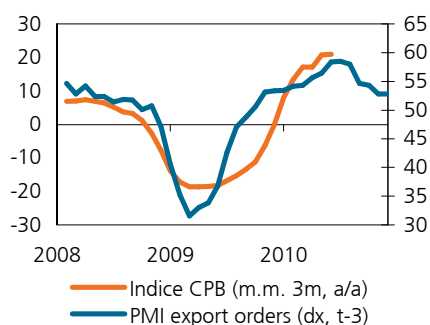
Durante la scorsa estate una serie di dati macroeconomici indicativi di rallentamento hanno acceso un vivace dibattito sul rischio di imminenti ricadute recessive. Segnali negativi erano arrivati dagli indicatori di domanda interna e occupazione negli Stati Uniti, ma anche dalle indagini congiunturali in Asia. Soltanto l'Europa sembrava muoversi in controtendenza – anche se la dipendenza dalla domanda estera faceva presumere che lo sganciamento fosse soltanto transitorio. Tra agosto e settembre, nuovi dati hanno messo fine ai dubbi, riportando l'episodio nell'ambito della normale volatilità del ciclo durante le fasi di ripresa, aggravata dalle vicissitudini dei programmi di sostegno al reddito dei disoccupati negli Stati Uniti. Il ritmo di crescita della domanda interna nei principali paesi emergenti rimane sostenuto, mentre il rallentamento atteso in Europa nel 2° semestre non pare abbastanza profondo da interrompere l'espansione economica. Non ci sono né segnali di eccessivo accumulo di scorte, né indicazioni che il libro ordini si vada esaurendo. L'aumento dei prezzi delle materie prime industriali testimonia che a livello globale la crescita rimane piuttosto sostenuta, sebbene con uno spostamento ulteriore delle quote di mercato verso i mercati emergenti.

Indici CPB di commercio mondiale



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati CPB

PMI Globale – ordini all'export



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati CPB e Markit

Nei prossimi mesi lo scenario che riteniamo più probabile è quello di un rallentamento dei ritmi di crescita dell'economia mondiale, guidato dai paesi avanzati; gli indici di commercio mondiale dovrebbero rallentare sensibilmente – prospettiva già evidenziata dalla dinamica recente degli ordini esteri nelle indagini PMI. In particolare, l'Eurozona ha beneficiato nel 2° trimestre di una combinazione di fattori favorevoli assolutamente occasionale, e nel 2° semestre dovrebbe assestarsi su tassi di espansione (0,2-0,3%) più in linea con il potenziale.

La crescita rallenterà, soprattutto nei paesi avanzati

Ma quali sono le prospettive a più lungo termine, nel 2011? In primo luogo, occorre valutare se si prospettino significativi shock di politica economica. La nostra valutazione è che nel 2011 prevarranno sì shock negativi di politica fiscale, ma insufficienti a causare ricadute recessive, mentre le condizioni monetarie rimarranno di sostegno alla ripresa:

Il mix di politica economica diventerà meno accomodante: politiche monetarie espansive si accompagneranno a una moderata restrizione fiscale

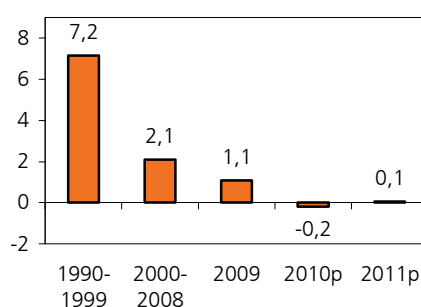
(i) Attualmente pochi paesi sono già soggetti a significative restrizioni fiscali; nel caso degli Stati Uniti, la riduzione del deficit corretto per il ciclo avvenuto nel 2010 è, infatti, legato al venir meno di misure a tantum di sostegno al sistema finanziario, con scarsi impatti sulla domanda aggregata. Nei prossimi trimestri il quadro comincerà ad essere abbastanza diverso, almeno sul fronte della politica fiscale: il saldo primario corretto per il ciclo del settore pubblico dovrebbe

migliorare ovunque, con orientamenti restrittivi tra le maggiori economie - più netti nel Regno Unito, in Francia e negli Stati Uniti. In parte ciò sarà legato alla fine delle misure di sostegno al sistema finanziario, ma anche all'esaurimento dei programmi di stimolo; in più, diversi paesi della zona euro attueranno nel 2011 anche programmi attivi di correzione fiscale. Negli Stati Uniti sussiste una notevole incertezza riguardo alla dimensione dei tagli per la possibilità di rinnovo di una serie di sgravi fiscali e dell'estensione dei meccanismi di sostegno al reddito per i disoccupati: soltanto nello scenario più negativo, che reputiamo improbabile, la correzione fiscale potrebbe insidiare la tenuta dell'espansione economica. Nell'Eurozona, la variazione aggregata del saldo primario corretto per il ciclo dovrebbe essere modesta (0,4% del PIL secondo le vecchie stime della Commissione, che potrebbero essere dimezzate): Germania e Italia (oltre a diversi paesi più piccoli) partono con situazioni di bilancio abbastanza confortevoli, che non richiedono interventi aggressivi.

(ii) Globalmente, l'orientamento delle politiche monetarie rimane fortemente espansivo, sebbene i paesi afflitti da conclamati problemi di stabilità finanziaria, come Irlanda e Grecia, fronteggiano condizioni finanziarie più restrittive di prima. Nel 2011 le condizioni monetarie sono destinate a rimanere molto accomodanti e il miglioramento dei bilanci bancari sta iniziando a favorire un cauto allentamento delle condizioni creditizie. Il possibile programma di acquisti di titoli di stato da parte della Federal Reserve contribuirà a mantenere compressi anche i tassi di interesse a lungo termine.

Variazione del deficit corretto per il ciclo		
	2010	2011
Eurozona	-0,2	+0,4
- Germania	-1,8	+0,2
- Francia	-0,2	+0,8
- Italia	-0,4	+0,1
- Grecia	+6,2	+1,4
- Irlanda	+3,4	-0,8
- Portogallo	+1,0	+1,0
Regno Unito	+0,2	+2,0
Stati Uniti	+1,2	+0,8/2,4

Tasso reale a breve termine, media OCSE



Variazione del saldo primario corretto per il ciclo, settore pubblico (eccetto Stati Uniti: saldo corretto per il ciclo per il solo Governo federale). Fonte: Intesa Sanpaolo, su fonti Eurostat (Spring Forecast 2010) e CBO

Fonte: elaborazioni e proiezioni Intesa Sanpaolo

Secondariamente, questa parte iniziale di ripresa assistita dalle politiche economiche sta iniziando a creare crescita autonoma di altre componenti della domanda interna: gli investimenti delle imprese (per l'aumento dei tassi di utilizzo della capacità produttiva) e i consumi (perché il reddito disponibile sta tornando a crescere). Il forte aumento già osservato nella propensione al risparmio delle famiglie statunitensi (dal 2% del 2007 al 6% del 2010) riduce il rischio che la spesa in consumi risulti molto disallineata rispetto alla dinamica del reddito. Ciò non significa, tuttavia, che lo scenario dei prossimi anni si prospetti brillante: per usare una metafora, superata la fase acuta della crisi i paesi avanzati soffrono ancora di una grave sindrome post-traumatica. Due aspetti di quest'ultima balzano all'occhio. Primo, la riduzione della leva finanziaria nei paesi che hanno sperimentato cicli di *boom & bust* nel credito è ancora in corso. Secondo, la moderata correzione fiscale del 2011 lascerà ampi deficit primari e non impedirà un nuovo aumento del debito pubblico; si prospetta, quindi, la necessità di nuove manovre correttive negli anni seguenti. Ci attendiamo perciò che i tassi di crescita dei prossimi anni siano inferiori alla media delle ultime fasi di espansione economica e che il calo della disoccupazione sia lento.

Primi segnali di crescita autonoma della domanda interna, ma il riassorbimento degli effetti della crisi richiederà anni

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

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Lo scenario di riferimento presentato nel rapporto assume che le tensioni sul debito pubblico dell'Eurozona perdurino almeno fino alla primavera del 2011, ma che non sfocino in eventi di credito di valenza sistemica. L'ipotesi è che la nuova EFSF, la cooperazione fra Governi e banche e la correzione fiscale consentano di gestire le tensioni sul mercato dei titoli di stato. Implicitamente stiamo anche ipotizzando che l'abbondante liquidità fornita dalla BCE, ricapitalizzazioni e fusioni consentano di gestire il deterioramento nella qualità degli attivi bancari dei paesi più esposti. Un rischio presente anche se le tensioni sul debito non si tradurranno nel lancio di piani di sostegno o in una ristrutturazione del debito, è che la BCE sia costretta a prolungare oltre il 1° semestre le misure straordinarie sulla liquidità, mantenendo così i tassi di interesse più bassi rispetto allo scenario di riferimento. Un altro fattore di rischio è connesso alla possibilità di forti movimenti dei tassi di cambio, che potrebbero essere favoriti dal rilancio di politiche di stimolo quantitativo in Stati Uniti, Giappone e, forse, Regno Unito.

Rischi

La previsione di una crescita economica mondiale robusta sia nel 2010 sia nel 2011, e per di più ancora sbilanciata verso i paesi emergenti, è connessa ad aspettative di rialzo dei prezzi delle materie prime energetiche e dei metalli industriali. I ritmi di incremento previsti per il 2011 sono tuttavia più contenuti rispetto a quelli stimati per il 2010, che ha scontato anche i benefici dello spostamento dei flussi di capitale verso i comparti più ciclici; nel comparto agricolo, caratterizzato quest'anno anche da shock di offerta, ipotizziamo un arretramento delle quotazioni.

Materie prime: scenario ancora moderatamente rialzista

Proiezioni sui prezzi delle materie prime sottostanti la previsione					
	2007	2008	2009	2010	2011
Petrolio (Brent, dollari al barile)	72,7	97,9	61,6	77,4	83,2
	+11,6	+34,7	-37,1	+25,7	+7,4
Materie prime escluso combustibili (1990=100)	140,6	151,1	122,8	141,0	145,7
	+14,1	+7,4	-18,7	+14,9	+3,3
Metalli (1990=100)	183,3	168,7	120,4	158,6	176,3
	+17,4	-8,0	-28,6	+31,7	+11,2
Agricole (1990=100)	114,2	113,3	94,1	108,0	93,3
	+5,0	-0,8	-17,0	+14,9	-13,6

Nota: livelli e variazioni medie annue

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

I rincari delle materie prime dovrebbero esercitare modeste pressioni al rialzo sui costi degli input produttivi diversi dal lavoro. Tuttavia, fuori dall'Australia (trainata dal *boom* delle materie prime) e da alcuni paesi emergenti è molto improbabile che ciò possa alimentare pressioni inflazionistiche: in primo luogo, nei paesi avanzati la disoccupazione elevata dovrebbe scoraggiare le rivendicazioni salariali; inoltre, i bassi livelli di domanda rispetto alla situazione pre-crisi ostacoleranno ancora il trasferimento dei rincari sui prezzi finali di vendita. Nei paesi avanzati i tassi di inflazione rimarranno per lo più bassi, con pressioni deflazionistiche nei paesi caratterizzati da forti contrazioni del PIL. Pressioni deflazionistiche diffuse non sono probabili nello scenario di espansione economica (moderata a livello globale, sostenuta nei paesi emergenti) che caratterizza lo scenario di riferimento.

Inflazione bassa, con scenari locali differenziati

Il quadro per area in sintesi

La revisione dei dati di PIL, con consumi più bassi e risparmio più elevato, insieme ai dati deludenti degli ultimi mesi, hanno acuito il timore di una ricaduta recessiva negli Stati Uniti. La ripresa dovrebbe proseguire, se pure su ritmi molto moderati. Nel 2010 la crescita dovrebbe essere al 2,7%, nel 2011 al 2,5%. La dinamica dei consumi rimarrà modesta, per la necessità di ridurre ancora lo stock di debito e di mantenere un trend verso l'alto del risparmio, a fronte di una crescita occupazionale contenuta. Manteniamo la previsione che questo sia un rallentamento temporaneo rispetto a una crescita attesa modesta. Il punto centrale è che la *crescita media* in questo ciclo sarà più bassa che in passato, per via delle conseguenze della crisi finanziaria. Pertanto, anche le fasi di rallentamento ciclico assomiglieranno quasi a delle recessioni, pur senza esserlo. A meno di un ulteriore netto peggioramento dei dati, il rallentamento attuale dovrebbe essere temporaneo. Consumi e occupazione, pur sotto tono rispetto ai cicli precedenti, resteranno in aumento moderato, accompagnati da un trend verso l'alto del tasso di risparmio. L'inflazione dovrebbe gradualmente risalire dai minimi vicini all'1% della parte finale del 2010.

La politica fiscale si è arenata in un crescente conflitto politico. Le elezioni di *midterm* dovrebbero portare a un ribaltamento di equilibri, con la probabile perdita della Camera per i Democratici e una maggioranza a rischio anche in Senato. Riteniamo che dopo le elezioni il Congresso estenderà per almeno due anni i tagli delle aliquote fiscali attuate dall'amministrazione Bush. L'incertezza potrebbe nuocere alla fiducia e ai consumi nella parte finale dell'anno.

La politica monetaria resterà espansiva. Alla luce dell'esito delle ultime due riunioni del FOMC, appare probabile l'apertura di un nuovo programma di stimolo quantitativo basato su acquisti di titoli di stato. La svolta sui tassi non dovrebbe arrivare prima di fine 2011.

Al di là di un rallentamento "fisiologico" nella seconda metà del 2010, il ciclo nell'area euro rimane, a nostro avviso, ben impostato e non nella sua fase terminale, nonostante qualche segnale di minor vigore giunto dalle indagini di fiducia. In un contesto in cui l'export continua a tirare, i miglioramenti della fiducia e la stabilizzazione del mercato del lavoro potrebbero indurre un graduale rafforzamento della domanda per consumi. Le politiche economiche rimangono globalmente espansive, e non tali da determinare un'inversione del ciclo. Gli unici rischi sono di natura "esogena" (*double-dip* negli USA o contagio della crisi sul debito ai paesi maggiori). Ma continuiamo a ritenere che siano scenari a probabilità ridotta.

Le turbolenze legate alla crisi del debito (prima la Grecia, poi Irlanda e Portogallo) hanno avuto l'effetto di rallentare la velocità di uscita dalle misure non convenzionali da parte della BCE, che ha annunciato una proroga della piena allocazione sulle operazioni di rifinanziamento fino a gennaio (oltre che tre nuove aste trimestrali a ottobre, novembre e dicembre e tre operazioni di *fine-tuning* alla scadenza delle aste a 1 anno e a 6 mesi residue). Mentre il contesto ciclico giustificerebbe una "normalizzazione" della politica monetaria, in questo momento le preoccupazioni legate alla crisi sul debito sembrano contare maggiormente per la BCE, che potrebbe estendere la piena allocazione alla prima metà del 2011, eventualmente ritirandola sulle aste trimestrali. Il rialzo dei tassi ufficiali potrebbe essere rinviato a fine anno, se non oltre.

A causa dell'esaurirsi dei programmi di stimolo fiscale, la crescita giapponese sarà particolarmente volatile nella parte finale del 2010. Il trend dovrebbe rimanere positivo, sia per la domanda domestica sia per quella estera, anche il ritmo della crescita sarà più contenuto rispetto al 2010. L'atteso apprezzamento del cambio, insieme a una crescita della domanda mondiale ancora su ritmi sostenuti, dovrebbe determinare una crescita significativa delle esportazioni e un contributo positivo del canale estero nel 2011. La crescita prevista per il biennio 2010-11 dovrebbe restare significativamente al di sopra del potenziale: la previsione per il 2010 è di 2,7%, per il 2011 di 1,9%. La chiusura dell'*output gap* proseguirà, e la deflazione

Stati Uniti

Area euro

Giappone

dovrebbe gradualmente ridursi. L'inflazione dovrebbe tornare positiva nella seconda metà del 2011, spinta anche da effetti derivanti da variazioni delle imposte indirette e dal deprezzamento del cambio. Le politiche economiche resteranno espansive, con la probabile introduzione di nuove misure di stimolo monetario quantitativo in tempi piuttosto ravvicinati.

L'economia cinese continua a crescere a ritmi sostenuti, pur in un trend di graduale rallentamento determinato principalmente dalla decelerazione degli investimenti rispetto ai picchi del 2009, in linea con le politiche di progressiva limitazione della crescita del credito e di razionalizzazione e ristrutturazione dell'industria pesante. Le prospettive di crescita rimangono positive anche se l'andamento del credito, delle riserve bancarie e degli investimenti, continua a puntare a un graduale rallentamento nei prossimi trimestri. L'inflazione totale continua a salire, guidata essenzialmente dal comparto degli alimentari, mentre l'inflazione *core* rimane contenuta. Le pressioni dal comparto alimentare sono destinate a permanere nei prossimi mesi. 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. La People's Bank of China (PBOC), pur continuando con il processo di normalizzazione monetaria attraverso le misure amministrative, ha recentemente ribadito l'intenzione di mantenere una politica monetaria "moderatamente espansiva". Il movimento di graduale apprezzamento del cambio prosegue in parallelo con la diversificazione delle riserve e importanti misure per aumentare l'uso del renminbi nei pagamenti internazionali.

Cina

L'economia indiana continua a crescere a ritmi sostenuti. Nel 2° trimestre il PIL (al costo dei fattori) è salito dell'8,8% rispetto all'8,6% nel 1° trimestre, grazie a una ripresa del settore agricolo (+2,8% a/a) che, insieme a quello dei servizi, ha compensato il rallentamento del settore industriale, in particolare manifatturiero. La ripresa del settore agricolo, supportata da un monzone estivo più favorevole della norma, fornirà un contributo positivo alla crescita anche nei prossimi trimestri. La crescita nel 2010 rimarrà elevata a 8,2% nel 2010, in accelerazione rispetto al 2009; il consolidamento della dinamica sia dei consumi privati sia degli investimenti trainerà l'economia anche nel 2011 (+8,3% a/a). L'inflazione rimane elevata a 8,5% in agosto per i prezzi all'ingrosso e all'11,5% per i prezzi al consumo, con pressioni al rialzo derivanti anche dai comparti non strettamente alimentari. I rischi rimangono al rialzo prefigurando altri interventi sui tassi da parte della Reserve Bank of India (RBI) nei prossimi mesi. I principali rischi sono costituiti dall'incertezza sulla solidità della ripresa della domanda internazionale e sui possibili impatti negativi provenienti da un revival della crisi finanziaria dell'area euro.

India

Stati Uniti – Una “nuova norma” con poca crescita

- La revisione dei dati di PIL dal 2008 in poi, con consumi più bassi e risparmio più elevato, insieme ai dati deludenti degli ultimi mesi, hanno acuito il timore di una ricaduta recessiva negli Stati Uniti. La ripresa dovrebbe proseguire, se pure su ritmi molto moderati. Nel 2010, la crescita dovrebbe essere al 2,8%, nel 2011 al 2,5%. La dinamica dei consumi rimarrà modesta, per la necessità di ridurre ancora lo stock di debito e di mantenere un trend verso l'alto del risparmio, a fronte di una crescita occupazionale contenuta. L'inflazione dovrebbe gradualmente risalire dai minimi vicini all'1% nella parte finale del 2010.
- Manteniamo la previsione che questo sia un rallentamento temporaneo rispetto a una crescita attesa modesta. Il punto centrale è che la *crescita media* in questo ciclo sarà più bassa che in passato, per via delle conseguenze della crisi finanziaria. Pertanto, anche le fasi di rallentamento ciclico assomiglieranno quasi a delle recessioni, pur senza esserlo. A meno di un ulteriore netto peggioramento dei dati, il rallentamento attuale dovrebbe essere temporaneo. Consumi e occupazione, pur sotto tono rispetto ai cicli precedenti, resteranno in aumento moderato, accompagnati da un trend verso l'alto del tasso di risparmio.
- La politica fiscale si è arenata in un crescente conflitto politico. Le elezioni *midterm* dovrebbero portare a un ribaltamento di equilibri, con la probabile perdita della Camera per i Democratici e una maggioranza a rischio anche in Senato. Riteniamo che, dopo le elezioni, il Congresso estenderà per almeno due anni i tagli delle aliquote fiscali attuate dall'amministrazione Bush. L'incertezza potrebbe nuocere alla fiducia e ai consumi nella parte finale dell'anno.
- La politica monetaria resta espansiva. Alla luce dell'esito delle ultime due riunioni del FOMC, appare probabile l'apertura di un nuovo programma di stimolo quantitativo, forse già a novembre. La svolta sui tassi non dovrebbe arrivare prima di fine 2011-inizio 2012.

Giovanna Mossetti

Previsioni macro	2009	2010	2011	2009			2010			2011		
				4	1	2	3	4	1	2	3	
				PIL (US\$ 1996, a/a)	-2,6	2,8	2,5	0,2	2,4	3,0	3,2	2,5
- trim./trim. annualizzato				5,0	3,7	1,7	2,3	2,2	2,5	2,7	3,0	
Consumi privati	-1,2	1,6	2,3	0,9	1,9	2,2	1,9	2,4	2,4	2,4	2,4	
IFL - privati non residenziali	-17,1	5,0	8,6	-1,4	7,8	17,2	3,9	7,7	8,5	9,0	9,5	
IFL - privati residenziali	-22,9	0,5	4,0	-0,8	-12,3	25,6	-4,4	4,5	3,5	3,5	4,0	
Consumi e inv. pubblici	1,6	0,6	0,1	-1,4	-1,6	3,9	0,2	-0,9	-0,3	-0,1	0,3	
Esportazioni	-9,5	11,9	9,2	24,4	11,4	9,1	9,7	5,1	9,7	10,8	10,6	
Importazioni	-13,8	12,3	7,0	4,9	11,2	33,5	5,3	3,3	6,1	5,9	6,5	
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0,6	1,4	-0,1	0,7	0,6	0,2	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	
Partite correnti (%PIL)	-2,7	-3,2	-3,5	-2,9	-3,1	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,5	-3,6	
Deficit Federale (%PIL)	-9,5	-9,8	-9,1									
Debito pubblico (%PIL)	84,4	92,7	98,6									
CPI nsa (a/a)	-0,3	1,6	1,7	1,5	2,4	1,8	1,3	0,9	0,8	1,5	2,0	
Produzione Industriale	-9,3	5,3	3,8	6,9	7,1	6,5	4,5	2,8	2,8	3,2	4,8	
Disoccupazione (%)	9,3	9,7	9,3	10,0	9,7	9,7	9,6	9,7	9,7	9,5	9,2	
Federal Funds (%)	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	
Cambio effettivo	77,7	76,1	78,4	72,8	74,8	77,6	75,5	76,3	77,2	78,2	78,9	

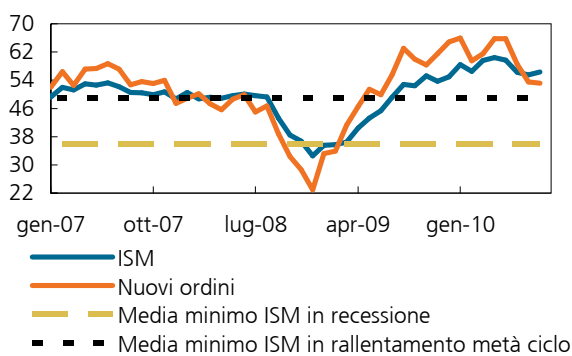
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Stati Uniti: ricaduta o rallentamento di metà ciclo?

I timori per una ricaduta recessiva si sono acuiti negli ultimi mesi, con una raffica di dati più deboli delle attese e segnali di nervosismo da parte della Fed. Gli indici di fiducia delle imprese preludono a un ulteriore rallentamento: quanto è grave? Sulla base delle indagini regionali è possibile che nei prossimi due-tre mesi l'indice ISM composito e quello dei nuovi ordini nell'indagine ISM manifatturiera potrebbero anche calare temporaneamente sotto di 50. Questo però non sarà sufficiente a dichiarare avviata una nuova fase recessiva. L'andamento ciclico delle indagini tipicamente vede delle fasi di correzione, che raramente si trasformano in una vera e propria ricaduta recessiva. Negli ultimi 30 anni, ci sono state 5 recessioni e soltanto quella del 1980 è stata seguita a distanza di 18 mesi da un'altra recessione (luglio 1981). Le altre sono state seguite da anche 2 o 3 periodi di rallentamento che non si sono evoluti in vere recessioni. In questi casi, l'ISM e l'indice dei nuovi ordini sono scesi al di sotto di 50, per poi riprendersi successivamente insieme al tasso di crescita dell'economia.

ISM e ordini in questo ciclo



Fonte: EcoWin, Intesa Sanpaolo

ISM e ordini nei cicli degli ultimi 30 anni

Inizio ciclo	gen-80	lug-81	lug-90	mar-01	nov-01	dic-07	Media
Fine ciclo	lug-80	ott-82	mar-91	nov-01		?	
Durata ciclo	6	16	8	8		?	
Minimo ISM - recessione	29	36	39	41	33	36	36
Minimo ISM - rallentamento		50	48	51	?	49	49
Minimo ordini - recessione	24	33	38	39	23	31	31
Minimo ordini - rallentamento		47	48	53	?	49	49

Fonte: ISM, NBER, Intesa Sanpaolo

Il punto centrale per la valutazione dell'attuale rallentamento è dato dal fatto che **questo non è un ciclo "normale"**. Come indicato da Reinhart-Rogoff e da Reinhart-Reinhart¹, le riprese che seguono grandi crisi finanziarie hanno come caratteristiche fondamentali una crescita più bassa e una disoccupazione più elevata, soprattutto per i paesi industrializzati. La "nuova norma" per gli Stati Uniti è una crescita inferiore a quella dei cicli passati, in tutte le fasi, incluse quelle di rallentamento intra-ciclico. Pur prendendo atto di un rallentamento nella parte centrale del 2010 maggiore di quanto atteso, dovuta anche ad ampie revisioni sui dati passati, vogliamo sottolineare che se la crescita media americana sarà nel prossimo quinquennio più vicina in media al 2,5% che al 3,5%, nelle fasi di rallentamento intra-ciclico la crescita sarà vicina al 2%, senza per questo implicare un rientro in recessione. Questo è probabilmente il caso attuale. Fra l'altro, la relazione fra crescita e occupazione negli ultimi 70 anni indica che, con una crescita del PIL intorno al 2,5%, la crescita occupazionale è moderata (1,2-1,3%), ma positiva. La conseguenza di una dinamica dell'occupazione contenuta è un rientro del tasso di disoccupazione molto lento, come previsto in questo ciclo.

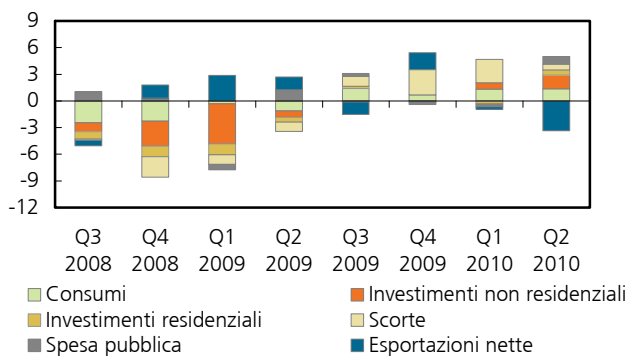
I dati di **PIL del 2° trimestre** sono stati complessivamente misti, nonostante un tasso di crescita sotto il 2% t/t ann., ed hanno riservato ampie sorprese sull'entità e la distribuzione della domanda. La delusione maggiore è venuta dalla dinamica dei consumi (+2,2% t/t ann., dopo +1,9% t/t ann. nel 1° trimestre, rivisto da + 3% delle stime precedenti), inferiore alle attese e

¹ C. Reinhart, V. Reinhart, *After the fall*, presentato al Monetary Policy Symposium di Jackson Hole, agosto 2010; C. Reinhart, K. Rogoff, *This time is different: Eight centuries of financial folly*, Princeton University Press, 2010.

associata a un'ampia revisione verso il basso della crescita della spesa delle famiglie dal 2008 a inizio 2010. La revisione dei consumi verso il basso dei trimestri passati è accompagnata da un ampio aumento del risparmio, maggiore di circa 2 punti nella prima metà del 2010 rispetto a quanto inizialmente stimato. I dati relativi agli investimenti fissi delle imprese sono stati invece una sorpresa positiva (+17,2% t/t ann.), con una netta accelerazione della spesa per macchinari e software. La forte accelerazione della spesa per investimenti residenziali è notoriamente influenzata dai sussidi federali e destinata a essere seguita da una netta riduzione successiva. La spesa pubblica ha riaccelerato segnando una variazione di +3,9% t/t ann., dopo due trimestri marginalmente negativi, con crescita positiva per la spesa sia a livello federale, sia a livello statale e locale. Il dato complessivo della crescita del PIL, a + 1,7 t/t ann., risente di un contributo molto negativo del canale estero spinto da una dinamica straordinariamente forte dell'import (33,5% t/t ann.) a fronte di esportazioni in crescita del 9,1% t/t ann. (contributo del canale estero a -3,5pp). Anche le scorte hanno contribuito meno di quanto atteso alla crescita (0,8pp). Il lato positivo dei dati è che le **vendite finali domestiche aumentano del 4,3% t/t ann.**, in netta accelerazione rispetto al dato del 1° trimestre (+0,2%). I consumi in crescita del 2,2%, in un periodo di forte incertezza sul rinnovo dell'estensione dei sussidi di disoccupazione a milioni di individui complessivamente non sono un dato negativo: la crescita dei consumi difficilmente nei prossimi trimestri potrà essere molto più solida, anche a fronte di un'eventuale stabilizzazione del ciclo. I **profitti delle imprese** sono ancora in crescita, anche se in rallentamento rispetto alla crescita a 2 cifre dei tre trimestri precedenti (+4,6% t/t nel 2° trimestre).

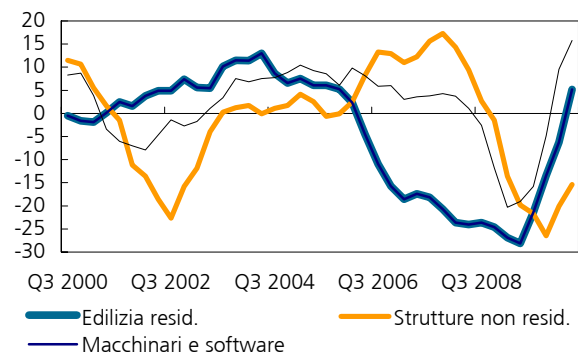
La nostra **previsione per il 2010-11**, alla luce dei dati più deboli del previsto, **viene rivista verso il basso a 2,8% e 2,5% rispettivamente**, con una dinamica moderata dei consumi nel 2011 (2,4%) e un trend ancora verso l'alto del tasso di risparmio, verso il 7,7%. Nello scenario centrale, caratterizzato anche dalla possibilità di ulteriore allentamento monetario e fiscale, il rallentamento non dovrebbe corrispondere a un *double dip*.

Il canale estero frena la crescita del 2° trimestre



Scmposizione della crescita trimestrale annualizzata. Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Investimenti in aumento (var.ne t/t annualizzata)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Un elemento importante di incertezza per lo scenario riguarda effettivamente la politica fiscale. Sulla base della legislazione vigente, la politica fiscale dovrebbe diventare restrittiva per via della scadenza dei tagli di imposta (fine 2010). Il nostro scenario incorpora un moderato grado di restrizione fiscale, basato sulla legislazione vigente. Tuttavia, riteniamo che lo scenario più probabile, vista la situazione congiunturale e politica, sia un'estensione dei tagli per un altro anno, più qualche possibile intervento a sostegno della domanda nei prossimi mesi. Questo scenario limita i rischi verso il basso per le previsioni di crescita 2011.

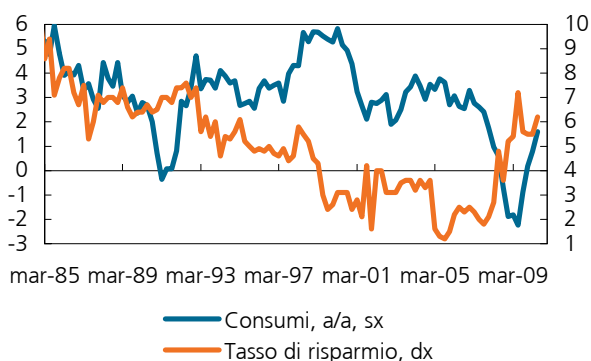
L'incertezza politica è però molto elevata. Il livello del conflitto è salito costantemente dalla primavera e ha portato a un blocco quasi totale delle decisioni in Congresso. A inizio novembre si terranno le elezioni di metà ciclo: i sondaggi danno come probabile la perdita della

maggioranza democratica alla Camera e una riduzione della maggioranza al Senato (non è escluso un ribaltamento anche qui). Per via dell'aumento delle tensioni pre-elettorali, la *leadership* democratica ha deciso di non presentare, per il voto, prima della chiusura dei lavori parlamentari per le elezioni, la proposta di estensione dei tagli alle aliquote per i redditi fino a 200 mila dollari e di ripristino delle due aliquote sui redditi più elevati. L'obiettivo è un voto dopo novembre: gli equilibri saranno molto diversi, ma rimane probabile un'estensione di tutti i tagli di imposta per almeno due anni, soprattutto se come previsto ora, la camera si sposterà verso una maggioranza anti-tasse.

1. Prospettive dei consumi condizionate dal futuro (ancora incerto) della politica fiscale

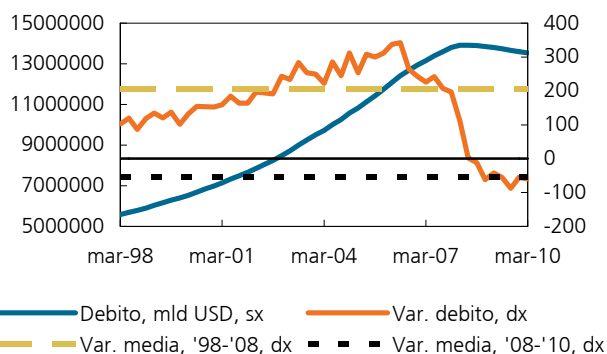
Quali sono gli elementi centrali di questo nuovo punto di partenza per la seconda metà del 2010? Il principale riguarda i **consumi, più deboli di quanto stimato in precedenza**. La revisione verso il basso del sentiero dei consumi degli ultimi due anni, e soprattutto degli ultimi trimestri, mostra un comportamento dei consumatori significativamente più incline al risparmio. Il tasso di risparmio su tutto il periodo di revisione è più elevato di quanto visto con le stime precedenti, a fronte di consumi più deboli e di una dinamica del reddito circa invariata.

Consumi e tasso di risparmio



Fonte: EcoWin

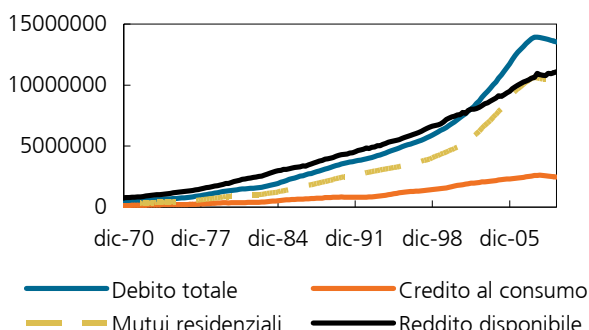
Debito delle famiglie: stock e variazioni trimestrali



Fonte: Federal Reserve Board

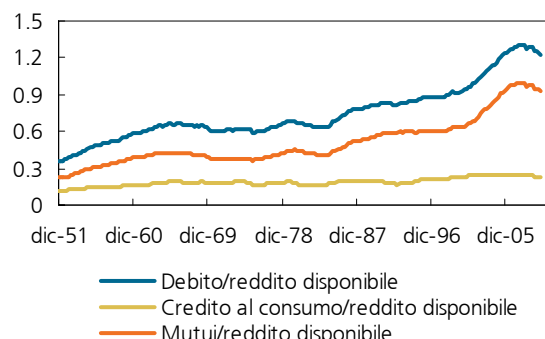
Nel 2° trimestre, il tasso di risparmio è stato del 5,9%, ed è tornato sui livelli di metà anni Novanta. Il trend di aumento del risparmio è associato alla svolta nella **dinamica del debito** delle famiglie avvenuta a metà 2008: mediamente fra metà 2008 e il 1° trimestre del 2010 le famiglie hanno ridotto il debito di 53 miliardi al trimestre, dopo avere accumulato 205 miliardi al trimestre nel decennio precedente. Il debito delle famiglie era rimasto inferiore al reddito disponibile fino al 2001, successivamente, la netta accelerazione della crescita dei mutui ha portato a un picco del rapporto debito/reddito disponibile a 1,3 nel marzo 2008. A marzo 2010, tale rapporto è sceso a 1,2. Ipotizzando che il reddito disponibile cresca su ritmi analoghi a quelli recenti (+0,9% t/t, media ultimi tre trimestri), e che le famiglie continuino a ridurre il debito ai ritmi visti negli ultimi trimestri (circa 50 miliardi al trimestre) attraverso un aumento del risparmio, il **sentiero di crescita dei consumi sarebbe di 0,5% t/t**. In assenza di un'accelerazione della dinamica del reddito da lavoro, questo sentiero di riduzione del debito determinerebbe un rientro del rapporto debito/reddito disponibile verso l'unità su un arco di tempo lungo (senza contare gli effetti di riduzione dell'onere del debito, 10 anni); d'altronde, l'aumento da 1 al picco di 1,3 si è realizzato in circa 6 anni.

Debito e reddito disponibile



Fonte: Federal Reserve Board

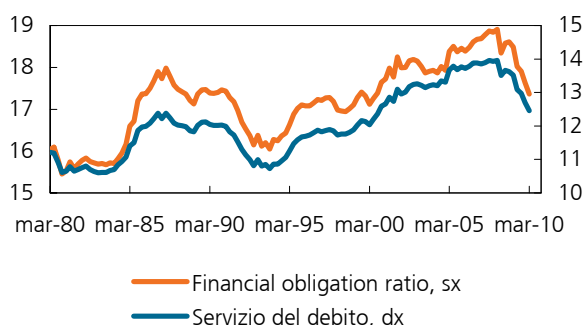
Peso del debito sul reddito disponibile



Fonte: Federal Reserve Board

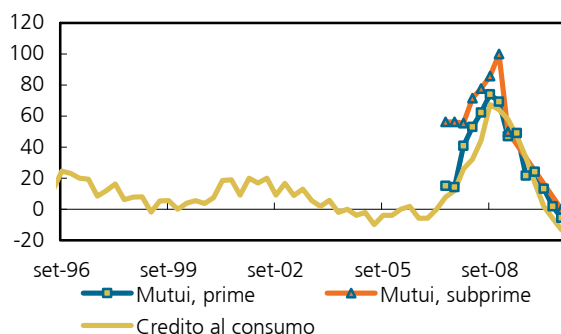
Il tasso di risparmio e il **costo del debito** sono rientrati sui livelli di fine anni Ottanta e il mantenimento di tassi di interesse sui minimi storici, insieme alle indicazioni delle banche relative alle condizioni del credito alle famiglie, fa prevedere un ulteriore calo del peso del debito sul reddito disponibile. Nella più recente indagine sul credito (luglio), si segnala un allentamento delle condizioni sui prestiti, ma si riporta una domanda complessivamente invariata. I dati sui prestiti rivelano qualche miglioramento a giugno e luglio, con contrazioni più contenute di *home equity loans* e variazioni positive per il credito al consumo.

Gli oneri finanziari continuano a scendere



Fonte: Federal Reserve Board

Condizioni del credito verso l'allentamento



Fonte: Federal Reserve Board

La riduzione del debito e la stabilizzazione dei prezzi delle case hanno determinato una svolta nella percentuale di *equity* che le famiglie hanno nelle loro case: dal minimo storico del 33% a inizio 2009 si è risalito al 38% nel 1° trimestre del 2010, circa i livelli di fine 2008: la media dei 5 anni precedenti era pari al 59%.

