

Scenario Macroeconomico

Servizio Studi e Ricerche
Settembre 2011

Indice

Il convoglio dell'espansione mondiale rischia di perdere il vagone dell'Europa	2
Materie prime: sentiero dipendente dal ciclo	6
Metalli e ciclo globale	8
Petrolio	9
Stati Uniti: una ripresa che sembra quasi una recessione	12
Lo scenario in sintesi	12
Focus politica fiscale – Budget Control Act: i problemi sono solo spostati in avanti, i conflitti in Congresso proseguiranno	17
Focus Fed – Cosa può ancora fare la Fed per sostenere il ciclo?	18
Area euro: l'insostenibile pesantezza della crisi	21
Si fanno più "tangibili" gli "effetti reali" della crisi del debito	22
Inflazione: di nuovo al 2% nel 2012	27
BCE: ulteriori passi nei prossimi mesi	29
Germania: ancora in prima linea	32
Francia: andante moderato	33
Italia: verso un biennio di stagnazione, con rischi recessivi	36
Spagna: nella tempesta	40
Regno Unito: QE2 a sorpresa della BoE per aiutare la crescita	43
Focus - Corsa contro il tempo per disinnescare la crisi del debito	44
Focus - Le politiche fiscali degli altri paesi sotto stress finanziario	47
Grecia	47
Portogallo	49
Irlanda	51
Belgio	53
Asia	55
Giappone: ripresa a "V" con rischi verso il basso	55
Cina: rallentamento graduale, ma con rischi al ribasso	60
India: crescita in rallentamento e inflazione elevata ma vicina al picco	69
Mercati valutari – Settembre, mese di svolte	75

Settembre 2011

Nota trimestrale

Intesa Sanpaolo
Servizio Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

Macroeconomic Research
Team

Luca Mezzomo
Responsabile

Daniela Corsini
Materie Prime

Anna Maria Grimaldi
Area euro

Asmara Jamaleh
Mercati Valutari

Paolo Mameli
Area euro

Giovanna Mossetti
USA e Giappone

Marco Rocchi
Area euro

International Economics

Silvia Guizzo
Asia Emergenti

I prezzi del presente documento sono aggiornati al 14.10.2011

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

Il convoglio dell'espansione mondiale rischia di perdere il vagone dell'Europa

L'economia mondiale non dà ancora nessun cenno di poter invertire la tendenza al rallentamento emersa durante l'estate. In Europa, la combinazione di forte restrizione fiscale e crisi di fiducia farà crollare i ritmi della crescita. Rimangono notevoli incertezze connesse alla strategia di gestione della crisi. Fuori dall'Europa, però, i rischi recessivi sono modesti; l'andamento delle politiche economiche e la redditività delle imprese dovrebbero garantire tassi di crescita positivi, anche se non brillanti. Non muta la nostra valutazione cauta sulle prospettive di lungo termine, penalizzate dalla dimensione degli squilibri fiscali e finanziari dei Paesi avanzati.

Luca Mezzomo

Il titolo dell'ultimo *World Economic Outlook* del Fondo Monetario Internazionale ("Crescita in frenata, rischi in aumento") riassume in poche parole le tendenze espresse dai dati macroeconomici, dalle indagini di clima e dai corsi finanziari nel corso dei mesi estivi. Come effetto del crescente pessimismo sulle prospettive dell'economia mondiale, la previsione media 2012 sulla crescita del PIL calcolata da *Consensus Economics* è calata dal 3,6 al 3,0% nel periodo luglio-ottobre. La netta revisione è dovuta soprattutto allo sconvolgimento dello scenario previsionale per l'Eurozona (la stima di crescita è crollata di ben un punto percentuale) e per gli Stati Uniti, ora visti crescere di meno del 2% anche nel 2012.

La crescita economica per area geografica					
	2008	2009	2010	2011	2012
Stati Uniti	-0.3	-3.5	3.0	1.8	2.3
Giappone	-1.2	-6.3	4.0	-0.4	2.9
Area euro	0.3	-4.2	1.7	1.7	0.6
Europa Orientale	4.8	-5.6	0.9	3.7	3.9
America Latina	3.8	-2.3	4.6	4.6	3.9
OPEC	5.7	1.0	3.5	4.1	5.5
Asia Orientale	6.1	5.4	9.0	6.8	6.0
Africa	5.0	1.8	3.7	3.8	4.1
Crescita mondiale	2.8	-0.7	5.1	3.7	3.5

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le cause del rallentamento dell'attività economica sembrano ascrivibili agli effetti del terremoto giapponese, al rincaro delle materie prime, al venir meno degli stimoli fiscali (Stati Uniti) o a un'attiva restrizione fiscale (Europa), al netto deteriorarsi del clima di fiducia in Europa come effetto della crisi del debito. La dimensione degli impatti ascrivibili al rincaro del petrolio e allo sconvolgimento delle catene produttive per il terremoto giapponese appaiono tutt'altro che marginali, come già commentavamo nello *Scenario* del giugno scorso. Nel breve termine, il calo dei prezzi petroliferi e dei metalli e il ritorno ai livelli pre-sisma della produzione industriale nipponica (v. pag. 10 e pag. 57) dovrebbero favorire una riaccelerazione dell'attività economica globale. Tuttavia, preoccupa che al momento non si hanno ancora indicazioni che la tendenza al rallentamento sia in procinto di invertirsi: l'andamento dei nuovi ordini nelle indagini congiunturali è calante, mentre la correzione delle scorte non è tale da rendere ineluttabile una ripresa della produzione. Nell'Eurozona, il rischio recessivo è dietro l'angolo, data la forte entità della correzione fiscale in via di implementazione. Nelle altre zone economiche, invece, non vediamo spinte negative così forti da rendere probabile una ricaduta recessiva – eccezion fatta per le ricadute del rallentamento europeo. Al contrario, sostegno all'espansione economica dovrebbe venire dal tono accomodante delle politiche monetarie (in molti paesi avanzati le Banche centrali stanno già intervenendo con misure di stimolo quantitativo), dall'andamento della redditività delle imprese e dal recupero (comune a molti paesi) di tassi normali di utilizzo degli impianti, fattori che favoriscono la crescita della spesa in conto capitale.

Lo scenario di riferimento sconta perciò un rallentamento modesto della crescita globale, che passa dal 3,7% stimato per quest'anno al 3,5%. La dinamica complessiva beneficia di elevati ritmi di espansione in Asia, America Latina, Europa Orientale ed è distorta dal rimbalzo dell'economia nipponica dopo la contrazione dovuta al sisma. La proiezione ipotizza che il rallentamento della crescita globale freni la dinamica delle materie prime energetiche e industriali, previste in calo nel 2012. Tale fattore, assieme al rallentamento della domanda in tutti i paesi, dovrebbe frenare le pressioni inflazionistiche globali. Tuttavia, ciò non vale per le pressioni inflazionistiche locali, che riteniamo potrebbero risultare nei prossimi mesi alquanto divergenti a causa del coesistere di aree di eccesso di offerta (più comuni nei Paesi avanzati) con strozzature (quest'ultime relativamente comuni, invece, nei Paesi emergenti).

Lo sviluppo sarà ancora associato a bassi tassi reali di interesse, elevati disavanzi pubblici e un rapporto debito pubblico /PIL crescente nei Paesi avanzati. Anche la struttura fondamentale degli squilibri internazionali rimarrà immutata, con l'ormai usuale polarizzazione fra Stati Uniti in deficit da una parte e BRIC, esportatori di petrolio e Giappone in surplus dall'altra. Da questo punto di vista, l'unica area subito costretta ad affrontare i propri problemi interni sarà l'Eurozona, in difficoltà a causa della pressione dei mercati e della carenza dei meccanismi di salvaguardia esistenti, e ora avviata a un processo accelerato di consolidamento fiscale e riforma. Ma incombono dietro l'angolo anche gli squilibri fiscali di Stati Uniti e Giappone, i cui effetti negativi saranno mascherati ancora per molto tempo da politiche di liquidità eccezionalmente accomodanti e dalle peculiarità del sistema monetario internazionale. E se l'Eurozona è stata penalizzata da una *governance* inadatta ai tempi di gestione di una crisi finanziaria, Stati Uniti e Giappone non sono immuni da rischi di paralisi decisionale dovuta all'involuzione del contesto politico interno.

Proiezioni sui prezzi delle materie prime					
	2008	2009	2010	2011	2012
Petrolio (Brent, \$/barile)	97.2	61.6	79.8	111.5	106.2
	+34.0	-36.6	+29.6	+39.8	-4.8
Materie prime escl. combustibili (1990=100)	151.2	127.4	161.0	192.9	182.3
	+7.5	-15.7	+26.4	+19.8	-5.5
Metalli (1990=100)	169.0	136.5	202.3	232.9	227.7
	-7.8	-19.2	+48.2	+15.1	-2.3
Agricole (1990=100)	113.3	94.1	125.3	156.3	126.8
	-0.8	-17.0	+33.2	+24.7	-18.9

Nota: livelli e variazioni medie annue

Fonte: Intesa Sanpaolo

Lo scenario è condizionato da numerosi fattori di incertezza. In primo luogo, la gestione della crisi del debito può instradare l'economia europea su due binari molto diversi a seconda che riesca o no ad abbattere i premi al rischio sul debito pubblico dei Paesi periferici e contenere i rischi di contagio, ormai arrivati a sfiorare la Francia. Secondo, l'*impasse* della politica americana rende molto arduo prevedere la strada che seguirà la politica fiscale degli Stati Uniti nel prossimo biennio, con rischi sia macroeconomici sia finanziari. Terzo, per i Paesi emergenti potrebbe divenire più arduo contenere i rischi derivanti dall'eccesso di liquidità generato dai Paesi avanzati per sostenere la ripresa economica e favorire il risanamento dei bilanci. La difficoltà di concepire una soluzione priva di conseguenze macroeconomiche negative al problema dell'insostenibilità fiscale di Stati Uniti, Giappone ed Europa ci mantiene molto scettici sulla capacità dell'economia mondiale di garantire una fase duratura e solida di espansione economica.

Il quadro per area in sintesi

Dopo il rallentamento del 1° semestre, **l'espansione dovrebbe proseguire a un ritmo compreso fra il 2% e il 2,5% nel 2012**. La crescita è prevista a 1,8% nel 2011 e 2,3% nel 2012, ipotizzando un intervento espansivo della politica fiscale federale di circa 100 miliardi di dollari nel 2012. L'**inflazione core** dovrebbe proseguire sul sentiero verso l'alto, in aumento verso il 2% a/a. La **politica fiscale** sarà ancora un elemento di tensione nell'autunno. In assenza di nuovi interventi, il 2012 dovrebbe vedere una restrizione derivante dalla fine di diverse misure adottate in passato, fra cui anche il taglio della *payroll tax* attuato a gennaio 2011 e in scadenza a dicembre. Nel nostro scenario ipotizziamo che entro fine anno venga adottata qualche misura di stimolo, probabilmente sotto forma di sgravi di imposta e/o sostegno al mercato immobiliare e a quello del lavoro, per un totale compreso fra 100 e 150 miliardi di dollari (0,7-1% del PIL). La **politica monetaria** nei prossimi mesi potrebbe introdurre ulteriori misure espansive, attraverso modifiche alla comunicazione e/o riduzione del tasso pagato sulle riserve. L'*operation twist* dovrebbe comprimere i rendimenti sul tratto lungo della curva e contribuire a ridurre i tassi sui mutui. L'effetto sulla crescita delle nuove misure dovrebbe essere marginale.

Stati Uniti

L'andamento recente degli indicatori congiunturali mostra oramai in maniera inequivocabile come **la crisi sul debito e finanziaria abbia cominciato, a partire da quest'estate, ad avere rilevanti effetti sull'attività economica dell'Eurozona**. L'impatto sul ciclo della restrizione fiscale è massimo (pari a circa mezzo punto di PIL) nel biennio 2011-12, ma, tenendo conto del ritardo con cui la politica fiscale agisce sul ciclo, questo fattore potrebbe pesare almeno sino al 2013. Inoltre, diversi paesi potrebbero essere costretti a manovre aggiuntive nel 2012 per compensare gli effetti di una crescita economica inferiore alle previsioni e/o di costi del debito più elevati. Più incerti gli effetti della crisi di fiducia, che incideranno attraverso effetti ricchezza, attraverso una maggior cautela nelle decisioni di spesa in beni durevoli e, infine, mediante una restrizione delle condizioni del credito. L'intonazione congiunturale resterà molto debole almeno sino a fine 2012/inizio 2013, e solo a 2013 inoltrato si potrebbe assistere ad una apprezzabile ripresa dell'attività produttiva. La crescita media annua rallenterà sensibilmente nel 2012, fino a meno dell'1%. Diversi paesi dell'Eurozona si troveranno a fronteggiare un significativo rischio di recessione.

Area euro

L'inflazione dovrebbe frenare dal 2,6% a/a di quest'anno al 2,0% a/a nel 2012. Il calo atteso del prezzo del greggio ed effetti statistici favorevoli dalla componente energia contribuiranno a frenare la dinamica inflattiva, anche se potrebbero persistere pressioni sulla componente alimentari. La dinamica sottostante potrebbe salire ancora nei prossimi tre mesi fino a sfiorare il 2,0% a/a, per poi retrocedere verso l'1,4% a/a a causa della debolezza della crescita economica.

La BCE ha reagito al peggioramento della crisi del debito e alla svolta degli indici congiunturali con nuove misure di allentamento delle condizioni di liquidità, oltre che sospendendo il percorso di rialzo dei tassi ufficiali. Il programma di acquisto di titoli di stato è stato esteso a Spagna e Italia, e rappresenta a tutt'oggi l'unico intervento europeo di protezione già attuato. L'andamento dei dati potrebbe indurre la Banca centrale a tagliare i tassi ufficiali tra fine 2011 e inizio 2012.

Il Giappone emerge dal crollo dell'attività post-terremoto, con **una ripresa a "V" molto pronunciata**. La crescita dovrebbe proseguire nel 2012, spinta dall'attività di ricostruzione, pur essendo soggetta a **rischi verso il basso**. In particolare, 1) la minor capacità produttiva, soprattutto nel settore energetico, limita il potenziale direttamente attraverso la riduzione di impianti e indirettamente attraverso la necessità di ricorrere a maggiori importazioni soprattutto di combustibili; 2) la necessità di finanziare la ricostruzione attraverso aumenti di imposte eserciterà un effetto restrittivo sulla crescita, se pure di entità limitata; 3) l'apprezzamento dello yen riduce l'impatto positivo sulla crescita del canale estero; 4) le tensioni sui mercati finanziari globali eserciteranno un freno alla crescita mondiale nella parte finale del 2011 e nel 2012. A

Asia:
Giappone

meno di un ulteriore deterioramento della crisi del debito europeo, **si attende un aumento del PIL del 3% nel 2012, dopo una contrazione di -0,5% nel 2011**. La dinamica della crescita dovrebbe essere trainata dalla domanda interna, per l'effetto congiunto dell'attività di ricostruzione e del minor contributo delle esportazioni nette alla crescita complessiva del PIL.

Le **politiche economiche resteranno espansive** nel 2012: l'elemento centrale dello scenario è la **ricostruzione post-terremoto**. Anche se una parte del finanziamento dei lavori pubblici previsti deriverà da rialzi di imposte, l'effetto restrittivo dell'aumento delle entrate sarà più che compensato dallo stimolo della spesa pubblica, finanziato in larga misura da emissione di nuovo debito. Il consolidamento dei conti pubblici viene ancora rimandato e il deficit resterà intorno all'8% del PIL nel futuro prevedibile. La **politica monetaria** proseguirà su un sentiero estremamente accomodante, con possibili ampliamenti della strategia di stimolo quantitativo.

Il calo marginale degli indici di attività e delle aspettative di imprenditori e consumatori nei mesi estivi supporta il nostro scenario di **lenta decelerazione della crescita cinese nella seconda parte dell'anno**. Esso rimane sostanzialmente invariato rispetto a giugno, con **prospettive di crescita del PIL elevate**, all'8,9% nel 2011 e all'8,4% nel 2012, anche se in rallentamento rispetto al 2010. L'inflazione dovrebbe essere vicina a invertire il trend pur rimanendo alta intorno al 5% anche nell'ultimo trimestre dell'anno. L'andamento dei prezzi settimanali degli alimentari e gli aumenti in altri comparti nel breve periodo fanno prevalere i rischi di sottostima dell'inflazione. Il calo dell'inflazione previsto nel 2012 e la tenuta del mercato del lavoro dovrebbero sostenere la fiducia dei consumatori e i salari reali, supportando una riaccelerazione dei consumi nel 2012.

Cina

Gli indici di attività PMI, le indagini di fiducia e gli indici anticipatori evidenziano un rallentamento in atto dell'economia indiana che si protrarrà anche nei prossimi mesi. La domanda interna continuerà a crescere a ritmi solidi seppur in rallentamento rispetto al passato, ancora sostenuta dagli investimenti in infrastrutture, di cui il Paese continua a necessitare, ma in parte frenata dall'atteso rallentamento del mercato del lavoro. Data la minore apertura commerciale dell'India rispetto ad altri paesi asiatici, il rallentamento atteso della domanda estera avrà un impatto più contenuto sulla dinamica del PIL indiano. Riteniamo quindi che le prospettive dell'economia indiana rimangano comunque buone, ma rivediamo al ribasso il tasso di crescita del PIL dall'8% al 7,5% nel 2011 e dall'8,3% all'8,2% nel 2012.

India

La Reserve Bank of India (RBI) si ritrova nuovamente a dover mediare tra rischi al rialzo sull'inflazione e prospettive di crescita domestica in rallentamento con rischi al ribasso sullo scenario provenienti dalla possibile evoluzione peggiorativa della crisi sul debito europeo e da una minor crescita internazionale. L'inflazione dei prezzi all'ingrosso continua, infatti, a rimanere elevata, a 9,8% a/a in agosto, generalizzata anche a comparti diversi dall'alimentare e superiore all'intervallo target della Banca centrale.

Materie prime: sentiero dipendente dal ciclo

Nel corso del 2011, i prezzi delle materie prime sono stati fortemente condizionati dalle aspettative riguardo al ciclo globale. All'inizio dell'anno, quando le attese di una ripresa negli Stati Uniti erano ancora forti, i corsi delle materie prime si sono mossi in linea con i propri fondamentali. L'andamento complessivo è stato positivo e il miglior settore è stato il comparto energetico, sostenuto sia dalla guerra in Libia, con la conseguente interruzione della produzione petrolifera nazionale, quasi azzerata a partire da marzo, sia dalla significativa diminuzione nella produzione di energia nucleare giapponese a seguito del disastroso terremoto avvenuto l'11 marzo.