La situazione patrimoniale delle famiglie lascia prevedere una **crescita dei consumi di 2-2,5% all'anno**, sotto due ipotesi: 1) il mercato del lavoro prosegue su un modesto miglioramento dell'occupazione e un graduale calo della disoccupazione, e 2) la politica fiscale non diventa più restrittiva dal 2011. Un elemento importante nella determinazione dei consumi e del risparmio nel 2° trimestre è stato lo scontro in Congresso sull'estensione dei sussidi di disoccupazione, e sui trasferimenti agli stati, risolto solo a luglio. La difficoltà di definire lo scenario delle imposte dal 2011 in poi, potrebbe avere effetti di freno anche nella parte centrale dell'anno, indipendentemente da quale sarà l'esito dei conflitti fra le posizioni democratica e repubblicana. Manteniamo **la previsione che il Congresso, alla fine, trovi un equilibrio congelando le imposte sui livelli attuali, rimandando qualsiasi decisione a dopo le elezioni presidenziali del 2012.**

Fino a quando non si sarà chiarita la situazione relativa alle imposte, tuttavia, vi è grande **incertezza sul carico fiscale del 2011 per tutti i contribuenti, e questo fattore potrebbe pesare sulle scelte di consumo** nella seconda metà dell'anno. Come analizzato in *Weekly Economic Monitor* del 18 giugno 2010, il budget dell'Amministrazione Obama vedrebbe un rialzo delle aliquote solo sui redditi elevati, con il mantenimento delle aliquote attuali per le fasce medie e basse della distribuzione dei redditi. I Repubblicani, da un lato, premono per il controllo del deficit, ma dall'altro richiedono il congelamento delle aliquote sui redditi elevati. Dopo la scadenza elettorale di inizio novembre, il mantenimento dello *status quo* almeno per altri due anni (con l'inclusione del controllo degli effetti dell'Alternative Minimum Tax) sembra l'ipotesi più probabile. Un'estensione **indefinita** dei tagli delle aliquote attuati dall'Amministrazione Bush porterebbe a un allargamento del deficit di 3,7 trilioni di dollari sull'orizzonte 2011-20, politicamente non proponibile al momento. Le misure del budget dell'Amministrazione risparmierebbero solo circa 68 miliardi di dollari per anno (stime Tax Policy Center).

La riapertura dei lavori del Congresso, dopo le elezioni, riporterà la discussione sul futuro delle aliquote al centro dell'attenzione: indicazioni di un congelamento delle imposte sui livelli attuali avrebbe probabilmente effetti di stimolo sui consumi. In termini di reddito delle famiglie per percentile e di entrate annue per il Tesoro, l'effetto delle proposte alternative è riportato nelle tabelle qui sotto: come già sottolineato, l'effetto è di dimensione rilevante per le decisioni di consumo, soprattutto nella fascia media della distribuzione del reddito.

Effetti dell'estensione dei tagli di imposta sul reddito per classe di reddito					
Percentile	Reddito medio	Riduzione imposta con		Var. % reddito dopo imposte	
		estensione completa	proposta Amministr.	estensione completa	proposta Amministr.
0-20	11.600	69	69	0,6	0,6
20-40	28.852	583	583	2,3	2,3
40-60	52.224	1.016	1.016	2,4	2,4
60-80	88.978	2.124	2.124	3,0	3,0
80-90	138.385	4.032	4.032	3,9	3,9
90-95	196.549	2	5.508	3,8	3,8
95-99	345.574	873	8.809	0,4	3,5
99-99,9	1.098.290	25.179	14.022	3,3	1,8
99,9-100	8.367.274	310.140	61.510	5,8	1,1

Fonte: Tax Policy Center

Costo annuo dell'estensione dei tagli di imposta	
Miliardi di dollari	
Indicizzazione Alternative Minimum Tax	66
Estensione aliquote 10%, 25% e 28%	121
Eliminazione penalità per dichiarazione congiunta	32
Espansione crediti di imposta	29
Tassa sui dividendi come capital gains e tassa più bassa per redditi minimi	24
Estensione imposta successione ai livelli del 2009	26
Imposta su dividendi e capital gains al 15%	11
Estensione dell'aliquota al 33% e al 35%	36
Eliminazione altri crediti per redditi alti	21
TOTALE COSTO ESTENSIONE	366

Fonte: US Treasury

Nel brevissimo termine potrebbero inoltre esserci nuovi interventi a sostegno del reddito disponibile, con misure che potrebbero essere presentate alla riapertura dei lavori del Congresso dopo le elezioni. Fra l'altro, il continuo calo dei tassi di interesse dà spazio di manovra inatteso al Tesoro: nei primi 10 mesi dell'anno fiscale in corso, il costo degli interessi è sceso a 375 miliardi, dai 383 miliardi dell'anno fiscale precedente.

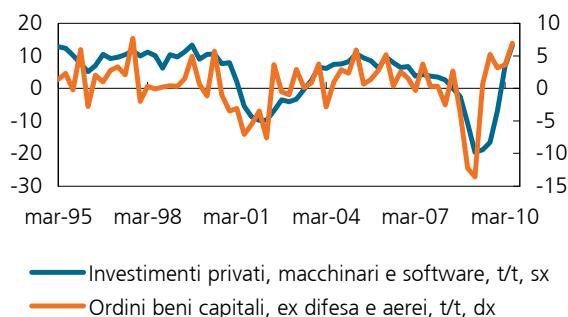
Sulla base delle considerazioni svolte sopra, pur **riducendo il sentiero dei consumi nella seconda metà del 2010 per via dell'incertezza fiscale, non riteniamo che lo scenario centrale includa una dinamica dei consumi inferiore al 2%**. Non includendo una ricaduta recessiva nello scenario centrale, prevediamo una modesta accelerazione dei consumi nel 2011.

2. Investimenti, scorte e canale estero

Gli investimenti fissi delle imprese sono stati un punto positivo dei dati di PIL, con una dinamica di 17,2% t/t ann. nel 2° trimestre. La domanda delle imprese è **il maggiore rischio per la seconda metà dell'anno**, anche perché ha un risvolto diretto sull'occupazione. Le indagini hanno continuato il sentiero di avvicinamento alla soglia critica di 50 e gli indicatori anticipatori sono in calo. Il rallentamento degli ordini registrato recentemente indica un indebolimento della

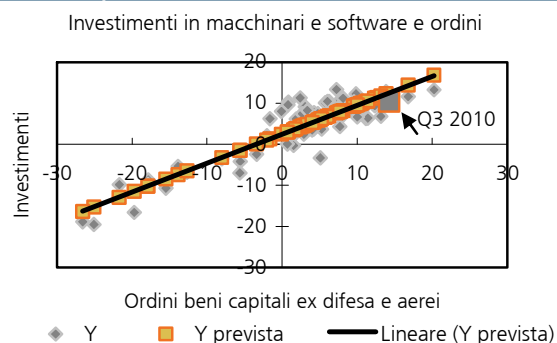
dinamica degli investimenti in macchinari e software, però contenuto e senza indicazioni coerenti con una ricaduta recessiva.

Investimenti fissi ex-strutture e ordini beni capitali



Fonte: EcoWin, Intesa Sanpaolo

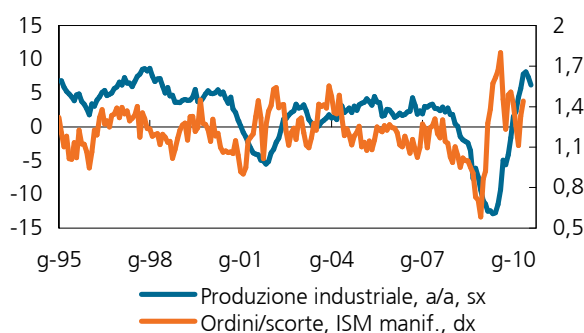
Investimenti previsti ancora in aumento



Fonte: EcoWin, Intesa Sanpaolo

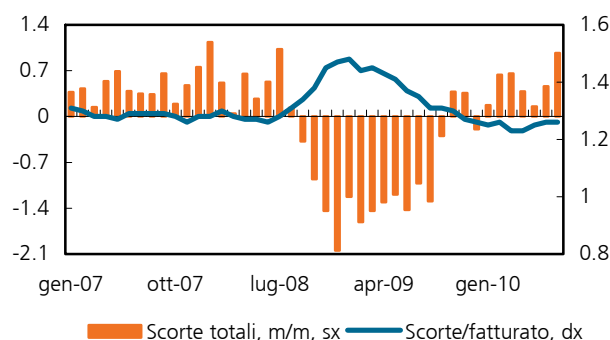
Le indagini di settore hanno segnato un'inversione dal picco di aprile, con le indagini regionali di agosto in netto calo o addirittura in territorio negativo. La Philly Fed, ad agosto, è scesa a -7,7 da 5,1 di luglio, per poi risalire a -0,7 a settembre. Le aspettative a sei mesi restano discrete sia per la Philly Fed, sia per l'Empire. La buona tenuta dell'ISM e delle consegne di beni capitali lasciano spazio a previsioni di crescita positiva, anche se in rallentamento, per gli investimenti nella parte finale dell'anno. Le scorte restano ancora in fase espansiva con i dati di agosto in crescita e revisioni verso l'alto per i dati di luglio.

Ordini e scorte: rallentamento, non contrazione



Fonte: EcoWin

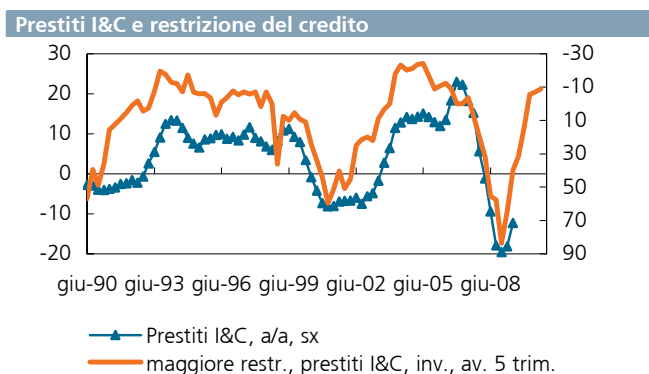
Scorte: ancora in aumento, ma non sembrano scorte in eccesso



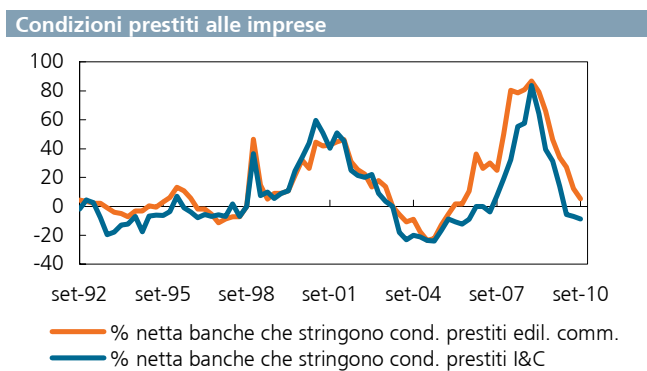
Fonte: EcoWin

Dal lato del **credito**, la più recente indagine dei Senior Loan Officers a luglio conferma le indicazioni viste con le indagini precedenti, che segnano un probabile ritorno a una dinamica positiva dei prestiti industriali e commerciali entro la fine del 2010. I dati effettivi sui prestiti mostrano ancora una contrazione della dinamica mensile dei prestiti industriali e commerciali, ma a tassi più contenuti. L'attivo dei bilanci bancari ha visto a luglio un incremento su base mensile, il primo da due anni, in gran parte legato all'aumento dei titoli in portafoglio (per lo più Treasuries). La dinamica dei prestiti vede una contrazione del 2,1% m/m ann., corretto per i nuovi standard contabili in vigore da marzo 2010: la contrazione si riduce dal -23,7% del 4° trimestre del 2009, al -9,5% dell'aprile 2010. Il graduale miglioramento del credito è coerente con il proseguimento della ripresa, se pure a ritmi contenuti, e con i segnali di stabilità complessiva della domanda di credito da parte delle imprese rilevata dall'indagine della Fed (nell'indagine precedente, si riportava domanda di prestiti in calo per tutte le dimensioni di impresa).

Pur in presenza di un rallentamento della dinamica degli investimenti fissi, continuiamo a prevedere una crescita occupazionale positiva, anche se modesta rispetto agli standard ciclici del passato.



Fonte: Federal Reserve Board



Fonte: Federal Reserve Board

Scorte e canale estero sono stati fattori determinanti per il rallentamento della crescita nel 2° trimestre. Il ciclo delle scorte potrebbe svoltare nel 4° trimestre, contribuendo negativamente alla crescita nella prima metà del 2011. Il commercio estero dovrebbe tornare ad avere un contributo circa nullo nella parte finale dell'anno, dopo un dato straordinariamente negativo nel 2° trimestre dovuto a un forte aumento dell'import a luglio. Nel 2° trimestre la domanda finale domestica è cresciuta del 4,3% t/t ann.: il rallentamento da ascrivere all'attesa correzione dell'edilizia residenziale e una dinamica più contenuta degli investimenti fissi delle imprese dovrebbero portare a una crescita meno sostenuta, ma vicina al 3% della domanda domestica finale.

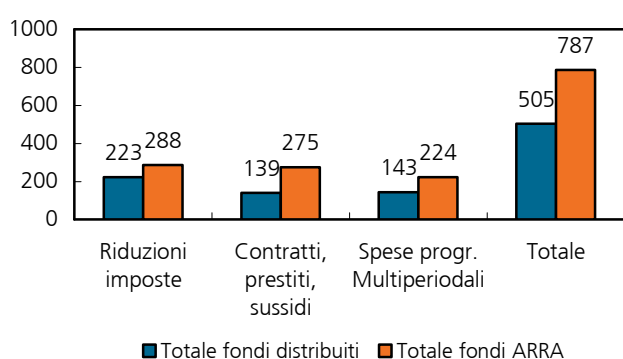
3. Politica fiscale

Come anticipato, l'elemento principale per la politica fiscale riguarda **l'estensione dei tagli alle aliquote delle imposte sul reddito delle persone fisiche**: l'incertezza su questo fronte è aumentata con l'avvicinarsi delle elezioni midterm. L'ultima decisione della leadership democratica è stata di rimandare il voto sull'estensione a dopo le elezioni. Lo scontro frontale fra l'Amministrazione e i repubblicani sull'estensione delle aliquote ridotte anche per le classi di reddito più elevate ha di fatto bloccato qualsiasi possibilità di mediazione. Le previsioni dell'**esito elettorale** (vedi sotto), tuttavia, mantengono come **scenario centrale l'estensione per tutte le classi di reddito del livello attuale delle aliquote**. Sottolineiamo però l'effetto negativo dell'incertezza fiscale sulle decisioni di spesa delle famiglie e delle imprese legate 1) alla mancata determinazione di uno scenario chiaro sul livello delle aliquote a due mesi dalla scadenza della riduzione e 2) alla possibile fine, senza preavviso, dell'estensione dei sussidi di emergenza che a luglio sono stati prorogati fino a fine novembre dopo mesi di conflitto. I dati di fiducia e di consumi dei mesi estivi sono un segnale degli effetti reali dell'incertezza fiscale, che potrebbe ripetersi nei prossimi mesi.

Per quanto riguarda la **spesa pubblica**, l'aggiornamento relativo all'utilizzo dei fondi del pacchetto di stimolo del 2009 (ARRA) al 20/08/10 mostra che rimangono da spendere 282 miliardi di dollari, pari al 36% del pacchetto complessivo. Il Congressional Budget Office (CBO) stima che gli effetti del pacchetto siano decrescenti dalla seconda metà del 2010 in poi, ma ancora consistenti. L'intervallo di stima per la variazione di PIL dovuta ad ARRA è indicata nella tabella qui sotto. Per quanto riguarda lo spaccato trimestrale, il CBO stima (ad agosto) che sul 3° e 4° trimestre del 2010 l'effetto sia compreso fra 1,5-4,2% e 1,1-3,6%, rispettivamente. Nel 2° trimestre del 2010, la spesa pubblica totale è aumentata dell'1% t/t ann., con una crescita di 2,2% t/t della spesa federale e del 3,1% della spesa federale ex-difesa. Per la prima volta dopo 3

trimestri in calo, anche la spesa statale e locale ha visto un dato positivo, con una crescita di +0,3% t/t ann. Quest'ultima rappresenta circa il 58% del totale della spesa pubblica, in calo dal picco storico del 67% di fine 2000. I budget degli Stati restano in rosso anche nell'anno fiscale 2011: le previsioni della National Association of State Budgets vedono un deficit atteso per questo anno fiscale pari a 62 miliardi di dollari, in calo a 53 miliardi nel 2012, da 108 miliardi del 2010. Le proiezioni di spesa per l'a.f. 2011 sono di 635 miliardi, da 613 miliardi dell'a.f. 2010.

Fondi distribuiti - American Recovery and Reinvestment Act of 2009



Fonte: Recovery. gov. Dati aggiornati al 20.08.2010

Impatto macroeconomico stimato dell'ARRA

	Impatto sul PIL (percent.)		Impatto sul tasso di disoccupaz. (punti perc.)	
	minimo stima	massimo stima	minimo stima	massimo Stima
2009	0,9	1,8	-0,3	-0,5
2010	1,5	4,1	-0,7	-1,8
2011	0,7	2,3	-0,5	-1,5
2012	0,2	0,5	-0,2	-0,5
1° trim. 2010	1,7	4,1	-0,7	-1,5
2° trim. 2010	1,7	4,5	-0,7	-1,8
3° trim. 2010	1,5	4,2	-0,8	-2
4° trim. 2010	1,1	3,6	-0,7	-1,9

Fonte: CBO

Un elemento positivo recente è l'approvazione in Congresso di un'estensione del **supporto del governo federale agli Stati** che era stato attuato sulla base di ARRA e doveva decadere a fine 2010, mettendo a rischio una quota consistente della spesa a livello statale. Nella prima metà di agosto, il Congresso ha, infatti, passato la Public Law 111-626 che approva l'estensione dei sussidi federali per la spesa per Medicaid e per l'istruzione. Complessivamente, la legge finanzia spese statali per 23 miliardi nell'a.f. federale 2011 (stima CBO), di cui 6,2 miliardi per istruzione e 17 miliardi per sanità, e 10 miliardi nell'a.f. 2010 per istruzione. Circa metà degli Stati avevano approvato il budget 2011 assumendo l'estensione dei trasferimenti, pertanto i fondi non rappresentano un completo allentamento aggiuntivo rispetto alle proiezioni statali, ma lo sono in termini di stimolo a livello federale.

4. Elezioni *midterm*: nuovi equilibri e maggiore incertezza sulla politica fiscale dopo novembre

Le elezioni di metà ciclo hanno sempre indebolito l'amministrazione in carica. Questa regolarità del ciclo politico americano è stata confermata nel 2006, con una schiacciante sconfitta dell'Amministrazione Bush e un ritorno del controllo del Congresso ai Democratici. **Le elezioni del 2 novembre 2010 porteranno probabilmente a un nuovo capovolgimento di equilibri politici**, con la probabile perdita della maggioranza democratica alla Camera e una significativa riduzione del margine democratico, già risicato, in Senato.

Sulla base della Costituzione, **i 435 seggi della Camera vengono rinnovati ogni due anni**. I Democratici detengono attualmente 256 seggi, i Repubblicani 178, un seggio è vacante. I Democratici possono perdere fino a 38 seggi senza perdere il controllo della Camera; i Repubblicani dovrebbero guadagnarne 39 per avere la maggioranza. **Al Senato, ci sono 100 seggi, di cui circa un terzo viene rinnovato nelle elezioni *midterm***. I Democratici hanno 57 seggi, i Repubblicani 41. Ci sono due indipendenti che hanno quasi sempre votato con i Democratici. **A queste elezioni verranno rinnovati 37 seggi**. I Democratici non devono perdere più 10 seggi per mantenere il controllo del Senato.

La previsione del risultato elettorale di metà ciclo deve tenere conto di una delle più forti regolarità empiriche della storia elettorale americana: dalle elezioni del 1918, **il partito del**

Presidente in carica ha sempre perso seggi in occasione delle elezioni *midterm*. La teoria proposta dagli scienziati della politica per spiegare questo fenomeno è basata sul seguente ragionamento. Il Presidente in carica è sempre più "estremista" dell'elettore mediano e alle elezioni di metà ciclo gli elettori votano in modo da moderare le posizioni politiche del Presidente e portarle più verso il centro. Quando invece gli elettori votano simultaneamente per il Presidente e per il Congresso, decidono in una situazione di maggiore incertezza, non sapendo ancora chi sarà il Presidente e tendono a votare per lo stesso partito, sia alla presidenza che al Congresso. Poiché attualmente il partito del Presidente detiene la maggioranza nei due rami del Congresso, il proseguimento della regolarità statistica riporterebbe il Congresso in una situazione di bipolarismo, con la Camera probabilmente repubblicana e il Senato democratico. Un'altra regolarità dei risultati elettorali è che i detentori di seggio che si ricandidano (*incumbents*) sono stati sempre largamente favoriti nelle elezioni. Secondo dati del Congressional Quarterly, circa il 75% dei detentori dei seggi alla Camera vengono rieletti. Per valutare i seggi che possono effettivamente modificare gli equilibri complessivi, è utile contare i seggi in cui il detentore attuale non si ricandida o perché ha perso le elezioni primarie o per altri motivi (età, ecc.), cioè il numero di seggi "aperti". In queste elezioni, molti detentori di seggio democratici non si ricandidano, esponendo il partito a perdite anche più ampie di quelle legate alla regolarità storica.

I sondaggi, attualmente, danno come scenario centrale perdite pesanti sia alla Camera, sia al Senato. **Al Senato, i sondaggi fanno prevedere uno spostamento della maggioranza democratica verso un margine molto modesto, addirittura a rischio di perdita della maggioranza semplice.** Da un sondaggio del 27 settembre (Rasmussen Reports), i democratici avrebbero 51 seggi, i Repubblicani 45, con 4 seggi incerti. Per quanto **riguarda la Camera, i sondaggi recenti mostrano 48% di voti favorevoli ai Repubblicani, contro un 40% ai Democratici**, e da mesi danno indicazioni coerenti con la **perdita della maggioranza democratica**. Dei seggi attualmente in mano ai democratici, 13 rappresentanti non si ricandidano, mentre si registrano nei sondaggi crescenti perdite di consensi anche per i parlamentari che si ripresentano. I sondaggi indicano come probabile uno scenario con seggi repubblicani fra 210 e 225, democratici fra 180 e 210, con circa 20-30 seggi incerti. Secondo il Cook Political Report di agosto, i Repubblicani potrebbero aumentare i loro seggi fra 35 e 45, con la probabilità di una vittoria maggiore della probabilità di un risultato meno brillante.

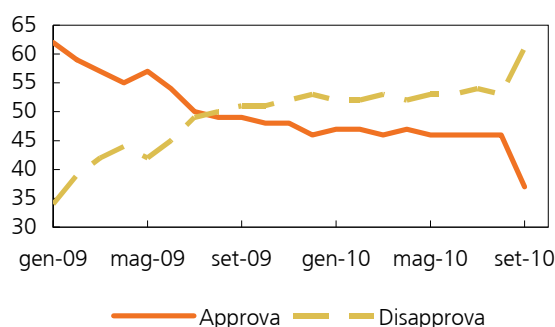
Lo scenario più probabile dopo novembre è quindi di **maggioranza repubblicana alla Camera e di Senato spaccato vicino alla linea 50-50**. Questo nuovo equilibrio riporterebbe a una situazione simile a quella realizzatasi con le elezioni del 1994, sotto la presidenza di William Clinton, quando la Camera tornò repubblicana (per la prima volta dal 1954), con una perdita di 54 seggi democratici. Il Senato passò ai repubblicani, con una perdita di 8 seggi democratici (i Democratici avevano 56 seggi prima delle elezioni). Nel 1994, una parte consistente della vittoria repubblicana fu sostenuta dalla destra evangelica; questa volta, sarà cruciale il contributo del movimento "Tea Party", coagulato intorno al tema di riduzione delle tasse.

L'Amministrazione Obama si troverà probabilmente a dover negoziare ogni decisione con il Congresso, di fatto bloccando qualsiasi nuova iniziativa, come succede tipicamente in questi casi. Tuttavia, ci sono diverse questioni aperte che richiedono "azione" nel breve termine: la politica delle imposte, l'estensione dei sussidi di disoccupazione e i trasferimenti agli Stati. Dal 1° gennaio, se il Congresso non agisce, le aliquote delle imposte sul reddito delle famiglie dovrebbero tornare, per tutte le classi di reddito, sui livelli pre-Bush. Il partito repubblicano ha sostenuto l'opportunità di congelare le aliquote sui livelli attuali. Sembra probabile che, come primo intervento nel nuovo Congresso, **si estendano i tagli di imposta, anche al di là di quanto incluso nel budget dell'Amministrazione**. Più dubbio potrebbe essere il futuro dell'estensione dei sussidi di disoccupazione con le procedure di emergenza: l'attuale scadenza è a fine novembre 2010. Questa voce riguarda circa 5,3 milioni di individui che percepiscono in media 1300 dollari

al mese. L'eliminazione dell'estensione avrebbe ricadute negative di rilievo sulla spesa (come si era visto a maggio e giugno durante il periodo di blocco dell'estensione).

L'incertezza sul futuro della tassazione e dei trasferimenti potrebbe esercitare un freno alla dinamica della spesa delle famiglie negli ultimi mesi dell'anno.

La popolarità del Presidente Obama è in caduta libera



Fonte: Rasmussen Reports

Elezioni midterm: seggi persi dal partito del Presidente in carica

Anno	Partito del Presidente	Risultati Camera	Risultati Senato
2006	R	R-30	R-6
2002	R	R+8	R+2
1998	D	D+5	0
1994	D	D-54	D-8
1990	R	R-8	R-1
1986	R	R-5	R-8
1982	R	R-26	0
1978	D	D-15	D-3
1974	R	R-48	R-4
1970	R	R-12	R+1
1966	D	D-48	D-3
1962	D	D-4	D+2
1958	R	R-48	R-12
1954	R	R-18	R-2
1950	D	D-28	D-5
1946	D	D-54	D-12
1942	D	D-45	D-8

Fonte: Wikipedia

5. Conclusioni

Lo scenario di crescita americano, pur non essendo brillante, rimane positivo. La crescita dovrebbe dare luogo a un graduale rientro del tasso di disoccupazione, che però potrebbe restare intorno al 9% per gran parte del 2011. Gli aggiustamenti strutturali in atto (riduzione del debito delle famiglie, spostamento di lavoratori disoccupati verso nuovi settori) manterranno un freno significativo alla dinamica della crescita complessiva.

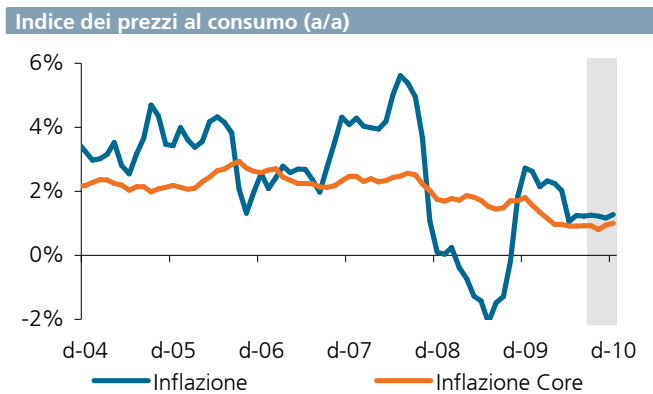
Manteniamo la previsione che le politiche economiche restino complessivamente espansive. Nel breve termine, la politica fiscale è soggetta all'incertezza elettorale: il conflitto politico negli ultimi mesi ha portato a un quasi-congelamento dell'attività del Congresso, rimandando qualsiasi vero intervento a dopo le elezioni. Il probabile spostamento di peso politico a favore dei repubblicani rende probabile il congelamento delle imposte sui livelli attuali, mentre sono in dubbio nuovi programmi di spesa. Il nuovo allentamento della politica monetaria attuato ad agosto, con l'annuncio di riacquisto di titoli per mantenere stabile il bilancio della Fed, mantiene la politica monetaria estremamente accomodante per un periodo più lungo del previsto. L'ulteriore spostamento in avanti dell'inizio della strategia di uscita e l'apertura di possibilità di ulteriori interventi espansivi, induce a spostare in avanti il primo rialzo dei fed funds a fine 2011-inizio 2012. Il mantenimento di tassi straordinariamente bassi anche più a lungo di quanto atteso contribuirà quindi, se pure modestamente, a sostenere la crescita e a contenere l'onere del debito per i grandi debitori dell'economia americana, Governo federale e famiglie.

Inflazione verso il trend di lungo periodo

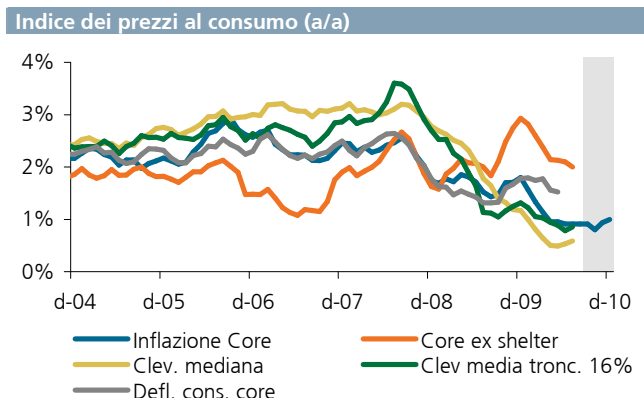
Manteniamo la previsione che il processo di disinflazione dei mesi passati si stabilizzi entro la fine dell'anno. Il minimo dell'inflazione dovrebbe collocarsi in questi mesi su livelli intorno all'1% a/a (salvo inattesi shock su prezzi di alimentari o energia), ma successivamente dovrebbe tornare vicino al trend di lungo periodo, avvicinandosi al 2% a/a negli ultimi mesi del 2011. L'indice *core*

Alessio Tiberi

manterrà una dinamica stabile per i prossimi mesi e fino alla fine del 2011 su valori appena al di sotto dell'1% a/a.

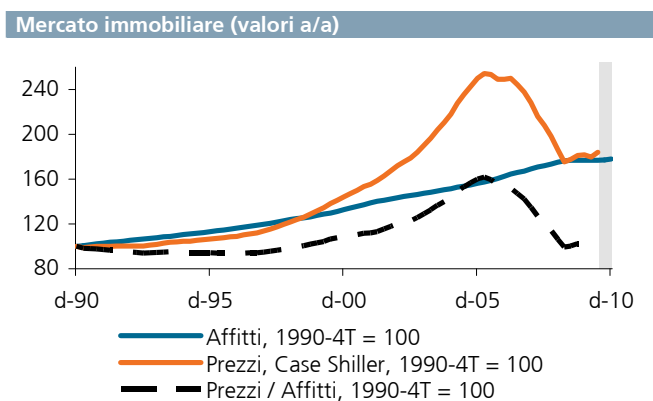


Fonte: BLS ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

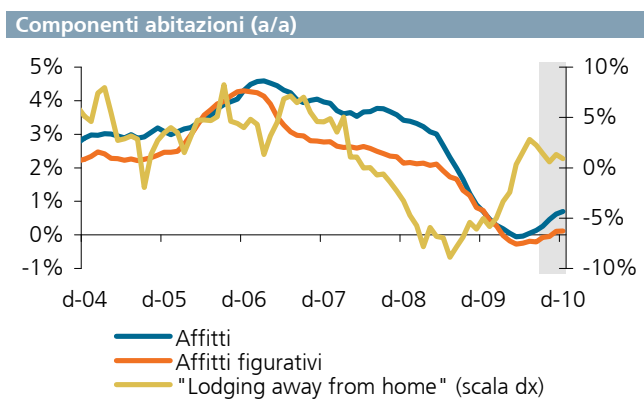


Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La componente abitativa al netto dell'energia inizia a mostrare cenni di svolta verso un trend stabile, allontanando i timori di un nuovo periodo deflazionistico per il comparto. A indebolire questi timori contribuiscono anche gli effetti delle politiche fiscali degli Stati, che per almeno un altro anno e mezzo spingeranno verso l'alto tariffe e prezzi amministrati. Inoltre, la sanità risentirà nei prossimi mesi dei rialzi dei premi annunciati dalle società di assicurazioni per prepararsi a gestire l'aumento dei costi derivante dalla riforma sanitaria che andrà in vigore dal 2014. Il dollaro si sta deprezzando con effetti sui prezzi delle importazioni e l'indice dei prezzi alla produzione inizia a segnalare pressioni al rialzo.

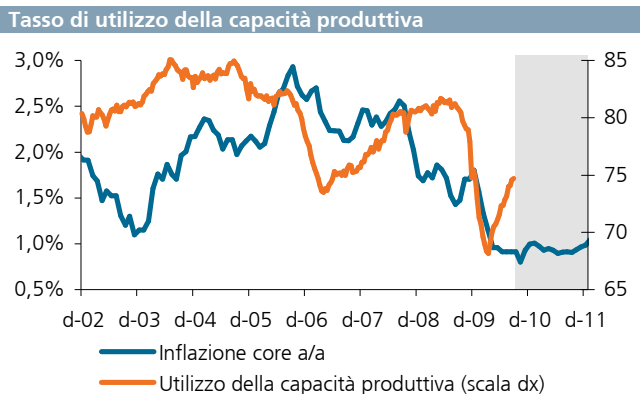


Fonte: BLS, S&P ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

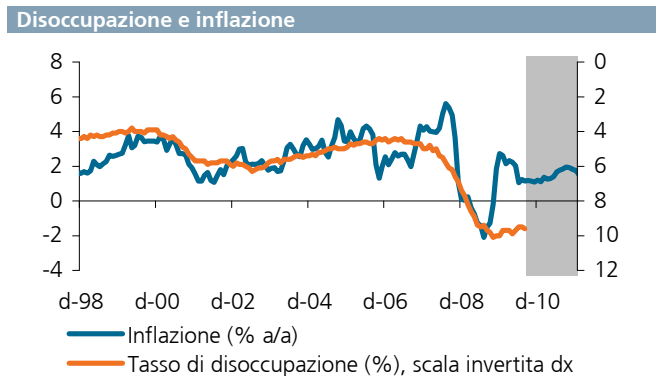


Fonte: BLS ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I rischi di disinflazione nel medio termine vengono dall'elevato ammontare di risorse inutilizzate, con un tasso di disoccupazione ancora al 9,6% ad agosto 2010. Tutte le previsioni vedono un calo molto lento della disoccupazione: il CBO prevede un tasso di disoccupazione superiore all'8% fino almeno al 2012. Le pressioni disinflazionistiche legate all'eccesso di offerta di lavoro sono però da pesare contro l'aumento della disoccupazione strutturale: lavoratori disoccupati di un settore che non trovano lavoro in altri settori, disoccupati che percepiscono sussidi da 99 settimane. Il 45% circa dei disoccupati è senza lavoro da più di 26 settimane. L'implicazione di questo cambiamento del mercato del lavoro è un tasso di disoccupazione di equilibrio più alto, con minori pressioni verso il basso sui prezzi a parità di tasso di disoccupazione.

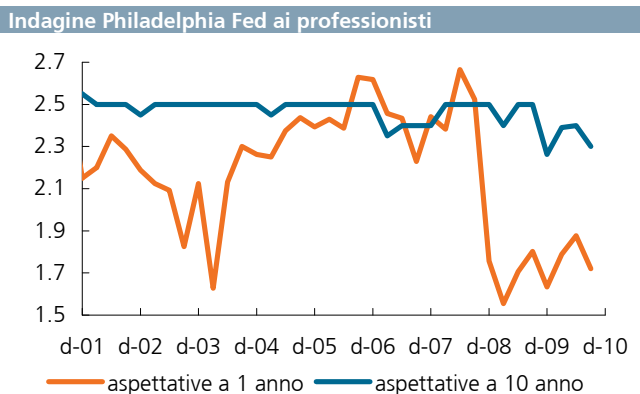


Fonte: BLS, Fed ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

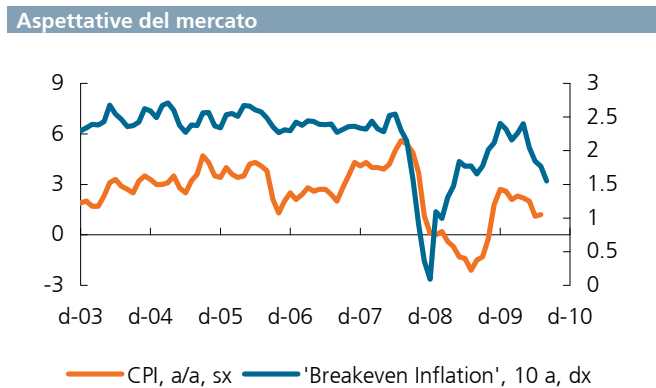


Fonte: BLS, ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le aspettative di inflazione danno indicazioni miste: le attese sul lungo termine dalle indagini della Philadelphia Fed ai professionisti rivelano una certa variabilità negli ultimi trimestri, ma non superano la soglia storica del 2,5% sull'orizzonte dei prossimi 10 anni. Anche le previsioni a un anno mostrano un calo nel dato di settembre, sceso all'1,7% a/a da quasi l'1,9% di giugno, ma comunque su livelli al di sopra dell'1,5% e confermando rischi deflattivi contenuti per il prossimo anno. L'indagine della University of Michigan ai consumatori non mostra segnali di variazioni per le aspettative a 5 anni, mentre, dopo il picco di maggio a 3,2%, mostra un calo nelle attese a un anno a 2,2% nel mese di settembre; la percezione dei consumatori tende a sovrastimare l'inflazione, le attese risultano storicamente più elevate del dato reale. Anche le aspettative del mercato sono calate negli ultimi mesi, ma i primi dati per il mese di settembre sembrano assestarsi sul dato di agosto, e comunque su valori non inferiori all'1,5% a/a. Anche in questo caso non possiamo leggere segnali di un nuovo processo deflattivo



Fonte: Fed ed elaborazioni Intesa Sanpaolo



Fonte: BLS, Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Politica monetaria: verso un nuovo capitolo di stimolo quantitativo

Alla riunione di agosto del FOMC si era prospettato un nuovo capitolo nella politica monetaria della Fed, con l'introduzione di un livello obiettivo esplicito per il bilancio e l'apertura verso un possibile nuovo allentamento monetario, da attuare in caso di ulteriore deterioramento congiunturale. A settembre, con un comunicato esplicitamente preoccupato per un trend di inflazione non coerente con la stabilità dei prezzi, si è fatto un altro passo verso l'introduzione di un nuovo programma di acquisto titoli. Il Comitato è profondamente spaccato, ma l'esito del FOMC di settembre rende probabile che la linea di Bernanke prevalga, e porti all'introduzione di nuove misure di stimolo quantitativo entro fine anno, probabilmente già a novembre.

Giovanna Mossetti

Per il momento la politica monetaria americana è ancora molto concentrata sulla dinamica della domanda aggregata, e pochissimo sulle conseguenze della "grande recessione" sulla crescita potenziale. Pertanto, il livello elevato del tasso di disoccupazione e la modesta dinamica della domanda, in parte dovuti alla necessità di riequilibrare i bilanci delle famiglie e di aumentare il risparmio, manterranno la Fed in fase espansiva, più a lungo di quanto segnalato dalla Banca centrale stessa fino a pochi mesi fa. Modifichiamo perciò le nostre previsioni, spostando **a fine 2011-inizio 2012 la svolta sui tassi**, alla luce della comunicazione della Banca centrale negli ultimi mesi. Sulla base dell'esito del FOMC di settembre, riteniamo molto probabile che inizi una nuova fase di stimolo quantitativo, attraverso **acquisti di Treasuries, possibilmente già a partire da novembre**. Il nuovo programma potrebbe essere annunciato **con un tetto massimo elevato (compreso fra 0,5 e 1 tln di dollari) da attuare con acquisti graduali, condizionati all'evoluzione ciclica**.

1. Una navigazione difficile verso una nuova fase di stimolo quantitativo

Alla riunione di agosto, la Fed aveva registrato il rallentamento emerso con i dati dei mesi estivi e ha deciso 1) di **congelare l'attivo del proprio bilancio** sui livelli di inizio agosto attraverso il reinvestimento dei titoli rimborsati e 2) di **segnalare la disponibilità a intervenire con ulteriori misure espansive, se necessario**. Le proiezioni macroeconomiche dalla Fed restavano piuttosto ottimistiche in termini di crescita, soprattutto se si considera la gravità della recessione iniziata nel 2007, e saranno riviste verso il basso alla riunione di novembre, anche se le indicazioni date recentemente da diversi esponenti del FOMC non sono di ridimensionamento massiccio per il 2011. Tuttavia, la Fed segnalava preoccupazione crescente per l'elevato tasso di disoccupazione e il processo di disinflazione ancora in atto e indicava che era disposta a intervenire a sostegno della ripresa in caso di ulteriore deterioramento ciclico. L'ampia spaccatura all'interno del FOMC, già presente da inizio anno, si è ulteriormente ampliata, ma il consenso ottenuto da Bernanke ad agosto e l'ulteriore variazione concordata a settembre aprono la porta per nuovi interventi, magari affrontati con maggiore dissenso esplicito.