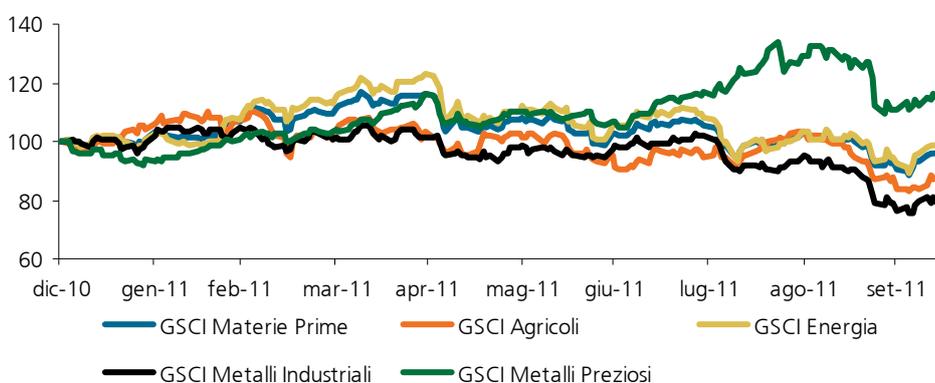
Daniela Corsini

A partire dal 2° trimestre, crescenti preoccupazioni riguardo la zona euro, e soprattutto riguardo la crisi debitoria greca, hanno spinto gli investitori verso investimenti percepiti come "beni rifugio", quali i metalli preziosi e principalmente l'oro, che ha raggiunto nuovi massimi storici a inizio settembre. Infatti, durante il 3° trimestre, una crescente avversione al rischio è stata sostenuta da vari fattori: 1) il dibattito riguardo all'innalzamento della soglia massima del debito americano; 2) il declassamento, per la prima volta, del debito statunitense ad AA+ con Outlook Negativo da parte dell'agenzia di rating Standard & Poor's, avvenuto il 5 agosto; 3) crescenti timori riguardo la sostenibilità del debito italiano e le sue gravi potenziali conseguenze a livello di stabilità dell'Unione Monetaria Europea; 4) la revisione al ribasso delle stime di crescita mondiale da parte del Fondo Monetario Internazionale in settembre.

A seguito di questa lunga serie di notizie preoccupanti, le materie prime hanno cumulato un rendimento negativo del 2% in dollari da inizio anno al 14 ottobre, con andamenti ampiamente discordanti a seconda dei vari comparti. I metalli preziosi sono stati caratterizzati dal miglior rendimento da inizio anno, guadagnando più del 15,7%, evidenziando una persistente avversione al rischio da parte degli investitori globali. Al contrario, i metalli industriali hanno registrato il rendimento peggiore, perdendo oltre il 19% nel corso dell'anno a seguito delle numerose revisioni al ribasso delle stime di crescita mondiale. Il comparto energetico ha cumulato un rendimento positivo dell'1,3% da inizio anno, poiché le attese di una più lenta crescita globale e l'annuncio da parte del Consiglio Nazionale di Transizione libico di una veloce ripresa nella produzione petrolifera a partire dal mese di settembre hanno eroso il rendimento positivo cumulato dal settore nel corso dei primi mesi del 2011.

Rendimenti discordanti fra i diversi comparti

Rendimenti degli Indici S&P GSCI Total Return (dic. 2010 = 100)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rendimento degli Indici S&P GSCI Total Return				Rendimento degli Indici S&P GSCI Prezzi Spot			
%	dal	dal	dal	%	dal	dal	dal
	31.08.2010	31.05.2011	31.12.2010		31.08.2010	31.05.2011	31.12.2010
Materie Prime	-5,11	-9,65	-2,00	Petrolio	-2,41	-11,88	1,88
Agricoli	-14,15	-12,66	-11,28	WTI	-2,04	-15,29	-4,79
Energia	-2,13	-9,89	1,32	Brent	-3,08	-5,00	16,79
Metalli industriali	-15,79	-18,47	-19,52	Gas Naturale	-2,32	-15,13	-10,10
Metalli preziosi	-10,48	5,01	15,78	Rame	-18,63	-18,09	-21,68
				Alluminio	-9,31	-16,62	-9,76
				Nickel	-14,96	-20,04	-23,74
				Zinco	-15,54	-14,65	-21,31
				Piombo	-21,89	-20,08	-20,94
				Oro	-8,12	9,51	18,40
				Argento	-22,97	-16,01	4,00

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

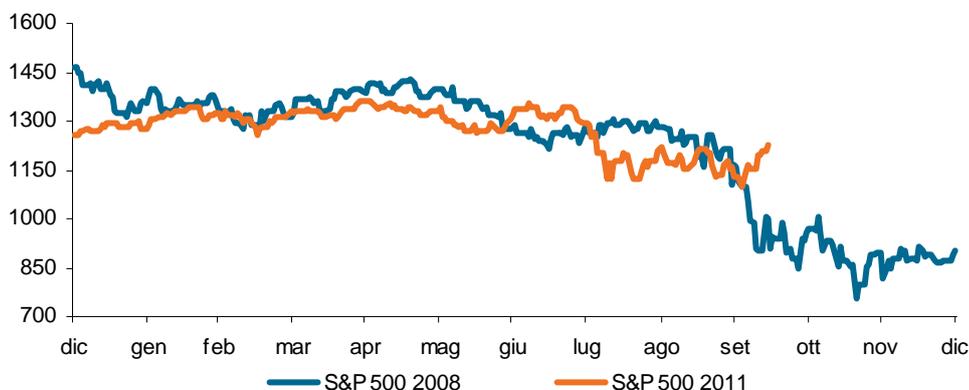
Come emerge dall'analisi grafica dei rendimenti e dai dati riportati nelle tabelle precedenti, la tendenza negativa si è ulteriormente acuita nell'ultimo trimestre (il peggiore dal 2008 per il comparto) a seguito delle revisioni al ribasso delle stime di crescita globale. Diversamente da precedenti episodi di stress sui mercati, lo storno avvenuto nel mese di settembre si è protratto per più settimane e ha interessato tutte le materie prime, inclusi i preziosi, tradizionalmente considerati come beni rifugio. In particolare, la brusca correzione che ha colpito l'oro nelle ultime settimane ricorda il movimento registrato nell'ottobre 2008, quando il metallo prezioso è sceso a fronte di mercati azionari negativi. In entrambi i mesi, il rapido deterioramento delle aspettative di crescita ha spinto gli investitori a prendere profitto sulle posizioni più liquide e con migliori rendimenti di periodo, preferendo detenere una maggiore quota di liquidità in portafoglio. Ci attendiamo che nei prossimi mesi i rendimenti delle materie prime tornino a essere guidati dai fondamentali, ma che la volatilità resti elevata, per cui non possiamo escludere il ripetersi di simili episodi di vendita indiscriminata fra i vari comparti.

Prezzo dell'oro: confronto fra 2011 e 2008



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Mercato azionario, S&P 500: confronto fra 2011 e 2008



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

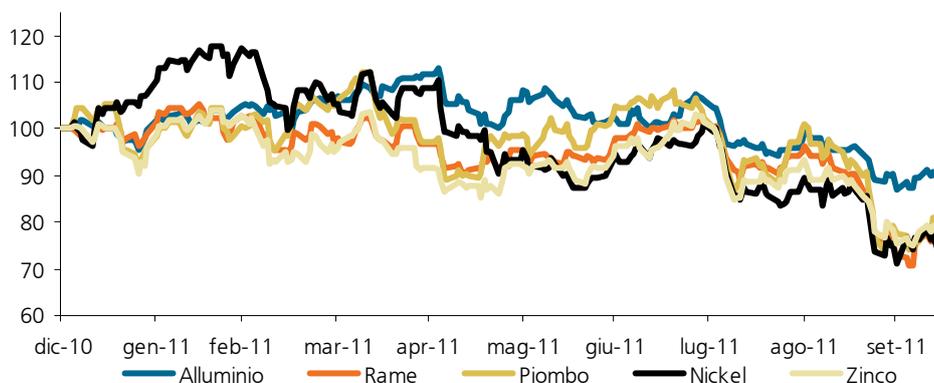
Metalli e ciclo globale

Riguardo ai metalli industriali, esaminando gli andamenti dei prezzi da inizio anno, si nota come le aspettative di un deterioramento del ciclo economico globale abbiano determinato il rendimento negativo del comparto. I metalli che hanno sofferto maggiormente sono quelli ritenuti più ciclici, come il rame. Al contrario, le perdite più contenute hanno interessato quei metalli ritenuti meno esposti al ciclo e per i quali si stima che i prezzi di mercato siano più vicini ai prezzi marginali di produzione, come l'alluminio. Ci attendiamo che nei prossimi mesi il mercato continuerà ancora a concentrarsi principalmente sulle prospettive della crescita globale e sui fondamentali.

Considerando il rame, numerosi scioperi annunciati in Perù e Indonesia potrebbero temporaneamente ridurre l'offerta nel breve periodo. Tuttavia, anche la domanda dovrebbe mancare di slancio, confermando la tendenza negativa manifestatasi nel corso del 2011. Data la cruciale importanza del ciclo economico globale nel prevedere i prezzi dei metalli industriali e il rendimento relativo fra i vari comparti che costituiscono l'universo delle materie prime, un interessante indicatore da monitorare nei prossimi mesi è il rapporto fra i prezzi di oro e rame. Un aumento in tale rapporto è normalmente un indicatore negativo per il ciclo globale, segnalando che i beni rifugio aumentano di valore rispetto ai beni legati al ciclo industriale. È anche interessante notare come nel corso degli ultimi anni il CBOE Volatility Index (VIX), indice che misura la volatilità sul mercato azionario americano, è stato un buon indicatore del rapporto oro/rame, in particolare anticipandone i picchi. Una possibile interpretazione di tale dinamica è che entrambe le serie sono influenzate dall'andamento dell'avversione al rischio a livello globale, per cui livelli eccezionalmente alti di avversione al rischio causano elevati livelli di volatilità sul mercato azionario e generano importanti flussi speculativi verso beni rifugio, come l'oro.

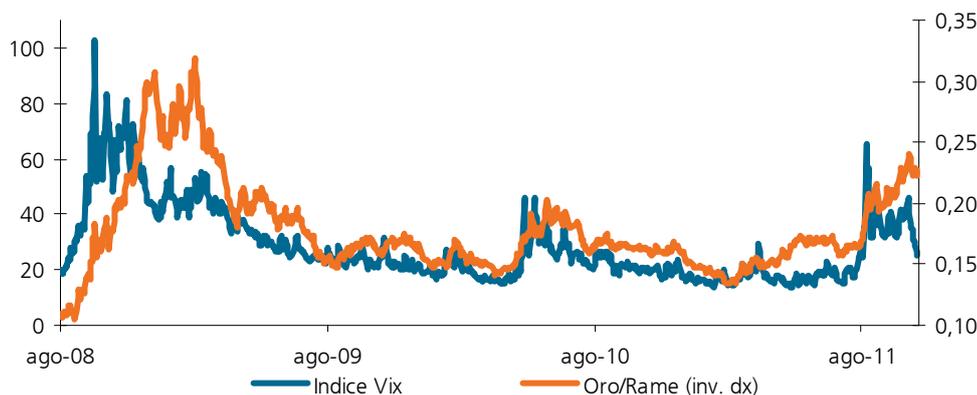
Il rapporto oro/rame come indicatore del ciclo globale

Rendimenti degli Indici S&P GSCI Prezzi Spot (dic. 2010 = 100)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Confronto fra rapporto oro/rame e volatilità del mercato azionario



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Petrolio

1) Spread fra WTI e Brent

Concentrandoci sui prezzi del petrolio, il divario fra i prezzi dei petroli West Texas Intermediate (WTI) e Brent è rimasto significativo durante l'anno, addirittura aumentando nel corso degli ultimi mesi a seguito sia di problemi tecnici di breve periodo, sia di tendenze fondamentali di lungo periodo. Alcuni degli **shock di natura temporanea**, ma con significative conseguenze sul divario fra i prezzi di WTI e Brent sono stati: 1) l'alto livello di riserve di petrolio WTI accumulato nello snodo di Cushing, che si è parzialmente ridotto nel corso degli ultimi mesi a seguito di miglioramenti tecnici nelle infrastrutture; 2) la guerra in Libia, che ha significativamente ridotto la disponibilità di Petrolio Light Sweet, ovvero a bassa densità e a basso contenuto di solfuri; 3) i ritardi nelle spedizioni di Petrolio Forties da alcuni importanti campi petroliferi come il Buzzard e la diminuzione nella produzione di petrolio Bonny Light in Nigeria a seguito di attacchi agli oleodotti.

Tutti questi fattori di breve periodo dovrebbero diminuire il proprio impatto nei prossimi mesi, soprattutto alla luce del recente annuncio del Consiglio Nazionale di Transizione di riprendere la produzione in Libia nel corso di questo mese. Nel "Monthly Oil Market Report" di settembre 2011, l'OPEC stima che la produzione libica raggiungerà 1 mb/g nei prossimi sei mesi, a fronte di una produzione di circa 1,6 mb/g prima della guerra. Quando la soluzione dei vari problemi temporanei si rifletterà in corrispondenti aumenti dell'offerta globale di petrolio, allentando le

Il divario fra WTI e Brent è rimasto significativo...

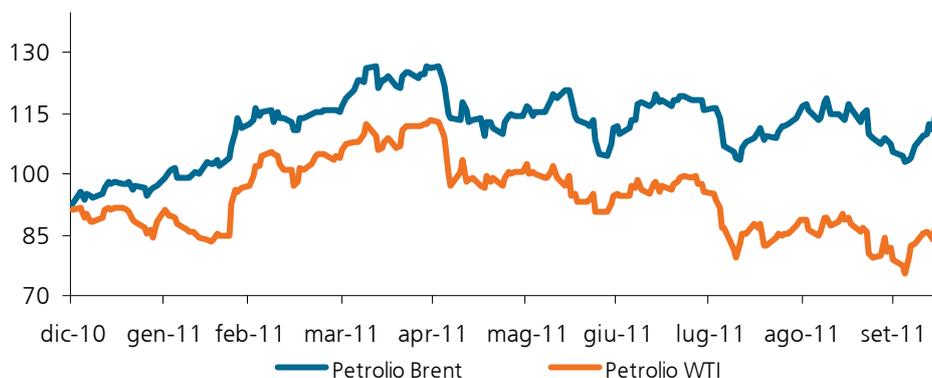
condizioni di mercato, i prezzi potrebbero soffrire pressioni al ribasso. Tuttavia, il contributo derivante dalla soluzione della maggior parte di questi problemi dovrebbe già essere scontato nei corsi attuali, a causa della natura temporanea di tali shock e del fatto che la ripresa nella produzione libica era già stata ampiamente annunciata.

Riguardo alle **tendenze fondamentali di lungo periodo**, il divario fra i prezzi di WTI e Brent è spiegato dalla diversa origine delle relative domande. Infatti, il petrolio Brent è maggiormente esposto alla domanda globale e soprattutto a quella proveniente dai Paesi asiatici, mentre il petrolio WTI è principalmente esposto alla crescita domestica americana. In passato, era usuale vedere la domanda globale e la domanda americana di petrolio fortemente correlate, poiché gli Stati Uniti erano il motore più potente della crescita globale. Al contrario, a partire dal 2008, il ruolo trainante nel sostenere la crescita globale e, conseguentemente, la domanda energetica, è stato giocato dai Paesi emergenti. L'US Energy Information Administration (EIA) nel suo *Short Term Energy Outlook* di ottobre 2011 stima che la domanda di petrolio globale dovrebbe essere di circa 88,4 mb/g in media nel 2011 e 89,84 mb/g in media nel 2012. L'EIA stima che questo aumento sarà guidato esclusivamente dalla domanda proveniente dai Paesi non OCSE. Infatti, l'EIA si attende che la domanda dei Paesi OCSE scenda da 45,74 mb/g nel 2011 a 45,68 mb/g nel 2012, mentre la domanda dei Paesi non OCSE dovrebbe aumentare da 42,66 mb/g nel 2011 a 44,16 mb/g nel 2012.

A causa di questo atteso andamento nella futura domanda globale di petrolio, ci aspettiamo che il divario fra WTI e Brent si riduca nei prossimi mesi, ipotizzando la completa risoluzione delle tensioni temporanee sui prezzi, ma non ci attendiamo che il divario si chiuda nel medio termine, siccome (nell'ipotesi che le strutture delle domande sottostanti non cambino) ci attendiamo che la crescita nei Paesi emergenti si mantenga più robusta rispetto alla crescita nei Paesi sviluppati.

...e riflette il differenziale di crescita fra paesi sviluppati e paesi emergenti

Rendimenti dei petroli Brent e WTI da inizio anno



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

2) Aspettative su domanda e offerta

Nell'*Oil Market Report* del 12 ottobre, l'International Energy Agency (IEA) stima che la **domanda di petrolio** globale dovrebbe essere di circa 89,2 mb/g in media nel 2011 e 90,5 mb/g in media nel 2012. Ciò corrisponde a un aumento annuo dell'1,1% per il 2011 e dell'1,5% per il 2012. Le stime per le varie aree geografiche, pubblicate dall'IEA nell'*Oil Market Report* del 13 settembre, mostravano come nei Paesi OCSE la domanda è stimata diminuire dello 0,9% per l'anno 2011 e dello 0,4% per il 2012. In entrambi gli anni, la diminuzione della domanda europea è molto significativa, pari al 2,1% nel 2011 e allo 0,7% nel 2012. Inoltre, le stime riguardo alla domanda europea sono state ulteriormente riviste al ribasso rispetto al report del 10 agosto, diminuendo di 0,1 mb/g in entrambi gli anni. Anche la domanda nord americana è vista in peggioramento, diminuendo dello 0,8% nel 2011 e dello 0,8% nel 2012 e anch'essa

La domanda di petrolio sarà fortemente influenzata dalle stime di crescita mondiale

rivista al ribasso di 0,1 mb/g per entrambi gli anni rispetto alle stime precedenti. Al contrario, la domanda nei Paesi non OCSE è stimata crescere del 3,3% nel 2011 e del 3,8% nel 2012, trascinata da Cina (+5,5% nel 2011, +5,2% nel 2012), America Latina (+3,2% nel 2011, +3,1% nel 2012), Medio Oriente (+2,6% nel 2011, +3,8% nel 2012) e Asia (+2,9% nel 2011, +3,7% nel 2012). Tuttavia, anche le stime di crescita nella domanda dei Paesi non OCSE erano state ridotte di 0,2 mb/g rispetto al mese precedente, a seguito delle attese di una minore crescita globale.

Per quanto riguarda l'**offerta di petrolio**, nel report di ottobre 2011 l'IEA stima che la produzione non OPEC raggiunga i 52,8 mb/g nel 2011 (+0,4% stimato per l'anno) e i 53,6 mb/g nel 2012 (+1,5%). Nel report di settembre 2011, l'IEA stima che la produzione di biocarburanti dovrebbe crescere di circa il 5% in entrambi gli anni, rimanendo tuttavia marginale in valore assoluto. L'IEA riporta che in agosto le **scorte di petrolio** dei Paesi OCSE sono scese di 3,4 mb a 2.692 mb, pari a 58,4 giorni di domanda (calcolati come scorte totali diviso il consumo medio giornaliero), mantenendosi per il secondo mese consecutivo sotto al livello medio degli ultimi cinque anni per la prima volta dalla recessione del 2008. Tale tendenza, se confermata nei prossimi mesi, dovrebbe sostenere il prezzo del petrolio nel breve termine. L'US Energy Information Administration (EIA) nel suo *Short Term Energy Outlook* di ottobre stima che le scorte dei Paesi OCSE caleranno leggermente nei prossimi due anni, raggiungendo i 57 giorni di domanda a fine 2011 e 56 giorni a fine 2012.