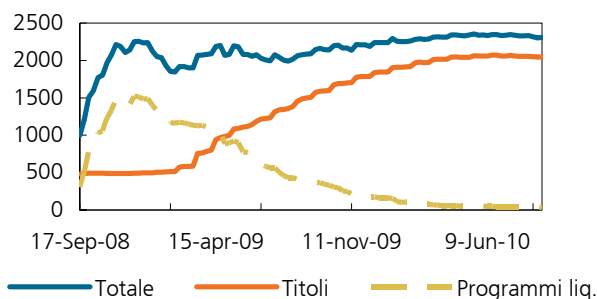
Il nuovo punto di partenza per la strategia della Fed è la decisione di reinvestire i proventi dei titoli MBS in scadenza, acquistando Treasuries a lungo termine, in modo da **mantenere il portafoglio titoli costante sui livelli di inizio agosto (a 2,05 trilioni di dollari)**. Il forte calo dei rendimenti a lungo termine ha determinato una riduzione dei tassi sui mutui e un conseguente aumento dei rimborsi delle obbligazioni cartolarizzate. Nelle due settimane precedenti la riunione di agosto, lo staff della Fed aveva alzato le stime dei titoli in scadenza e in rimborso entro fine 2011 da 200 miliardi di dollari a circa 400 miliardi. La conseguenza di tale revisione verso il basso dell'attivo di bilancio sarebbe stata una restrizione della politica monetaria, considerata inappropriata a fronte dei segnali di persistente (e crescente) debolezza congiunturale. Sulla base di queste informazioni, anche prima di qualsiasi nuovo programma di interventi, il flusso di acquisti di Treasuries da parte della Fed nei prossimi 15-18 mesi sarebbe quindi pari a circa 400 miliardi di dollari (circa un terzo del deficit del Governo federale).

La decisione di tornare sul mercato dei Treasuries è anche il corollario di una svolta nella politica monetaria non convenzionale della Fed: il comunicato di agosto **fissa esplicitamente un obiettivo per l'attivo di bilancio**, segnando un salto nella strategia verso la possibilità di un vero e proprio "*quantitative easing*", dal "*credit easing*" attuato dall'inizio della crisi. Secondo notizie di stampa non ufficiali, il Comitato era spaccato fra due gruppi. I favorevoli alla svolta includono i Presidenti della New York Fed, della San Francisco Fed e della Boston Fed, preoccupati per i rischi di deflazione in un contesto di tasso di disoccupazione estremamente elevato. Nel Comitato, un gruppo di almeno 7 partecipanti era contrario, o dubbioso, riguardo al riacquisto di Treasuries. Fra questi, Warsh (Board), Fisher (Dallas), Kocherlakota (Minneapolis), Plosser (Philadelphia), Hoenig (Kansas City), Lacker (Richmond), Duke (Board). Secondo alcuni, la decisione di riacquistare Treasuries avrebbe generato confusione sui mercati, avrebbe segnalato

un'indicazione di ritorno a una politica di acquisti significativi di titoli prima ancora di avere effettivamente adottato questa decisione, sarebbe stata comunque inefficace per contrastare problemi strutturali del mercato del lavoro, o sarebbe prematura alla luce dei dati macroeconomici. Nonostante l'ampio dissenso, Bernanke avrebbe premuto per agire e segnalare la disponibilità della Fed a intervenire in modo preventivo per frenare eventuali rischi di deflazione. I dissenzienti, a parte Hoenig che dissente da inizio anno, sono stati disposti a seguire nel voto l'opinione del *chairman*, mostrando un fronte compatto sulla svolta di *policy*.

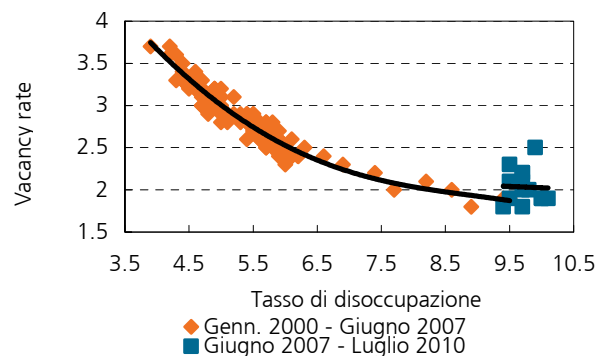
La spinta ad agire ancora viene dalla persistenza del tasso di disoccupazione su livelli straordinariamente elevati, che secondo la maggioranza dei membri del FOMC deriva da un deficit di domanda. Una parte dell'opposizione a nuovi interventi di stimolo viene però dalla natura strutturale dell'aumento della disoccupazione. Secondo diversi esponenti del FOMC, l'attuale eccesso di offerta di lavoro non verrebbe risolto da ulteriore stimolo monetario. Inoltre, il tentativo di stimolare la domanda di fronte a un tasso di disoccupazione strutturale più elevato porterebbe a effetti controproducenti sull'inflazione, come visto negli anni '60-'70. Se il tasso di disoccupazione di equilibrio aumenta di 1 punto percentuale, dal 5% al 6%, una semplice regola di Taylor darebbe, con le condizioni attuali di inflazione e disoccupazione, una prescrizione di fed funds a -1,5%; con il NAIRU a 6%, il tasso di policy salirebbe a -0,5%; con il NAIRU a 7%, il tasso sui fed funds sarebbe +0,5%. Pertanto, la difficoltà di stima del NAIRU diventa particolarmente importante nella definizione della politica monetaria in questa fase e per questo genera polemiche accese nel FOMC. Una banale curva di Beveridge fornisce evidenza a favore di uno spostamento verso l'alto del tasso naturale di disoccupazione. Queste considerazioni spiegano la mancanza di consenso all'interno del FOMC.

Bilancio della Fed – Attivo



Fonte: Federal Reserve Board

Curva di Beveridge: spostamento verso destra



Fonte: BLS, elaborazioni Intesa Sanapolo

Bernanke, nell'intervento alla Conferenza di Jackson Hole, ha detto che "la Fed è pronta a dare ulteriore stimolo monetario attraverso misure non convenzionali se sarà necessario, soprattutto se lo scenario dovesse deteriorarsi in modo significativo". Secondo Bernanke, la Banca centrale farà "tutto quello che può", per garantire il proseguimento della ripresa, riconoscendo però **l'incertezza sull'efficacia di eventuali ulteriori interventi**. Al momento, secondo la Fed, ci sono le "precondizioni" per un'accelerazione della crescita nel 2011: gli effetti dello stimolo fiscale e dell'aggiustamento delle scorte sulla domanda di consumatori e imprese "sembrano essere in atto" e, per ora, i rischi di aumento "indesiderato" dell'inflazione o di ulteriore disinflazione "sembrano bassi". Bernanke ha detto che, in caso di deterioramento dello scenario di crescita e/o dell'inflazione, la Fed ha diversi strumenti a disposizione.

Nel comunicato di settembre si indica che il ritmo della ripresa ha rallentato, come già detto ad agosto, ma si aggiunge un nuovo elemento legato al giudizio sull'inflazione. Secondo il FOMC, "le misure di inflazione sottostante sono attualmente un po' al di sotto di quelle che il Comitato giudica più coerenti, su un orizzonte più lungo, con il mandato di promuovere la massima

occupazione e la stabilità dei prezzi". Il "sostanziale" ammontare di risorse inutilizzate manterrà pressioni verso il basso sull'inflazione prima che possa tornare sui livelli desiderati, coerenti con la stabilità dei prezzi. Il comunicato punta quindi il dito su una **persistente carenza di domanda aggregata come problema principale della congiuntura: sotto questa luce si giustificano possibili nuovi interventi espansivi per soddisfare il mandato della Fed**.

L'aumento di preoccupazione della Fed per l'eccessiva disinflazione o, implicitamente, per rischi di deflazione è in parte sorprendente alla luce dei dati recenti sui prezzi. È vero che il CPI core è allo 0,9% a/a da due mesi e si è dimezzato dall'1,8% a/a di dicembre 2009, tuttavia la tendenza verso il basso di gran parte dei capitoli si sta riducendo e, in diversi casi, invertendo. Le varie misure di inflazione *core* (mediana, media troncata, PCE core, CPI core) si sono stabilizzate da aprile ad agosto, se pure su livelli molto bassi. I dati del PPI e dei prezzi all'import indicano pressioni verso l'alto in arrivo sugli alimentari e un'interruzione del trend in calo dei prezzi dalla Cina, dall'UE e dall'America Latina. Anche la componente più disinflazionistica del CPI, l'abitazione, da alcuni mesi sta dando segnali di stabilizzazione. Le aspettative di inflazione implicite nei prezzi di mercato sono risalite dai minimi di agosto (5 anni 5 anni forward a 2,7% dal minimo recente di 2,2% a metà agosto, inflazione di *breakeven* a 10 anni a 1,8%, da 1,5% di agosto). La Survey of Professional Forecasters mostra una revisione verso il basso delle previsioni a breve e a medio-lungo termine, ma vede una stabilizzazione dell'inflazione nel breve e una risalita verso la "normalità" dal 2011 in poi.

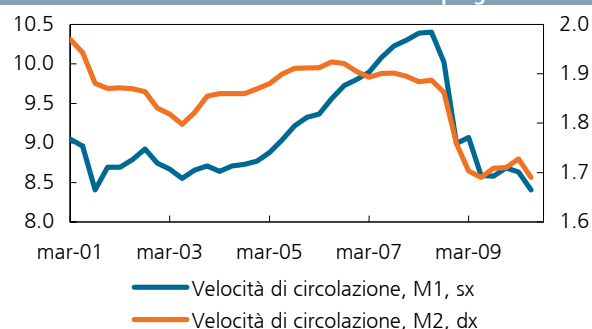
Nonostante queste informazioni dai dati, il comunicato sottolinea il punto che unisce anche i "dissenziati silenziosi" della riunione di agosto sulle posizioni di Bernanke: nuove misure di stimolo possono essere accettate dalla maggioranza del Comitato, se giustificate dai rischi di deflazione. Nel paragrafo che riguarda la strategia di politica monetaria, si reitera la politica adottata ad agosto di reinvestimento dei proventi di rimborsi e scadenze nel portafoglio titoli. Per le decisioni future, le parole cambiano: il Comitato "è pronto a offrire stimolo addizionale se necessario a sostenere la ripresa economica e riportare l'inflazione, nel tempo, a livelli coerenti con il proprio mandato". Il voto ha registrato l'ormai consueto dissenso di Hoenig.

In termini numerici, **la posizione centrista di Bernanke nel FOMC non è solidissima, e nel 2011 potrebbero emergere ulteriori dissensi con la rotazione dei presidenti votanti**. Dal 1° settembre Kohn, un alleato di Bernanke al centro del Comitato, ha lasciato il Board, che rimane con 4 membri effettivi e con tre posizioni vacanti, mentre è stato bloccato il processo di nomina di uno dei candidati dell'Amministrazione (Diamond). Anche per la nomina degli altri due candidati approvati in Commissione in Senato (Yellen e Bloom Raskin) non ci sono novità, visto il periodo di lavori congressuali accorciato per la chiusura pre-elettorale. Nel 2011, la rotazione dei presidenti regionali vede l'uscita dal gruppo dei votanti di un "falco" dichiarato (Hoenig) e di un Presidente (Bullard, St Louis Fed) originariamente su posizioni vicine a Hoenig ma ultimamente con commenti più spostati verso le colombe. Si aggiungono ai votanti del 2011 tre presidenti schierati su posizioni più rigide: Plosser (Philadelphia), Kocherlakota (Minneapolis) e Fisher (Dallas). L'anno prossimo usciranno dal gruppo dei votanti i due Presidenti più "colombe" (Rosengren, Boston, e Yellen, San Francisco). Il baricentro del Comitato si sposta così chiaramente verso i falchi, mentre due membri del Board (Warsh e Duke) sembrano essere quanto meno scettici su nuovi interventi, mentre il quarto membro (Tarullo) non è un economista ed è probabilmente agnostico sulla questione. Il Comitato non si spaccherà esplicitamente se il *chairman* ha un'opinione molto forte, tuttavia qualche tensione potrebbe emergere con un aumento dei dissensi espliciti.

Attivo del bilancio della Fed: titoli per scadenza						
		0-1 anno	1-5 anni	5-10 anni	>10 anni	Totale
US Treasury	mld	83,9	341,2	220,7	140,5	786,3
	% Treas.	10,7	43,4	28,1	17,9	
Agenzie fed.	mld	47,7	74,7	32,7	2,3	157,5
	% agenzie	30,3	47,4	20,8	1,5	
MBS	mld	0,0	0,03	0,02	1103,1	1103,2
	% MBS	0,0	0,0	0,0	100,0	
Totale	Totale	131,6	415,9	253,5	1245,9	2047,0
	% tot. titoli	6,4	20,3	12,4	60,9	

Fonte: Federal Reserve Board

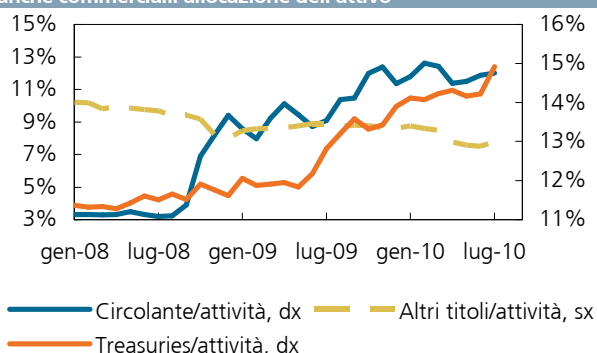
Velocità di circolazione della moneta: la Fed spinge una corda



Fonte: Bloomberg

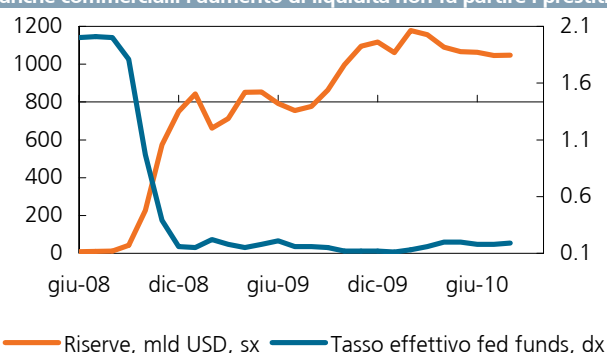
L'evoluzione delle dichiarazioni lascia pensare che Bernanke stia usando la propria influenza nel Comitato per intervenire. La valutazione dell'inflazione fornita nel comunicato rende abbastanza probabile un intervento in tempi rapidi, probabilmente già a novembre. Il comunicato incorpora una previsione di medio-termine di inflazione lontana dai livelli desiderati "per qualche tempo", e sottolinea la presenza di un ampio ammontare di risorse inutilizzate che verrà smaltito molto lentamente. Queste condizioni non saranno modificate da qualche dato più o meno buono dei prossimi due-tre mesi. Pertanto, su questa base, sembra che vengano poste le giustificazioni per un intervento senza attese per ulteriori novità sul fronte macroeconomico.

Banche commerciali: allocazione dell'attivo



Fonte: Federal Reserve

Banche commerciali: l'aumento di liquidità non fa partire i prestiti



Fonte: Federal Reserve

2. È rimasto un solo strumento per attuare nuovo stimolo monetario: acquisto di Treasuries

Nel suo discorso a Jackson Hole², Bernanke ha elencato le opzioni a disposizione della Fed per un ulteriore allentamento monetario, insieme ai costi di un loro eventuale utilizzo. Gli strumenti considerati sono quattro: 1) acquisti di titoli a lungo termine (Treasuries o MBS), probabilmente lo strumento preferito in caso di necessità; 2) comunicazione con indicazioni di tassi fermi per un periodo più lungo rispetto a quello incorporato nei prezzi di mercato; 3) riduzione del tasso di interesse sulle riserve delle banche, per stimolare l'aumento dei prestiti; 4) aumento dell'obiettivo di inflazione.

Di queste quattro alternative, sembra essere potenzialmente utilizzabile solo l'acquisto di titoli. Sulla riduzione dell'interesse sulle riserve, Bernanke ha notato che avrebbe effetti molto modesti. Anche per quanto riguarda la comunicazione sul sentiero dei tassi, i margini di manovra

² B. Bernanke, The Economic outlook and monetary policy, Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium, Jackson Hole, 27 agosto 2010.

sarebbero limitati. Sull'aumento dell'obiettivo di inflazione, Bernanke ha detto che non ci sarebbe consenso all'interno del FOMC. L'unica opzione che verrebbe considerata seriamente è un intervento di **stimolo quantitativo attraverso un aumento dell'attivo di bilancio**.

Bernanke ha indicato che ci sarebbe una preferenza per interventi sui Treasuries. La scarsità di offerta di MBS rende difficile per la Fed un ulteriore aumento di questa classe di titoli in portafoglio. Il nuovo stimolo sarà probabilmente un programma di acquisto titoli di dimensione ampia (fra 500 e 1000 miliardi di dollari) ma inferiore a quella del programma precedente (1700 miliardi di dollari), da attuarsi sotto condizioni legate all'evolversi dello scenario economico. Qualche informazione emergerà con i verbali, mentre i recenti discorsi confermano la volontà di Bernanke di proseguire su un eventuale allentamento anche di fronte a dissensi interni. Secondo un articolo del WSJ, **la Fed sta considerando la possibilità di attuare un programma con modalità più flessibile**. Bullard (St Louis Fed) ha proposto l'annuncio di acquisti di dimensioni contenute (intorno a 100 miliardi di dollari) al mese, senza un impegno a proseguire nei mesi successivi, ma condizionando ogni intervento mensile alle informazioni congiunturali. Secondo Bullard, acquisti per più di 1000 miliardi di dollari sarebbero problematici perché questo è circa l'ammontare di nuove emissioni del Tesoro: le indicazioni per il 4° trimestre vedono emissioni nette di Treasuries previste a 344 miliardi di dollari (con 142 miliardi di dollari in scadenza). Anche Plosser ha segnalato che dovrebbe essere reso esplicito un tetto per gli acquisti per proteggere l'indipendenza della Fed. La Banca centrale dovrebbe valutare i benefici dell'annuncio di un programma massiccio (con maggiori effetti sui rendimenti) e i costi (difficoltà a trovare consenso internamente e limiti alla flessibilità).

Quindi, la Fed deve riaprire il programma di acquisto titoli: ma sarebbe efficace? Secondo Bernanke, ulteriori acquisti di titoli a lungo termine "sarebbero efficaci nell'allentare ulteriormente le condizioni finanziarie". In un discorso di Sack (NY Fed) a fine 2009, si afferma che il programma di acquisto di Treasuries già attuato potrebbe avere avuto l'effetto di ridurre i rendimenti a lungo termine di circa 50pb (anche se si sottolinea l'incertezza di queste stime). Per quanto riguarda le MBS, gli effetti citati da Sack sono anche più ampi (una chiusura dello spread con i Treasuries di circa 100pb). Le stime restano incerte: gran parte degli effetti si era manifestato già nella fase iniziale di annuncio degli acquisti e non si era visto un significativo movimento dei rendimenti in occasione dell'aumento effettivo della dimensione del programma di acquisto titoli. Guardando all'esperienza del Giappone, l'evidenza è mista. Le stime degli effetti dello stimolo quantitativo attuato dalla BoJ attraverso massicci acquisti di JGB non davano risultati univoci e, quando si trovava un effetto espansivo, questo era di dimensioni limitate³. Un effetto di stimolo si trova però attraverso l'allentamento del vincolo della politica fiscale dovuto alla monetizzazione del debito pubblico.

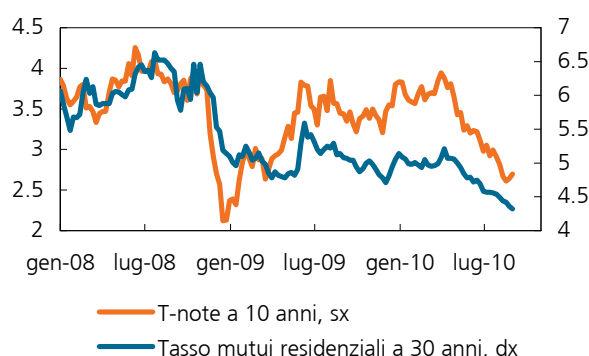
Come appare dallo spostamento della curva dei rendimenti dopo l'annuncio del programma di acquisti di marzo 2009 (+750 miliardi di MBS, +100 miliardi di agenzie e +300 miliardi di Treasuries), il Large Scale Asset Purchase Program (LSAP) della Fed sembra aver avuto un effetto temporaneo (vedi grafico sotto). La teoria economica tradizionale, sulla base dell'ipotesi sulle aspettative della struttura a termine dei tassi di interesse, prevede che variazioni nella quantità di titoli a lungo termine non modifichino i rendimenti; nel modello tradizionale, l'aggiustamento sui mercati avviene ipotizzando che i titoli di diverse scadenze siano sostituibili fra loro.

Tuttavia, in altri modelli in cui si ipotizza che gli investitori abbiano preferenze per titoli con particolari caratteristiche, variazioni nella quantità di titoli disponibili determinerebbero variazioni nel prezzo di equilibrio, attraverso un **"effetto portafoglio"**. Le conseguenze sui rendimenti

³ H. Ugai, Effects of the quantitative easing policy: a survey o empirical analyses, Bank of Japan Working Paper Series, 06-E10, Luglio 2006.

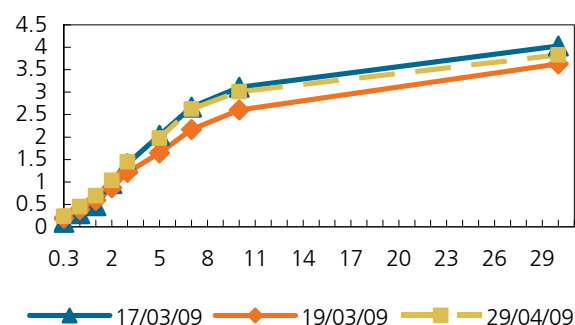
sarebbero determinate dallo stock di titoli detenuti dalla Banca centrale: questo spiega la decisione di agosto di reinvestire i proventi di rimborsi e scadenze per non fare ridurre il portafoglio titoli. In un recente lavoro della Kansas City Fed⁴ si mostra che in un modello con "preferred habitat" (in cui gli investitori hanno preferenze per particolari classi di titoli) e tassi nominali a zero, acquisti di titoli a lungo termine avrebbero effetti permanenti sui rendimenti. Guardando la curva dei rendimenti, un mese dopo l'annuncio del programma di acquisti della Fed a marzo 2009, si concluderebbe che gli effetti dell'LSAP siano stati praticamente nulli (vedi grafico qui sotto). Tuttavia, Doh (2010) ipotizza che il ritorno dei rendimenti sui livelli pre-annuncio possa essere dovuto alla pubblicazione di dati migliori delle attese in quel periodo di tempo e trova **un effetto netto dell'annuncio degli acquisti di 40pb**. Questi risultati sono in linea con altri ottenuti da Gagnon et al.⁵, secondo cui gli acquisti di titoli della Fed hanno avuto effetti persistenti non solo sulle classi di titoli interessati dal programma di acquisti, ma anche su altre classi, attraverso una **riduzione del premio al rischio**. Secondo le stime di Gagnon et al., il programma di acquisti della Fed ha avuto l'effetto di **ridurre il premio al rischio in un range compreso fra 30 e 100pb**, con effetti anche più ampi nel comparto di MBS e di titoli delle agenzie.

Tassi sui mutui e rendimenti T-note a 10 anni



Fonte: Bloomberg

Curva dei rendimenti prima e dopo l'annuncio di acquisti di titoli (riunione FOMC, 18 marzo 2009)



Scadenze in ascisse. Fonte: Bloomberg

Le stime citate sopra sono incerte e potrebbero non essere applicabili a situazioni differenti. Come ha sottolineato Bernanke nel discorso di Jackson Hole, anche ipotizzando che in generale acquisti di titoli forniscano effettivo stimolo monetario, i benefici vanno valutati rispetto ai costi dell'uso dello strumento. Un primo costo è l'incertezza sull'efficacia dello strumento: la mancanza di esperienza nell'utilizzo di misure non convenzionali rende difficile la valutazione dei suoi effetti. Gli effetti degli acquisti di titoli potrebbero essere maggiori in fase di forte stress finanziario, come la prima parte della recessione del 2007, rendendo più dubbia l'efficacia dell'intervento in una situazione di relativa normalizzazione dei mercati come quella attuale. Un ulteriore costo è la riduzione di flessibilità della politica monetaria e l'aumento della difficoltà di una eventuale uscita in futuro.

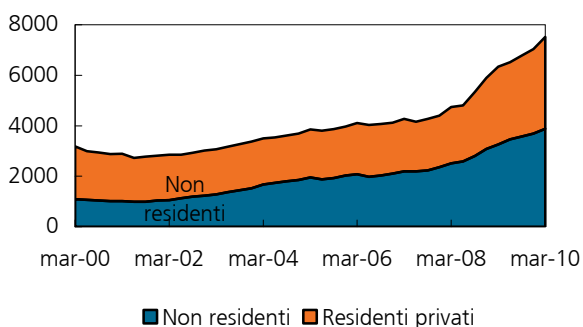
Anche ipotizzando un effetto sui rendimenti di qualche rilievo, **la trasmissione sull'attività economica è incerta**. Le imprese hanno fondi interni per gli investimenti che per ora non utilizzano, alla luce dell'incertezza sullo scenario della domanda e delle aliquote fiscali. Le famiglie hanno l'obiettivo di ridurre il proprio debito e l'elevato tasso di disoccupazione riduce la

⁴ T. Doh, The efficacy of large-scale asset purchases at the zero bound, Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City, second quarter 2010.

⁵ J. Gagnon et al., Asset purchases by the Federal Reserve: Did they work?, Federal Reserve Bank of New York Staff reports, No. 441, Marzo 2010.

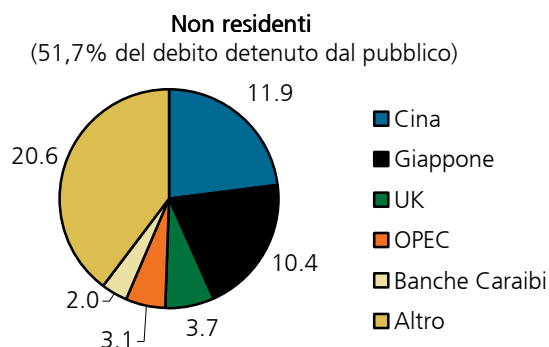
formazione di nuove unità familiari, frenando l'acquisto di case. In questo caso, come nel Giappone dei primi anni 2000, **l'effetto indubbio di un nuovo massiccio programma di acquisti sarebbe una riduzione dei costi di finanziamento per il Tesoro e una (modesta) liberazione di risorse per ulteriore stimolo fiscale.**

Debito federale detenuto dal pubblico – Marzo 2010



Fonte: US Treasury, mld di dollari. Nota: Il debito totale detenuto dal pubblico a marzo 2010 era pari a 7513 mld di dollari (52% del PIL); a marzo, il debito detenuto da agenzie governative, fondi pubblici e Federal Reserve ammontava a 5259 mld. Il debito federale totale ammontava a 12773 mld di dollari, pari all'88% del PIL.

Debito federale detenuto da non residenti per detentore – Marzo 2010



Fonte: US Treasury. Nota: a marzo, il 70% dei titoli detenuti da non residenti era detenuto da autorità pubbliche. A giugno 2010, il debito detenuto da autorità pubbliche era sceso al 67% del debito detenuto da non residenti.

Area euro – La ripresa c'è, ma la crisi sul debito frena la BCE

- Al di là di un rallentamento "fisiologico" nella seconda metà del 2010, il ciclo nell'area euro rimane, a nostro avviso, ben impostato e non nella sua fase terminale, nonostante qualche segnale di minor vigore giunto dalle indagini di fiducia. In un contesto in cui l'export continua a tirare, i miglioramenti della fiducia e la stabilizzazione del mercato del lavoro potrebbero indurre un graduale rafforzamento della domanda per consumi. Le politiche economiche rimangono globalmente espansive, e non tali da determinare un'inversione del ciclo. Gli unici rischi sono di natura "esogena" (double-dip negli USA o contagio della crisi sul debito ai Paesi maggiori). Ma continuiamo a ritenere che siano scenari a probabilità ridotta.
- Il CPI dell'area euro potrebbe toccare il 2% a inizio 2011, per poi tornare a calare gradualmente nel corso dell'anno prossimo. Stimiamo che la dinamica sottostante dei prezzi al consumo rimanga in un intorno dell'1%; anzi, non escludiamo qualche residua spinta al ribasso.
- Ancora una volta le turbolenze legate alla crisi del debito in alcuni paesi hanno avuto l'effetto di rallentare la velocità di uscita dalle misure non convenzionali da parte della BCE, che ha annunciato una proroga della piena allocazione sulle operazioni di rifinanziamento fino a gennaio (oltre che tre nuove aste trimestrali a ottobre, novembre e dicembre e tre operazioni di *fine-tuning* alla scadenza delle aste a 1 anno e a 6 mesi residue). Mentre il contesto ciclico giustificerebbe una "normalizzazione" della politica monetaria, in questo momento le preoccupazioni legate alla crisi sul debito sembrano contare maggiormente per la BCE, che (nonostante le perplessità di alcuni membri) potrebbe mantenere il *full allotment* per la prima metà del 2011 (eventualmente ritirando la piena allocazione prima sulle aste trimestrali) e alzare i tassi al più presto a fine 2011.

Previsioni Macro				2009			2010			2011		
	2009	2010	2011	4	1	2	3	4	1	2	3	
PIL (prezzi costanti, a/a)	-4,0	1,6	1,7	-2,0	0,8	1,9	1,8	2,0	2,2	1,6	1,6	
- t/t				0,2	0,3	1,0	0,3	0,4	0,5	0,4	0,4	
Consumi privati	-1,1	0,7	1,0	0,2	0,2	0,5	0,1	0,1	0,3	0,4	0,3	
Investimenti fissi	-11,3	-0,8	2,4	-1,2	-0,4	1,8	0,4	0,3	0,6	0,6	0,7	
Consumi pubblici	2,5	1,1	1,1	-0,1	0,2	0,5	0,2	0,3	0,3	0,2	0,3	
Esportazioni	-12,9	9,9	8,6	2,0	2,4	4,4	1,8	1,8	2,4	1,6	2,0	
Importazioni	-11,6	9,8	7,1	1,3	4,0	4,4	0,5	1,9	2,0	1,7	1,3	
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0,7	1,0	-0,3	0,0	0,9	0,2	-0,4	0,2	-0,1	0,0	-0,4	
Partite correnti (% PIL)	-0,8	-0,3	0,2	0,0	-0,4	0,0	-0,2	0,0	0,2	0,5	0,0	
Deficit pubblico (% PIL)	-6,3	-6,7	-5,9									
Debito pubblico (% PIL)	76,0	78,8	83,4									
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	0,3	1,6	1,7	0,4	1,1	1,5	1,7	1,9	1,9	1,8	1,7	
Produzione industriale (a/a)	0,0	6,3	1,9	1,2	2,4	2,4	0,4	-0,1	0,0	0,6	0,8	
Disoccupazione (ILO, %)	9,4	10,0	9,8	9,8	9,9	10,0	10,0	10,1	10,0	9,9	9,8	
Euribor 3 mesi	1,2	0,8	1,2	0,7	0,7	0,7	0,9	0,9	1,0	1,1	1,2	
EUR/USD	1,39	1,30	1,27	1,48	1,38	1,27	1,28	1,27	1,25	1,26	1,27	

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

Il ciclo rimane ben impostato, almeno nel breve termine

Come anticipato nello scorso *Scenario Trimestrale*, la crescita nell'Eurozona sembra aver cambiato velocità a partire dal 2° trimestre, quando il PIL ha messo a segno una crescita straordinaria (+1% t/t), trainata dalla Germania (+2,2% t/t). Una parte di questo "boom" è avvenuto sull'onda di fattori temporanei (ad esempio il rimbalzo dell'attività edile in Germania), ma si è trattato di una crescita per così dire "sana" in quanto né l'export netto né le scorte, che erano stati i principali drivers di crescita nei trimestri precedenti, hanno avuto un contributo decisivo: il commercio con l'estero è risultato ininfluente e i magazzini hanno contribuito per due decimi. Anzi, accanto alla ripartenza del ciclo degli investimenti (anche questa ampiamente

Paolo Mameli

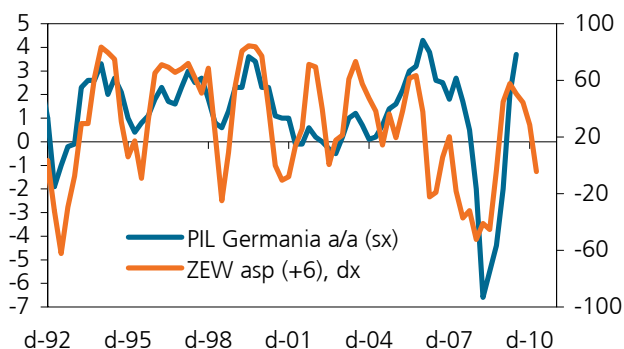
anticipata nello *Scenario* di giugno), si notano i primi segnali di un rafforzamento dei consumi (+0,5% t/t nel trimestre primaverile nonostante in quasi tutti i paesi siano ormai venute meno le diverse forme di incentivo all'acquisto soprattutto di beni durevoli).

Dopo un trimestre tanto straordinario, è più che lecito attendersi un **rallentamento "fisiologico" nella parte restante del 2010. Il trend sottostante di crescita resta però ben impostato**, come visibile dall'intonazione più che espansiva mantenuta dagli indici anticipatori e in particolare dagli indici di fiducia nazionali.

Da un punto di vista meramente congiunturale, **il ciclo appare meno maturo che negli Stati Uniti** e, di fatto, l'unico vero segnale di rallentamento è venuto dall'indice ZEW, che esprime le aspettative a 6 mesi sull'economia tedesca da parte non di imprenditori, ma di analisti e investitori istituzionali: a partire dal mese di maggio, tale indice ha cominciato a segnalare un'inversione del ciclo fino ad arrivare a settembre su valori negativi. Tuttavia, giova ricordare che l'indice ZEW è particolarmente volatile, risentendo in misura importante del sentiment sui mercati finanziari, e in passato varie volte ha dato falsi segnali circa i punti di inversione del ciclo (ad esempio a metà 1999 o a metà 2007). Assai più capace di prevedere il PIL appare l'indice ZEW sulla situazione corrente, che viceversa ha continuato a migliorare negli ultimi mesi, sino ad arrivare a settembre al massimo da fine 2007.

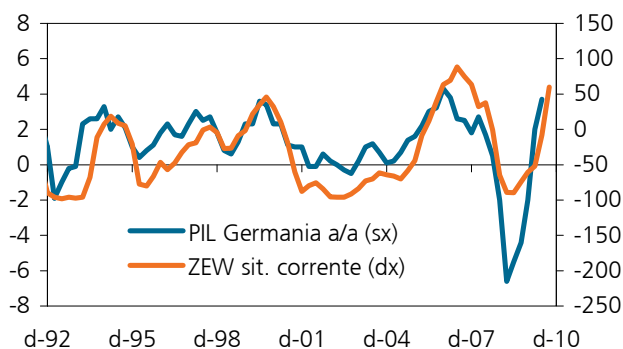
Nonostante i recenti cali degli indici ZEW e PMI, riteniamo che il ciclo non sia ancora nella sua fase terminale

L'indice ZEW (attese) segnala rischi di ricaduta recessiva, ma non sembra un indicatore affidabile nel prevedere il PIL ...



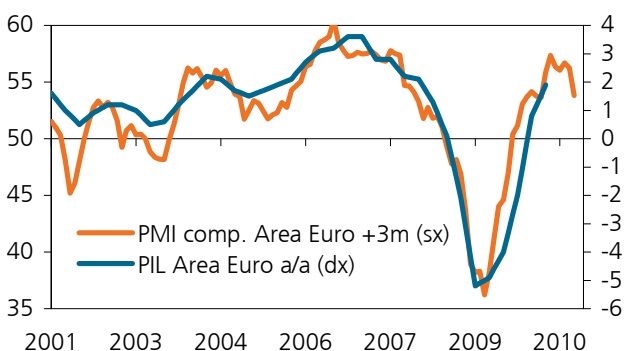
Fonte: Eurostat, ZEW

... a differenza dell'indice sulla situazione corrente, che viceversa ha indicato sinora un rafforzamento del ciclo



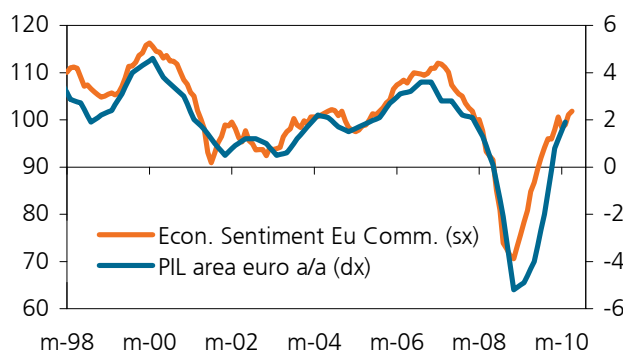
Fonte: Eurostat, ZEW

Sia le indagini PMI (nonostante il rallentamento degli ultimi mesi) ...



Fonte: Eurostat, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

... sia l'indice della Commissione sono coerenti con una prosecuzione dell'attuale trend di crescita



Fonte: Eurostat, Commissione UE

Per quel che riguarda le indagini di fiducia delle imprese (più affidabili come anticipatori del ciclo), è vero che i PMI hanno da qualche mese mostrato un arretramento dal picco toccato in

aprile, ma: 1) il livello resta espansivo e coerente con una crescita pari a circa 0,4% t/t; 2) non dimentichiamo che si tratta di una sorta di "derivata prima" della fiducia, mentre **il livello delle indagini nazionali continua a rimanere sui massimi** (e anzi è salito ulteriormente a settembre per lo meno nei due maggiori paesi dell'area).

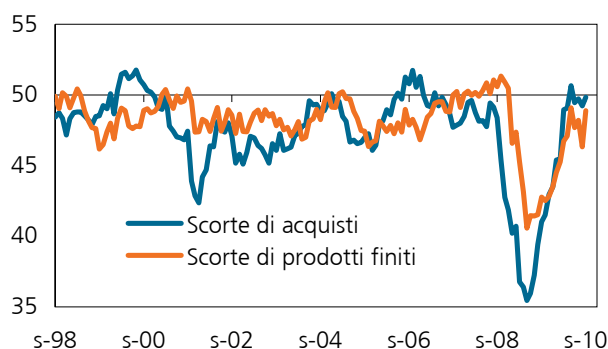
Il ciclo nell'industria è meno vivace, ma non è ancora nella sua fase terminale

Anche i recenti segnali dai dati reali sull'industria (produzione e ordini) non sono, a nostro avviso, ancora convincenti a segnalare che il ciclo sia oramai nella sua fase finale. Infatti, è vero che comincia a venir meno il sostegno che alla produzione è arrivato, per oltre un anno a partire dalla primavera del 2009, da un livello di scorte giudicato "inadeguato". Un anno fa⁶ avevamo anticipato che il ciclo delle scorte, partito a dicembre 2008, poteva durare sino al luglio del 2010. Proprio nei mesi estivi, infatti, **le scorte sembrano essersi stabilizzate**, e da qui in avanti probabilmente scemerà il loro contributo decisivo al recupero dell'output. In base alla correlazione storica (negativa) tra l'indice sulle scorte dall'indagine di fiducia della Commissione Europea e la variazione annua della produzione industriale, i punti di svolta delle scorte anticipano però di qualche mese quelli della produzione, che pertanto potrebbe toccare un punto di massimo in qualche mese tra luglio e dicembre.