3) Previsioni

Il nostro modello fondamentale prevede un prezzo medio per il Petrolio Brent di 110,4 dollari per l'ultimo trimestre 2011, con un declino a un prezzo medio di 106,2 dollari e 106,6 dollari per gli anni 2012 e 2013 rispettivamente, a causa delle attese di una crescita economica globale più contenuta. Inoltre, la stima incorpora l'aggiustamento negativo innescato dal meccanismo a correzione dell'errore, dato che i prezzi effettivi nei mesi scorsi si sono rivelati più alti di quelli stimati. I principali rischi al ribasso che potrebbero impattare le nostre stime sono legati a un peggioramento significativo dello scenario economico globale, poiché la domanda di petrolio diminuirebbe significativamente a seguito di un ulteriore deterioramento nella crisi europea o di una ripresa particolarmente deludente negli Stati Uniti. I principali rischi al rialzo che potrebbero influire sulle nostre previsioni sono una ripresa nella crescita globale più brillante delle attese, guidata da un forte rimbalzo nell'economia americana e da una rinnovata fiducia degli investitori verso l'Unione Europea. Comunque, in entrambi i casi estremi, ci attendiamo che i Paesi produttori di petrolio interverranno per aggiustare la propria produzione. Infatti, la maggior parte dei membri OPEC non possono sopportare prezzi estremamente bassi del petrolio a seguito degli enormi piani di stimolo fiscale intrapresi dopo la "Primavera Araba" e che dovrebbero essere mantenuti anche nei prossimi mesi. Allo stesso modo, non ci attendiamo che prezzi estremamente alti perdurino per lunghi periodi, siccome fonti energetiche alternative che allo stato attuale non sono economicamente efficienti potrebbero iniziare ad essere sfruttate, aumentando l'offerta.

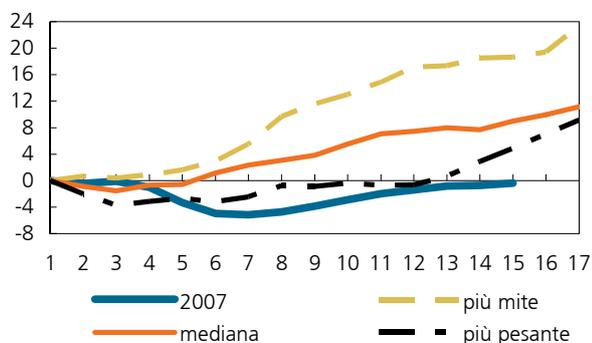
Stati Uniti: una ripresa che sembra quasi una recessione

Lo scenario in sintesi

- La ripresa negli Stati Uniti prosegue su un sentiero debole ma positivo. La crescita dovrebbe riaccelerare, dopo un 1° semestre deludente, frenata in parte dalle revisioni storiche e in parte dagli effetti del terremoto giapponese, dalle tensioni sul rialzo del limite del debito USA e dalla crisi del debito europeo. I dati effettivi recenti sono stati migliori di quanto visto dalle indagini, con un mercato del lavoro debole, ma segnali discreti dai consumi e dall'industria. Rivediamo verso il basso la crescita, senza però includere nello scenario centrale un *double dip*. **L'espansione dovrebbe proseguire, a un ritmo compreso fra il 2% e il 2,5% nel 2012.** La crescita è prevista a 1,8% nel 2011 e 2,3% nel 2012, ipotizzando un intervento espansivo della politica fiscale federale di circa 100 miliardi di dollari nel 2012. **L'inflazione core** dovrebbe continuare a salire, in aumento verso il 2% a/a.
- La **politica fiscale** continuerà ad essere un elemento di tensione nell'autunno. In assenza di nuovi interventi il 2012 dovrebbe vedere una restrizione derivante dalla fine di diverse misure adottate in passato, fra cui anche il taglio della *payroll tax* attuato a gennaio 2011 e in scadenza a dicembre. Nel breve termine, non ci saranno ripercussioni significative dall'accordo siglato con il Budget Control Act of 2011 ad agosto, a parte una riapertura degli scontri in Congresso. Nel medio-lungo termine, la restrizione fiscale attesa non sarà sufficiente a stabilizzare il rapporto debito/PIL, ma frenerà comunque la crescita, soprattutto a partire dal 2014. Nel nostro scenario ipotizziamo che entro fine anno sia adottata qualche misura di stimolo, probabilmente sotto forma di sgravi di imposta e/o di sostegni ai mercati immobiliare e del lavoro, per un totale compreso fra 100 e 150 miliardi di dollari (0,7-1% del PIL).
- La **politica monetaria** nei prossimi mesi potrebbe introdurre ulteriori misure espansive, attraverso modifiche alla comunicazione e/o riduzione del tasso pagato sulle riserve. L'*operation twist* dovrebbe comprimere i rendimenti sul tratto lungo della curva e contribuire a ridurre i tassi sui mutui. L'effetto sulla crescita delle nuove misure dovrebbe essere marginale.
- Rischi per lo scenario** – I rischi per lo scenario sono prevalentemente il basso, nonostante l'ampio stimolo delle politiche economiche domestiche. Il principale rischio deriva dal possibile contagio dalla crisi del debito europeo, attraverso i mercati finanziari. Un secondo rischio deriva invece dal rallentamento ciclico mondiale che potrebbe aggravarsi e ridurre le prospettive di crescita in una fase in cui lo spazio per nuove misure di sostegno è limitato.

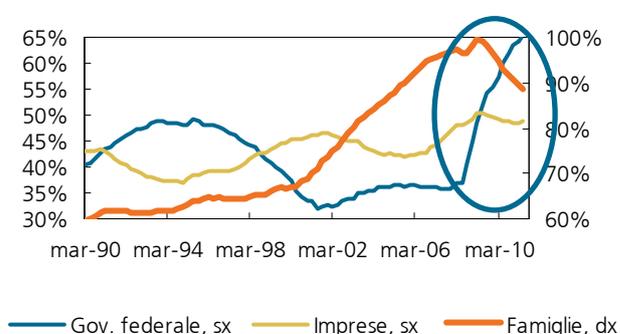
Giovanna Mossetti

Una ripresa spaventosamente lenta



Fonte: Federal Reserve Bank of Minneapolis

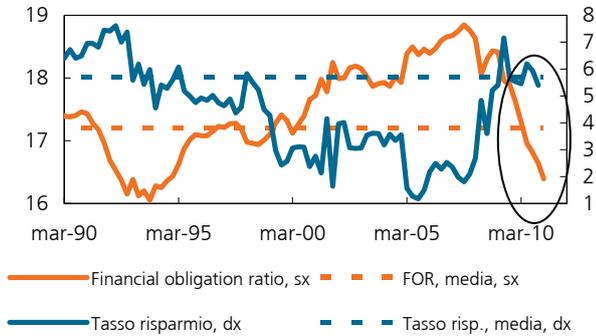
Il debito passa di mano ma non scende: l'aggiustamento post-crisi deve ancora avvenire



Fonte: EcoWin

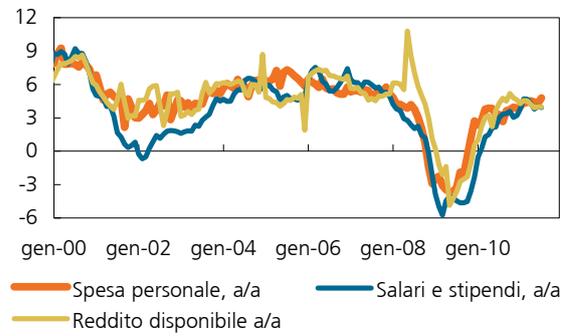
- Le indagini e i mercati segnalano ampio pessimismo sulla crescita. I dati effettivi correnti sono meno negativi e non danno per ora indicazioni di rischi concreti di *double dip*. Le indicazioni dal credito, dal mercato del lavoro, dai consumi e dagli ordini sono in linea con un'accelerazione della crescita nel 2° semestre, dopo il deludente andamento del periodo gennaio-giugno. La crescita a fine 2011 e nel 2012 dovrebbe essere trainata dalla domanda domestica privata.
- **Consumi in crescita moderata, del 2,2% medio nel 2° semestre e vicino al 2,5% nel 2012, nell'ipotesi di estensione del taglio della payroll tax.** Il reddito da lavoro crescerà a un ritmo contenuto, tale da permettere il mantenimento del tasso di risparmio sui livelli attuali dopo due anni di trend verso l'alto. Sulla base della legislazione corrente, a inizio 2012 dovrebbe risalire la payroll tax, con la fine della riduzione attuata a inizio 2011. **Nel nostro scenario centrale incorporiamo un'estensione del taglio per tutto il 2012, con un effetto di sostegno al reddito disponibile** di circa 100 miliardi di dollari. La discussione su questa misura potrebbe protrarsi per gran parte del 4° trimestre. L'effetto di questa ipotesi sulla crescita del 2012 è significativo, pari a circa 0,4% sul PIL 2012. Il dibattito politico sul sentiero di spesa ed entrate tornerà a surriscaldarsi (vedi Focus sul Budget Control Act più sotto), mantenendo l'incertezza sull'estensione della misura fino a ridosso della scadenza, cioè fine anno. Nel caso in cui si chiarisse che la misura non verrà estesa, le nostre previsioni 2012 dovrebbero essere tagliate. Al momento, alla luce dell'andamento dei dati, lo scenario di estensione sembra il più probabile, soprattutto in un anno elettorale. Potrebbero essere attuate anche misure a sostegno sia del mercato immobiliare sia di quello del lavoro.
- **Tasso di disoccupazione** persistentemente elevato, con una disoccupazione di lungo termine strutturale, in parte contenuta dal trend di partecipazione verso il basso dovuto all'invecchiamento della popolazione e al pool di disoccupati scoraggiati. Una crescita media di occupati intorno a 120-150 mila nel settore privato determinerebbe un calo del tasso di disoccupazione molto lento, mantenendolo sopra l'8,5% a fine 2012. Questo elemento rappresenta la principale giustificazione per un ulteriore stimolo monetario e per un contenimento della restrizione fiscale nel 2012. La disoccupazione a lungo termine è diventata un "problema nazionale" come ha detto Bernanke, e per ora non sono state messe in atto politiche mirate a contenerla. A settembre, la percentuale di disoccupati da più di 27 settimane è rimasta al 44,6%, pari a 6,2 milioni di persone.
- **Investimenti fissi non residenziali in aumento (7,5% nel 2011, 6,2% nel 2012)**, sostenuti da una politica monetaria straordinariamente espansiva, da condizioni finanziarie favorevoli sul mercato del credito, da bilanci delle imprese complessivamente sani e da un dollaro debole, ma frenati dall'incertezza sulla politica fiscale e sulla crescita mondiale. Le banche continuano ad allentare le condizioni del credito alle imprese e il trend dei prestiti industriali e commerciali appare in linea con l'andamento dei cicli precedenti. I flussi dei fondi mostrano risorse interne disponibili in aumento. Gli ordini e le consegne di beni capitali al netto di difesa e aerei crescono a ritmi sostenuti, e sono coerenti con una dinamica positiva, intorno al 10% a/a, degli investimenti fissi. Le costruzioni restano stagnanti nel settore residenziale, ma danno segni di miglioramento nel settore commerciale, come appare anche dalle indicazioni dei prestiti nel settore e dai dati più recenti della spesa in costruzioni delle imprese. Le scorte non dovrebbero dare contributi rilevanti alla crescita complessiva.
- **Politica fiscale: modesta restrizione nel 2012** – Il deficit si chiuderà nel 2012, in gran parte per lo scadere di misure espansive attuate negli ultimi anni. Nell'a.f. 2011 appena concluso, il deficit dovrebbe essere pari a 1300 miliardi di dollari (8,5% del PIL). La nostra previsione per il 2012 è che il **deficit federale scenda a 1,1 trilioni di dollari (7% del PIL), ipotizzando che venga estesa la riduzione della payroll tax** e vengano rinnovati gli interventi attuati da anni (indicizzazione AMT, aumenti tariffe medici Medicare).