Sta cominciando a venir meno il sostegno alla produzione derivante dal ciclo delle scorte

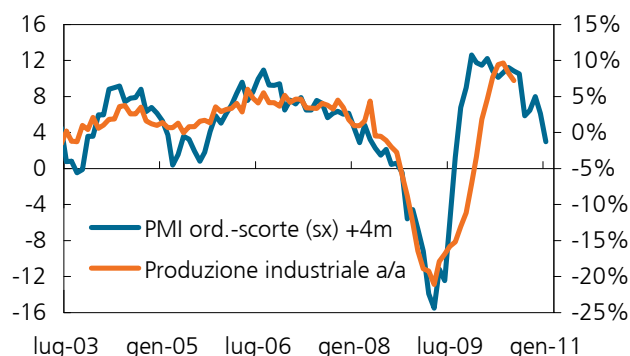
In ogni caso, **l'andamento degli ordini in rapporto alle scorte è coerente con un rallentamento del tasso di crescita della produzione industriale**, sino a un ritmo di crescita annua all'incirca nullo a inizio 2011.

Dopo un recupero durato circa un anno, è in atto un tentativo di stabilizzazione dei magazzini



Fonte: Markit

L'andamento degli ordini in rapporto alle scorte suggerisce un rallentamento della produzione



Fonte: Markit, Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

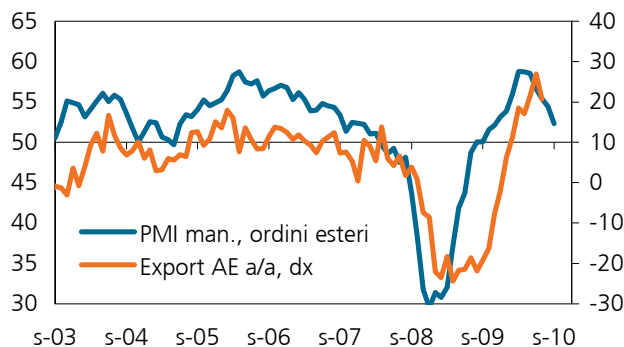
Continua a tirare l'export

Non sembra in particolar modo poter venir meno, almeno nel breve termine, il sostegno dall'export: l'indice di domanda mondiale per i prodotti dell'Eurozona (costruito come media ponderata degli indici PMI per i principali partners commerciali dell'area euro, ciascuno ponderato per la sua quota di mercato) segnala che il traino dall'estero rimane sostenuto. Evidenti in particolare le opportunità offerte dall'export verso i paesi più dinamici nell'attuale fase di ripresa, opportunità sfruttate in particolar modo dalla Germania: nella prima metà dell'anno l'export tedesco è salito del 17,1%, ma l'export verso i paesi extra-UE del 26,2%, con un'impennata verso il Brasile (+61,3%), la Cina (+55,5%) e la Turchia (+38,8%).

La domanda mondiale rimane sostenuta e continuerà a trainare l'export

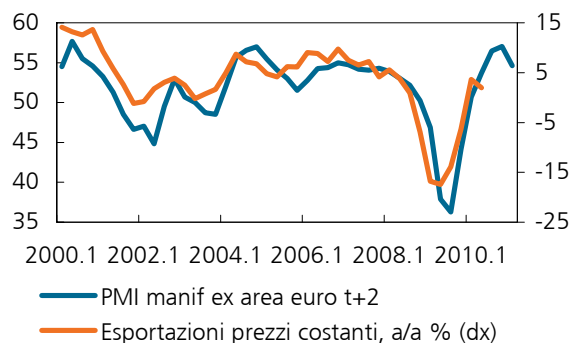
⁶ Si veda Scenario Macroeconomico, settembre 2009, pagine 23-24.

Le indagini lasciano presagire un export meno dinamico ma comunque su ritmi sostenuti



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

Le politiche economiche non sono ancora tali da determinare una ricaduta recessiva

Dunque gli indicatori anticipatori di breve termine segnalano sì un lieve rallentamento dai picchi primaverili, ma restano coerenti con una prosecuzione del trend di espansione. In una prospettiva più di medio termine, ribadiamo che a, nostro avviso, il mix delle politiche economiche non è ancora tale da causare un'inversione del ciclo.

Innanzitutto ricordiamo che l'entità delle misure di stimolo nel 2010 è stata non inferiore a quella del 2009 e superiore al punto percentuale di PIL⁷, e sappiamo che esiste un ritardo (quantificabile nell'arco di 3-4 trimestri) con cui la politica fiscale esplica in pieno i suoi effetti sul ciclo.

Segnaliamo che **l'orientamento di politica fiscale**, quantificabile attraverso la variazione del saldo di bilancio strutturale (che rappresenta l'esito delle scelte discrezionali del *policy maker*), è rimasto espansivo (-0,4% del PIL) nel 2010 ed **è atteso in territorio sostanzialmente neutrale (+0,1% del PIL) nel 2011. Soltanto a partire dal 2012 si avrà un orientamento restrittivo in grado di causare** (già nel 2012 o più presumibilmente nel 2013) **un'inversione del ciclo.**

La situazione dal punto di vista delle politiche fiscali e del loro impatto sulla crescita naturalmente è molto diversa per paesi core da un lato e alcuni **paesi periferici** (Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna) dall'altro. Soltanto in questo secondo gruppo di paesi tutto sommato "minori" (eccezione fatta per la Spagna, che pesa per quasi il 12% del PIL Eurozona; la Grecia pesa il 3%, Irlanda e Portogallo meno del 2%), la restrizione fiscale sarà già dal 2011 tale da frenare in misura significativa la crescita. L'entità delle manovre è pari a oltre quattro punti di PIL in Grecia e a circa due punti nei paesi iberici e l'impatto negativo varia, in base alle nostre stime, tra un punto e mezzo di PIL per Spagna e Portogallo e due punti e mezzo per la Grecia. Viceversa, nei paesi maggiori (Germania, Francia e Italia) l'impatto negativo delle manovre sarà limitato a qualche decimo di PIL e non tale dunque da invertire la direzione data soprattutto dall'impostazione espansiva del ciclo internazionale.

Per quanto riguarda poi la politica monetaria, gli shock finanziari sui paesi periferici hanno indotto la BCE a rallentare significativamente, rispetto a ciò che si stimava mesi fa, la velocità di uscita dalle misure non convenzionali adottate nel corso della crisi. La Banca centrale potrebbe

L'orientamento di politica fiscale sarà all'incirca neutro nel 2011...

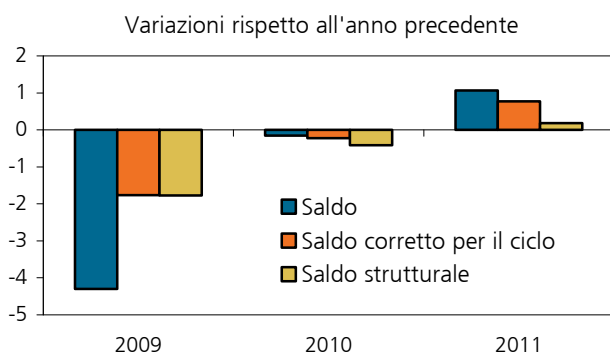
... e la politica monetaria rimarrà ultra-espansiva per via della crisi sul debito dei Paesi periferici

⁷ Werner Roeger, Jan in 't Veld (European Commission), "Fiscal stimulus and exit strategies in the EU: a model-based analysis" (European Economy. Economic Papers. 426. September 2010. Brussels.)

mantenere almeno per la prima metà dell'anno la politica di piena fornitura di liquidità alle banche e rimandare alla fine del 2011 o all'inizio del 2012 il primo rialzo dei tassi ufficiali.

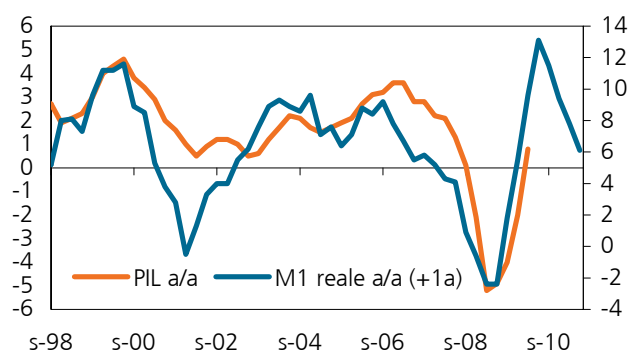
Un indicatore che storicamente è risultato in grado di catturare gli effetti della politica monetaria sul ciclo dell'area euro è la **crescita annua di M1 (reale), che si è dimostrata un ottimo previsore dei punti di svolta del ciclo con un anticipo di un anno**. Ora, questo indicatore ("strutturale" più che congiunturale) sembra aver toccato un picco nell'estate del 2009 (più precisamente, a 13,6% a/a nell'agosto del 2009), e da allora ha rallentato sino all'attuale 5,9% a/a (stima per settembre 2010). Ciò, come anticipavamo tre mesi fa, indicherebbe che il punto di massimo del ciclo (in termini di crescita non trimestrale, ma annua del PIL) potrebbe essere toccato proprio nel 3° trimestre del 2010, e che a partire dalla fine del 2010 si possa innescare un rallentamento. Tuttavia, il livello dell'indicatore è coerente con una crescita media annua nel corso per lo meno della prima metà del 2011 attorno al 2%, e dunque non sembra indicare una ricaduta recessiva nel breve termine. Certo, non è da escludere che il rallentamento di M1 reale, man mano che la BCE prima normalizza e poi stringe la politica monetaria, continui e si accentui nei prossimi trimestri, indicando una crescente probabilità di inversione del ciclo espansivo nel corso del 2012 o 2013.

Il saldo strutturale, espressione dell'orientamento di politica fiscale, è previsto stabile nel 2011



Fonte: Commissione UE

Sulla base dell'andamento di M1 reale, il picco per il PIL area euro potrebbe essere toccato nel 3° trimestre del 2010



Fonte: BCE, Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il peggio dovrebbe essere alle spalle per il mercato del lavoro ...

L'occupazione, dopo i pesanti cali del 2009, sembra essersi stabilizzata già nella prima metà del 2010 (è risultata stabile in ciascuno dei primi due trimestri dopo un calo medio di -0,6% t/t l'anno scorso). Di buon auspicio sono le intenzioni di assunzione delle imprese desumibili dalle indagini PMI, che sono tornate a segnalare **espansione degli occupati già dal mese di maggio** sia nel settore manifatturiero che in quello dei servizi. Tali indici segnalano un possibile ritorno in territorio marginalmente positivo della crescita su base annua dell'occupazione già dalla fine di quest'anno.

L'occupazione sembra essersi stabilizzata

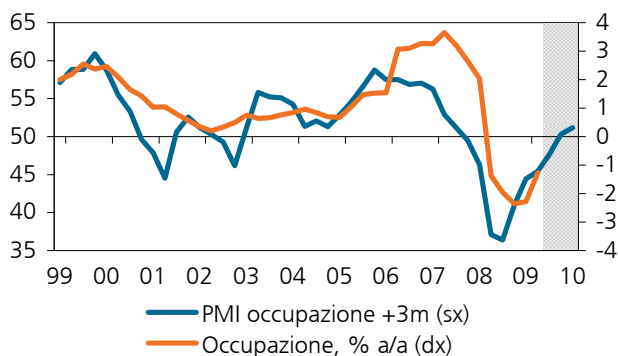
Anche per il tasso di disoccupazione lo scenario è migliorato prima di quanto si stimasse solo pochi mesi fa. Infatti, dal mese di marzo il tasso dei senza-lavoro è fermo al 10% (peraltro, un valore storicamente elevato, ai massimi dal 1998), smentendo le previsioni di un ulteriore aumento grazie soprattutto alla tenuta nei paesi *core*. Anzi significativo è il fatto (rimarcato di recente dalla stessa BCE) che esistono due paesi, e cioè la Germania e l'Austria, dove durante la crisi la disoccupazione anziché aumentare è scesa (secondo la BCE, grazie alle politiche di contenimento del costo unitario del lavoro su cui queste due economie hanno puntato negli ultimi dieci anni). Ha sorpreso in positivo anche l'Italia, dove il tasso dei senza lavoro si è sinora fermato a un livello contenuto (8,6% tra marzo e maggio), scendendo anzi poi di due decimi in giugno e luglio.

Anche nel caso del mercato del lavoro, evidente è la **divergenza** (che a, nostro avviso, permarrà nei prossimi mesi) **tra Paesi core e Paesi periferici**, dove la disoccupazione ha continuato ad aumentare anche nei mesi recenti (raggiungendo a luglio il 20,3% in Spagna, il 13,6% in Irlanda, il 10,8% in Portogallo) ed è vista rimanere su livelli molto elevati ancora a lungo visto che la crisi che queste economie attraversano non è congiunturale, ma strutturale.

La situazione è più preoccupante per i Paesi colpiti da crisi "strutturale"

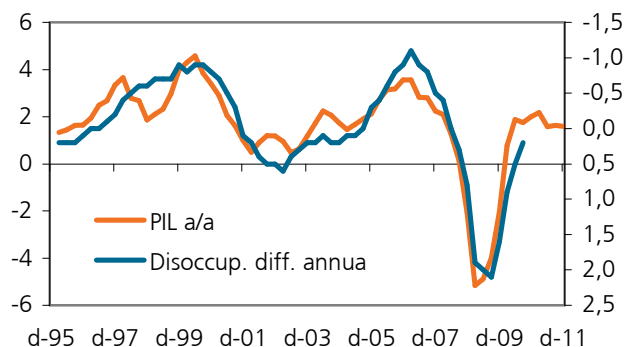
Esaminando la correlazione esistente tra crescita annua del PIL e tasso di disoccupazione (differenza annua), si nota che la correlazione (negativa) è del 93% con un ritardo ottimale di appena un trimestre (questo *lag* temporale è probabilmente oggi più ridotto rispetto al passato, per via delle riforme che in vari paesi hanno aumentato la flessibilità del mercato del lavoro). Pertanto, **riteniamo che, sulla scia del miglioramento oramai avviato del ciclo, la disoccupazione possa non aumentare ulteriormente e rivediamo al ribasso lo scenario sul tasso dei senza-lavoro, che ora stimiamo in media al 10% quest'anno e al 9,8% l'anno prossimo.**

La crescita annua dell'occupazione tornerà positiva già dalla fine di quest'anno



Fonte: Markit, Eurostat

Il tasso di disoccupazione non dovrebbe salire ulteriormente



Fonte: Eurostat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

... e c'è spazio per un rafforzamento dei consumi

I miglioramenti che cominciano a intravedersi sul mercato del lavoro, se si riveleranno sostenibili, potrebbero avere un **impatto positivo su fiducia e spesa dei consumatori**, finora l'anello mancante nella catena della crescita.

I consumi di durevoli, e di auto in particolare, continueranno a risultare all'incirca stagnanti. Infatti, l'esperienza degli incentivi, valutata ex post, si è confermata tradursi in un anticipo di acquisti più che in un incremento netto. Calzante si è rivelato il paragone, che proponevamo nello *Scenario* di un anno fa, tra il boom di vendite che si è avuto in Germania nel 2009 e quello che si verificò in Francia sulla scia di un programma di incentivi simile nel 1996. Dopo essersi impennate in entrambi i casi addirittura ai massimi da quasi 50 anni, al venir meno degli incentivi le vendite non soltanto crollarono nei due mesi successivi, ma rimasero stagnanti per altri due anni. Questo paragone conferma il **rischio di una sostanziale stagnazione delle vendite di automobili sino per lo meno a tutta la prima metà del 2011.**

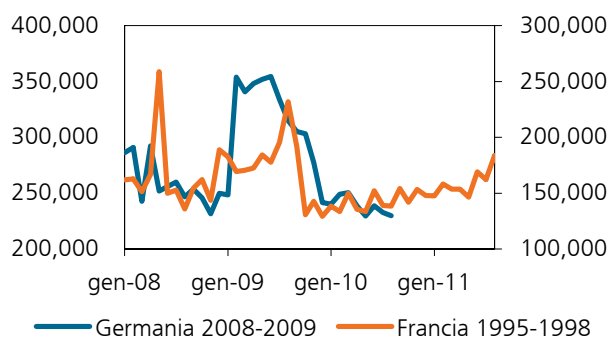
I consumi di durevoli potrebbero rimanere stagnanti almeno sino a metà 2011...

Dall'altra parte, già si è verificato il miglioramento della fiducia che indicavamo come il principale driver di ripresa della spesa delle famiglie nel 2010. E, come abbiamo più volte ribadito, la fiducia delle famiglie è assai più attendibile rispetto agli indicatori sul mercato del lavoro come anticipatore dei consumi. Ora, **l'attuale livello dell'indice di fiducia delle famiglie secondo l'indagine della Commissione è coerente con una crescita annua dei consumi vicina al 2% a/a.** Ove a ciò si aggiunga il fatto che l'occupazione ha smesso di diminuire e anzi potrebbe nel corso del 2011 riprendere a crescere innescando un recupero anche del reddito disponibile,

... ma il miglioramento della fiducia e un possibile recupero per occupazione e reddito creeranno condizioni favorevoli nel 2011

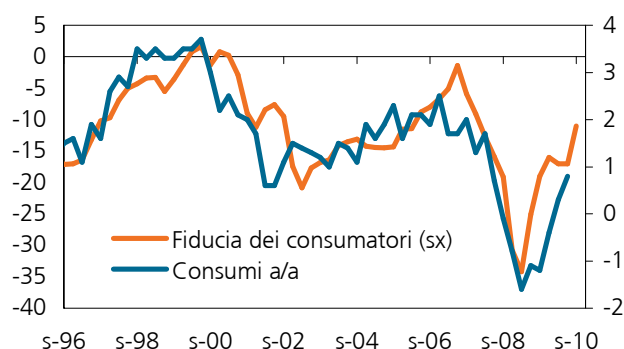
se ne deduce che c'è spazio per un, sia pur graduale e moderato, rafforzamento dei consumi (che in via cautelativa stimiamo crescere dell'1% nel 2011).

Il paragone con l'esperienza storica segnala il rischio di una stagnazione delle vendite di auto fino almeno a metà 2011



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

Nel breve termine sembra esserci spazio per una ripresa della domanda per consumi guidata dalla fiducia



Fonte: Eurostat, Commissione UE

In sintesi, l'eccezionale dato sul 2° trimestre ci fa alzare la stima sulla crescita per il 2010, che ora vediamo all'1,6%, circa in linea col consenso e con le proiezioni BCE. Tale stima non ci pare particolarmente ottimistica in quanto implica un tasso di crescita medio di 0,3-0,4% t/t nella seconda metà dell'anno, un livello lievemente inferiore a quello che indicherebbe le indagini di fiducia. **Per il 2011, non vediamo per il momento sufficienti motivi per cambiare la nostra previsione di un'accelerazione (sia pur modesta, all'1,7%) della crescita del PIL** (in questo caso in controtendenza rispetto alle previsioni di consenso e della BCE, che invece stimano un rallentamento all'1,4%).

Manteniamo la stima di un rafforzamento del ciclo, principalmente trainato dalla domanda interna, nel 2011

Infatti, a nostro avviso il ciclo non è ancora maturo nell'industria e il testimone della crescita non è ancora arrivato ai consumi. Ma i segnali di miglioramento del mercato del lavoro segnalano che proprio l'anello mancante della crescita potrebbe sorprendere in positivo l'anno prossimo. D'altra parte, il ciclo rimane assai correlato con gli sviluppi internazionali e, in presenza di un contesto di graduale rafforzamento della domanda interna, **gli unici rischi possono essere di natura esogena e consistono principalmente in un'eventuale ricaduta recessiva dell'economia americana**, che inevitabilmente avrebbe importanti ripercussioni anche da questa sponda dell'Atlantico (nonostante la crescente importanza della domanda dai paesi emergenti, il ciclo nell'Eurozona non ha mai dimostrato sinora di essere capace di un vero *decoupling* dagli USA). Non è il nostro scenario centrale per il 2011, potrebbe diventarlo per il 2012 o più probabilmente per il 2013. L'altro rischio è più di natura finanziaria che macroeconomica e consiste **in un'eventuale recrudescenza della crisi del debito che implichi un contagio ai paesi maggiori (Spagna e Italia)**, che in tal caso potrebbe avere anche sensibili ripercussioni sull'economia reale. Ma continuiamo a ritenere che tale scenario sia a probabilità contenuta.

Gli unici rischi sono di natura "esogena"

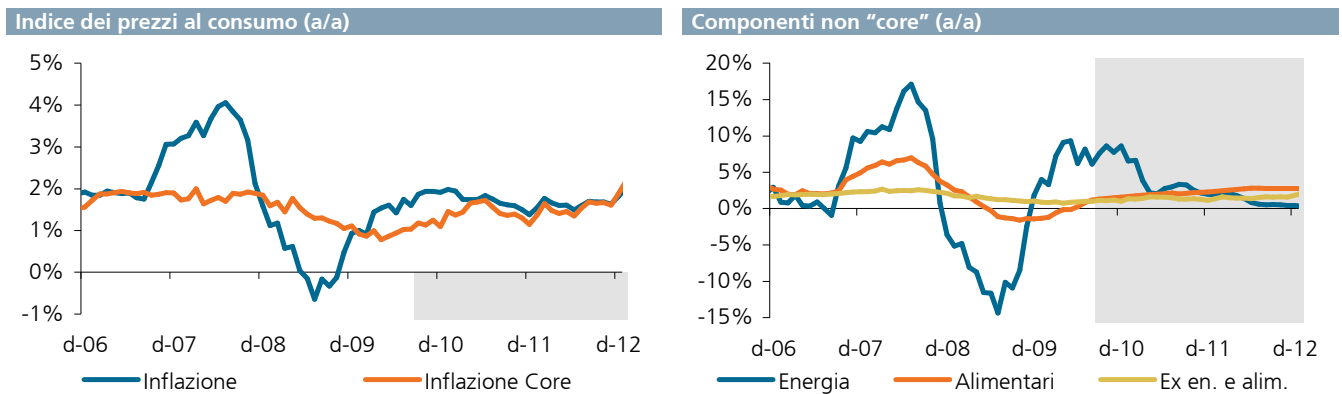
Inflazione in moderata salita, ma ancora sotto il 2% nel 2011

L'inflazione nell'area euro dopo essere tornata in positivo alla fine dello scorso anno ha intrapreso un trend al rialzo nel corso del 2010, fino agli attuali livelli comunque moderati (1,6% a/a ad agosto, probabilmente destinato a salire di un paio di decimi a settembre). Nei prossimi mesi questo trend di graduale salita potrebbe proseguire, ma secondo le nostre previsioni non è destinato a durare oltre l'inizio del 2011. Sulla base di un effetto statistico sfavorevole sulla componente energia, il CPI potrebbe toccare il 2% a inizio 2011, per poi tornare a calare gradualmente nel corso dell'anno prossimo. Manteniamo la nostra previsione di una salita molto

Alessio Tiberi

graduale dell'inflazione in media d'anno nel 2011 rispetto al 2010 (all'1,7% dall'1,6% di quest'anno).

La dinamica resta assai legata ai movimenti di prezzo delle materie prime e, in minor misura, a quelli degli alimentari. Nel corso del prossimo anno i prezzi nel settore energetico dovrebbero tornare su livelli di crescita in linea con l'indice generale, colmando buona parte del gap tra indice generale e indice core. Le materie prime sono viste in sostanziale rallentamento, con un prezzo del Brent che dovrebbe passare da una crescita media nel 2010 del 26% a/a a un più moderato 7% a/a nel 2011.



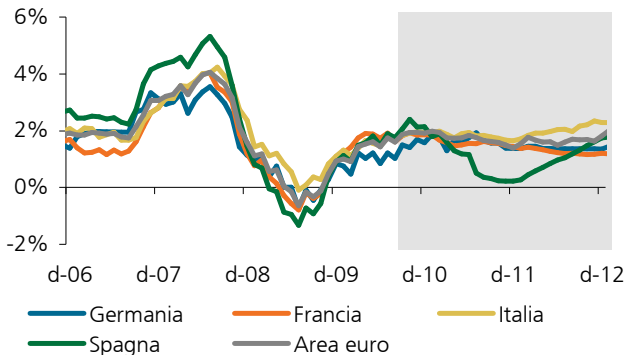
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

D'altra parte qualche pressione a monte della catena produttiva, che aveva caratterizzato i mesi primaverili, sta già venendo meno: l'indice PMI prezzi pagati nell'industria, dopo essere arrivato sui massimi storici a maggio (73,7), ha da allora iniziato una significativa correzione al ribasso (rappresentava dunque un falso segnale di impennata dei prezzi alla produzione, legato all'ondata di rincari delle materie prime). Anche in prospettiva, una dinamica tutto sommato moderata dei prezzi delle materie prime, sia pure accentuata dal deprezzamento del tasso di cambio implicito nel nostro scenario, consentirà di attenuare le pressioni a monte della catena produttiva.

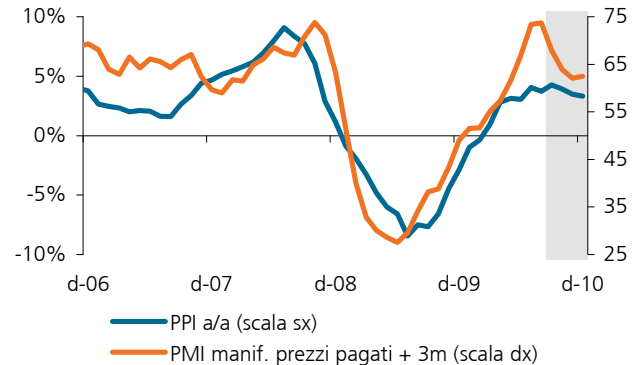
In ogni caso, al di là dell'evoluzione dei fattori di natura esogena, la componente "core" dell'indice (al netto di alimentari, energia, alcool e tabacco) dovrebbe evidenziare una crescita molto contenuta nel corso del 2011. Nei prossimi mesi permarranno spinte al ribasso sul costo del lavoro (la principale voce di costo per le imprese), che ha toccato un minimo storico all'1,6% nel 2° trimestre e resterà sui minimi ancora per diversi trimestri, considerato il freno di una disoccupazione ancora elevata che si traduce in un limitato potere contrattuale per i lavoratori. La domanda domestica dovrebbe mostrare segnali di graduale ripresa nel corso del 2011, ma ci vorrà tempo prima che ciò provochi pressioni al rialzo sui prezzi finali.

Principali economie (a/a)



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

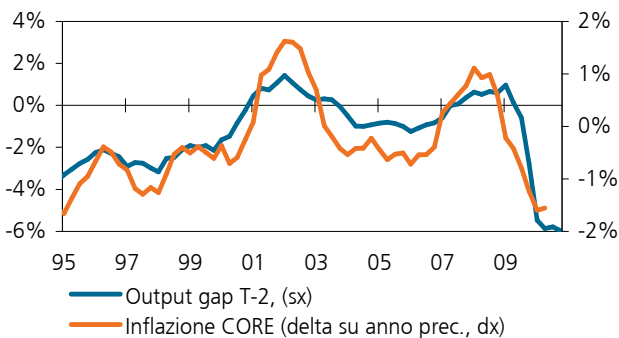
Prezzi alla produzione (a/a)



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

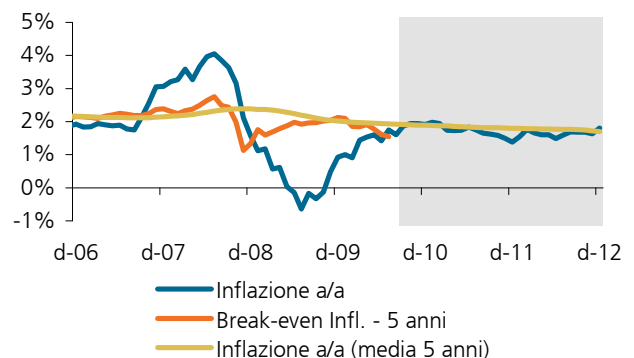
Sulla scia soprattutto di un output gap ancora ampiamente negativo, stimiamo che la dinamica sottostante dei prezzi al consumo rimanga in un intorno dell'1% (anzi non escludiamo qualche residua spinta al ribasso). Solo nella seconda metà del 2011 può ipotizzarsi una dinamica lievemente più sostenuta. Tuttavia va sottolineato che per colmare l'output gap così elevato che si è creato con la crisi si impiegheranno diversi trimestri, dunque la dinamica fondamentale dell'inflazione non dovrebbe rappresentare un problema ancora a lungo.

Inflazione core frenata dall'ampio slack nell'economia



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

Break-even Inflation



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nota: inflazione implicita nelle quotazioni degli zero coupon indicizzati all'HICP

Nella pubblicazione di settembre delle proiezioni macroeconomiche per l'area euro la BCE prevede un'inflazione compresa tra l'1,5% e l'1,7% nel 2010 e tra l'1,2% e il 2,2% nel 2011. Gli intervalli centrali di queste stime (1,6% quest'anno e 1,7% il prossimo) coincidono con le nostre previsioni sul CPI. I rischi su tali stime, che nel giudizio della BCE sono al rialzo, risultano a nostro avviso bilanciati, in quanto da un lato non escludiamo pressioni al ribasso derivanti dai prezzi delle materie prime (vediamo un petrolio meno caro rispetto alle ipotesi BCE - 78,8 dollari nel 2010 e 84 dollari nel 2011), dall'altro stimiamo qualche rischio al rialzo derivante dal deprezzamento dell'euro implicito nel nostro scenario centrale (rispetto alle ipotesi BCE che vedono un cambio stabile a 1,31 contro dollaro).

BCE: la exit strategy è legata a doppio filo all'evolversi della crisi sul debito

Nella riunione di agosto, come ampiamente atteso la BCE ha lasciato invariato per il sedicesimo mese consecutivo all'1% il tasso refi. Il Consiglio Direttivo ha anche deciso di prolungare **fino al 18 gennaio** prossimo le aste principali di rifinanziamento a tasso fisso e ammontare di liquidità illimitato. La BCE ha precisato che ci saranno **tre aste trimestrali aggiuntive** rispetto a quanto stabilito finora (il 28 ottobre, il 25 novembre e il 23 dicembre), condotte a un tasso pari a quello medio delle aste marginali effettuate nel periodo di riferimento. Si tratta del medesimo meccanismo adottato per le ultime aste a 3 mesi, preferito perché più neutro rispetto alle opzioni di politica monetaria. Inoltre, verranno condotte altre **tre operazioni di "fine-tuning"** in coincidenza con la scadenza di aste a 6 mesi e a 1 anno.

Paolo Mameli

Durante la conferenza-stampa, pur ripetendo che le misure di emergenza hanno natura temporanea, Trichet non ha fornito alcuna indicazione sull'eventuale intenzione da parte della BCE di mantenere il meccanismo di piena allocazione oltre il 18 gennaio. A specifica domanda, tuttavia, Trichet ha risposto che mentre la decisione sui tassi è stata presa all'unanimità, quella di introdurre ulteriori operazioni di rifinanziamento è stata presa **a maggioranza** e quindi non è stata unanime. Trichet ha voluto comunque precisare che la "exit strategy" della BCE è un processo graduale che verrà protratto fin quando necessario e sarà completato **"accompagnando" la normalizzazione dei mercati**. Il Governatore della BCE ha ripetuto che le decisioni sui tassi e quelle sulle misure non convenzionali si muovono su due binari diversi e quindi la BCE potrebbe apportare modifiche ai tassi prima che alla liquidità o viceversa.

Circa la valutazione dello scenario macroeconomico, secondo Francoforte i più recenti dati dalla congiuntura dell'Eurozona "sono più positivi del previsto" e **la ripresa proseguirà** anche nei prossimi mesi. Tuttavia, la crescita continuerà a essere "moderata e dominata dall'incertezza" con un rallentamento nella seconda parte dell'anno che è ritenuto fisiologico dopo il "boom" del trimestre primaverile, e che sarà abbastanza modesto da mantenere la crescita su livelli più alti di quanto si stimava solo pochi mesi fa. In ogni caso, gli sviluppi più positivi avutisi principalmente nel 2° trimestre hanno portato la BCE a rivedere al rialzo la previsione sul PIL 2010, in un intervallo tra l'1,4% e l'1,8% (dallo 0,7-1,3% precedente). A differenza di quanto atteso da molti la BCE ha rivisto al rialzo anche la stima 2011, a 0,5-2,3% da un precedente 0,2-2,2%. Trichet ha precisato però che la revisione dipende principalmente da un effetto di trascinarsi rispetto all'anno in corso. La BCE ha rivisto (più moderatamente, di appena un decimo sia per quest'anno, che per il prossimo) verso l'alto anche le previsioni di **inflazione**, vista comunque **su livelli assolutamente moderati**, all'1,5-1,7% nel 2010 e all'1,2-2,2% nel 2011. I rischi (rispetto allo scenario-base, di crescita e inflazione moderata) sono **leggermente verso il basso sulla crescita e lievemente verso l'alto sull'inflazione** (tra i rischi sulla crescita, possibili sviluppi avversi sui mercati finanziari). Le nostre attuali stime sono esattamente in linea con il valore centrale dei nuovi intervalli di stima comunicati dalla BCE, eccezion fatta **per il PIL 2011**, per il quale **siamo più ottimisti** (in forza di un rafforzamento della domanda domestica e del mantenimento di uno scenario internazionale favorevole), all'1,7% contro l'1,4% della BCE. A maggior ragione condividiamo l'opinione della BCE secondo cui **la probabilità di una ricaduta recessiva è bassa** (ed è in via di diminuzione).

La BCE mantiene una valutazione "cauta" dello scenario macro

Proiezioni macroeconomiche BCE vis-à-vis 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	1,6	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

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

In sintesi, quanto emerso dall'ultima conferenza-stampa conferma l'intenzione della BCE di mantenere **ancora a lungo il meccanismo di "piena allocazione"** su tutte le operazioni di rifinanziamento, che è la principale determinante del livello "schiacciato" dei tassi di mercato a breve termine. La decisione non sorprende, visto che anche un falco come Weber aveva dichiarato, il 20 agosto, che sarebbe stato "saggio" mantenere la piena allocazione su tutte le operazioni di rifinanziamento per lo meno fino al 1° trimestre del 2011. Continuiamo a ritenere che il ritiro di tale meccanismo almeno su una parte delle aste sia propedeutico a ogni eventuale decisione di rialzo del refi, che dunque non ci aspettiamo nella prima metà del 2011.

La BCE ha anche comunicato i dettagli circa la scala crescente di margini di garanzia (*haircuts*) che sarà adottata a partire dal 1° gennaio 2011 in merito ai criteri di ammissione delle garanzie, in attuazione della decisione presa lo scorso aprile (che aveva esteso le garanzie ammissibili a rating nella fascia BBB+/BBB- e che era mirata soprattutto a ridurre il rischio che i titoli di stato greci potessero risultare non stanziabili già a inizio 2011). La nuova scala dipende da vita residua, merito di credito e liquidità delle singole emissioni (i dettagli sul sito della BCE⁸). Nel caso degli ABS (ammessi solo nella fascia AAA/A-), il margine di garanzia sale dal 12% al 16% (ciò significa che a fronte di questi titoli la BCE presterà alle banche un ammontare pari all'84% del valore del titolo). Il margine sale sensibilmente per i titoli in fascia tripla B, fino ad arrivare al 46% nel caso di obbligazioni bancarie non *covered*, zero coupon e di vita residua superiore a 10 anni. Non ci sono modifiche per quel che riguarda i Governi centrali e locali, le agenzie, le emissioni sovranazionali e i *jumbo covered bonds*, indipendentemente dal rating.

In sostanza, **anche nel 2011 verrà accettato un *collateral* di fascia BBB** (che viceversa non sarebbe stato più ammesso allo scadere della modifica effettuata a ottobre 2008), **ma con margini di garanzia più stringenti di quelli attuali** (appena un 5% aggiuntivo rispetto ai titoli da A- in su). L'operazione rientra nel tentativo di limitare il rischio che la BCE si assume nelle operazioni di mercato dell'Eurosistema (nel 2009, più di un quarto dei titoli forniti in garanzia era rappresentato da obbligazioni bancarie non coperte), nel quadro di una "exit strategy" assai graduale che da un lato amplia il *collateral* ammissibile, dall'altro stabilisce dei limiti in termini di controllo del rischio. **Gli effetti sul sistema bancario dovrebbero essere tutto sommato contenuti.**

Sebbene a partire dalla settimana del 20 agosto, in conseguenza della nuova impennata del rischio-paese sui titoli periferici, sia **ripresa l'attività di acquisto di titoli di Stato** (al fine di arginare gli effetti di contagio derivanti dall'aumento dei rischi emersi sulla sostenibilità del sistema bancario irlandese), tuttavia gli importi (meno di 250 milioni in media tra metà agosto e metà settembre, che secondo notizie di stampa si sarebbero concentrati sui titoli irlandesi) non sono paragonabili a quelli che avevano caratterizzato la prima fase del programma deciso a maggio, il cosiddetto "*Securities Markets Programme*" (17 miliardi nella seconda settimana di maggio, 4

Più stringenti dal 2011 le regole sul collateral

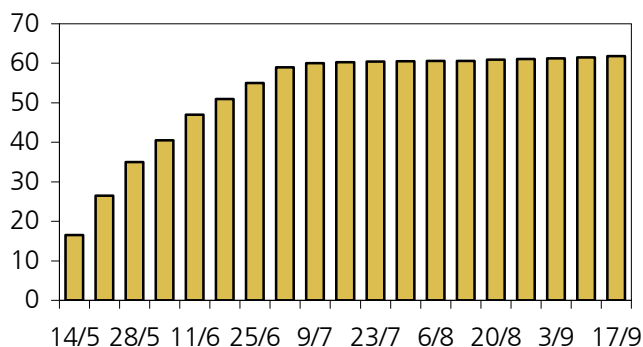
Restano pressoché trascurabili gli acquisti di titoli di Stato

⁸ http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/pr100728_1.en.html

miliardi nelle ultime settimane di giugno). In ogni caso, ricordiamo che l'ammontare degli acquisti sinora effettuati dalla BCE è pari a circa lo 0,7% del PIL, un livello assolutamente non comparabile agli analoghi programmi decisi in precedenza da altre banche centrali (Fed, BoJ, BoE).

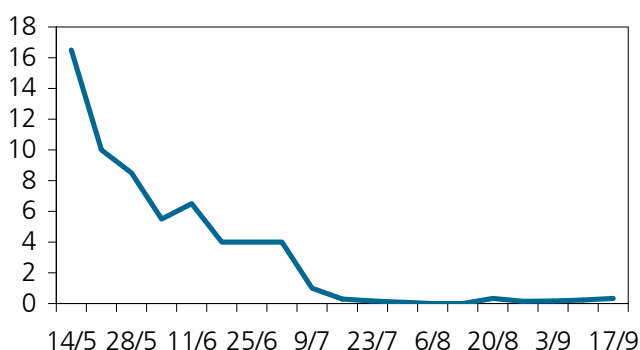
L'impatto di tale programma sulla liquidità esistente nel sistema è nullo. Solo mercati periferici "sottili" come quelli irlandese, portoghese e greco possono essere influenzati dagli acquisti; ma anche in questi casi, vista la recente nuova impennata degli spread il programma non sembra essere stato di grande efficacia, a meno di una sua improvvisa accelerazione, mossa che al momento appare non condivisa all'interno del Consiglio Direttivo. D'altra parte, la decisione stessa di procedere ad acquisti a titolo definitivo di bond era stata contrastata sin dall'inizio, anche in forma inusualmente "esplicita" in diverse occasioni pubbliche, da alcuni membri del Consiglio Direttivo (Weber, Stark, Mersch). Anche in considerazione di ciò, non ci aspettiamo, a meno di nuovi eventi potenzialmente dirimpenti, che l'entità degli acquisti settimanali torni a essere quella delle prime settimane.

Acquisti di titoli di stato da parte della BCE: importi cumulati ...



Fonte: BCE

... e settimanali.



Fonte: BCE

In prospettiva, riteniamo che ancora una volta **le periodiche recrudescenze della crisi** sul debito in alcuni paesi (e segnatamente nell'ultimo periodo l'aumento del rischio di insostenibilità del sistema bancario irlandese) **avranno l'effetto di rallentare la velocità di uscita** dalle misure non convenzionali da parte della BCE, che verosimilmente nel momento in cui ha adottato le misure di stimolo (e in particolare la piena allocazione di liquidità nelle aste di rifinanziamento) aveva in mente una "exit strategy" più ravvicinata.

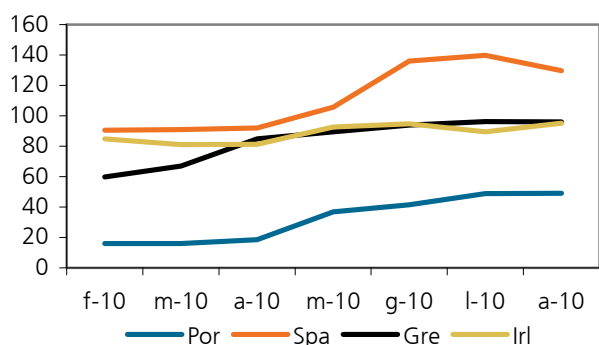
Il meccanismo di fornitura di liquidità adottato dalla BCE ha, in effetti, un impatto "indiretto" sugli sviluppi della crisi, in quanto consente alle banche dei paesi periferici di ricevere liquidità "fresca" a un tasso molto contenuto, con la quale investire in titoli di Stato domestici (che offrono un rendimento ben più elevato) assicurando così in un certo senso la copertura dei fabbisogni del Tesoro (da notare, infatti, che il ricorso alla finestra BCE, mentre da parte dei paesi *core* è crollato dopo la scadenza del p/t a 1 anno, è rimasto elevato o ha continuato ad aumentare dalle banche dei paesi nell'occhio del ciclone come Grecia, Irlanda, Spagna e Portogallo). Se a questa misura si aggiunge quella degli acquisti diretti da parte della Banca centrale, si nota come **la politica della BCE sia legata in questo momento a doppio filo all'evoluzione della crisi sul debito** dei paesi periferici.

In più, il ricorso appare sempre più **concentrato** su alcuni casi problematici (ad esempio Anglo Irish a giugno aveva un debito verso la BCE per 26 miliardi, oltre un quarto del totale per le banche irlandesi e il 36% della propria raccolta diretta); tanto più il ricorso alla liquidità BCE è concentrato, tanto maggiore è l'incentivo da parte della BCE a ritirare la piena allocazione, che si traduce in un sussidio a banche gestite in modo imprudente, se non insolventi. La liquidità di

La politica della BCE è legata a doppio filo all'evoluzione della crisi sul debito

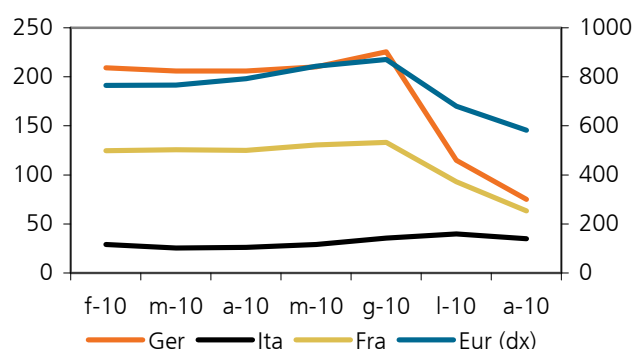
emergenza in questi casi dovrebbe essere erogata a tassi penalizzati. Peraltro, il ricorso delle banche dei paesi periferici alla finestra BCE non indica sempre tensione finanziaria, ma in alcuni casi rappresenta anche una questione di convenienza, motivata dagli alti rendimenti pagati dai titoli di stato.

Il ricorso alla finestra BCE è rimasto elevato per i paesi periferici ...



Fonte: BCE, banche centrali nazionali

... mentre è calato sensibilmente a partire da luglio per i paesi core e per l'intera Eurozona



Fonte: BCE, banche centrali nazionali

In sostanza, la probabilità dello scenario che indicavamo tre mesi fa come "scenario di mercato o di crisi prolungata" è aumentata di recente. Il fatto che la decisione di prolungare il *full allotment* fino a gennaio sia stata presa non all'unanimità fa pensare che all'interno del Consiglio Direttivo si stiano già oggi levando voci contrarie (che ad oggi sembra di poter individuare in Weber, Stark, Mersch, Nowotny); presumibilmente, il gruppo dei normalizzatori potrebbero raccogliere consensi via via maggiori al passare del tempo. **I due "partiti" dei falchi e delle colombe all'interno della BCE sembrano avere in testa un timing molto diverso** circa il ripristino dell'usuale meccanismo d'asta: si può azzardare che la componente "hawkish" voglia ritirarlo già a gennaio 2011, quella "dovish" mantenerlo in essere per tutto l'anno venturo. Un buon compromesso potrebbe essere mantenere la piena allocazione per la prima metà dell'anno (il che implicherebbe un rinnovo per altri due trimestri); eventualmente la BCE potrebbe pensare a una strategia "gradualista" che preveda prima (già a gennaio o al più tardi ad aprile) il mancato rinnovo della piena allocazione sulle sole aste trimestrali, riportate all'usuale calendario mensile e alle normali modalità operative. Come abbiamo più volte argomentato, **il ripristino del vecchio meccanismo d'asta è un passo importante perché l'Eonia torni a scambiare stabilmente al refi** e perché il messaggio sulla politica monetaria sia coerente. Soltanto dopo aver ripristinato l'usuale meccanismo d'asta la BCE potrebbe preparare un rialzo del tasso ufficiale, che a nostro avviso potrebbe avvenire a cavallo tra fine 2011 e inizio 2012.

D'altra parte è pur vero che il contesto internazionale non rende semplice il compito della BCE, visto che le altre banche centrali (in particolare Fed e BoJ), anziché mettere in campo una "exit strategy" sembrano orientate a nuove misure di stimolo quantitativo. Tuttavia, difficilmente pensiamo che la BCE aspetterà oltre la fine del 2011 per "normalizzare" la politica monetaria.

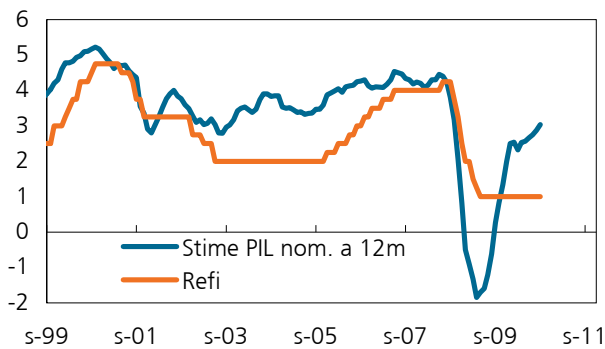
Ciò che è importante rilevare è che **lo scenario macroeconomico**, da un punto di vista squisitamente "ciclico", **giustificerebbe una "normalizzazione" della politica monetaria**, anzi secondo la **regola di Fisher** (secondo cui i tassi devono eguagliare il tasso di crescita del PIL nominale) già oggi la politica monetaria sarebbe eccessivamente espansiva. D'altra parte, la **regola di Taylor** giustificerebbe tassi sui minimi ancora per tutto il prossimo anno, visto l'ampio output gap che permane nell'economia. Anzi, dopo un ritorno in zona 1% verso la metà del 2011, i tassi di equilibrio secondo tale regola tornerebbero a calare attorno al mezzo punto percentuale per fine anno. In sostanza, tale regola, che tiene conto del gap "strutturale" che la

Pur contrastato, il full allotment potrebbe essere rinnovato sino a metà 2011

La regola di Taylor giustificerebbe il mantenimento di tassi all'1% fino a fine 2011

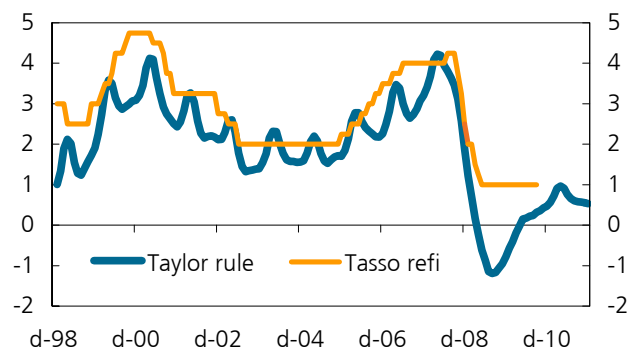
crisi ha comportato, giustificerebbe il mantenimento dell'attuale livello del refi per tutto l'orizzonte di previsione. In ogni caso, le incertezze finanziarie legate alla crisi sul debito, per le eventuali ripercussioni "sistemiche" che comportano (in caso di rischio-contagio ai paesi maggiori come Spagna e Italia) sembrano essere al vertice delle preoccupazioni della BCE, visto che uno scenario di "contagio" ai paesi maggiori (nel qual caso gli strumenti per affrontare la situazione sarebbero del tutto inadeguati), sebbene a probabilità non altissima, sarebbe assai più "doloroso" di uno scenario in cui la BCE mantenga troppo a lungo una politica accomodante.

La regola di Fisher giustificerebbe già oggi un rialzo dei tassi da parte della BCE...



Fonte: BCE, Consensus Forecasts (somma delle attese a 12 mesi su PIL e CPI) ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... ma la più accurata regola di Taylor evidenzia che la Banca centrale potrebbe rimanere al palo fino a fine 2011



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Regno Unito - I nodi cominciano a venire al pettine

Confermiamo una valutazione relativamente pessimistica dello scenario macroeconomico britannico rispetto a quello di consenso: crescita attesa a 1,0% nel 2010 e a 1,8% nel 2011. Il deterioramento in atto ha cominciato a emergere inequivocabilmente nei dati dell'ultimo mese. Lo ha affermato esplicitamente la stessa Banca d'Inghilterra, esordendo nei verbali con "Il Comitato ha preso atto di come nell'ultimo mese si siano modificati i rischi più grossi dello scenario di medio termine...".

Asmara Jamaleh

Anche nella lettura della Banca centrale le **prospettive di crescita** sono **peggiorate**, e l'**inflazione** sta rimanendo **troppo elevata per troppo tempo** (al di sopra del limite massimo della fascia obiettivo, collocato a 3,0%). Nel presente un'inflazione così elevata riduce considerevolmente il potere d'acquisto, con la dinamica retributiva che non tiene il passo dell'inflazione. L'impatto negativo di questo sulla crescita aumenta la capacità inutilizzata lasciando intravedere entro l'anno prossimo un'inversione di tendenza dell'inflazione che andrebbe portandosi al di sotto del target (collocato al 2,0%). Ne deriva che **(1) un deprezzamento della sterlina sarebbe desiderabile** per aiutare la crescita tramite il contributo della domanda estera, e che **(2) non si possono escludere nuove misure di politica monetaria espansiva** da parte della BoE.

Queste ultime diventerebbero tanto più probabili quanto più aspre fossero le misure di **ristruzione fiscale** che verranno introdotte nel **Pre-Budget Report di novembre**. Il rischio che possano essere un po' più pesanti del previsto è aumentato dopo gli ultimi – pessimi – dati sul fabbisogno. Nei prossimi trimestri **i consumi privati avvertiranno il colpo**, anche perché la buona dinamica della prima metà d'anno rifletteva ancora precedenti agevolazioni fiscali. Si vedono anche segnali di un **deterioramento delle condizioni del mercato del lavoro**.

Gli investimenti dovrebbero essere la componente più penalizzata per l'effetto combinato di più fattori negativi che agiscono simultaneamente, tra cui la flebile domanda interna e le condizioni del credito. L'avvio ritardato del deprezzamento della sterlina frena anche il contributo positivo del **canale estero**.

Previsioni Macro				2009			2010			2011		
	2009	210	2011	4	1	2	3	4	1	2	3	
PIL (prezzi cost., a/a) t/t	-4,9	1,6	1,7	-2,9	-0,2	1,7	2,3	2,5	2,4	1,5	1,6	
Consumi privati	-3,4	0,8	0,7	0,6	-0,1	0,7	0,2	0,3	0,0	0,3	0,1	
Investimenti fissi	-15,0	2,5	3,0	-1,7	4,5	-2,4	1,9	2,5	0,1	0,7	0,3	
Consumi pubblici	1,2	2,1	-0,9	0,1	1,5	0,3	0,0	-0,1	-0,5	-0,2	-0,3	
Esportazioni	-10,6	2,3	4,3	4,0	-1,7	1,1	0,4	0,6	1,0	1,2	2,0	
Importazioni	-12,4	5,9	2,5	4,4	1,6	0,9	0,4	0,3	0,6	0,7	1,0	
Var. scorte (contrib., % PIL)	-1,1	1,3	0,6	0,5	0,3	1,0	-0,1	0,0	0,3	0,0	0,1	
Partite correnti (% PIL)	-1,1	-2,9	-3,3	0,1	-2,7	-2,7	-3,0	-3,3	-3,3	-3,4	-3,3	
Deficit (% PIL)	-10,8	-10,1	-8,7									
RPIX (a/a)	2,2	3,1	2,4	2,1	3,3	3,4	3,0	2,9	2,7	2,5	2,3	
Produzione Industriale	-10,2	2,0	1,9	0,4	1,0	1,0	0,7	0,4	-0,1	0,8	0,6	
Disoccupazione (%)	4,7	4,6	4,7	5,0	4,9	4,6	4,5	4,5	4,6	4,6	4,7	
Eurosterlina a 3 mesi	1,21	0,67	1,11	0,60	0,63	0,69	0,72	0,65	0,70	1,00	1,23	
Sterlina/dollaro	1,57	1,51	1,45	1,63	1,56	1,49	1,53	1,47	1,45	1,43	1,45	
Cambio effett. (1990=100)	80,1	79,5	77,7	80,0	79,3	79,7	80,9	78,3	78,3	76,9	77,6	

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

Asia

Giappone

- La crescita giapponese sarà particolarmente volatile nella parte finale del 2010 per la fine di programmi di stimolo fiscale. Il trend dovrebbe rimanere positivo, sia per la domanda domestica sia per quella estera, anche se a ritmi più contenuti rispetto al 2010.
- L'atteso apprezzamento del cambio, insieme a una crescita della domanda mondiale ancora su ritmi sostenuti, dovrebbe determinare una crescita significativa delle esportazioni e un contributo positivo del canale estero nel 2011.
- La crescita prevista per il biennio 2010-11 dovrebbe restare significativamente al di sopra del potenziale: la previsione per il 2010 è di 2,7%, per il 2011 di 1,9%.
- La chiusura dell'output gap proseguirà, e la deflazione dovrebbe gradualmente ridursi. L'inflazione dovrebbe tornare positiva nella seconda metà del 2011, spinta anche da effetti derivanti da variazioni delle imposte indirette e dal deprezzamento del cambio.
- Le politiche economiche resteranno espansive, con la probabile introduzione di nuove misure di stimolo monetario quantitativo in tempi piuttosto ravvicinati.

Giovanna Mossetti

Previsioni Macro	Previsioni Macro										
	2009	210	2011	2009			2010			2011	
				4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	-5,2	2,7	2,0	-1,3	4,4	1,9	2,7	1,9	1,4	1,8	2,1
- trim/trim annualizzato				4,1	4,4	0,4	2,1	0,7	2,3	2,0	3,6
Consumi privati	-1,0	1,9	0,6	2,7	2,2	0,1	2,0	-0,8	0,8	0,4	1,2
IFL - priv. non residenziali	-19,1	0,3	2,6	6,1	2,2	1,9	3,2	1,4	4,2	1,8	2,5
IFL - priv. residenziali	-13,9	-8,9	1,1	-10,9	1,2	-5,0	-0,1	1,4	1,1	1,6	3,9
Investim. pubblici	8,1	-1,4	1,8	-5,2	-4,7	-12,9	17,9	0,4	0,8	0,8	0,8
Consumi pubblici	1,5	1,3	1,9	2,8	2,2	1,0	-3,3	5,8	2,4	2,4	-0,8
Esportazioni	-24,1	26,5	10,8	24,8	31,0	25,9	12,7	9,8	10,4	9,6	7,9
Importazioni	-16,8	11,2	6,5	6,2	12,7	18,2	11,1	3,6	4,8	6,0	6,2
Var. scorte (contrib., % PIL)	0,1	-0,6	-0,2	-0,1	0,1	-0,5	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	0,5
Partite correnti (% PIL)	2,8	4,0	4,8	3,4	3,9	3,6	4,2	4,4	4,8	5,0	4,9
Deficit (% PIL)	-9,6	-8,0	-7,0								
Debito/PIL (% PIL)	183,8	189,5	193,0								
CPI (a/a)	-1,4	-0,7	0,5	-2,0	-1,1	-0,9	-0,7	-0,2	-0,2	0,2	0,8
Produzione Industriale	-21,8	17,8	4,7	25,9	30,9	5,8	1,1	3,3	6,4	5,9	5,1
Disoccupazione (%)	5,1	5,2	5,2	5,2	4,9	5,2	5,2	5,4	5,4	5,2	5,1
Tasso a 3 mesi - CD (%)	0,47	0,39	0,66	0,31	0,25	0,24	0,48	0,58	0,58	0,57	0,67
Dollaro/Yen (Yen)	93,6	89,6	96,5	89,8	90,7	92,0	85,6	90,0	94,0	95,0	97,0
Cambio effettivo (1990=100)	151,4	160,7	151,0	153,0	155,2	157,8	168,6	161,2	155,2	153,7	150,2

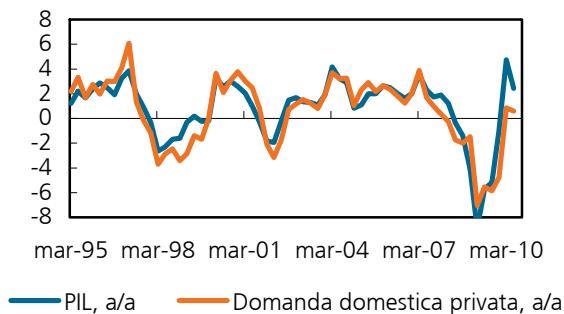
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

L'economia giapponese sta rallentando, dopo un inizio 2010 molto brillante. Diversi fattori, nella parte finale dell'anno e nella prima parte del 2011, determineranno una dinamica del PIL più volatile. Le nostre previsioni vedono **una crescita del 2,7% nel 2010 e dell'1,9% nel 2011, con un contributo positivo sia della domanda domestica sia del canale estero**. Pertanto, la crescita dovrebbe rimanere ben al di sopra del potenziale, stimato dalla BoJ "intorno a 0,5 per cento" ad aprile 2010, e continuare a ridurre l'output gap, contribuendo a un graduale rientro della deflazione.

Nei prossimi trimestri la crescita sarà volatile per via di effetti sui consumi legati alla fine di misure fiscali, e sul canale estero per via dell'andamento del cambio. Dal lato del canale estero e degli investimenti delle imprese, l'apprezzamento del cambio registrato fino all'intervento valutario di metà settembre e il rallentamento della crescita internazionale contribuiranno in misura più contenuta al ritmo di crescita della domanda aggregata nel 2010, senza però

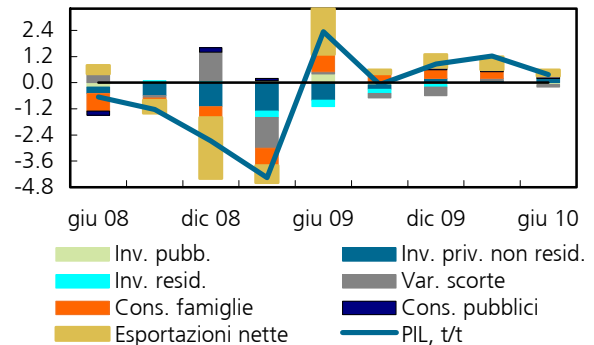
costituire un freno strutturale. L'atteso deprezzamento del cambio durante tutto il 2011 dovrebbe, infatti, tornare a spingere l'export e il contributo positivo delle esportazioni nette, grazie anche alle politiche economiche ancora espansive e a una domanda internazionale in crescita, e in riaccelerazione in Asia. La domanda domestica dovrebbe mantenersi in crescita, con il sostegno ai consumi del reddito da lavoro.

Il contributo del canale estero potrebbe diventare meno consistente



Fonte: EcoWin

Transizione verso la "normalità" giapponese: aspettative di crescita media moderata, ma sopra il potenziale, nel 2011



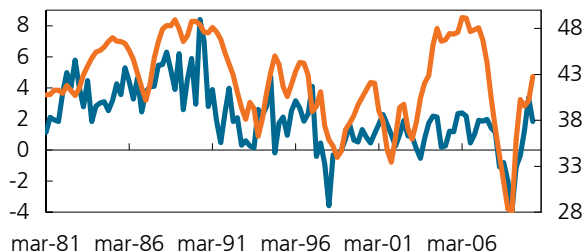
Fonte: EcoWin

I **consumi** sono stati sostenuti nell'ultimo anno da una politica fiscale espansiva, ma anche dal miglioramento del mercato del lavoro. Le famiglie hanno un **reddito** crescente, sia in termini nominali, sia in termini reali, su ritmi che, soprattutto in termini reali, non si vedevano da più di un decennio (vedi grafico sotto). Gli indici di **fiducia** stanno risalendo verso livelli pre-recessivi (vedi grafico sotto), anche se i dati dei flussi dei fondi riportano un calo della ricchezza nel 2° trimestre 2010. Le vendite al dettaglio sono in aumento sostenuto (+3,8% a/a in termini nominali a luglio), circa in linea con la dinamica recente del reddito disponibile.

Consumi in crescita, sostenuti da politica fiscale e reddito da lavoro

Il 3° trimestre vedrà ancora un ampio contributo alla spesa delle famiglie da parte della politica fiscale, seguito da una correzione nel 4°. Il trend positivo dei consumi dell'ultimo anno è stato sostenuto da un **aumento dei trasferimenti** (eliminazione delle tasse scolastiche, per esempio) e dagli **incentivi per l'acquisto di beni durevoli**. I programmi di sostegno agli acquisti sono in vigore da metà 2009: l'impatto maggiore riguarda il settore auto, ma anche altri sotto-settori dei consumi delle famiglie sono influenzati dalle misure. Per quanto riguarda le auto, i fondi per i sussidi all'acquisto sono stati utilizzati completamente nei mesi estivi, mentre resteranno in vigore ancora le riduzioni delle imposte di bollo fino a marzo 2012. Le vendite di auto ad agosto, con l'avvicinarsi della scadenza dei sussidi all'acquisto, hanno registrato un aumento del 25% m/m (+40% a/a), che si rifletterà in una netta accelerazione della dinamica dei consumi nel 3° trimestre; a meno di un'introduzione di incentivi da parte dei produttori, i dati del 4° trimestre dovrebbero poi vedere un ampio calo, compreso fra -35 e -40% t/t, con un effetto di freno ai consumi molto ampio. Anche gli incentivi per l'acquisto di elettrodomestici dovrebbero avere effetti ancora positivi nel 3° trimestre, se pure modesti come entità rispetto a quanto visto finora nel comparto auto. Un altro elemento di volatilità attesa per i consumi è l'annuncio di un **aumento dell'imposta sul tabacco** che andrà in vigore a ottobre, determinando un aumento consistente delle vendite nel comparto nei mesi estivi, seguito da un forte calo nei mesi successivi. Complessivamente, **i consumi potrebbero essere sostenuti dalla politica fiscale per circa 0,5pp nel 3° trimestre, con l'aspettativa di un ripiegamento più ampio (-0,7/0,8pp) nel trimestre finale dell'anno.**

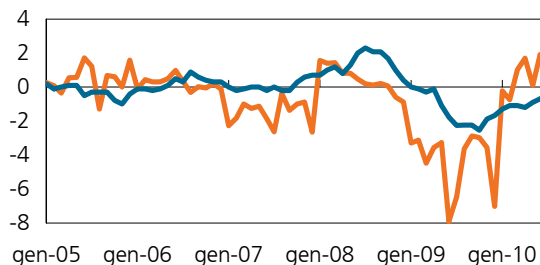
Consumi e fiducia



Consumi privati, a/a, sx Fiducia delle famiglie, dx

Fonte: EcoWin

I salari reali crescono



Retribuzioni medie, a/a CPI, a/a

Fonte: EcoWin, elaborazioni Intesa Sanpaolo

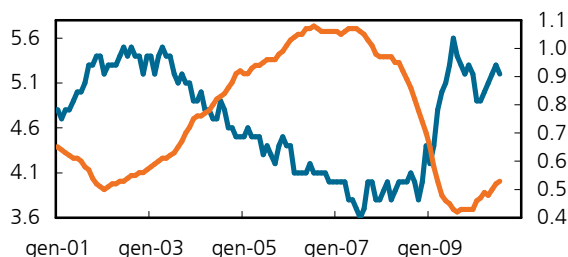
Nonostante questi effetti transitori, la tendenza sottostante della spesa delle famiglie rimane sostenuta dal reddito da lavoro. Il **mercato del lavoro** ha visto una stabilizzazione del tasso di disoccupazione poco sopra il 5,1%, e continua a segnalare che il picco della disoccupazione in questo ciclo dovrebbe essere stato toccato a luglio 2009 al 5,6%. Il *jobs/applicant ratio* prosegue su un modesto trend di aumento, mentre la crescita dell'occupazione su base mensile è tornata positiva a giugno e luglio, dopo quattro mesi di moderate contrazioni. La ripresa della crescita dell'occupazione per ora è concentrata su lavori part-time, e in imprese con più di 30 dipendenti. Le opinioni delle famiglie sul mercato del lavoro sono in miglioramento; anche se dal lato delle imprese l'ultima indagine PMI (agosto 2010) mostra un peggioramento dell'indice occupazione nel settore manifatturiero, con un ritorno al di sotto di 50 (a 49,5 da 51 di luglio), a fronte però di un miglioramento nel settore servizi (evidente anche dall'indice di attività del settore terziario ad agosto).

Il mercato del lavoro migliora lentamente, mentre la forza lavoro continua a ridursi

Queste informazioni sono per ora coerenti con una **stabilizzazione della crescita dell'occupazione**, che va comunque valutata a fronte del calo della forza lavoro ormai in atto dal 2008 e legato all'invecchiamento della popolazione (vedi grafico sotto). Nonostante la debolezza della crescita occupazionale, la riduzione dell'offerta di lavoro si riflette in una dinamica positiva delle retribuzioni, superiore a quella prevalente prima della recessione. L'indicatore di eccesso di risorse nel mercato del lavoro pubblicato con l'indagine Tankan segnala una riduzione dell'eccesso di offerta dal picco ciclico di metà 2009, ma era ancora, a giugno 2010, in territorio positivo (eccesso di offerta).

Nell'insieme, le forze che influenzano i consumi dovrebbero mantenersi espansive. Al di là delle fluttuazioni trimestrali attese per la seconda metà del 2010, **la crescita dei consumi dovrebbe essere pari a 0,6%, dopo +1,9% del 2010.**

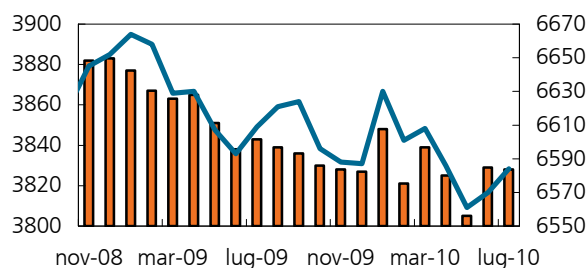
Un graduale miglioramento del mercato del lavoro...



Tasso disocc., sx Jobs/applicant, dx

Fonte: EcoWin

... grazie anche all'invecchiamento della popolazione



Forza lavoro totale, dx Forza lavoro, maschi, sx

Fonte: EcoWin

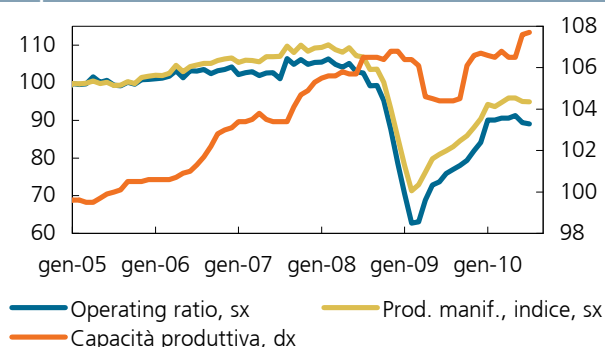
Le imprese riportano segni di rallentamento, dopo un anno di forte crescita di **produzione e ordini**, inizialmente stimolati dalla ripresa del commercio estero e successivamente dalla ricostituzione della capacità produttiva (vedi grafico qui sotto). Le indagini sono coerenti con l'aspettativa di rallentamento della domanda domestica (soprattutto nel settore auto). Tutte le indagini del settore manifatturiero (PMI, Economy Watcher, Reuters Tankan) sono concordi nel puntare a un indebolimento della crescita corrente e a condizioni più deboli in futuro. L'indagine PMI del manifatturiero mostra un ritorno degli ordini sotto 50 ad agosto, anche se il settore servizi registra un miglioramento. Il Reuters Tankan ha visto, per le grandi imprese manifatturiere, un calo di 3 punti a 17 da 20 ad agosto, ma soprattutto l'indice anticipatore a tre mesi è crollato a 2 da 15.

Investimenti delle imprese in rallentamento per via dell'indebolimento degli ordini dall'estero nella seconda parte del 2010, in riaccelerazione nel 2011

In termini di dati effettivi, lo scenario rimane positivo, soprattutto per quanto riguarda la domanda estera, tuttavia i dati si fermano a luglio, prima del peggioramento registrato con le indagini di fiducia. I dati di **produzione industriale** di luglio sono stati rivisti verso il basso a -0,2% m/m (+14,2% a/a), anche se le previsioni per agosto e settembre restano positive (a +1,6% m/m e +0,2% m/m, rispettivamente). Le **consegne di beni capitali** a luglio sono in aumento di 0,8% rispetto alla media del 2° trimestre, ma le consegne domestiche sono in calo di 1,8% rispetto al 2° trimestre, mettendo a rischio il sentiero degli investimenti che nel 2° trimestre avevano contribuito per 0,3pp alla crescita complessiva. Per quanto riguarda gli **ordini**, si registra un calo a luglio rispetto alla media del trimestre precedente per gli ordini domestici, mentre gli ordini dall'estero avevano ancora una forte spinta positiva. L'indice di attività composito a luglio è aumentato dell'1% m/m, dopo due mesi deboli, spinto da una netta ripresa della componente servizi (+1,6% m/m): il trend dell'indice continua a essere sostenuto e non dà indicazioni di inversione. Nell'indagine Tankan di giugno le imprese avevano rivisto verso l'alto i piani di investimento, con un'indicazione di crescita del 2,7% della spesa in conto capitale nell'anno fiscale in corso, in netto aumento rispetto alle indicazioni negative dei sei trimestri precedenti: il sentiero atteso per gli investimenti delle imprese rimane positivo, ma la seconda metà del 2010 sarà più debole di quanto visto nella prima parte dell'anno.

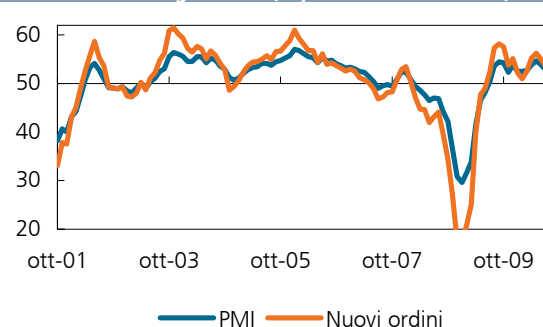
Al momento, **i dati sono quindi misti e coerenti con crescita complessivamente positiva nel 2° semestre, con un 3° trimestre in accelerazione per via dei consumi, e in indebolimento nel 4° trimestre**. Le indagini di settore sono state raccolte in una fase particolarmente negativa per le imprese: continuo apprezzamento dello yen (che spiega la debolezza degli ordini all'export) e incertezza politica, con l'avvicinarsi del voto di metà settembre sulla leadership del Democratic Party of Japan (DPJ) e quindi del Governo. Da allora il Primo Ministro è stato confermato, sono state annunciate misure di stimolo fiscale per 0,2% del PIL e soprattutto è stata aperta una fase di interventi sui mercati valutari per interrompere il trend di apprezzamento del cambio, che potrebbero essere seguiti da nuove misure di stimolo monetario. **Le previsioni per gli investimenti fissi delle imprese vedono una crescita di 2,6% nel 2011, dopo +0,3% nel 2010.**

Una pausa nella crescita del manifatturiero...



Fonte: EcoWin

... con un freno dagli ordini (soprattutto dall'estero)

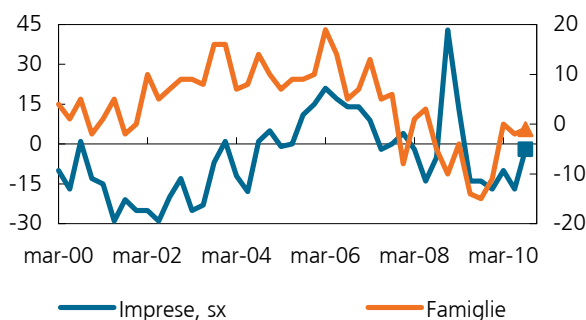


Fonte: Markit

L'indagine del **credito** pubblicata a luglio 2010 mostra ancora una domanda negativa di prestiti dalle imprese, con un'aspettativa di miglioramento per il 3° trimestre (da -17 del 2° trimestre a -2 atteso per il 3°), indicando un possibile ritorno alla crescita nel settore; per le famiglie, la valutazione relativa alla domanda di prestiti è -2 per il 2° trimestre e -1 per il 3°. Le condizioni del credito restano circa invariate per le imprese e sono espansive da molti trimestri sia per le famiglie, sia per le imprese di tutte le dimensioni. I prestiti effettivi restano in calo su base tendenziale, ma in parte questo è ancora il risultato del paragone con i mesi di forte aumento dei prestiti registrato nel pieno della crisi. L'attivo delle banche mostra un continuo aumento dei titoli in portafoglio (in particolare, obbligazioni), a fronte di un calo dei prestiti in atto da gennaio 2008. Per ora, il nuovo programma varato dalla BoJ in primavera per stimolare la dinamica dei prestiti per programmi di investimento non ha avuto effetti significativi, come largamente atteso.

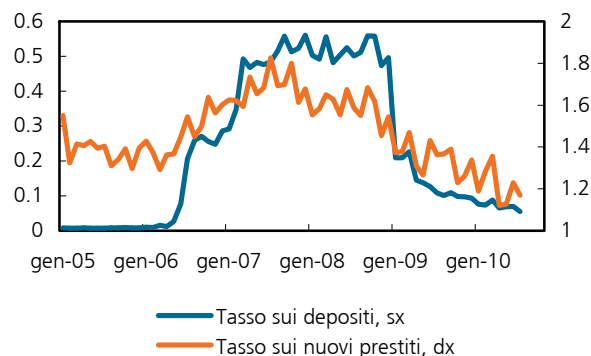
Le condizioni del credito sono espansive, ma la domanda di prestiti per ora non riparte

Indagine del credito: domanda di prestiti in miglioramento



Fonte: BoJ. Ultimo dato: previsioni delle banche per il 3° trimestre. Indici positivi equivalgono a percentuale netta positiva di banche che registrano aumento di domanda

Condizioni espansive: tassi su prestiti e su depositi sempre più bassi

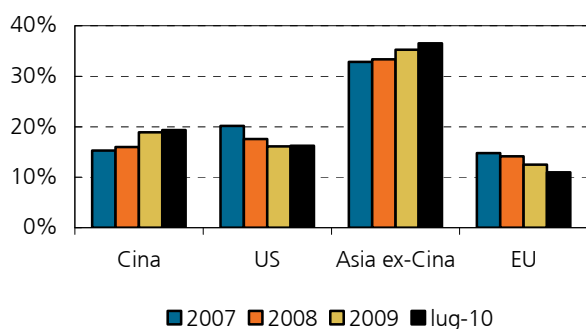


Fonte: EcoWin

Il **commercio estero** è rimasto la colonna portante della ripresa giapponese. Lo spostamento di peso relativo dell'export verso i paesi asiatici ha protetto il Giappone dalle ripercussioni del ciclo americano e dall'apprezzamento del cambio verso il dollaro. Come mostra il grafico qui sotto, il peso dell'export verso l'Asia ha continuato ad aumentare. A luglio, le esportazioni verso l'Asia erano pari al 56% del totale; il 19% del totale va verso la Cina (dal 15% del 2007) e il 37% verso l'Asia ex-Cina. Al contrario, la quota verso gli Stati Uniti continua a scendere: a luglio era pari al 16% del totale, contro il 20% del 2007. I dati da inizio anno, nonostante i timori degli effetti del rallentamento della crescita internazionale e il costante apprezzamento del cambio, non hanno segnato inversioni persistenti: il ritmo dell'export è tornato positivo sia verso gli Stati Uniti, sia verso la Cina. Le previsioni per la seconda metà del 2010 e per il 2011 vedono ancora un contributo positivo del canale estero, se pure più contenuto rispetto a quanto registrato nel 2009. **Le esportazioni dovrebbero essere in aumento di 10,8% nel 2011, dopo +26,5% nel 2010, a fronte di una crescita del 6,5% delle importazioni nel 2011, dopo +11,2% nel 2010.**

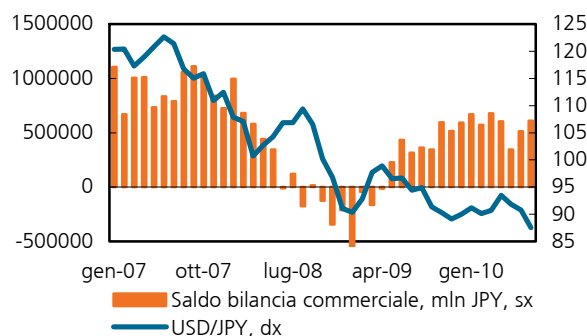
Il canale estero rimane un fattore positivo per la crescita, soprattutto grazie all'Asia e all'atteso deprezzamento del cambio

Esportazioni (quote per area): se la Cina cresce, il canale estero resta un fattore positivo



Fonte: Ministero delle Finanze

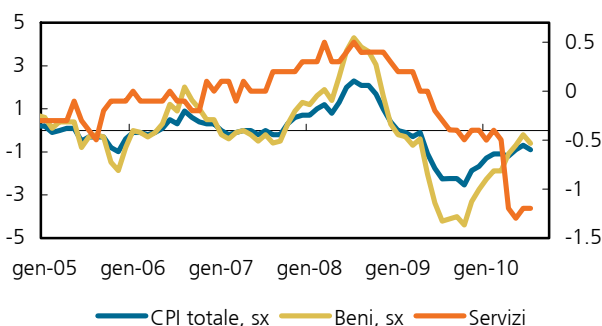
L'apprezzamento del cambio con il dollaro per ora non ha danneggiato la bilancia commerciale



Fonte: EcoWin

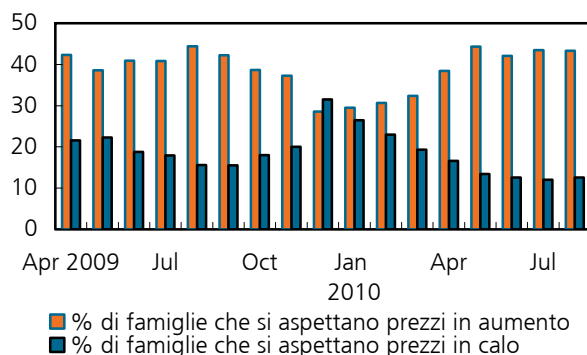
L'**inflazione** rimane negativa, in parte spinta verso il basso dall'eliminazione delle tasse scolastiche, che ha avuto un effetto di riduzione *una tantum* pari a circa 0,5 pp. Questo effetto sarà eliminato nella primavera del 2011. L'introduzione di un rialzo dell'imposta sulle **sigarette** a ottobre avrà un effetto opposto sul CPI; l'aumento porterà il prezzo medio di un pacchetto di sigarette da 300 a 400 Y (+33%), con un effetto di rialzo del CPI di 0,2 pp. Anche al netto di questi effetti, la dinamica dei prezzi dovrebbe restare in territorio negativo nella prima parte del 2011, ma essere in rialzo nella seconda parte dell'anno. Lo scenario di attività e prezzi della BoJ, pubblicato a fine aprile, riporta una previsione di inflazione di -0,5% per l'a.f. in corso e di +0,1% nell'a.f. 2011. Questa previsione è coerente con le aspettative di inflazione delle famiglie (vedi sotto) e con la progressiva chiusura dell'output gap. Le stime dell'output gap di Cabinet Office, BoJ e IMF sono univoche nel mostrare una svolta netta a fine 2009, con un trend di riduzione lento, ma costante. Le stime trimestrali del Cabinet Office vedono un output gap del -4,5% nel 2° trimestre, in miglioramento dal picco di -6,5% nel 3° trimestre del 2009. Le nostre previsioni vedono una **chiusura del 2010 con il CPI in calo di -0,2% a/a**. Nel 2011 ci saranno diversi effetti straordinari sull'inflazione. In particolare, nel 2° trimestre uscirà l'impatto della riduzione delle tasse scolastiche (con un effetto di rialzo sull'inflazione di 0,5pp, mentre rimarrà l'effetto di +0,2pp derivante dal rialzo delle imposte sulle sigarette. Questi effetti si sommeranno alla chiusura dell'output gap e, soprattutto, all'atteso deprezzamento dello yen. **Nella seconda metà del 2011 l'inflazione dovrebbe tornare in territorio positivo.**

L'inflazione risente degli effetti della politica fiscale



Fonte: EcoWin

Le famiglie riducono le aspettative di ulteriore deflazione



Fonte: BoJ, elaborazioni Intesa Sanpaolo

La **politica monetaria** resterà espansiva e sono probabili nuove misure dopo la decisione del Governo di intervenire sul mercato valutario per contenere l'apprezzamento dello yen. Nell'ultima settimana di agosto, la BoJ ha tenuto una riunione straordinaria con cui aveva deciso un ampliamento a 30 trilioni di yen del programma di prestiti alle banche per sostenere progetti delle imprese, dai 20 trilioni fissati inizialmente. Le vendite di yen che hanno invertito il trend di apprezzamento del cambio contro il dollaro sono state pari a circa 2 trilioni di yen e non sono state sterilizzate dalla Banca centrale, aumentando l'effetto espansivo degli interventi.