Il calo del debito libera risorse per la spesa delle famiglie



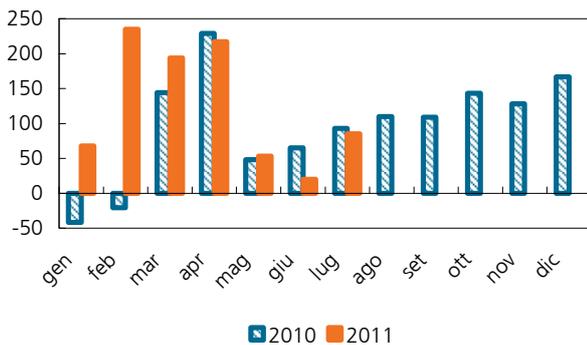
Fonte: EcoWin

Nel 2012 i consumi dovrebbero essere sostenuti da una crescita moderata del reddito da lavoro e dalla probabile estensione del taglio della payroll tax



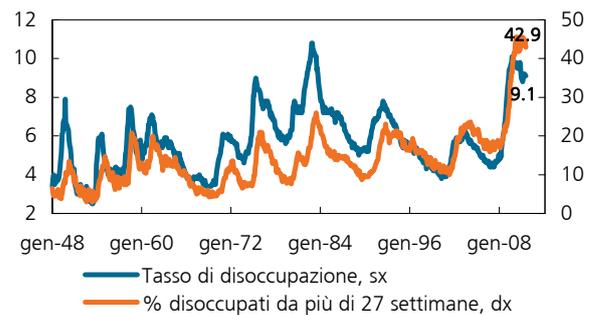
Fonte: EcoWin

Nuovi occupati non agricoli: 2010 e 2011 a confronto



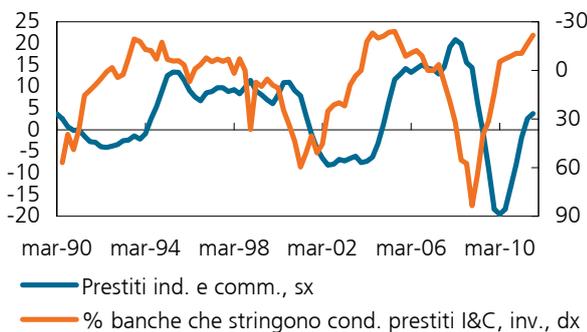
Fonte: EcoWin

Un esercito di disoccupati a lungo termine: il 42,9% del totale, mai così tanti dal 1948 in poi



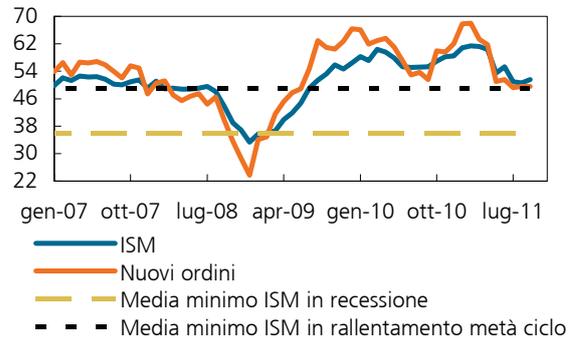
Fonte: EcoWin

Le condizioni del credito sono tornate a essere ampiamente espansive e i prestiti I&C crescono dall'autunno 2010



Fonte: EcoWin

Sembra un *double dip*, ma probabilmente è un rallentamento di metà ciclo



Fonte: EcoWin. Dati in migliaia

A livello federale il modesto contributo negativo derivante dall'accordo di agosto (-26 miliardi di dollari sull'a.f. 2012), si potrebbe sommare agli effetti della fine dei programmi ARRA e dell'estensione dei sussidi di disoccupazione. Stati ed enti locali dovranno proseguire sul sentiero ampiamente restrittivo in atto dal 2009, ancora più marcato nel 2011-12 per via della fine dei contributi federali. Il CBO prevede un deficit a 973 miliardi di dollari a legislazione vigente nel 2012, e di 630 miliardi se corretto per il ciclo. A settembre, il presidente **Obama** ha presentato un **programma di stimolo fiscale di 447 miliardi di dollari**, di cui 253 miliardi in tagli di imposte e 194 miliardi in aumento di spesa. La parte relativa alle **spese** è concentrata su spese infrastrutturali, sussidi ai governi locali ed estensione dei sussidi di disoccupazione. Dal lato delle **imposte** il grosso del piano (240 miliardi) verrebbe dall'estensione ed espansione del taglio della *payroll tax* per i dipendenti (dimezzandola a 3,1% da 6,2% del salario) e dall'introduzione di un taglio anche per le imprese (contributo al 3,1% dal 6,2% sui primi 5 milioni di dollari di salari); per i nuovi assunti, le imprese non pagherebbero affatto la *payroll tax*. A queste misure si aggiungono proposte per offrire sgravi fiscali a imprese che assumono individui disoccupati da più di 6 mesi. I Repubblicani hanno bocciato la proposta. Riteniamo che la componente di spesa sia difficilmente attuabile, ma misure di riduzione delle imposte potrebbero essere introdotte. **Nel nostro scenario centrale ipotizziamo interventi vicini a 100 miliardi di dollari nel 2012, con un effetto sul PIL di circa 0,4pp.** È possibile che la manovra effettiva possa essere un po' più ampia (più vicina a 150 miliardi di dollari). Un accordo si troverà probabilmente, come sempre in questo ciclo politico, all'ultimo momento.

- **Politica monetaria: ancora stimolo straordinario nel 2012** - La Fed ha aperto un nuovo capitolo di stimolo quantitativo, annunciando un programma di allungamento della vita del portafoglio titoli insieme a un marginale intervento di "credit easing" a supporto più diretto del mercato dei mutui. Il nuovo programma (vedi Focus Fed), dovrebbe ridurre i rendimenti sul tratto lungo fra 10pb e 15pb, mentre il tratto breve dovrebbe restare ancorato dall'annuncio di fed funds stabili fino al 2013 fatto a inizio agosto. **L'impulso alla crescita derivante dall'intervento della Fed tuttavia dovrebbe essere molto modesto:** i freni a questa ripresa sono strutturali e resteranno in atto a lungo nonostante lo straordinario stimolo monetario in vigore. La Fed rimane comunque disposta a intervenire ancora a sostegno della crescita. Prevediamo che **prima di fine anno siano adottate nuove misure espansive attraverso variazioni nella comunicazione e/o riduzione del tasso di interesse sulle riserve.**

Previsioni macro	2010			2011			2012					
	2010	2011	2012	2010			2011			2012		
				4	1	2	3	4	1	2	3	
PIL (US\$ 2005, a/a)	3.0	1.8	2.3	3.1	2.2	1.6	1.6	1.6	2.1	2.3	2.3	
- trim./trim. annualizzato				2.3	0.4	1.3	2.3	2.4	2.3	2.3	2.3	
Consumi privati	2.0	2.2	2.3	3.6	2.1	0.7	2.2	2.1	2.4	2.6	2.5	
IFL - privati non residenziali	4.4	7.5	6.2	8.7	2.1	10.3	4.5	7.0	5.5	6.0	6.5	
IFL - privati residenziali	-4.3	-1.6	3.4	2.5	-2.5	4.2	3.8	1.5	2.5	4.0	5.2	
Consumi e inv. pubblici	0.7	-1.6	0.2	-2.8	-5.9	-0.9	1.5	0.5	0.2	-0.3	-0.1	
Esportazioni	11.3	7.3	7.5	7.8	7.9	3.6	7.2	6.9	8.1	7.4	8.6	
Importazioni	12.5	5.5	6.3	-2.3	8.3	1.4	5.2	5.2	7.9	7.5	6.3	
Var. scorte (contrib., % PIL)	1.6	-0.1	0.0	-0.4	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	
Partite correnti (%PIL)	-3.2	-3.3	-3.2	-3.1	-3.2	-3.2	-3.4	-3.4	-3.4	-3.3	-3.2	
Deficit Federale (%PIL)	-9.8	-9.2	-8.6									
Debito pubblico (%PIL)	94.5	97.6	102.3									
CPI nsa (a/a)	1.6	3.2	2.2	1.3	2.1	3.4	3.8	3.6	2.7	1.9	2.1	
Produzione Industriale	5.3	3.9	2.3	3.1	4.9	0.4	5.0	1.5	2.4	1.9	1.7	
Disoccupazione (%)	9.6	9.1	9.0	9.6	8.9	9.1	9.1	9.1	9.1	9.1	9.0	
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	75.4	70.9	73.3	73.0	2.60	2.73	2.07	1.87	1.88	2.00	2.07	