Alla luce della svolta impressa dalla Fed alle prospettive della politica monetaria americana, è diventato ancora più probabile un nuovo **programma di aumento degli acquisti di JGB da parte della BoJ, rispetto agli attuali 1,8 trilioni al mese** (21,6 trilioni all'anno), pari al 48% delle emissioni nette di JGB previste dal budget 2010. In termini di emissioni lorde, tuttavia, il contributo degli acquisti della BoJ è molto più modesto, essendo pari al 15% del fabbisogno lordo (144,3 trilioni di Yen, in base al budget 2010). Secondo alcuni esponenti della BoJ, per modificare il flusso di acquisti di titoli, la BoJ dovrebbe modificare la "regola delle banconote" ("*banknote rule*") secondo cui l'ammontare di JGB in portafoglio deve essere inferiore alle banconote in circolazione, pari oggi a 768,7 trilioni di yen. La BoJ attualmente detiene in portafoglio JGB per 579 trilioni di yen (al 20/09/2010); lo stock di titoli detenuti in portafogli è sceso del 25% dal picco di fine 2004 (a 679 trilioni). In ogni caso la BoJ ha margine per acquistare quasi 200 trilioni di yen di titoli prima di incorrere nel tetto imposto dalla *banknote rule*.

Il Governo sta mettendo forte pressione sulla BoJ affinché adotti misure più aggressive per sostenere la ripresa e combattere la deflazione. Gli strumenti disponibili per la BoJ, come per la Fed, sono ridotti all'apertura di un nuovo programma di acquisti. Alla riunione di inizio ottobre, o al più tardi a quella di fine mese, la BoJ potrebbe annunciare un aumento degli acquisti di JGB dagli attuali 1,8 trilioni mensili. Essendo la BoJ restia a intervenire, potrebbe iniziare con un aumento modesto, a 2 trilioni mensili, che porterebbero a finanziare il 54% del deficit, e il 16,6% del fabbisogno lordo. Per fare una differenza in termini aggregati, l'aumento degli acquisti dovrebbe essere più ampio, ma potrebbe mancare il consenso interno alla BoJ per una mossa più aggressiva anche alla luce dell'aspettativa di uscita dalla deflazione nella seconda metà del 2011. La Banca centrale potrebbe aspettare la riunione di fine ottobre per avvicinare il proprio annuncio a quello atteso da parte della Fed. Inoltre, la riunione di fine ottobre coincide con la revisione delle previsioni macroeconomiche e segue di due settimane la riunione trimestrale delle filiali regionali della banca centrale. Tuttavia, viste le pressioni politiche la BoJ potrebbe non riuscire a dilazionare l'intervento al 27 ottobre. In ogni caso, un ampliamento degli acquisti a questo stadio sembra essere solo questione di tempo. Anche questa volta, come nella recessione precedente, gli effetti ciclici della politica monetaria quantitativa sarebbero incerti; al margine potrebbero esserci invece effetti su cambio, curva dei rendimenti e deficit governativo soprattutto in una fase in cui anche la Fed sta per aprire un programma di acquisto titoli.

Cina: continua il trend di graduale rallentamento

- L'economia cinese continua a crescere a ritmi sostenuti pur in un trend di graduale rallentamento determinato principalmente dalla decelerazione degli investimenti rispetto ai picchi del 2009, in linea con le politiche di progressiva limitazione della crescita del credito e di razionalizzazione e ristrutturazione dell'industria pesante. Le prospettive di crescita rimangono positive anche se l'andamento del credito, delle riserve bancarie e degli investimenti, continua a puntare a un graduale rallentamento nei prossimi trimestri. I consumi privati hanno continuato a tenere bene supportati dal miglioramento del mercato del lavoro, dalla crescita del reddito pro-capite, e da un conseguente aumento della fiducia dei consumatori. Gli investimenti del settore immobiliare, al contrario, stanno mostrando segni di stabilizzazione.
- L'inflazione totale continua a salire, guidata essenzialmente dal comparto degli alimentari, mentre l'inflazione *core* rimane contenuta. Le pressioni dal comparto alimentare sono destinate a permanere nei prossimi mesi, impattando sull'indice totale. La crescita del credito, pur lontana dai massimi del 2009, si è stabilizzata su livelli elevati, continuando a fornire supporto all'economia, ma lasciando invariati i rischi di un aumento degli incagli nel settore bancario, in particolare per i prestiti concessi ai veicoli finanziari dei Governi locali, le cui finanze sono strettamente dipendenti dalle entrate delle imposte sulle transazioni immobiliari.
- La People's Bank of China (PBOC), pur continuando con il processo di normalizzazione monetaria attraverso le misure amministrative, ha recentemente ribadito l'intenzione di mantenere una politica monetaria "moderatamente espansiva". La PBOC è impegnata a trovare un difficile equilibrio tra sostegno alla crescita e ribilanciamento della stessa. Riteniamo probabile che la PBOC, preoccupata che la graduale decelerazione in atto possa prendere più velocità, voglia aspettare ancora qualche mese di dati in particolare sulle esportazioni, prima di decidere se intraprendere altre misure amministrative o intervenire sui tassi ufficiali per rallentare ulteriormente la crescita del credito. Il movimento di graduale apprezzamento del cambio prosegue in parallelo con la diversificazione delle riserve e importanti misure per aumentare l'uso del renminbi nei pagamenti internazionali.
- La possibilità di un rallentamento dell'attività sul mercato immobiliare più ampio delle attese continua, tuttavia, a costituire il maggior rischio al ribasso sullo scenario di crescita cinese, per gli impatti negativi che potrebbe avere sia sulle finanze dei Governi locali sia sulla performance del settore bancario.

Silvia Guizzo

Previsioni macro							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
PIL (prezzi costanti)	11,3	12,7	14,2	9,6	9,1	9,7	9,0
Consumi privati	9,6	10,9	13,8	9,4	10,8	10,1	9
Consumi pubblici	16,1	13,9	12,2	10	7	9,4	8,4
Investimenti fissi	8,6	14,6	14,2	13	20,8	8,8	6,3
Esportazioni	19,4	20,8	18,6	8,2	-12,4	30,1	17,4
Importazioni	6,7	12,6	14,3	6,5	-3,7	31,2	14
Produzione industriale	12,1	13,4	15,1	9,9	9,9	11,8	8,2
Inflazione (CPI)	1,8	1,5	4,8	5,9	-0,7	3,6	4,4
Tasso di disoccupazione	4,2	4,1	4	4,1	4,3	4,3	4,2
Salari medi	12,4	12,8	17	15,1	10,5	11,6	13,7
Tasso sui prestiti a 1 anno	2,9	2,7	3,4	4,3	1,7	2,2	3,6
Cambio USD/CNY (media)	8,2	8,0	7,6	7,0	6,8	6,8	6,5
Saldo delle partite correnti	1315,4	2013,1	2821,6	3021,2	2029,4	1947,5	2423,0
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	7,1	9,3	10,6	9,6	6,0	5,1	5,7
Saldo di bilancio in % del PIL	-1,2	-0,8	0,6	-0,4	-2,3	-2,7	-3,5

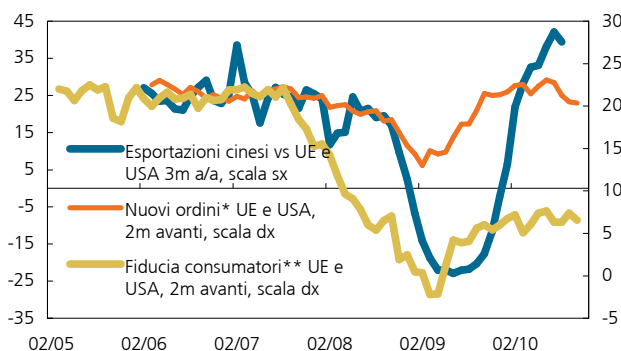
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato
Fonte: Oxford Economic Forecasting e Intesa Sanpaolo

Economia reale e inflazione

L'economia cinese continua a crescere a ritmi sostenuti. Nel 2° trimestre del 2010 il PIL è salito del 10,3% in lieve rallentamento rispetto all'11,7% del 1° trimestre, guidato dalla solida performance del settore industriale (+13,2% a/a) e dei servizi (+9,6% a/a). Nel 2° trimestre le esportazioni di beni sono salite del 40,9% a/a, in accelerazione rispetto al 27,8% del 1° trimestre, ma a un ritmo inferiore alle importazioni (44,1% a/a). Il canale estero dovrebbe tuttavia aver comunque fornito un contributo positivo alla crescita del PIL: le esportazioni nette di beni e servizi sono, infatti, raddoppiate rispetto al 1° trimestre e sono state pari al 5% del PIL.

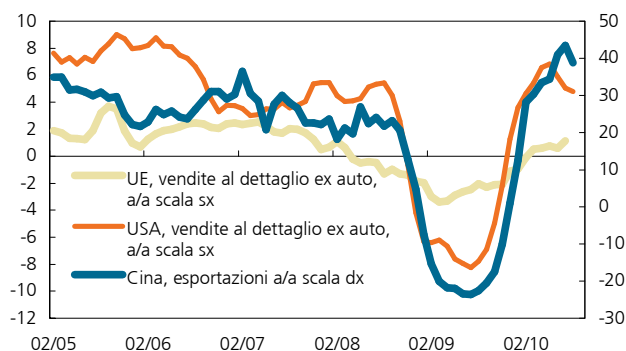
La crescita nel 2° trimestre rimane elevata ma in rallentamento

Fiducia dei consumatori ancora lontana dai livelli pre-crisi



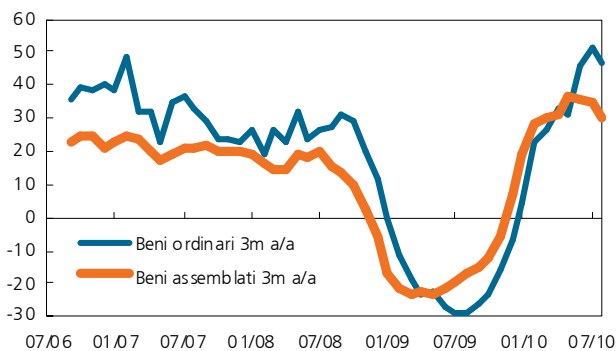
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, medie mobili a 3 mesi *ISM e PMI nuovi ordini e** EC e CB, pesati per le quote di esportazione

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



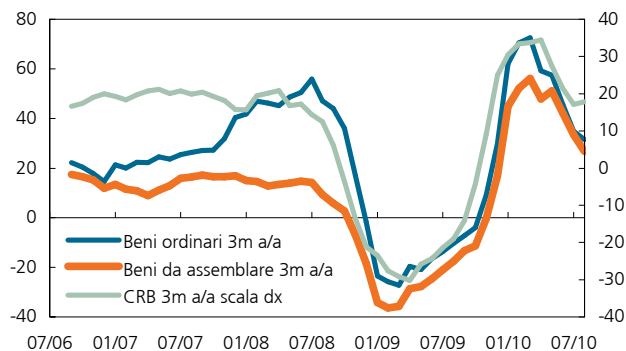
Fonte: Bloomberg, medie mobili a 3 mesi

Esportazioni



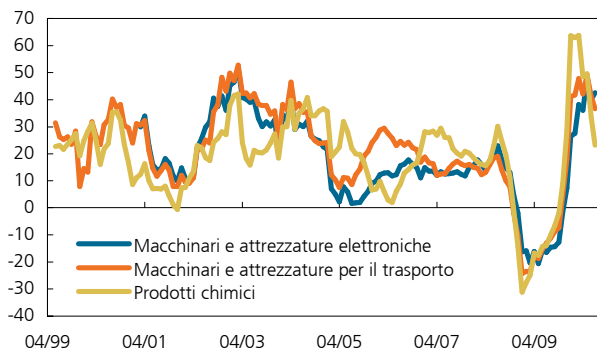
Fonte: EcoWin, variazioni 3m a/a

Importazioni



Fonte: EcoWin, variazioni 3m a/a

Le importazioni di macchinari tengono



Fonte: CEIC, variazioni a/a

I prezzi delle importazioni rallentano

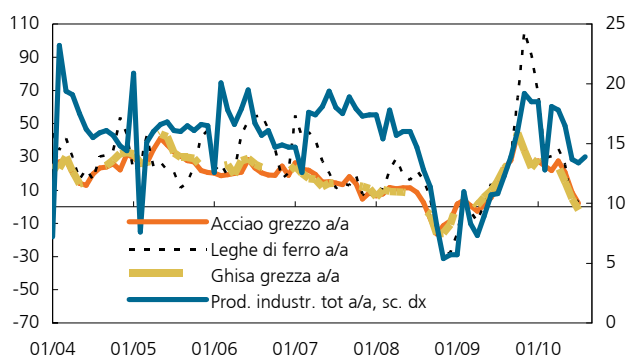


Fonte: EcoWin, variazioni a/a

Il tasso di crescita tendenziale delle **esportazioni** è rallentato nei mesi estivi, passando dal picco di 48,4% a maggio a 34,3% in agosto. Anche il tasso di crescita delle importazioni ha seguito un trend decrescente nello stesso periodo, pur mostrando un rimbalzo tra luglio (23,2% a/a) e agosto (35,5% a/a). Le variazioni tendenziali cominciano a risentire di un effetto base sempre meno favorevole e tenderanno a scendere nei prossimi mesi. Le variazioni congiunturali, anche delle serie destagionalizzate, sono state negative per le esportazioni negli ultimi due mesi, in linea con il rallentamento della componente "ordini dall'estero" del PMI che è scesa poco sotto 50 da giugno 2010 nella rilevazione Markit e ha mostrato un miglioramento in agosto nella rilevazione dell'Ufficio statistico (a 52,2 da 51,2 in luglio pur in rallentamento rispetto ai picchi di marzo e aprile a 54,5). Sulle esportazioni la rimozione dei rimborsi fiscali per 406 prodotti, in particolare in metallo, entrata in vigore dal 15 luglio, potrebbe influire negativamente anche nei prossimi mesi. I dati relativi ai movimenti cargo mostrano una decelerazione del traffico nei mesi estivi, mentre quelli relativi ai movimenti dei passeggeri mostrano un'accelerazione solo sulle ferrovie.

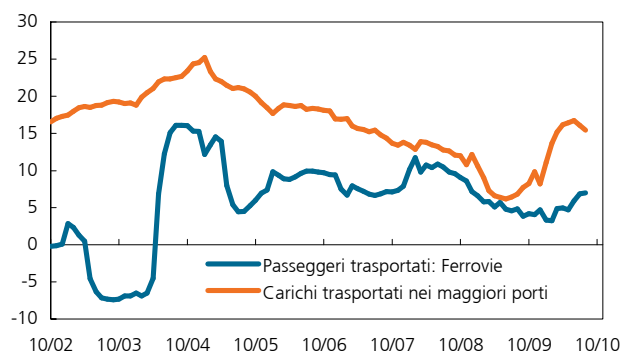
Il saldo commerciale nel 1° semestre dell'anno è stato pari al 2,2% del PIL rispetto al 4,5% del 2009, tuttavia, dopo essere sceso sensibilmente rispetto ai massimi del 2009, ha ricominciato ad ampliarsi nel 2° trimestre, in linea con il miglioramento delle esportazioni.

La produzione di alcuni metalli continua a decelerare



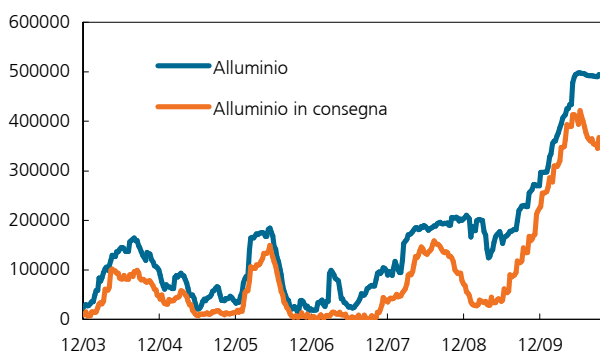
Fonte: Bloomberg

Il traffico di merci mostra un rallentamento



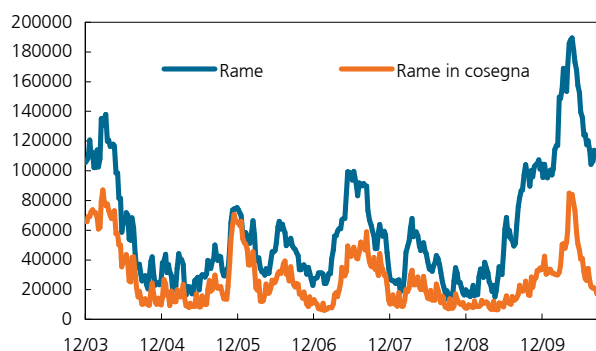
Fonte: CEIC, variazioni a/a su medie mobili a 12 mesi

Scorte di alluminio (tonnellate)



Fonte: Bloomberg, scorte al Shanghai Futures Stock Exchange

Scorte di rame (tonnellate)



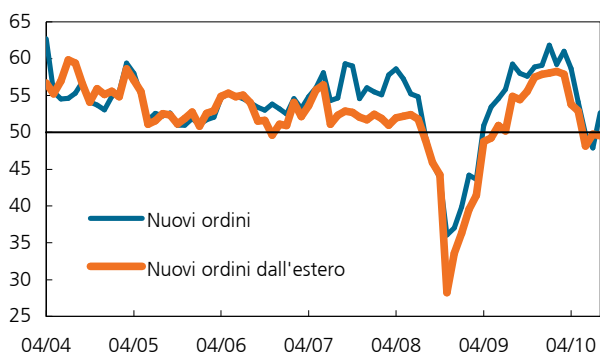
Fonte: Bloomberg, scorte al Shanghai Futures Stock Exchange

Le **importazioni** di alcuni metalli, come i minerali e i concentrati di ferro, stanno lentamente rallentando, così come la produzione di acciaio e leghe di ferro. Le importazioni di macchinari, sia elettronici sia per il trasporto, seppur in rallentamento rispetto ai picchi di fine anno, continuano a mostrare solidi tassi di crescita (+44,8% a/a e 30,1% a/a a luglio rispettivamente),

mentre rallentano le importazioni di prodotti chimici. Le scorte di metalli (alluminio, zinco, rame) al Shanghai Stock Exchange sono scese dai massimi di giugno anche se hanno mostrato una stabilizzazione (rame) o un aumento (zinco, alluminio) a partire da metà agosto.

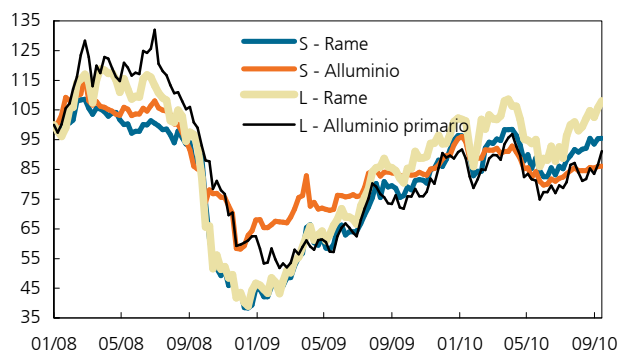
La debolezza dei consumi nei paesi industrializzati, unita alla correzione degli indici di attività, in particolare alla recente correzione delle componenti di ordini esteri verso la Cina, e allo scemare dell'effetto base nei prossimi mesi, continua a puntare a una decelerazione dell'export cinese almeno nei prossimi due trimestri.

PMI: i nuovi ordini salgono a differenza degli ordini dall'estero



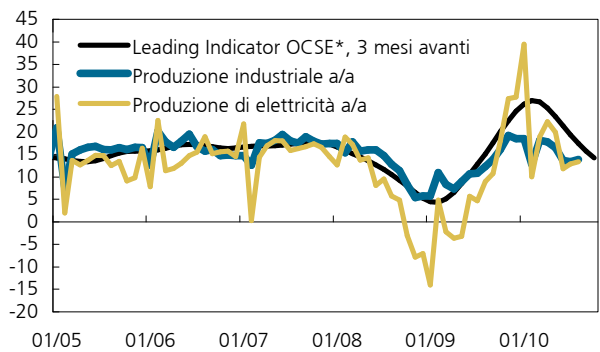
Fonte: Bloomberg

I prezzi dei metalli hanno ripreso a salire



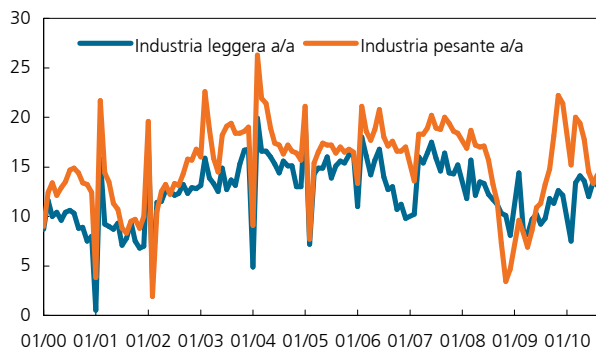
Fonte: Bloomberg. Dati ribasati al 10 gennaio 2008. S: Shanghai Futures Exchange, L: Londol Metal Exchange

La produzione industriale si stabilizza



Fonte: Bloomberg

Rallenta la produzione dell'industria pesante



Fonte: CLSA-Markit

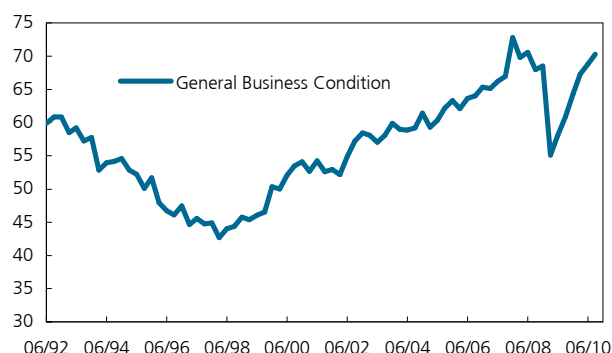
La **produzione industriale** è cresciuta a un tasso medio del 13,7% tra giugno e agosto, in decelerazione rispetto ai tassi di crescita dei tre mesi precedenti (17,5% in media tra marzo e maggio), coerentemente con un rallentamento della produzione di energia elettrica e con l'andamento dell'indice anticipatore OCSE. Mentre l'industria leggera ha mostrato un'accelerazione nei mesi estivi quella pesante ha continuato a decelerare. La produzione dell'industria pesante risente, infatti, sia delle diverse misure che sta intraprendendo il Governo per migliorare l'intensità energetica e raggiungere i target dell'XI piano quinquennale, sia dell'andamento degli investimenti, in particolare immobiliari e in infrastrutture. Date le prospettive di rallentamento di questi ultimi ci aspettiamo che la produzione dell'industria pesante continui a rallentare nei prossimi mesi con un impatto sul livello della produzione industriale totale.

La crescita della produzione industriale si stabilizza su tassi più moderati

L'utilizzo della capacità produttiva del **settore manifatturiero** è salita ancora tra il 1° e il 2° trimestre, passando da 85% a 87%, riportandosi così ai livelli pre-crisi. La fiducia delle imprese

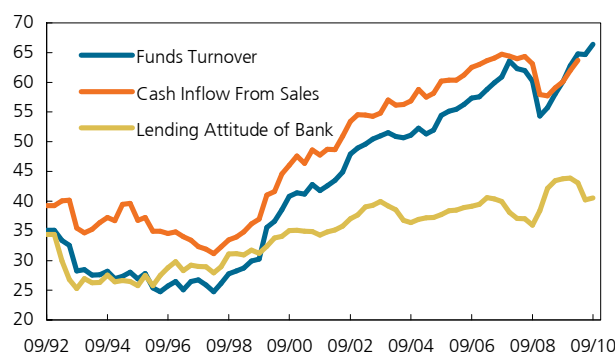
del settore manifatturiero, secondo l'indice rilevato dall'ufficio statistico, è leggermente scesa nel 2° trimestre, soprattutto a causa del calo nei settori della chimica, dei metalli non ferrosi e della produzione di alimentari. Al contrario forti aumenti si sono registrati nei settori ad alta intensità di lavoro, più colpiti dalla crisi, come il tessile e l'arredamento. L'indice di fiducia degli imprenditori rilevato nell'indagine sulle maggiori 5.000 **imprese industriali** redatta dalla PBOC è salito ancora nel 3° trimestre del 2010, a livelli non distanti dai massimi pre-crisi. La stessa dinamica riguarda gli indici di valutazione del livello degli ordini, interni ed esteri, anche se l'aumento tra il 2° e il 3° trimestre è stato minimo.

La fiducia degli imprenditori industriali continua a salire



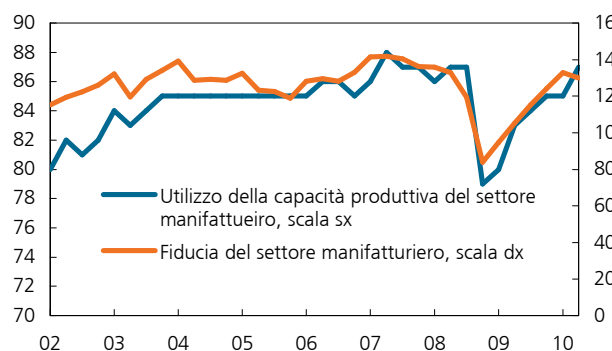
Fonte: CEIC, Indagine della PBOC

Imprese più ottimiste sul fatturato che sull'accesso al credito



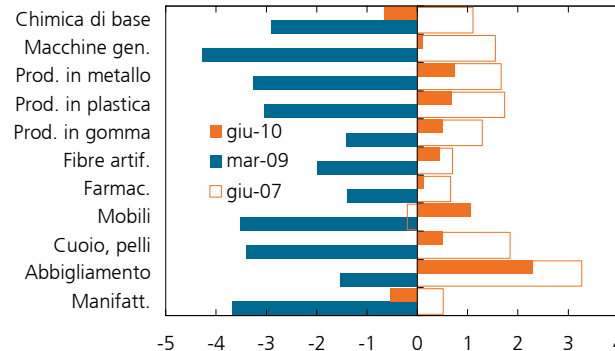
Fonte: CEIC, Indagine della PBOC

L'utilizzo della capacità produttiva si riporta ai livelli pre-crisi



Fonte: Thomson Reuters-Datastream. Indagine del NBS

Fiducia delle imprese: in miglioramento in quasi tutti i settori



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo. Distanza dalla media 2002-08 espressa in deviazioni standard. Indagine del NBS

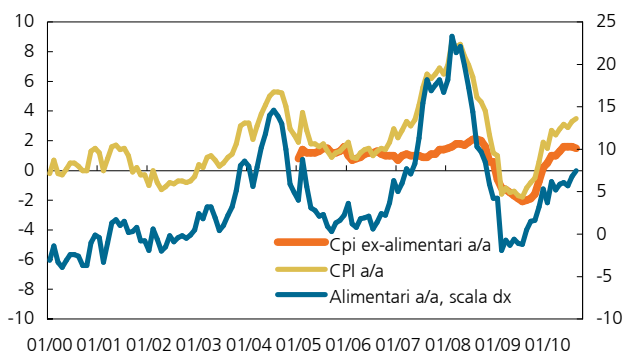
Nella rilevazione Markit dell'indice PMI in agosto sono tornati sopra 50 l'indice totale (a 51,86 da 49,43 di luglio) e le componenti di produzione (52,38) e nuovi ordini (52,7), mentre la componente ordini dall'estero è lievemente calata a 49,5 da 49,8 di luglio. Gli aumenti nella rilevazione dell'Ufficio statistico, di solito più volatile, sono stati di minore entità, ma gli indici non erano mai scesi al di sotto di 50. Gli indici anticipatori, sia dell'ufficio statistico sia dell'OCSE nella componente "leading trend", hanno continuato a rallentare anche negli ultimi tre mesi. In considerazione dell'andamento degli indici di attività e degli indici anticipatori continuiamo ad aspettarci una decelerazione della produzione industriale nei prossimi mesi.

I **prezzi alla produzione** hanno mostrato qualche segnale di rallentamento. I prezzi degli input sono saliti del 7,5% a/a in agosto, in rallentamento rispetto al picco del 12,2% a/a di maggio. Una dinamica simile ha caratterizzato i prezzi degli output (prezzi alla produzione), saliti del 4,3% a/a in agosto, rispetto al 7,1% a/a in maggio. L'inflazione dei **prezzi al consumo** è, invece, salita a 3,5% a/a in agosto da 2,9% in giugno. I prezzi alla produzione continuano a beneficiare

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

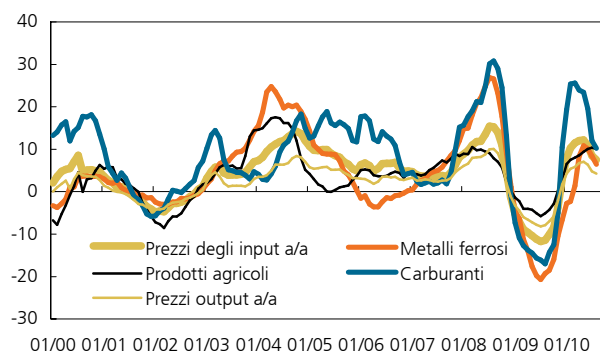
del rallentamento dei prezzi del movimento terra (da 31,1% a maggio a 14,8% in agosto) causato sia dallo scemare dell'effetto base sia da variazioni negative tra giugno e luglio. La dinamica dei prezzi al consumo continua a risentire soprattutto dell'aumento dei prezzi di alcuni alimentari, come le verdure fresche e i cereali, e dell'aumento dei servizi, in particolare quelli legati all'abitazione, e dei prezzi dei medicinali tradizionali. L'inflazione *core* (1,5% in agosto, sostanzialmente invariata rispetto all'1,6% a maggio) e quella al netto di alimentari ed energia (+1,1% in agosto, vs 0,9% a maggio) rimangono ancora contenute indicando che non sussistono particolari pressioni sui prezzi dalla domanda, anche se le pressioni degli alimentari continueranno a pesare. Ci aspettiamo che l'inflazione, dopo un picco tra settembre e ottobre scenda leggermente per poi risalire nei primi mesi del 2011. In media l'inflazione dovrebbe attestarsi al 3,6% nel 2010 e al 4,1% nel 2011.

L'inflazione al netto degli alimentari rimane contenuta



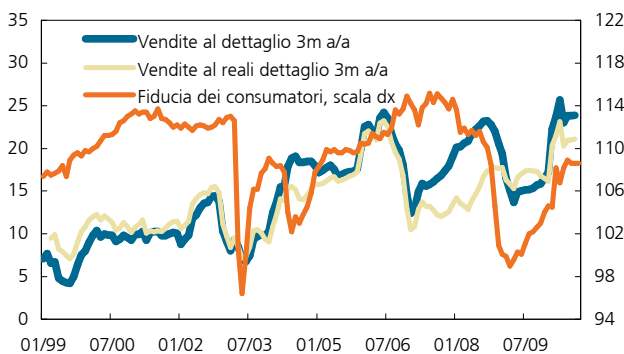
Fonte: Bloomberg

Rallenta l'inflazione dei prezzi alla produzione



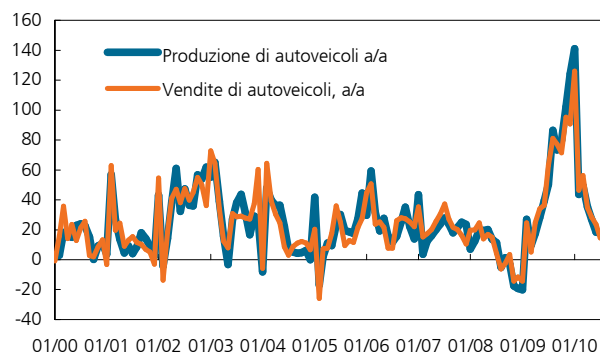
Fonte: Bloomberg

Le vendite al dettaglio continuano a crescere ...



Fonte: Bloomberg

... ma le vendite di auto rallentano



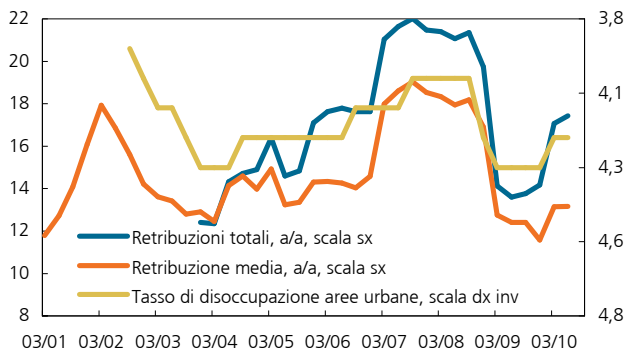
Fonte: EcoWin

Le **vendite al dettaglio** continuano a crescere a ritmi stabili e sostenuti in termini sia nominali (18,4% a/a in agosto) sia reali (14,9% a/a in agosto) anche se in decelerazione rispetto ai picchi di inizio anno. La vendita e la produzione di automobili hanno subito un sensibile rallentamento rispetto ai massimi di gennaio anche in termini cumulati, sia per un effetto base sia per variazioni mensili decrescenti o negative a partire dalla primavera, via via che si è ridotto il numero dei consumatori che fanno ricorso agli incentivi. Questi ultimi rimarranno comunque in vigore per tutto il 2010 e saranno potenziati da quelli per l'acquisto di auto elettriche. Rimarranno inoltre in vigore fino al 2011 gli incentivi per l'acquisto di elettrodomestici. La **spesa pro-capite nominale delle famiglie urbane**, dopo aver mostrato tassi di crescita superiori a quelli del reddito nominale tra il 4° trimestre del 2010 e il 1° trimestre del 2010, nel 2° trimestre del 2010 è tornata a crescere a tassi lievemente inferiori e in rallentamento rispetto al 1° trimestre dell'anno (8,7% vs

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

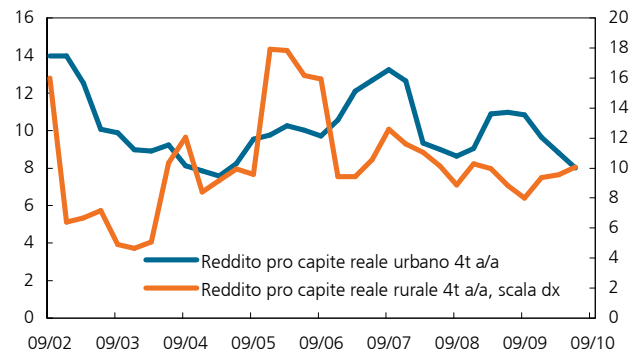
11,0%). La stessa dinamica ha seguito la spesa delle famiglie rurali, anche se ha mostrato una minor decelerazione (11,% vs 11,9%). L'aumento dell'inflazione ha causato un rallentamento più marcato della spesa in termini reali. I dati sul reddito medio disponibile mostrano un'accelerazione del **reddito pro-capite** sia urbano che rurale nel 2° trimestre del 2010 rispetto al 1° trimestre del 2010, sia in termini reali sia in termini nominali.

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



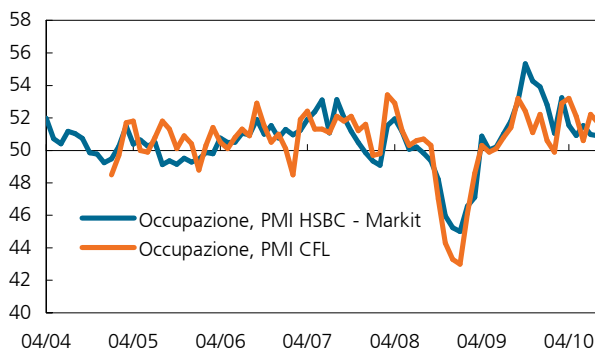
Fonte: Bloomberg, EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... e i redditi reali nelle zone rurali



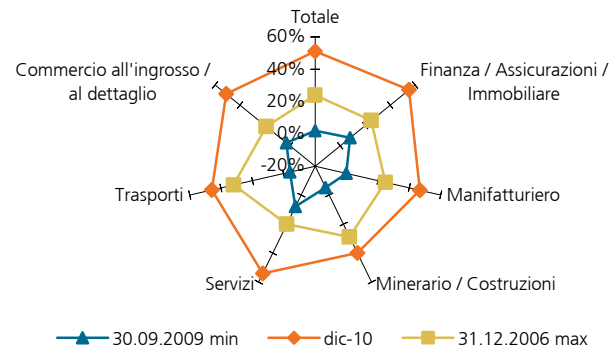
Fonte: Bloomberg, CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

PMI, componente occupazione



Fonte: Thomson Reuters-Datastream e Bloomberg

Indagine Manpower sulle intenzioni di assunzione: ben oltre i massimi del 2006



Fonte: Bloomberg

Il miglioramento del **mercato del lavoro** si è esteso al 2° trimestre. Il tasso di disoccupazione urbana è rimasto stabile al 4,2% nel 2° trimestre dal 4,3% in tutti i trimestri del 2009 e le retribuzioni totali sono salite del 17,4% a/a, in lieve accelerazione rispetto al 17,1% del 1° trimestre. Il numero degli occupati è salito del 4,5% a/a ed è continuato a salire anche il numero delle persone che hanno ritrovato lavoro dopo essere state licenziate. L'indagine Manpower sulle intenzioni di assunzione per il 4° trimestre del 2010, dopo l'aumento relativo al 3° trimestre, ha registrato un balzo di 24 punti percentuali, passando dal 27% al 51%, andando ben oltre il massimo visto nel dicembre del 2006. Gli aumenti più sensibili hanno riguardato il settore finanziario, assicurativo e immobiliare e quello dei trasporti e dei servizi pubblici. La media mobile a tre mesi della componente occupazione dell'indice PMI rimane sopra 50 anche se è scesa lievemente negli ultimi tre mesi.

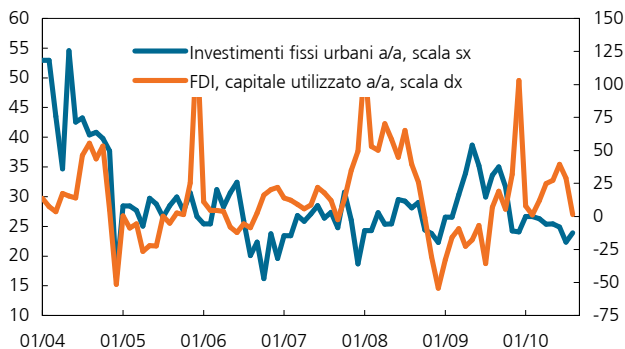
Il mercato del lavoro continua a migliorare

Gli investimenti a prevalenza statale sin da aprile hanno mostrato tassi di crescita meno elevati rispetto a quelli a prevalenza privata. Nell'insieme gli **investimenti fissi urbani** sono saliti del 23,9% a/a in agosto, lievemente al di sopra del 22,3% di luglio, ma se si considerano le variazioni 3m a/a la dinamica rimane in lenta decelerazione. Gli investimenti in sviluppo

Gli investimenti fissi continuano a decelerare lentamente

immobiliare continuano a salire a tassi elevati (34,1% a/a in agosto) e solo in lieve rallentamento rispetto al massimo di maggio (+36,9% a/a).

La crescita degli investimenti fissi totali si stabilizza su ritmi più contenuti



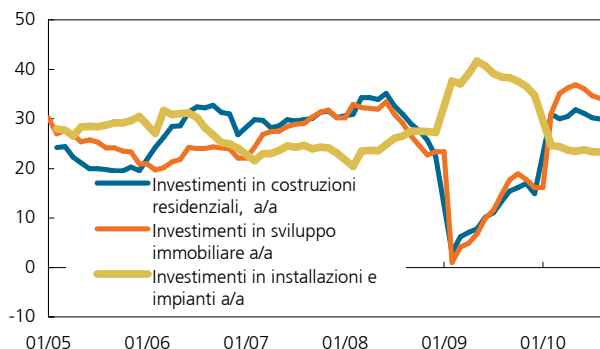
Fonte: Bloomberg

La crescita degli investimenti a prevalenza privata rimane al di sopra di quella degli investimenti a prevalenza statale



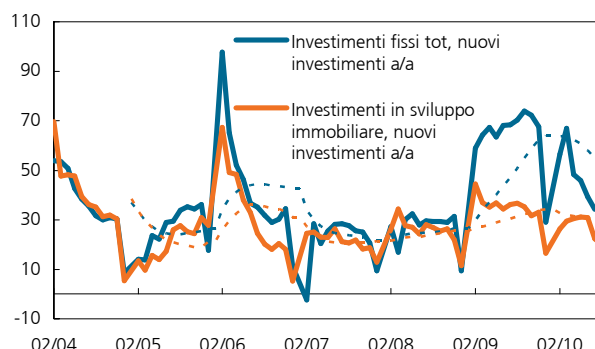
Fonte: EcoWin, variazioni su dati a prezzi correnti ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Investimenti in costruzioni e settore immobiliare solo in lieve rallentamento, mentre installazioni e impianti si stabilizzano



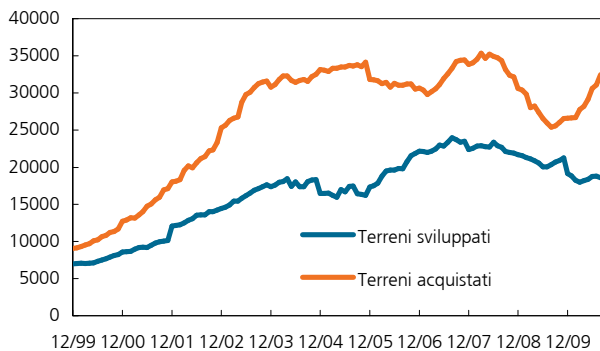
Fonte: EcoWin, dati nominali cumulati, variazione a/a

I nuovi investimenti continuano a rallentare



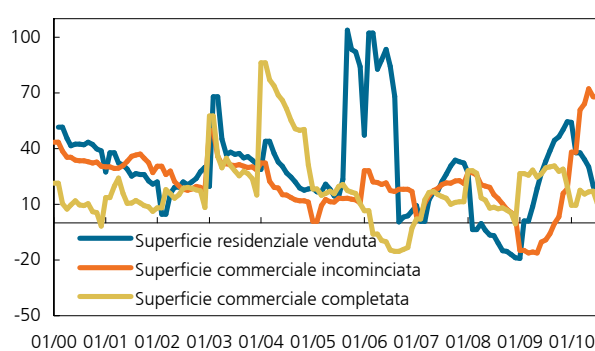
Fonte: dati nominali cumulati, variazione a/a. Linee tratteggiate: medie mobili a 12m

Aumenta la superficie dei terreni acquistati



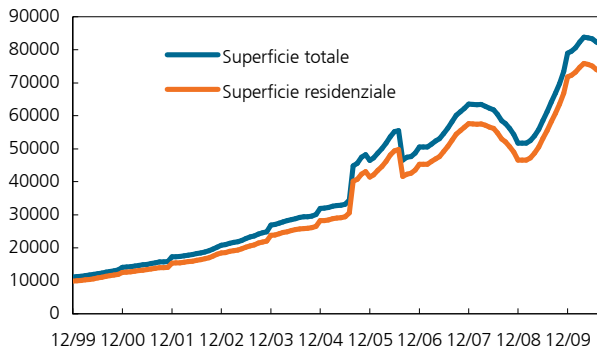
Fonte: CEIC, medie mobili a 12 mesi su dati mensili, migliaia di m²

Rallenta la superficie residenziale venduta, ma non quella su cui si comincia a costruire



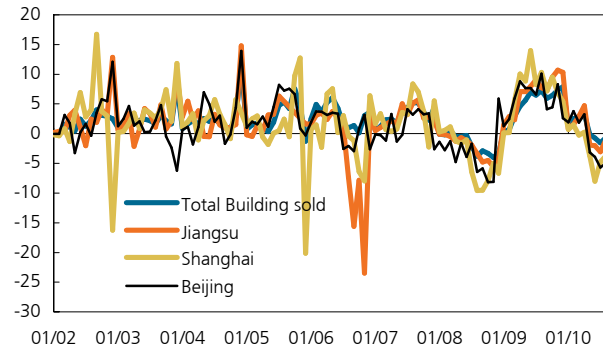
Fonte: CEIC, variazioni a/a sui dati cumulati in milioni di m²

Superficie residenziale venduta: non è solo effetto base



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

Vendite di immobili: rallentano anche in valore



Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, valore della superficie venduta mensile, variazioni m/m delle medie mobili a 12 mesi

Le misure restrittive⁹ prese dal Governo negli ultimi sei mesi al fine di evitare la speculazione sul mercato immobiliare cominciano ad avere effetto sulle transazioni e sui prezzi degli immobili. La **superficie residenziale venduta** è salita di un mero 6,7% a/a in agosto, in netto rallentamento rispetto ai mesi precedenti. Il rallentamento è dovuto in parte all'effetto base, e in parte a variazioni mensili negative, ad eccezione del mese di agosto che ha visto un rimbalzo. La stessa dinamica ha seguito il **valore delle vendite** di immobili, sia totali che residenziali. La superficie residenziale incominciata, invece, continua a salire, così come la superficie dei terreni acquistati. Questo comportamento potrebbe dipendere in parte dal ritardo con cui seguono il rallentamento delle vendite e in parte dalla ripresa dell'edilizia popolare su cui il governo sta puntando. Il Governo aveva, infatti, annunciato per quest'anno di voler allocare all'edilizia popolare un totale di 184 milioni di m² di superficie (di cui 95 già allocati nel primo semestre), il 67% in più rispetto al 2009.

Il mercato immobiliare mostra qualche segno di rallentamento

I **prezzi dei terreni** adibiti a costruzioni residenziali sono saliti ancora a ritmi elevati nel 2° trimestre (31,1% rispetto a 30,5% nel 1° trimestre), ma nel corso dell'estate il rallentamento dei prezzi degli edifici residenziali di lusso si è esteso alle altre tipologie di edifici, sia nel mercato primario sia in quello secondario. L'indice dei **prezzi delle proprietà immobiliari**¹⁰ è salito del 9,3% a/a in agosto, in rallentamento rispetto al massimo del 12,8% di aprile. Gli aumenti continuano a essere molto più marcati per gli edifici di nuova costruzione (+11,5% a/a in luglio) rispetto a quelli sul mercato secondario (+6,5% a/a in luglio), ma inferiori ai picchi di aprile (13,8% e 9,9% rispettivamente). I **prezzi degli edifici residenziali** di nuova costruzione sono saliti dell'11,7% in agosto, mentre quelli residenziali sul mercato secondario sono saliti del 6,2%: entrambi hanno mostrato prezzi fermi o in calo negli ultimi tre mesi. Il comparto degli edifici residenziali di lusso, che aveva mostrato nei primi mesi del 2010 aumenti mensili più elevati (del 3,4% m/m a gennaio e del 3,4% a febbraio, molto al di sopra della media storica) ha riportato variazioni congiunturali negative o nulle negli ultimi tre mesi. Cali marcati dei prezzi si sono registrati per gli edifici residenziali in particolare nel mercato primario a Shanghai e nel mercato secondario a Pechino.

La fiducia dei costruttori ha continuato a scendere lentamente ma, si trova poco al di sotto dei massimi di marzo. Pur rimanendo su livelli ancora elevati continua a scendere in maniera

⁹ Ricordiamo che il Governo, nel corso del 2010 ha alzato il *downpayment* (caparra) sulla prima casa (<90mq) dal 20% al 30% e sulla seconda casa dal 40% al 50% e ha deciso delle misure restrittive anche sulla terza casa, tra l'altro conteggiando la proprietà per nucleo familiare e non più per singolo individuo come è stato finora. A queste misure si aggiungono le raccomandazioni della China Banking Regulatory Commission (CBRC) sulla limitazione dei prestiti immobiliari.

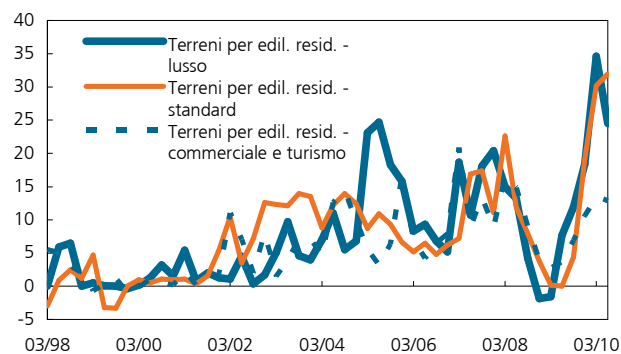
¹⁰ Indice dei prezzi delle proprietà immobiliari residenziali e commerciali rilevati in 70 grandi e medie città.

marcata, invece, la componente che riguarda la reperibilità delle fonti di capitale.

Gli **investimenti stranieri** diretti utilizzati dopo il forte recupero avviato nella seconda metà del 2009 e proseguito fino alla prima metà del 2010 hanno mostrato variazioni tendenziali decrescenti nei mesi estivi, passando da un massimo di 39,6% a/a in giugno a un minimo di 1,5% in agosto. Questo è dovuto essenzialmente alla scomparsa dell'effetto base, ma i flussi mensili di FDI rimangono in linea con le medie del 2008 e del 2007. Se si considerano le variazioni 3m a/a gli investimenti stranieri sono saliti del 23,9% in agosto.

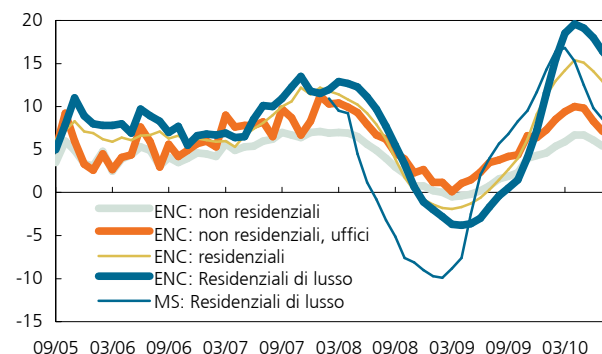
Gli investimenti stranieri se pur in decelerazione rimangono in linea con le medie del 2007 e del 2008

Il prezzo dei terreni adibiti all'edilizia residenziale continuano a salire a tassi elevati a eccezione del comparto del lusso



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

Il rallentamento dei prezzi degli immobili si estende a tutte le categorie



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

La crescita del **credito** totale in valuta domestica è scesa da una media del 21,8% nel trimestre marzo-maggio a una media del 18,4% nel trimestre giugno-agosto. La lievissima accelerazione tra giugno (18,2% a/a) e agosto (18,6%) segue la dinamica di M2, la cui crescita sale dal 17,6% di luglio al 19,2% di agosto. Il **nuovo credito in valuta locale** nei primi otto mesi dell'anno (pari a 5.699 miliardi di yuan) risulta minore rispetto allo stesso periodo del 2009 (8.132 miliardi), ma rimane ancora molto elevato rispetto agli anni precedenti ed è pari al 76% del target stabilito per il 2010 (7.500 miliardi). I prestiti a medio-lungo termine sono saliti del 34,8% in agosto, continuando a decelerare rispetto ai massimi di inizio 2010. Lo stesso comportamento mostra il credito al consumo, salito del 45,9% rispetto al picco di 59,4% di aprile. Il rapporto **incagli** sul totale dei crediti ha continuato a scendere anche nel 2° trimestre del 2010 per tutte le categorie.

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

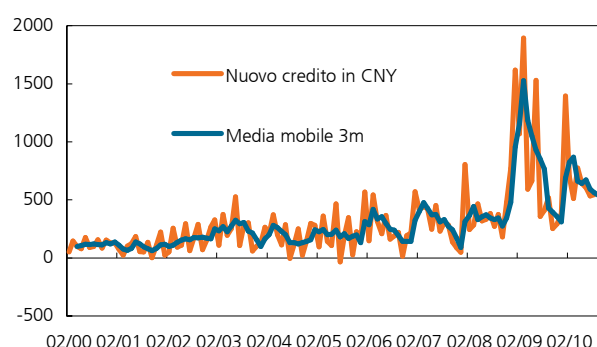
Il tasso di crescita del credito continuerà a decelerare nei prossimi mesi soprattutto per il forte effetto base e in parte per effetto sia della *moral suasion* della **China Banking Regulatory Commission** (CBRC) e della PBOC sia delle misure amministrative prese nei mesi scorsi per evitarne una crescita troppo elevata soprattutto in settori considerati non efficienti, come quelli dell'industria pesante, o oggetto di rischio e attività speculativa, come quello immobiliare.

Recentemente la CBRC ha, infatti, ribadito che le banche devono attenersi strettamente alle direttive sui prestiti immobiliari in particolare verso i veicoli finanziari dei Governi locali perché il credito loro concesso sta ancora crescendo a tassi "eccessivamente elevati". La CBRC dopo aver imposto alle banche, a inizio anno, un riesame dei prestiti concessi alle unità finanziarie dei Governi locali e uno stop ai finanziamenti a progetti non sostenuti da capitale o garantiti solo dalle entrate fiscali attese è di nuovo intervenuta a fine aprile imponendo alle banche più grandi di condurre degli **stress test sui prestiti immobiliari** concessi a queste unità finanziarie ipotizzando cali dei prezzi degli immobili del 10, 20 e 30%. I risultati non sono ancora stati

Rimangono inalterati i rischi degli effetti negativi del rallentamento del mercato immobiliare sul settore bancario e sulle finanze dei governi locali

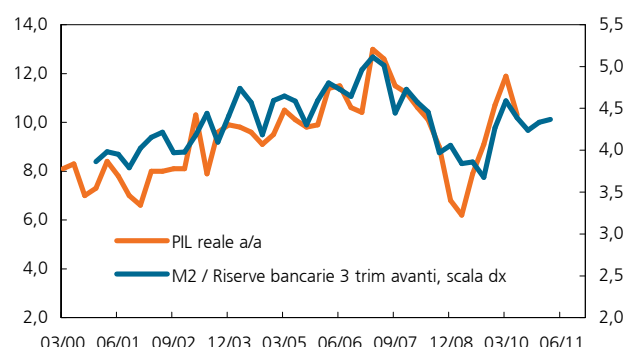
pubblicati, ma fonti non ufficiali hanno recentemente riferito¹¹ che i test mostrano un aumento dei NPL ratios dei prestiti immobiliari del 2,2% nel caso di un calo dei prezzi degli immobili del 30% e un rialzo dei tassi di 108pb. Questo implicherebbe un calo dei profitti al lordo delle imposte del 20%. La CBRC ha comunicato ufficialmente che gli scenari di calo dei prezzi imposti non rappresentano la loro previsione principale, ribadendo che la situazione è ritenuta sotto controllo perché gran parte dei prestiti sono garantiti. Tuttavia, notizie di stampa riportano che, nel corso dell'estate, la CBRC abbia richiesto un ulteriore *stress test* con uno scenario di calo dei prezzi fino al 60% agli istituti di credito che hanno sede nelle regioni dove i prezzi sono saliti di più, testimoniando la preoccupazione di fondo su questo fronte. Contemporaneamente la CBRC ha annunciato che sta vagliando una riforma del mercato dei bond emessi dai Governi locali e dalle loro entità finanziarie, e sta lavorando a un innalzamento degli indici di adeguatezza patrimoniale (*Capital Adequacy Ratios*), che per le banche più grandi potrebbe passare dall'11,5% al 15%.

Nuovo credito ancora molto elevato rispetto al passato



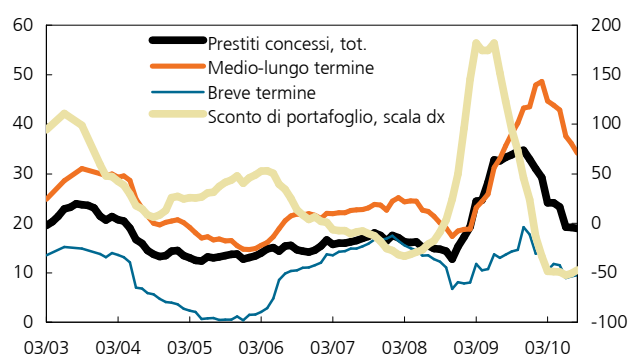
Fonte: Bloomberg

L'andamento del credito segnala un rallentamento del PIL



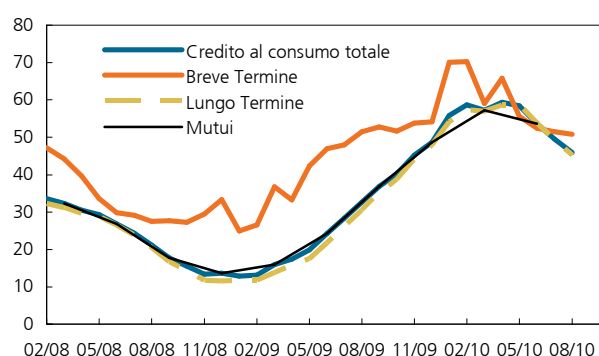
Fonte: Bloomberg

Il credito continua a rallentare



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

Politica economica e politica monetaria

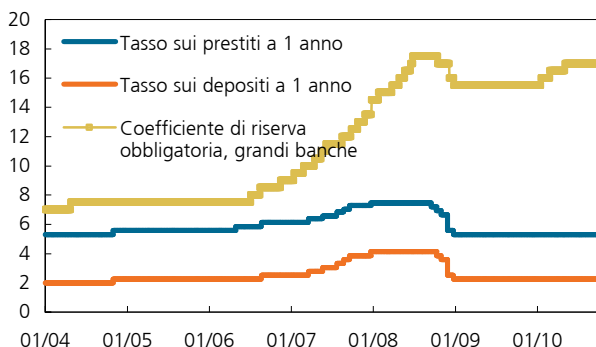
La **People's Bank of China** (PBOC), dopo i tre rialzi di 50pb del coefficiente di riserva obbligatoria effettuati tra gennaio e maggio, ha lasciato i tassi invariati pur continuando un moderato drenaggio della liquidità attraverso le emissioni nette di titoli obbligazionari positive, con un aumento delle emissioni di titoli a 3 anni e una progressiva riduzione dei titoli a 1 anno e a 3 mesi.

Continua la normalizzazione monetaria attraverso le misure amministrative

¹¹ Vedi: "China property prices rise 10,3%, least in six months", update 3, Bloomberg news 10 agosto 2010.

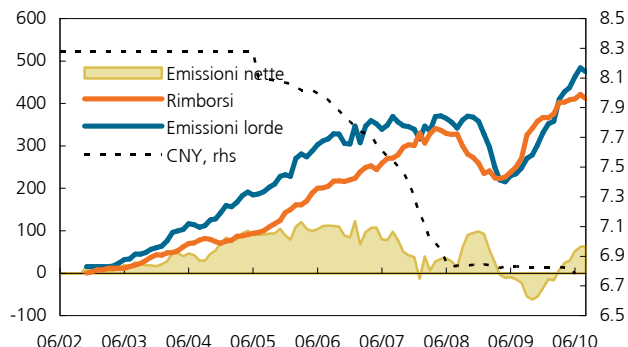
Le Autorità monetarie hanno confermato, nel recente *Financial Stability Report*, che intendono mantenere la politica monetaria "moderatamente espansiva" nel 2010, anche se più flessibile e orientata ai target di mantenimento di una crescita economica stabile e rapida, di ribilanciamento della crescita e di gestione delle aspettative d'inflazione. La crescita degli aggregati monetari M1 e M2 sta rallentando, ma si mantiene sulla media storica pre-crisi. I tassi reali sui prestiti stanno scendendo e quelli sui depositi sono in territorio negativo da febbraio. Le aspettative d'inflazione nell'indagine presso i consumatori condotta dalla PBOC sono salite nel 3° trimestre, registrando il 3° incremento consecutivo. I tassi reali sui depositi sono negativi fin dall'inizio del 2010, mentre quelli sui prestiti pur positivi sono su livelli molto bassi. Nei mesi passati diversi economisti membri del Comitato di politica monetaria della PBOC, ma non dotati di potere decisionale, hanno espresso perplessità sull'opportunità di mantenere ancora a lungo i tassi così bassi. Recentemente alcune banche hanno cominciato a offrire *benefit* di vario tipo alla clientela con lo scopo di aumentare i depositi, non potendo offrire liberamente tassi più elevati. La PBOC è intervenuta ufficialmente per condannare questa pratica, alimentando le aspettative di un imminente rialzo dei tassi sui depositi, non potendo procedere troppo velocemente con il necessario processo di liberalizzazione. La PBOC è impegnata a trovare un difficile equilibrio tra sostegno alla crescita e ribilanciamento della stessa. Riteniamo probabile che la PBOC, preoccupata che la graduale decelerazione in atto possa prendere più velocità, voglia aspettare ancora qualche mese di dati in particolare sulle esportazioni, prima di decidere se intraprendere altre misure amministrative o intervenire sui tassi ufficiali per rallentare ulteriormente la crescita del credito.

I tassi ufficiali rimangono invariati



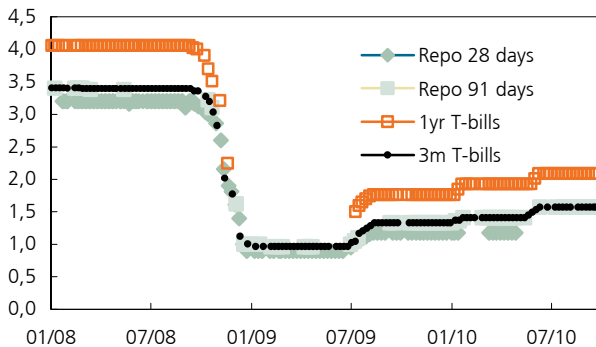
Fonte: Bloomberg

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



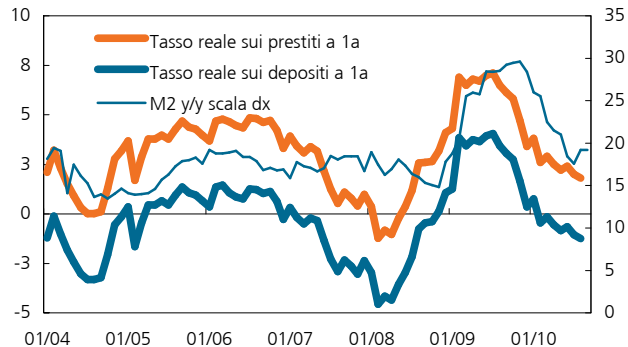
Fonte: CEIC, medie mobili a 12 mesi

La PBOC colloca i titoli a breve a tassi crescenti



Fonte: CEIC

I tassi reali scendono, il rallentamento di M2 è contenuto

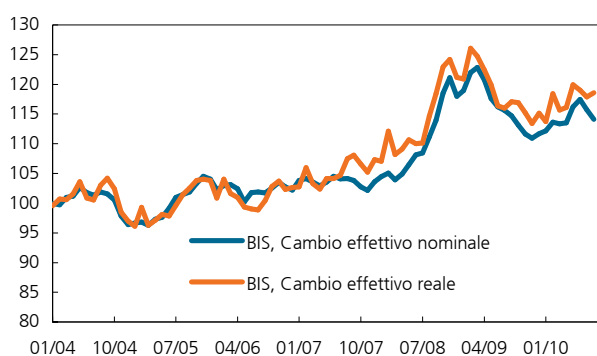


Fonte: Bloomberg

La moneta cinese, dopo un momentaneo apprezzamento seguito all'annuncio della ripresa della flessibilità il 19 giugno, si era stabilizzata fino a inizio agosto, e addirittura marginalmente deprezzata successivamente. Dall'1 settembre ha ripreso il movimento iniziale, apprezzandosi complessivamente dell'1,16% tra il 21 giugno e il 21 settembre. Nel frattempo si è tuttavia deprezzata del 5,5% vs yen e del 6,4% vs euro: il cambio effettivo nominale si è conseguentemente deprezzato del 2,8% tra giugno e agosto. Gli esponenti del Congresso americano, pur apprezzando gli sforzi cinesi, continuano a ritenere il cambio significativamente sottovalutato in linea con quanto espresso recentemente dal FMI¹². Essi giudicano insufficiente il recente ritmo di apprezzamento¹³, soprattutto alla luce del deprezzamento del cambio effettivo e auspicano maggiori progressi su questo fronte, come pure su quello, ritenuto altrettanto importante e strategico, della reciprocità delle condizioni di investimento, delle regole di mercato e della liberalizzazione degli investimenti nei servizi.

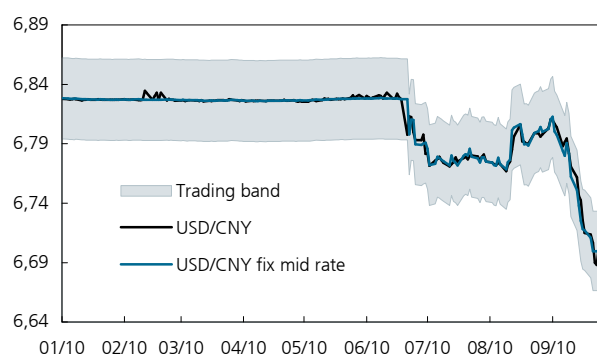
Il cambio riprende ad apprezzarsi...

Cambio effettivo nominale si deprezza negli ultimi 3 mesi



Fonte: Bloomberg

Il Renminbi torna ad apprezzarsi vs dollaro



Fonte: Bloomberg

Le politiche industriali cinesi volte a promuovere l'innovazione e la competenza tecnologica sono ritenute dagli Stati Uniti, ma anche da altri paesi industrializzati, discriminatorie e poco tutelanti il diritto di proprietà intellettuale, la cui difesa effettiva in Cina rimane ancora molto debole. In questo senso le proteste di molti paesi e multinazionali contro le regole proposte per le forniture governative (*Government Procurement*) e contro il nuovo piano decennale per lo sviluppo dell'innovazione tecnologica allo studio del Ministero delle Scienze e della Tecnologia. Le prime, presentate a febbraio, volevano escludere dalle forniture governative alcuni prodotti tecnologici (software per la crittografia, tipo firewalls, smart card ect) a meno che non fossero sottoposti a test e certificazione di conformità agli standard cinesi, con conseguenti restrizioni del diritto di proprietà intellettuale che sono state poi parzialmente allentate in primavera. Il piano per lo sviluppo dell'innovazione tecnologica, secondo fonti di stampa¹⁴, vorrebbe imporre alle aziende straniere produttrici di auto elettriche o ibride di entrare in partecipazione con industrie cinesi mantenendo solo quote di minoranza. Questi temi sono destinati a rimanere un punto caldo di discussione tra Stati Uniti e Cina nei prossimi trimestri, aggiungendosi a quello dell'apprezzamento dello yuan e delle dispute commerciali¹⁵.

... ma con gli Stati Uniti, e non solo, permangono motivi di contrasto soprattutto sulle politiche industriali

¹² Vedi: People's Republic of China: 2010 Article IV Consultation—Staff Report: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2010/cr10238.pdf>

¹³ Vedi intervento del Segretario del Tesoro Geithner del 16.09.2010, <http://www.treasury.gov/press/releases/tg858.htm>

¹⁴ Si veda The Wall Street Journal del 16 settembre 2010.

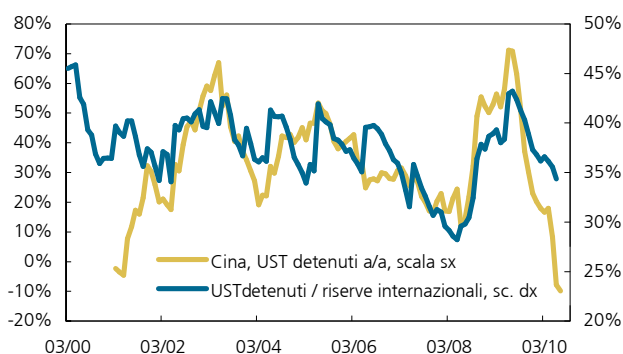
¹⁵ Gli Stati Uniti hanno recentemente citato la Cina davanti al WTO per discriminazione rispetto ai fornitori americani di servizi di pagamento elettronici e per l'imposizione di dazi alle importazioni dagli USA di prodotti di acciaio di alta tecnologia conosciuti come " *Grain-Oriented Electrical Steel*".

Il recente movimento di apprezzamento del cambio si è, di fatto, verificato in concomitanza con diversi interventi di critica di esponenti dell'amministrazione americana. I segnali di miglioramento delle esportazioni cinesi restano tuttavia insufficienti a controbilanciare l'incertezza sia sulla domanda mondiale sia sugli effetti della crisi finanziaria europea, nonché i rischi al ribasso sulla crescita cinese che provengono dall'evoluzione economica interna. Ci aspettiamo, quindi, che lo yuan venga mantenuto su un trend di apprezzamento minimo e graduale, anche se potrebbe mostrare più volatilità rispetto al passato visto, da un lato, la politica di diversificazione delle riserve, e dall'altro, visti i notevoli passi avanti per estendere la convertibilità della moneta che, seppur positivi, potrebbero favorire ulteriori flussi speculativi.

Le riserve cinesi sono scese di 36 miliardi di dollari tra aprile e giugno. Gli acquisti di titoli di stato americani stanno rallentando fin dalla fine del 2009: l'ammontare dei titoli detenuti a luglio è sceso del 10% a/a. A questo calo è corrisposto un parallelo massiccio acquisto di attività finanziarie giapponesi, che ha addirittura spinto la BOJ a chiedere spiegazioni. Gli investimenti di portafoglio cinesi netti vs il Giappone sono, infatti, saliti in maniera esponenziale negli ultimi sei mesi. Il rallentamento degli acquisti di Treasury a favore di altre attività finanziarie proseguirà parallelamente al graduale apprezzamento del cambio, come accadde prima del riaggancio al dollaro.

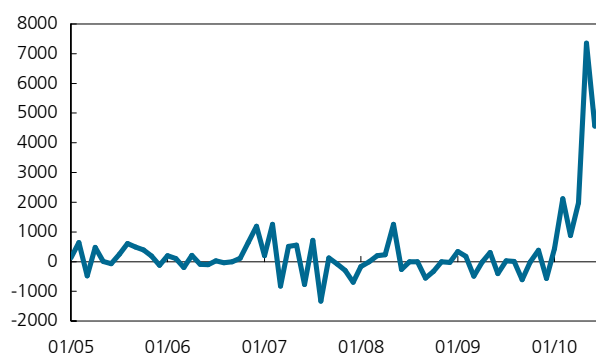
Riprende il processo di diversificazione delle riserve...

Rallentano sensibilmente gli acquisti di UST...



Fonte: Bloomberg

... e aumentano gli acquisti di asset giapponesi (100 mln di JPY)

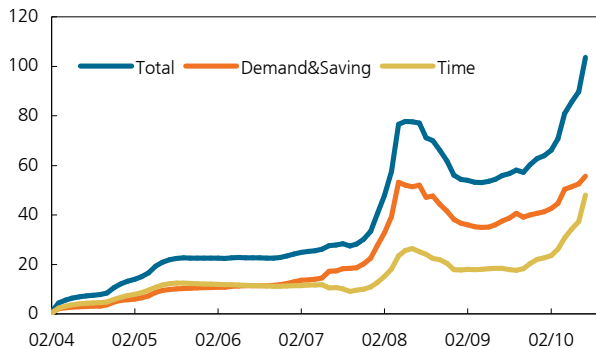


Fonte: Ministero delle Finanze giapponese (MOF), Investimenti netti di portafoglio da parte della Cina

La Cina sta parallelamente procedendo con le misure atte ad aumentare progressivamente l'uso e, dunque, la convertibilità del renminbi. Il programma pilota partito a luglio del 2009 per i pagamenti cross-border è stato ampliato a partire dal 22 giugno del 2010 a 20 province e città della Cina continentale. Le imprese autorizzate residenti in queste province potranno regolare le transazioni commerciali con l'estero in renminbi attraverso le piattaforme di clearing ad Hong Kong e Macao o attraverso le banche commerciali locali che agiscono per conto delle banche estere che vogliono partecipare al programma. Inoltre, nell'estate sono stati rimossi tutti gli ostacoli all'attività in yuan con le banche di Hong Kong che potranno liberamente offrire conti in yuan alla clientela corporate e privata e prestiti in yuan alla clientela corporate, nonché altri servizi finanziari e assicurativi secondo le linee guida già espresse in febbraio. La piattaforma di clearing in yuan ad Hong Kong potrà, inoltre, fornire servizi di cambio di banconote alle banche di Taiwan autorizzate. Infine, sempre nel corso dell'estate, è stato annunciato un nuovo programma pilota che permette a istituzioni finanziarie estere autorizzate di investire nel mercato interbancario cinese dei titoli obbligazionari. I depositi in CNY presso le banche di Hong Kong a luglio sono saliti del 15% m/m e dell'86% a/a e, date le misure citate e le attese di apprezzamento del cambio, i depositi e le transazioni in yuan continueranno ad aumentare.

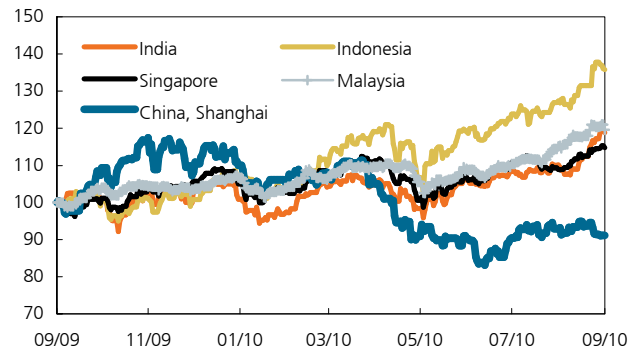
... e accelerano le misure per aumentare l'utilizzo del renminbi nelle transazioni internazionali

Depositi in CNY presso le banche di Hong Kong (mld di CNY)



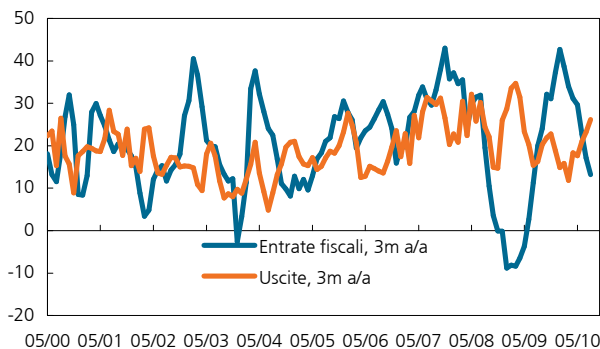
Fonte: Bloomberg

La performance della borsa è debole



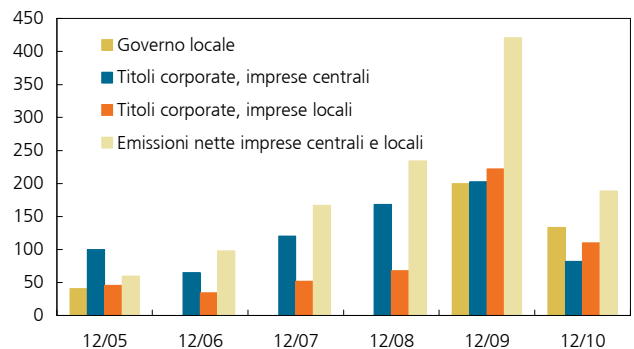
Fonte: Bloomberg, dati ribasati al 20 settembre 2009

Le entrate fiscali del Governo centrale sono stabili



Fonte: Bloomberg

Il debito è aumentato soprattutto se si includono le imprese statali



Fonte: CEIC, emissioni lorde di titoli dove non specificato

A livello del Governo centrale le entrate fiscali stanno crescendo stabilmente, nonostante il rallentamento dovuto all'effetto base, grazie soprattutto alle imposte sul reddito delle imprese e alle imposte sui consumi. Il rapporto deficit/PIL dovrebbe attestarsi intorno a 2,7% nel 2010 e aumentare marginalmente a 3,5% nell'anno successivo. Lo stato dei conti pubblici potrebbe tuttavia non essere così roseo come appare soprattutto per le diverse poste fuori bilancio in particolare dei Governi locali, che rimangono di difficile contabilizzazione data la poca trasparenza e affidabilità dei dati. Secondo recenti notizie di stampa una recente procedura di auditing avrebbe appurato che 7 province, 10 città e 14 distretti amministrativi avrebbero avuto debiti pari al 100% delle entrate fiscali.

Prospettive e rischi

Le prospettive di crescita rimangono positive anche se l'andamento del credito, delle riserve bancarie e degli investimenti, continuano a puntare a una graduale decelerazione nei prossimi trimestri.

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

Nonostante il basso rapporto deficit/PIL i conti pubblici potrebbero non essere così in ordine come appaiono

India: l'economia cresce e l'inflazione rimane elevata

- L'economia indiana continua a crescere a ritmi sostenuti. Nel 2° trimestre il PIL (al costo dei fattori) è salito dell'8,8% rispetto all'8,6% del 1° trimestre, grazie a una ripresa del settore agricolo (+2,8% a/a) che, insieme a quello dei servizi, ha compensato il rallentamento del settore industriale, in particolare manifatturiero. L'attesa ripresa del settore agricolo, supportato dall'andamento migliore delle attese delle piogge del monzone estivo, fornirà un contributo positivo alla crescita anche nei prossimi trimestri. I consumi hanno continuato a tenere bene nel 2° trimestre, controbilanciando il rallentamento degli investimenti fissi (cresciuti del 7,6% dopo il 17,7% del 1° trimestre) e il contributo negativo del canale estero.
- Gli indici di attività e di fiducia puntano ancora al mantenimento di ritmi di crescita elevati nei prossimi trimestri. I consumi hanno buone prospettive di tenuta sostenuti sia dal miglioramento del mercato del lavoro sia dalla politica fiscale, che nonostante il processo di consolidamento, grazie a un allentamento della pressione fiscale, rimane favorevole alle famiglie.
- L'inflazione rimane elevata a 8,5% in agosto per i prezzi all'ingrosso e all'11,5% per i prezzi al consumo, con pressioni al rialzo derivanti anche dai comparti non strettamente alimentari. I rischi rimangono al rialzo prefigurando altri interventi sui tassi da parte della RBI nei prossimi mesi.
- A nostro avviso, la crescita nel 2010 rimarrà elevata a 8,2% nel 2010, in accelerazione rispetto al 2009, e guidata da un consolidamento della dinamica sia dei consumi privati sia degli investimenti, che traineranno l'economia anche nel 2011.
- L'incertezza sulla solidità della ripresa della domanda internazionale e sui possibili impatti negativi provenienti da un revival della crisi finanziaria dell'area euro lasciano invariati i rischi al ribasso sulla crescita indiana.