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

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Scenario Macroeconomico

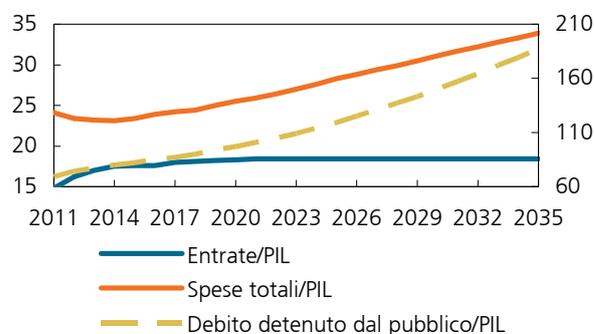
Settembre 2011

Uno scenario inquietante per il sentiero del deficit federale

	2010	2011	2012	2013	2012-16	2012-21
Deficit	-1,294	-1,284	-973	-623	-2,701	-4,687
% PIL	-8.9	-8.5	-6.2	3.9	-3.1	-2.4
Deficit con effetti JSCDR	-1,294	-1,284	-973	-510	-2,232	-3,487
% del PIL	-8.9	-8.5	-6.2	-3.2	-2.6	-1.8
Deficit con estensione alcune misure attuate in passato (escluse misure JSCDR)			-1,045	-843	-4854	-8204
% PIL			-6.7	-5.2	-5.6	-4.2

Fonte: CBO, elaborazioni Intesa Sanpaolo.
Miliardi di dollari. JSCDR = Joint Select Committee for Deficit Reduction, istituito ad agosto con il Budget Control Act (vedi focus pagine seguenti)

Per stabilizzare i conti federali occorrerà tagliare le spese e aumentare le entrate: non succederà prima delle elezioni



Fonte: CBO
Sentiero di spese, entrate e debito proiettato dal CBO con estensione alcune misure rinnovate negli ultimi anni, senza interventi del JSCDR

Programma di allungamento della scadenza del portafoglio della Fed per 400 miliardi di dollari

Distribuzione acquisti per tratto di curva

6-8 anni	8-10 anni	10-20 anni	20-30 anni	TIPS 6-30 anni
32%	32%	4%	29%	3%

Per memoria: Portafoglio della Fed - scadenze per anno

2011	2012	2013	2014
39.6	158.4	190.7	185.2

Vita media del portafoglio attuale = 6.09 anni

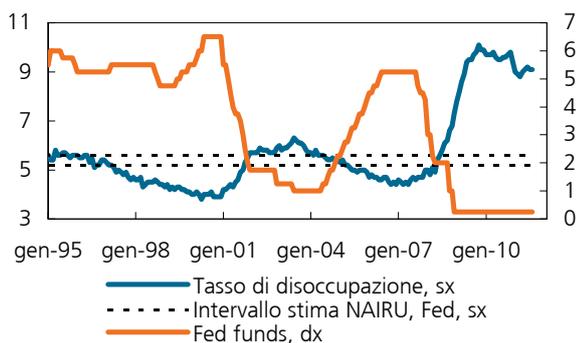
Fonte: Federal Reserve Bank of New York, Bloomberg.
Dati del portafoglio della Fed in miliardi di dollari. Distribuzione degli acquisti soggetta alle condizioni di mercato

Titoli detenuti dalla Fed - 5 ottobre 2011

		0-1 anno	1-5 anni	5-10 anni	>10 anni	Totale
US Treas.	Miliardi	169.3	717.7	583.8	201.1	1671.8
	% Treas.	10.1	42.9	34.9	12.0	100.0
Ag. fed.	Miliardi	24.9	62.9	18.1	2.3	108.3
	% Agenzie	23.0	58.1	16.8	2.2	100.0
MBS	Miliardi	0.0	0.0	0.0	870.8	870.9
	% MBS	0.0	0.0	0.0	100.0	100.0
Totale		194.1	780.6	602.0	1074.2	2650.9
	% Totale	7.3	29.4	22.7	40.5	100.0

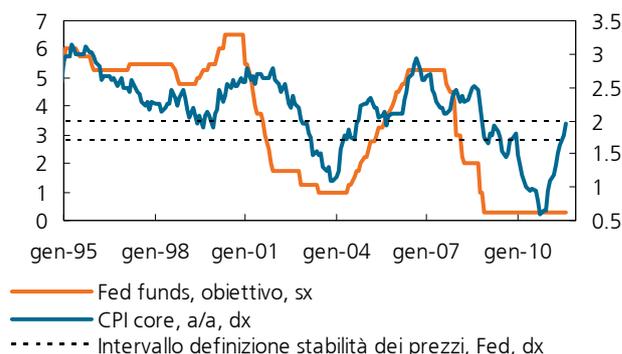
Fonte: Federal Reserve Board

La Fed e il suo mandato: lontana anni luce dalla massima occupazione ...



Fonte: EcoWin, Federal Reserve Board

... ma ormai all'interno della definizione di stabilità dei prezzi



Fonte: EcoWin, Federal Reserve Board

Focus politica fiscale – Budget Control Act: i problemi sono solo spostati in avanti, i conflitti in Congresso proseguiranno

L'accordo siglato in extremis dal Congresso a inizio agosto è in larga misura un insieme di modesti palliativi e rimanda all'autunno la definizione di misure restrittive di più ampio respiro. Il Budget Control Act (BCA) prevede un rialzo del limite legale del debito in due stadi, collegato a riduzioni del deficit in gran parte ancora da determinare. Le principali caratteristiche dell'accordo sono le seguenti.

a) **Primo rialzo del limite del debito di 900 miliardi di dollari, sufficiente a finanziare il Tesoro fino alla fine del 2011.** Il rialzo è attuato in due fasi, con un aumento immediato del limite legale del debito di 400 miliardi di dollari, seguito da un incremento di altri 500 miliardi che potrebbe essere bloccato dal Congresso. Il Presidente però potrà imporre un veto sull'eventuale blocco del rialzo (il Congresso può a sua volta bloccare il veto del Presidente con una maggioranza di 2/3). La sostanza è che il rialzo di 900 miliardi è "garantito", nonostante questo sistema di "specchi" politici. A quest'aumento del limite del debito è "associata" una riduzione della spesa fra il 2012 e il 2021 pari a 895 miliardi di dollari. La riduzione è attuata attraverso un **tetto alla spesa discrezionale con riduzioni crescenti nel tempo, per un totale di 756 miliardi fra il 2012 e il 2021.** Per quanto riguarda la **spesa programmatica**, gli unici tagli previsti riguardano l'istruzione per un totale di **5 miliardi di dollari su dieci anni.** Queste misure determinano, secondo stime CBO, risparmi sul **servizio del debito pari a 134 miliardi di dollari.**

b) Istituzione di un **"Joint Selected Committee for Deficit Reduction"** che dovrà determinare nuove riduzioni di spesa **sul periodo 2013-21 pari a 1,5 trilioni di dollari** entro il 23 novembre. Il Congresso dovrà recepire misure restrittive per un ammontare equivalente entro il 23 dicembre. Se entro tale data non ci sarà un accordo, saranno attuate misure restrittive automatiche sulla spesa discrezionale per 1,2 trilioni di dollari sullo stesso orizzonte temporale. Dopo l'attuazione delle misure di contenimento del deficit, verrebbe attuato un nuovo rialzo del limite del debito di 1,2 trilioni di dollari (e fino a un massimo di 1,5 trilioni) soggetto alla stessa procedura di blocchi e veti descritta al punto a). Il rialzo complessivo del limite (1,2+0,9 trilioni) dovrebbe essere **sufficiente a finanziare il Tesoro fino all'inizio del 2013.**

c) Definizione di un **emendamento costituzionale per il pareggio di bilancio, che richiede maggioranze qualificate e difficilmente sarà approvato.**

La **valutazione dell'accordo è inequivocabilmente negativa**, perché concentrata esclusivamente sulla spesa discrezionale, già capro espiatorio di tutti i tentativi di riduzione del deficit futuro. I tagli alla spesa discrezionale determinerebbero contrazioni di quest'aggregato in termini reali nel prossimo decennio, ma non porterebbero a controllare l'esplosione del deficit cumulato, dovuto all'aumento ininterrotto della quota di spesa programmatica in termini di PIL su tutto l'orizzonte prevedibile. La spesa federale totale nel 2010 era pari a 3,5 trilioni di dollari (23,8% del PIL), di cui 1,9 trilioni di spesa programmatica (13,2% del PIL) e 1,3 trilioni di spesa discrezionale (9,3% del PIL) e 196 miliardi di interessi (1,4% del PIL). Gli effetti del BCA nel 2012 e 2013 sarebbero molto contenuti, con riduzioni di 22 e 44 miliardi di dollari rispettivamente. A questi si sommerebbero le correzioni di cui per ora si sa solo il totale su tutto l'orizzonte (1 trilione di dollari di deficit primario e 196 miliardi di corrispondente riduzione della spesa per interessi). Il CBO suddivide la correzione in 111 miliardi all'anno fino al 2021, equamente divisi fra spese e entrate non avendo informazioni su come le misure verranno definite.

Le proiezioni del CBO a legislazione invariata, includendo gli effetti del BCA, sono apparentemente soddisfacenti: il deficit federale si stabilizzerebbe all'1,2% del PIL dal 2017 in poi, con il debito detenuto dal pubblico in calo fino al 61% del PIL al 2021 (da un picco di 72,8% del PIL previsto al 2013). Tuttavia, l'estensione di misure tipicamente reiterate nell'ultimo

decennio (indicizzazione aliquote dell'*alternative minimum tax*, riduzione delle aliquote per la tassazione del reddito e per l'imposta di successione e di donazione, aggiustamento delle tariffe dei medici rimborsati da Medicare) aggraverebbe i **deficit cumulati nel prossimo decennio di circa 5 trilioni di dollari**. Il deficit in % del PIL nel 2021 sarebbe più che triplo rispetto allo scenario base (a 4,7% del PIL, invece che 1,2% dello scenario base) e il debito detenuto dal pubblico sarebbe in costante aumento, e toccherebbe l'82% del PIL nel 2021, restando su un sentiero esplosivo senza mai stabilizzarsi. In sostanza, quindi, l'accordo siglato con il BCA non migliora lo scenario di lungo termine, e lascia aperto comunque un periodo di conflitti in Congresso senza indicazioni su come reperire i tagli per 1,5 trilioni di dollari inclusi nella legislazione approvata ad agosto.