Silvia Guizzo

Previsioni macro	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
PIL (prezzi costanti)	9,2	9,8	9,5	7,4	6,7	8,2	8,3
Consumi privati	8,2	8,4	9,2	8,2	4,9	4	9
Consumi pubblici	13,2	2,8	3,9	22,8	10,6	0,2	9,7
Investimenti fissi	16,1	14,9	16,1	6,1	3,2	17,9	10
Esportazioni	28,7	24,9	6,8	20,9	-9,8	16,1	10,7
Importazioni	30,2	25,7	7,1	31,7	-7,4	11,1	15,1
Produzione industriale	7,9	10,5	9,9	4,4	6,6	11	9,2
Inflazione (CPI)	4	6,3	6,4	8,3	10,9	11,3	5,0
Tasso di disoccupazione	8	8	8	8	8	8	8
Salari medi	12,4	13,1	13,8	13,3	6,2	15,5	11,6
Tasso sui prestiti a 1 anno	6,1	6,9	7,7	7,9	4,8	5,6	7,3
Cambio USD/INR (media)	44,1	45,3	41,3	43,5	48,4	46,3	47,1
Saldo delle partite correnti	-457,2	-431,2	-311,3	-1392,4	-1270,1	-2589,6	-3319,3
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	-1.3	-1.0	-0.7	-2.5	-2.1	-3.7	-4.2
Saldo di bilancio in % del PIL	-4.0	-3.2	-2.6	-4.9	-7.2	-4.1	-4.9

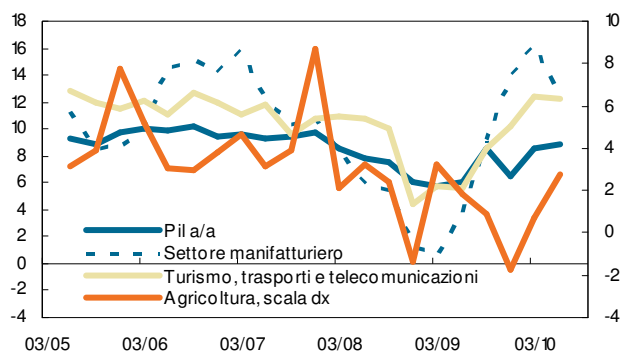
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Oxford Economic Forecasting, Intesa Sanpaolo

Crescita e inflazione

L'economia indiana continua a crescere a ritmi sostenuti. Nel 2° trimestre il PIL (al costo dei fattori) è salito dell'8,8% rispetto all'8,6% del 1° trimestre, grazie a una ripresa del settore agricolo (+2,8% a/a) che, insieme a quello dei servizi, ha compensato il rallentamento del settore industriale, in particolare manifatturiero. I consumi hanno continuato a tenere bene nel 2° trimestre, controbilanciando il rallentamento degli investimenti fissi (cresciuti del 7,6% dopo il 17,7% del 1° trimestre) e il contributo negativo del canale estero.

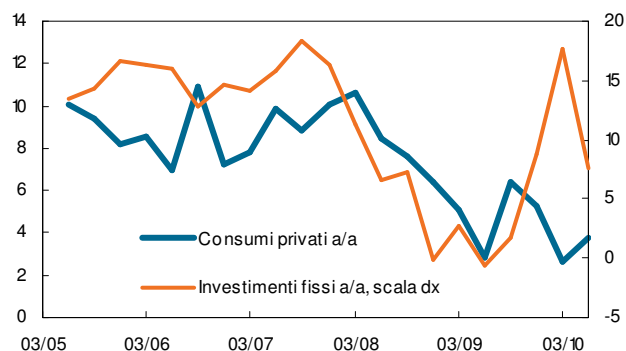
La crescita rimane solida...

L'agricoltura compensa la decelerazione del manifatturiero



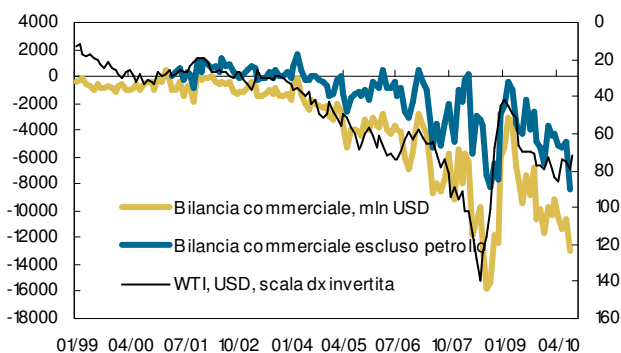
Fonte: EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I consumi privati tengono mentre rallentano gli investimenti



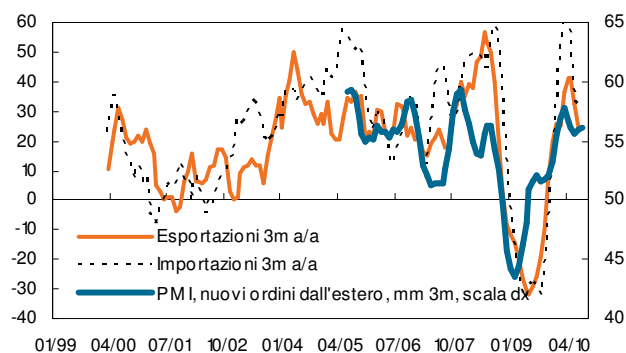
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Bilancia commerciale



Fonte: Bloomberg, flussi mensili in milioni di dollari

Il commercio estero rallenta dai picchi di inizio anno



Fonte: Bloomberg, HSBC-Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le **esportazioni** stanno continuando a crescere a ritmi sostenuti ma inferiori a quelli delle **importazioni**, sia in totale (a luglio + 24,0% 3m a/a vs 31,2%) sia al netto del petrolio. Entrambe sono in rallentamento rispetto ai picchi di aprile, in parte per lo scemare dell'effetto base, e in parte, soprattutto per le esportazioni, per variazioni congiunturali positive ma decrescenti. Questo ha contribuito a un ulteriore peggioramento del **deficit della bilancia commerciale** che, nei primi 7 mesi del 2010, al netto del petrolio, ha infatti toccato ca. 36,0 miliardi di dollari, rispetto a 17 miliardi dello stesso periodo del 2009 mentre il deficit della bilancia commerciale totale è arrivato a 73,3 miliardi. La media a tre mesi della componente ordini dall'estero dell'indice PMI rimane su livelli elevati (56,2 a luglio) anche se agosto ha visto un calo di quasi 2 punti rispetto a luglio. La ripresa delle esportazioni potrebbe essere meno rosea delle attese nei prossimi mesi, mentre le importazioni dovrebbero continuare a salire a ritmi più elevati, trainate dalla domanda interna. Nonostante la tenuta della bilancia dei servizi e dei trasferimenti, che sono attese ampiamente positive, il saldo negativo delle partite correnti potrebbe attestarsi al 3,7% del PIL nel 2010.

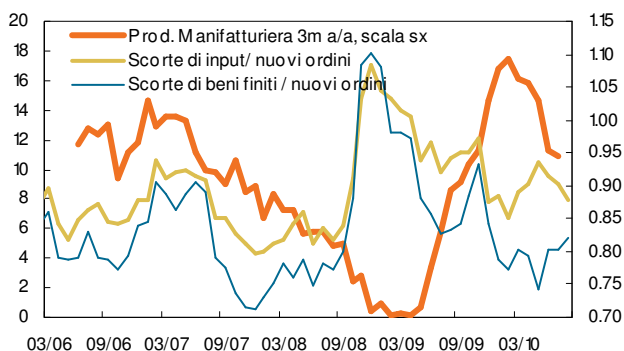
... anche se il deficit commerciale continua a peggiorare

La **produzione industriale** è cresciuta del 10,7% nel 2° trimestre, in rallentamento rispetto al 15,2% del 1° trimestre, ma si mantiene ancora su ritmi elevati (10,3% 3m a/a a luglio). La decelerazione è dovuta essenzialmente alla scomparsa dell'effetto base favorevole a partire da giugno e alla volatilità dei dati di produzione dei beni capitali che a giugno ha subito un forte calo, per poi rimbalzare a luglio. Il trend sottostante rimane positivo seppure in lieve decelerazione, come testimoniano le variazioni m/m e l'andamento del PMI. Pur in rallentamento dal massimo di maggio (59), l'indice totale si è comunque mantenuto in area 57 negli ultimi tre mesi e la componente "nuovi ordini" si mantiene sopra 60 da dicembre anche se è calata la

La produzione industriale rallenta temporaneamente ma gli indici di attività rimangono elevati

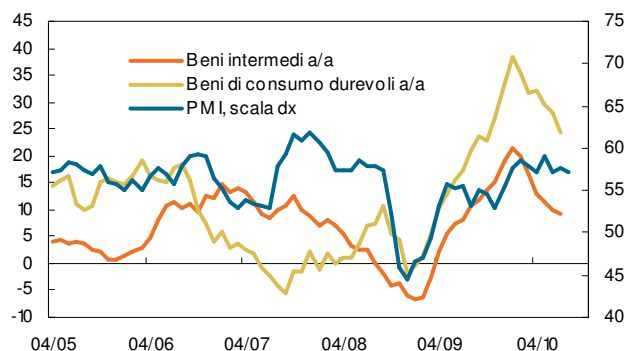
componente che misura gli ordini arretrati. Rimangono ancora elevati gli aumenti registrati nella produzione di beni di consumo durevoli (24,4% 3m a/a in luglio) e dei beni capitali (30,6% 3m a/a in luglio) anche se lontani dai massimi della primavera. I dati sui movimenti dei cargo segnalano una crescita sostenuta sia del traffico domestico sia di quello internazionale fino a giugno, mentre quelli sugli incassi delle ferrovie segnalano una decelerazione dell'attività dei mesi estivi. L'indice anticipatore di trend OCSE ha continuato a scendere segnalando la prosecuzione del rallentamento nel 3° trimestre. Al contrario la componente "nuovi ordini" dell'indice di fiducia degli imprenditori è risalita nel 3° trimestre così come la fiducia degli imprenditori. Questi dati, insieme agli elevati livelli dell'indice PMI, continuano a segnalare una buona tenuta del tasso di crescita della produzione industriale nei prossimi mesi, seppur su livelli meno elevati rispetto all'inizio dell'anno.

La produzione cresce a ritmi elevati seppur in rallentamento ...



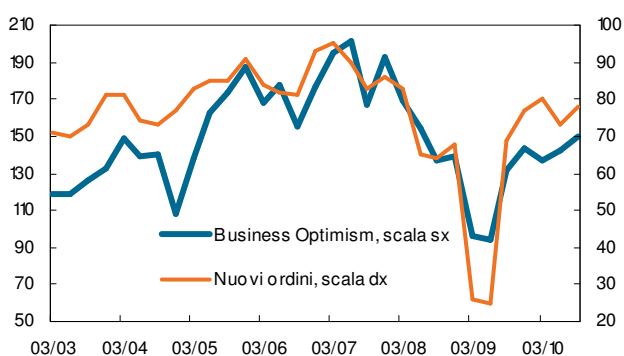
Fonte: Bloomberg, Thomson Reuters - Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... in tutti i comparti



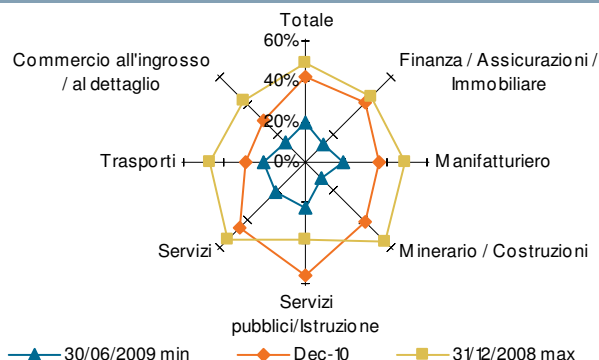
Fonte: Bloomberg, Thomson Reuters - Datastream, var. 3m a/a

Indagine di fiducia Dun & Bradstreet



Fonte: EcoWin

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



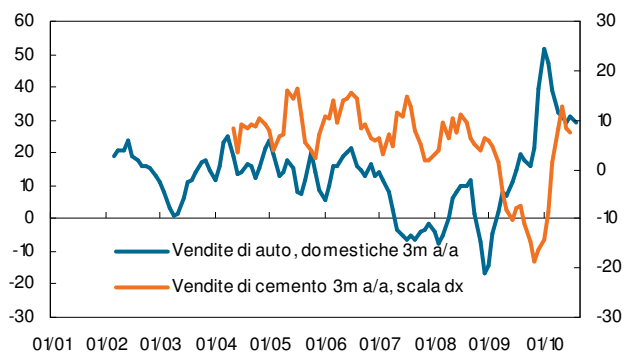
Fonte: Bloomberg

Le vendite di auto continuano a crescere a tassi elevati ma in diminuzione rispetto ai picchi di inizio anno, riflettendo sia lo scemare dell'effetto base sia la revoca degli incentivi fiscali. Le vendite di cemento, aidate dal recupero del settore costruzioni, dopo un massimo in primavera, sono tornate a decelerare. Il settore dei servizi registra una stabilizzazione delle presenze turistiche e un rallentamento dei ricavi ad esse legati, ma tassi di crescita stabilmente vicino al 50% degli utenti di telefoni cellulari. La media a tre mesi del PMI servizi a 61,7 in agosto, rimane sui massimi storici, nonostante il calo tra giugno e agosto, puntando ancora a una forte crescita del settore nei prossimi trimestri.

Le vendite e i servizi, pur in decelerazione, rimangono forti

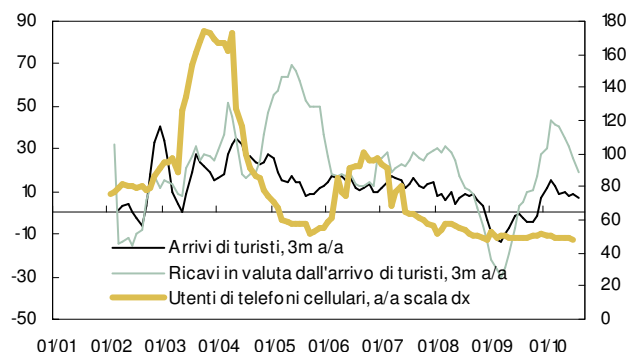
La componente occupazione dell'indice PMI, dopo un massimo a 52,8 a maggio ha continuato a scendere rimanendo in area 49 sia a luglio sia in agosto. L'indagine Manpower sulle aspettative di assunzione per il 4° trimestre, è rimasta sul livello del trimestre precedente a 42%, vicino ai massimi della serie, mostrando tuttavia cali in diversi settori, in particolare nel manifatturiero e costruzioni compensati dall'eccezionale aumento nel settore della pubblica amministrazione e dell'istruzione. Nel complesso la situazione rimane favorevole alla tenuta dei consumi.

Le vendite di auto salgono ancora a tassi elevati



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Si stabilizzano gli arrivi di turisti e i ricavi decelerano

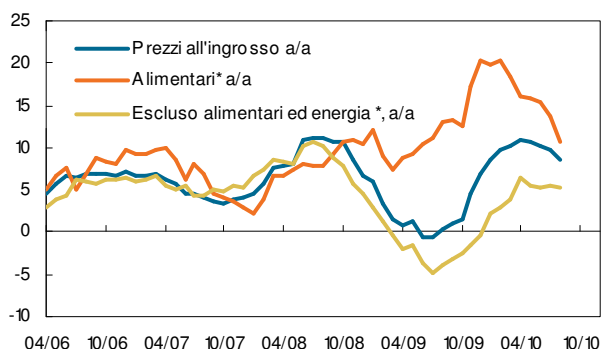


Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

A partire dal mese di agosto l'India ha modificato sia l'anno base (si è passati dall'anno fiscale 1993-1994 all'anno fiscale 2004-2005) sia il paniere e i pesi dell'indice dei prezzi all'ingrosso (WPI) che riflettere un maggiore contributo dei prodotti non alimentari. La dinamica del nuovo indice rimane la stessa anche se l'inflazione risulta, nel 2° trimestre, circa 50pb minore rispetto a quella calcolata con il vecchio indice. L'inflazione totale è in lento rallentamento a 8,5% in agosto rispetto ai massimi dell'11,0% in aprile, tuttavia rimane su livelli elevati rispetto al trend del decennio precedente (5,0-5,5%). Il rallentamento che si osserva nella componente alimentari dipende essenzialmente dall'effetto base mentre gli aumenti mensili rimangono in media consistenti nonostante i raccolti migliori delle attese. L'inflazione negli altri comparti rimane alta: la voce "non-alimentari" sale del 16,0% in agosto e l'inflazione al netto di alimentari e carburanti è rimasta poco sopra il 5% negli ultimi quattro mesi. Le altre misure di inflazione dei prezzi al consumo, pur in rallentamento rispetto ai picchi della primavera, rimangono elevate nell'intervallo 9,6% - 11,5% tra luglio e agosto. La Banca centrale, prevede che l'inflazione dei prezzi all'ingrosso continui a scendere anche se si aspetta che possa rimanere lievemente al di sopra della sua previsione del 6,0% a marzo 2011 (pubblicata a luglio).

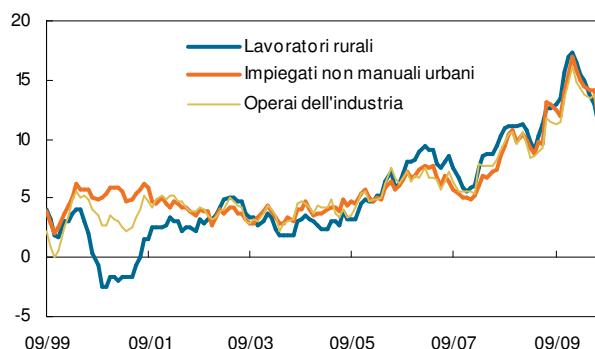
L'inflazione rimane eccessivamente alta

L'inflazione rallenta ma le pressioni al rialzo rimangono



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

L'inflazione dei prezzi al consumo rimane elevata



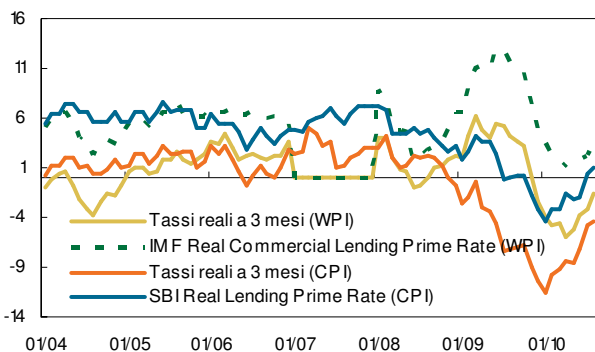
Fonte: EcoWin

Politica monetaria e fiscale

La RBI (Reserve Bank of India) ha continuato ad alzare i tassi nel corso dell'estate effettuando altri tre rialzi tra luglio e settembre, che hanno portato il tasso repo dal 5,25% al 6,0% e il tasso reverse repo dal 3,75% al 5,0%, lasciando invariato il coefficiente di riserva obbligatoria al 6,0%. I tassi, reali calcolati utilizzando le varie misure di inflazione, sono in territorio negativo fin dalla fine del 2009 nonostante l'inversione di tendenza causata dai rialzi dei tassi nominali. I tassi reali negativi, se da un lato hanno sostenuto la domanda di credito, dall'altro hanno avuto anche degli effetti che cominciano ad essere indesiderati per la RBI. A partire da metà 2009 essi hanno infatti favorito una costante decelerazione dei depositi che, a lungo andare, potrebbe portare a una decelerazione del credito bancario, togliendo sostegno alla crescita economica. La RBI ritiene che i tassi reali debbano essere su livelli tali da incoraggiare la crescita dei depositi e rimane fiduciosa che gli ultimi rialzi e l'atteso rallentamento dell'inflazione riporteranno la situazione alla normalità in tempi brevi.

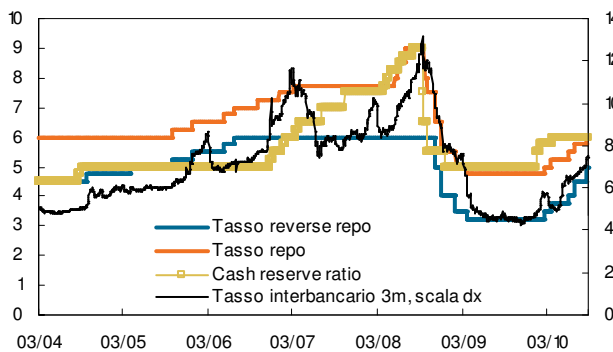
Inflazione e tassi reali negativi supportano ulteriori rialzi dei tassi...

I tassi reali sono negativi o in calo



Fonte: Bloomberg, EcoWin

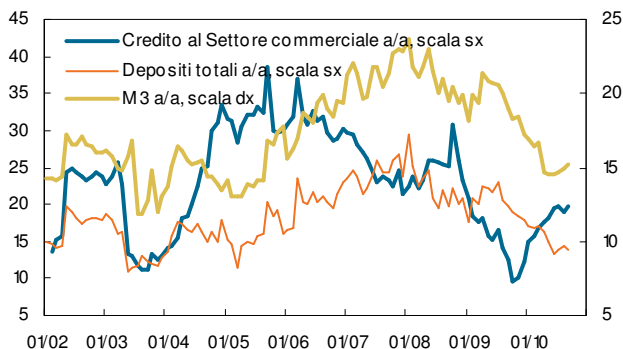
La RBI continua la normalizzazione dei tassi



Fonte: Bloomberg

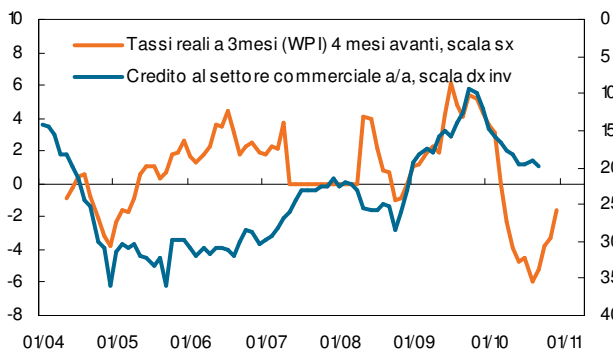
La crescita di M3 è lievemente accelerata, passando dal 14,5% a/a a giugno al 15,0% in agosto, poco al di sotto del target di crescita della RBI per l'AF 2010-2011 che è del 17%. Il **credito** al settore commerciale cresce stabilmente a ritmi intorno al 19% fin da giugno. La liquidità del sistema è passata da una situazione di surplus a una situazione di deficit nei mesi estivi, principalmente a causa degli introiti dalle aste delle licenze telefoniche 3G e per un anticipo dei versamenti fiscali, rafforzando il meccanismo di trasmissione del tasso di policy ai tassi di mercato e la Banca centrale si aspetta che questa situazione permanga nei prossimi mesi.

Il credito continua a crescere e M3 accelera ma i depositi rallentano



Fonte: Bloomberg

L'inversione dei tassi reali aiuta il credito



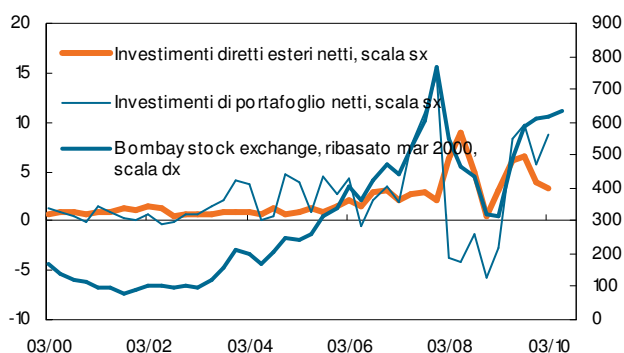
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La RBI ha dichiarato di aver agito finora con l'obiettivo di normalizzare le condizioni monetarie che sono giudicate ora "vicino alla normalità". L'obiettivo di normalizzazione nei prossimi mesi sarà meno importante rispetto alle condizioni dell'economia, correnti ed attese, nel guidare le azioni della Banca centrale, che rimane pronta ad agire se la situazione sul fronte inflazione dovesse peggiorare. Dato che le pressioni sull'inflazione rimangono al rialzo riteniamo probabile che la RBI effettui un altro rialzo entro fine anno e un successivo nei primi mesi del 2011.

... che continueranno a fornire supporto al cambio

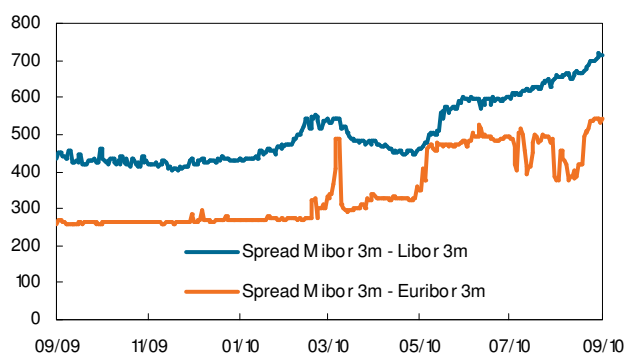
I differenziali di tasso con Europa e Stati Uniti sono ulteriormente aumentati con gli ultimi rialzi dei tassi e, sulle scadenze a tre mesi, si collocano rispettivamente intorno a 540 e 700pb. Nonostante ciò, la rupia tra metà giugno e metà settembre è rimasta sostanzialmente stabile rispetto al dollaro e si è deprezzata del 5,0% rispetto all'euro e del 6,4% rispetto allo yen. Questo deprezzamento si è riflesso anche nel cambio effettivo che tra giugno e agosto si è deprezzato del 3% sia in termini reali sia in termini nominali. Da metà settembre la rupia ha ripreso ad apprezzarsi rispetto a dollaro e yen e le attese di rialzo dei tassi e il buon andamento dell'economia dovrebbero favorire la continuazione del movimento nel corso del 2010.

IDE e investimenti di portafoglio in aumento...



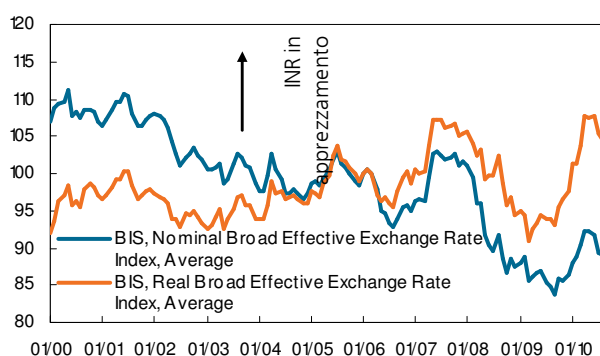
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, dati in miliardi di dollari

... sostenuti dagli elevati differenziali di tasso



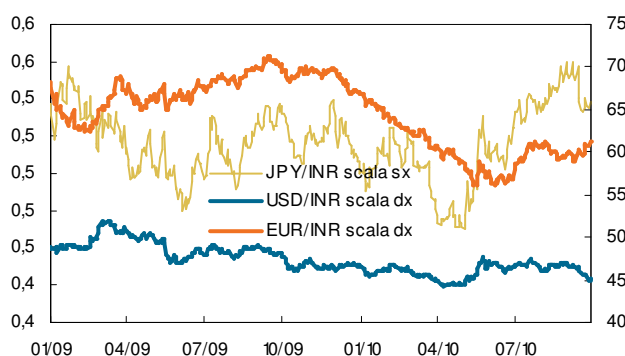
Fonte: Bloomberg

Tasso di cambio effettivo



Fonte: EcoWin

La rupia si deprezza rispetto a euro e yen



Fonte: Bloomberg

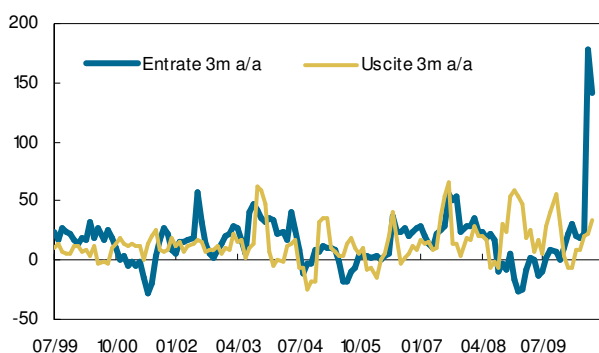
Le entrate fiscali hanno visto un forte miglioramento sia per il buon andamento delle entrate da imposte sul reddito di imprese e persone fisiche, sia per le entrate straordinarie. Il Governo, infatti, dall'asta delle licenze di telefonia mobile di terza generazione (3G) chiusasi a maggio 2010 ha ricavato 677,2 miliardi di rupie (pari a ca. 14,3 miliardi di dollari), al di sopra delle attese che erano intorno ai 350 miliardi. Questo avrà un impatto positivo sul deficit pubblico permettendo, secondo il ministro delle Finanze, di raggiungere l'obiettivo del 5,5% del PIL

Le elevate entrate fiscali aiutano a ridurre il deficit... ma le uscite in prospettive continueranno ad essere elevate

fissato per l'anno fiscale 2010-11, con una riduzione delle emissioni di titoli di stato previste per il 4° trimestre del 2010 e il 1° trimestre del 2011 del 6% rispetto alla cifra prevista.

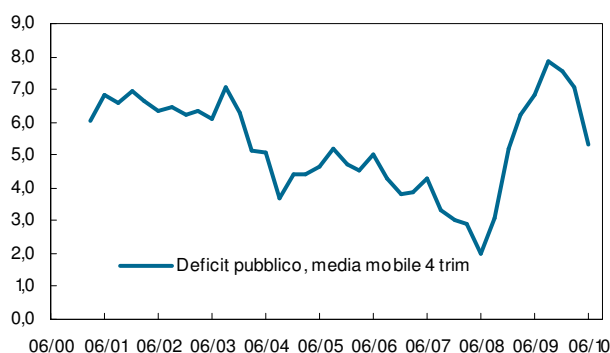
Le uscite continuano a crescere tuttavia a ritmi elevati. Il Governo, con l'obiettivo di reperire fondi per finanziare le opere infrastrutturali di cui il paese ha una grande necessità, ha recentemente innalzato il limite di investimento in titoli obbligazionari governativi e corporate per gli investitori istituzionali stranieri, che passa da 5 a 10 miliardi di dollari per i titoli governativi e da 5 a 20 miliardi per i titoli corporate¹⁶, con la parte aggiuntiva da investire in titoli di stato di scadenza superiore ai 5 anni e titoli corporate emessi da imprese che si occupano di infrastrutture.

Entrate fiscali in miglioramento



Fonte: CEIC

Deficit pubblico in lieve miglioramento



Fonte: CEIC, Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

¹⁶ Per maggiori dettagli, vedi Ministero delle Finanze a:
http://finmin.nic.in/the_ministry/dept_eco_affairs/capital_market_div/Press_Review_limits_FII.pdf

Mercati Valutari – Temi globali, questioni locali, ma più direzionalità

DOLLARO

Asmara Jamaleh

Il *sentiment* generalizzato sulle prospettive di crescita dell'economia USA è stato a più riprese il driver comune del mercato valutario. E così i movimenti del dollaro sono stati semplicemente il riflesso passivo dei movimenti delle altre principali valute (incluse spesso quelle a più elevato rendimento e quelle legate alle materie prime).

Si sono osservate principalmente due fasi:

(1) **segnali negativi dagli Stati Uniti, che però non hanno danneggiato il dollaro** perché il mercato vi ha associato un deterioramento delle prospettive di crescita anche per le altre economie, e quindi un generalizzato indebolimento delle rispettive valute, poi invece

(2) **dati USA positivi**, che hanno consentito il ritorno di un moderato ottimismo anche in merito alle prospettive di crescita negli altri paesi, con recupero generalizzato delle rispettive valute – a **detrimento del dollaro**. Tale recupero in alcuni casi è stato però particolarmente pronunciato (nel caso ad esempio della sterlina è stato eccessivo). La ragione si rinviene nel forte **contrasto tra l'evidenza dei dati e l'atteggiamento estremamente cauto tenuto dalla Fed** durante l'ultimo FOMC. Le prospettive di una ripresa dello stimolo quantitativo impediscono ai dati positivi di riflettersi sulle aspettative dei tassi.

Se però gli sviluppi macro daranno ragione all'evidenza più recente, il mercato potrebbe prestare più attenzione a questa che all'atteggiamento della Fed e/o la Fed stessa potrebbe prenderne atto concedendosi una revisione in senso più ottimistico dello scenario di crescita USA. E a quel punto si dovrebbe assistere a un recupero almeno parziale del dollaro, perché verosimilmente le valute che più si sono rafforzate post-FOMC saranno quelle che tenderanno a correggere. Infatti, una volta che il mercato abbia ormai **digerito il tema globale della ripresa USA, si tornerebbe ad analizzare le questioni "locali"**. E laddove emergessero problematiche rimaste latenti o temporaneamente messe in secondo piano, le valute di tali economie dovrebbero perdere terreno rispetto al dollaro (sterlina in primis, ma anche euro). Quelle invece più direttamente legate al ciclo USA o fortemente dipendenti dalla crescita globale dovrebbero reggere di più. In un contesto del genere si riscoprirà sui mercati valutari quella **differenziazione tra le dinamiche dei cambi** che allo scoppio della crisi del 2008 e nel periodo post-crisi si era quasi persa – data la natura più che mai "globale" di questa crisi. **E nella differenziazione** si dovrebbero a propria volta riscoprire anche più **opportunità direzionali**.

EURO

Nel 1° trimestre la dinamica dell'euro è stata condizionata da fattori che hanno sostanzialmente accomunato tutto il mercato valutario, principalmente l'incertezza sulla ripresa globale. **Nel 2° trimestre** invece hanno prevalso elementi di debolezza propria dell'area euro, ovvero la crisi del debito sovrano dei paesi periferici. Mentre **nel 3° trimestre** sono tornati a dominare i temi comuni: ancora l'incertezza sulla ripresa globale, in questo caso però più in specifica relazione alla ripresa USA.

E nel 4° trimestre quale sarà il driver? Forse un mix dei due fattori che - salvo fasi transitorie - potrebbero agire sul cambio nello stesso modo, ovvero esercitando pressioni ribassiste. (1) Un **consolidamento della ripresa USA** (il fattore di origine esterna) e (2) una **crescita invece più debole nell'area euro** (il fattore di origine interna) **dovrebbero incidere negativamente sul cambio** riportandolo verso 1,30-1,25 EUR/USD – soprattutto dopo il recente rally da 1,26 a 1,36.

La fase correttiva comunque potrebbe non essere agevole. Se, infatti, i segnali di rafforzamento dell'economia USA e di indebolimento dell'area euro non vengono prezzati dai tassi di mercato, anche il cambio potrebbe fare fatica a reagire prontamente a questi sviluppi. Abbiamo quindi analizzato la **relazione tra EUR/USD e tassi a breve USA** negli ultimi cinque anni. Ne è emerso che quanto più i tassi di mercato erano reattivi rispetto agli sviluppi economici, tanto più la reazione del cambio era tempestiva e coerente. Invece, nelle fasi di "inerzia" dei tassi, il cambio poteva sganciarsi facilmente dai fondamentali reali – e anche divergere.

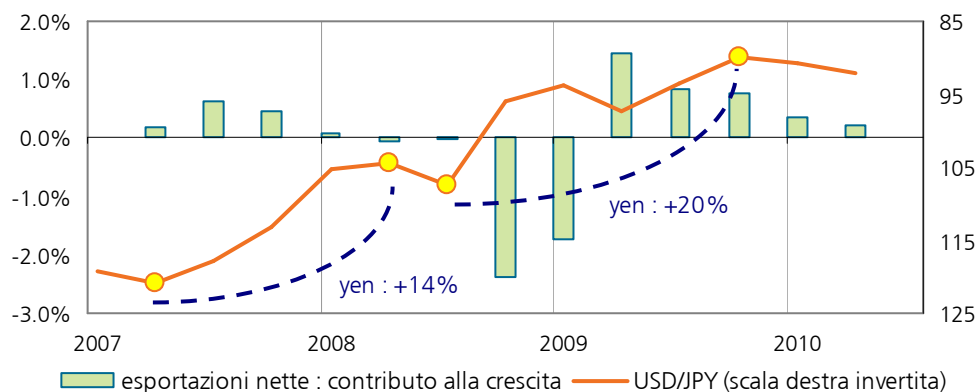
In base a questa semplice analisi abbiamo ottenuto una misura approssimativa della reattività dell'euro. Tale misura avrebbe però significato solo nel momento in cui i tassi USA iniziassero a incorporare gli sviluppi favorevoli dell'economia americana. La **sensitivity** è del **4% circa**, corrispondente ad una variazione di circa quattro/cinque figure di EUR/USD a fronte di una variazione di 100 pb di tasso d'interesse. Se dunque venisse convalidato lo scenario di consolidamento della crescita statunitense e di indebolimento (eventualmente anche modesto) dell'area euro, il **range** centrale dell'euro tenderebbe a scendere da 1,35-1,30 a 1,30-1,25 nel corso del 4° trimestre o intorno allo scavalco dell'anno.

YEN

Diversa la situazione dello yen. Nel 2010, infatti, la valuta nipponica è stata guidata da **un solo driver, di natura globale** e niente affatto domestica: **l'avversione al rischio collegata all'incertezza sulla ripresa mondiale.** Lo yen ha svolto la funzione di *safe haven* e ha quindi seguito un sentiero ascendente, portandosi da minimi a 95 USD/JPY a massimi in area 83 USD/JPY. La caratteristica "deviante" della divisa giapponese è che però la sua **reattività** è stata perlopiù **asimmetrica.** Ovvero, nelle fasi di miglioramento del *sentiment* globale di mercato, lo yen arretrava poco o nulla. E anche questa è una forma di inerzia. In parte si può spiegare come per l'euro: mancata trasmissione ai tassi di mercato degli sviluppi macro. E a maggior ragione in questo caso il riferimento è ai tassi USA, perché tradizionalmente la dinamica dell'USD/JPY è perlopiù spiegata dall'andamento dei rendimenti USA e di quelli giapponesi. Ma poiché questi ultimi sono stati sempre molto bassi anche nel passato, la variabile discriminante sono stati i rendimenti USA.

Nel momento in cui i tassi di mercato statunitensi cominceranno a salire se i segnali di consolidamento della ripresa USA troveranno via via conferma, i crescenti differenziali penalizzeranno gradualmente lo yen. A più breve scadenza, potrebbero pesare di più le scelte nipponiche sulla politica economica. Recentemente – **dopo anni di immobilismo – (B) la BoJ è intervenuta** sulla valuta per prevenirne un ulteriore apprezzamento e anzi riportarla su livelli più bassi: nelle intenzioni della Banca centrale il livello minimo al di quale il cambio USD/JPY non dovrà più scendere è 85. L'intervento per ora ha funzionato, ed entro la prima parte del 4° trimestre **lo yen dovrebbe almeno iniziare a scendere autonomamente**, sia per le ragioni appena menzionate (atteso allargamento dei differenziali e BoJ pronta a intervenire ancora se il cambio dovesse deviare rispetto al sentiero desiderato) sia perché a dare credibilità alla politica della BoJ contribuisce l'ammissione unanime da parte delle Autorità di politica economica che (C) l'apprezzamento dello yen potrà nuocere significativamente alla ripresa – attraverso il contributo negativo alla crescita da parte del canale estero (si veda figura). Prima tappa: la riconquista di quota 90 USD/JPY e poi l'imbocco del sentiero verso 95.

Crisi 2007 e crisi 2008: un apprezzamento troppo forte dello yen penalizza la crescita



Fonte: EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

STERLINA

La **sterlina è molto sopravvalutata rispetto al dollaro**. In termini di cambio effettivo ha recuperato tutto quello che aveva perso nel 1° trimestre. Fino a poco più di un mese fa l'apprezzamento rispetto al biglietto verde poteva anche trovare una giustificazione (ex post), perché dai dati non sembravano apparire segnali negativi. Ma ora **i nodi stanno iniziando a venire al pettine** (si veda sezione "Regno Unito"), e la stessa BoE ne ha preso esplicitamente atto. **Ciononostante la sterlina si è rafforzata**.

Questo è dovuto in parte al prevalere di driver comuni di mercato, ma **(A) la reazione è stata più accentuata rispetto ad altre valute**, nonché **(B) esagerata rispetto agli sviluppi negativi dell'economia domestica**. La forte e crescente divergenza tra cambio e fondamentali macro aumenta la probabilità che quando partirà la correzione questa sia piuttosto brusca. Le aspettative di rientro verso 1,50 GBP/USD entro la prima parte del 4° trimestre parrebbero dunque ancora valide.

E in considerazione delle ricadute negative che avrebbe un eventuale avvio di restrizione fiscale all'approssimarsi del pre-budget report di novembre, lo **spazio di discesa della sterlina rispetto al dollaro** dovrebbe essere **maggiore di quello dell'euro rispetto al dollaro**. In quell'occasione si dovrebbe quindi assistere a un simultaneo indebolimento della valuta britannica anche rispetto alla moneta unica (seppure forse solo temporaneamente).

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
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.