Nonostante l'attuazione di politiche fiscali restrittive nel prossimo decennio, lo scenario di crescita secondo il CBO è positivo, con un'espansione attesa nel 2012 del 2,7% e del 3,6% medio nel periodo 2013-16, assumendo lo scenario base per le variabili fiscali. Lo scenario vede un rallentamento della crescita nel 2013, (+2%) seguito poi da una netta riaccelerazione successiva. Nel caso in cui invece si estendessero le misure sulle imposte e sulle tariffe di Medicare, la restrizione fiscale sarebbe minore e la crescita prevista dal CBO sarebbe più sostenuta. Nel complesso le proiezioni economiche del CBO appaiono eccessivamente ottimistiche.

Conclusioni

L'accordo di agosto non affronta e non risolve i problemi che avevano determinato il *downgrade* del rating del debito USA da parte di S&P. Tuttavia è cruciale ripetere che gli Stati Uniti non sono la Grecia su entrambi i fronti di liquidità e solvibilità. Il Tesoro USA continua a finanziarsi sul mercato a tassi che non risentono in alcun modo del *downgrade*. In secondo luogo il *downgrade* riflette essenzialmente l'incapacità politica di trovare un accordo per finanziare nel medio-lungo termine il sentiero di spesa determinato dai trend dei programmi sanitari e previdenziali. La mancata stabilizzazione del rapporto debito/PIL sulla base della legislazione corrente dipende da un Congresso spaccato che **non intende alzare le imposte per finanziare il trend di spesa, mentre al tempo stesso non intende controllare le uscite nei comparti politicamente sensibili di sanità e previdenza**. E' probabile che dopo le elezioni presidenziali, il conflitto politico verrà ricomposto e i conti federali saranno riportati sotto controllo.

Focus Fed – Cosa può ancora fare la Fed per sostenere il ciclo?

La Fed ha elencato ad agosto quattro strumenti disponibili per attuare ulteriore stimolo, di cui due già messi in atto ad agosto e settembre. Il 9 agosto la Fed ha annunciato una guida per i tassi su un orizzonte specifico: i tassi sui fed funds secondo la Fed resteranno probabilmente su livelli eccezionalmente bassi fino almeno a metà 2013. Il passo successivo è stato l'annuncio del programma di allungamento della scadenza del portafoglio alla riunione di settembre. Nei prossimi mesi, in caso di mancato miglioramento del mercato del lavoro, il FOMC potrebbe annunciare nuovi interventi.

1) **Guida sul futuro dei tassi** attuata attraverso la comunicazione verbale con due alternative: *guidance* condizionata a obiettivi su variabili macroeconomiche oppure esplicitamente legata a specifici orizzonti temporali (come quella adottata il 9 agosto).

Un'altra opzione sarebbe riformulare la *guidance* sui tassi includendo obiettivi espliciti sulle variabili macroeconomiche. In questo modo si estenderebbe ulteriormente il periodo atteso di stabilità dei tassi, condizionandola all'andamento delle variabili obiettivo del mandato della Fed. C. Evans (Chicago Fed) ha proposto di condizionare il livello dei tassi al tasso di disoccupazione con questa formulazione: la Fed potrebbe "mantenere il tasso sui fed funds all'attuale livello straordinariamente basso fino a quando il tasso di disoccupazione non sarà sceso in misura significativa, per esempio dall'attuale 9,1% al 7,5% o anche il 7%, purché l'inflazione di medio termine resterà al di sotto del 3%". **Con una regola di questo genere il tasso sui fed funds resterebbe fermo almeno fino al 2014.** Un annuncio su queste linee abbasserebbe ulteriormente i rendimenti sul tratto della curva entro i tre anni e rafforzerebbe gli effetti di un'eventuale riduzione del tasso sulle riserve.

2) **Allungamento della scadenza media del portafoglio titoli** senza modificarne la dimensione, attraverso vendite sul tratto breve e acquisti sui tratti medio e lungo. L'"operazione Twist" ha un precedente storico nel 1961 quando la Fed, d'accordo con il Tesoro, attuò interventi mirati ad appiattire la curva dei rendimenti attraverso una riduzione sul tratto lungo a fronte di tassi a breve invariati. L'effetto dell'operazione è stato stimato dalla Fed in una **riduzione dei rendimenti a lungo termine di circa 15pb**, analogo a quello teoricamente associato a un taglio inatteso dei fed funds di 100pb (stime Gurkaynak et al.). La **dimensione dell'operazione era di 8,8 miliardi di dollari, pari all'1,7% del PIL e al 4,6% del debito del Tesoro.** In parte l'effetto dell'operazione venne ridimensionato a due mesi dall'introduzione del programma da una svolta del Tesoro, che a sorpresa aumentò le emissioni sul tratto lungo della curva, determinando un temporaneo rialzo dei rendimenti.

Un programma su queste linee è stato annunciato alla riunione di settembre. Entro la fine del 2012 verranno acquistati titoli per 400 miliardi di dollari con scadenza fra 6 e 30 anni, a fronte di vendite per un uguale ammontare di titoli con scadenza uguale o inferiore a 3 anni. La Fed ritiene che questa operazione "metterà pressione verso il basso" sul tratto lungo della curva rendendo le condizioni finanziarie più accomodanti. Operativamente, la NY Fed comunica (http://www.newyorkfed.org/markets/opolicy/operating_policy_110921.html) che gli acquisti saranno suddivisi come indicato nella tabella. Le vendite riguarderanno titoli con vita residua compresa fra 3 mesi e 3 anni, per circa $\frac{3}{4}$ dei titoli detenuti dal System Open Market Account su queste scadenze. Oltre a questa misura, largamente attesa, il FOMC ha deciso "per dare supporto alle condizioni nei mercati dei mutui", di **reinvestire il capitale dei titoli delle agenzie e delle MBS a scadenza in MBS delle agenzie.** Per i Treasuries, la Fed manterrà la politica di reinvestimento delle scadenze in atto dal 2010. Il programma rappresenta circa il 4% del debito federale (4/5 di OT1). Se il Tesoro non modificherà la propria strategia di gestione del debito dopo l'annuncio della Fed allungando le scadenze delle nuove emissioni, l'esperienza del passato suggerirebbe **un effetto di riduzione dei rendimenti sul tratto lungo di circa 12-15pb**, equivalente in linea teorica a una riduzione dei fed funds di circa 100pb.

3) **Riduzione del tasso di interesse pagato sulle riserve in eccesso** delle banche depositate presso la Fed, attualmente fissato a 0,25%. Al 7 ottobre, le riserve in eccesso delle banche presso la Fed erano pari a 1,543 trilioni di dollari. La riduzione dell'interesse sulle riserve potrebbe al margine contribuire a mobilitare una parte dei fondi che le banche scelgono di detenere presso la Fed, rafforzando l'obiettivo di spostare la domanda di titoli verso attività più rischiose. L'effetto della misura sarebbe modesto.

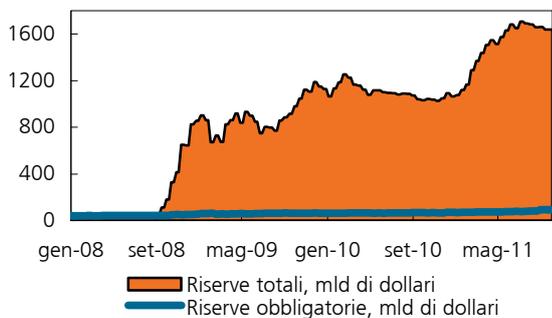
4) **Ulteriori acquisti di titoli** per ridurre i rendimenti a lungo termine. Un programma QE3 al momento non è contemplato. Ancora molto recentemente la Fed ha sottolineato che i programmi di aumento del bilancio QE1 e QE2 sono stati intrapresi in fase di rischi verso il basso sull'inflazione, che al momento sono assenti. Tuttavia, l'enfasi posta sullo stato e sulle prospettive del mercato del lavoro, con la disoccupazione a lungo termine definita da Bernanke un'emergenza nazionale, lascia aperta la possibilità di interventi sulla dimensione del bilancio della Fed anche con un'inflazione all'interno della definizione di stabilità. Per considerare un programma QE3 però occorrerebbe in ogni caso essere vicini alla fine dell'Operazione Twist 2.

Scenario Macroeconomico

Settembre 2011

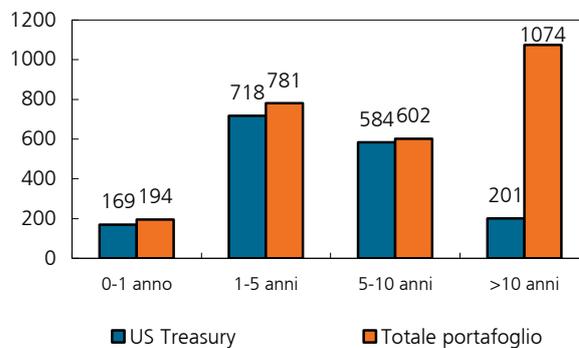
Pertanto la "stadi azione" del sentiero espansivo vedrebbe eventualmente prima l'utilizzo della altre due misure discusse ai punti 1) e 3).

Riserve del sistema bancario



Fonte: Federeal Reserve Board

Titoli nel portafoglio della Fed per scadenza



Fonte: Federal Reserve Board, elaborazioni Intesa Sanpaolo. Miliardi di dollari

Area euro: l'insostenibile pesantezza della crisi

- A partire dall'estate, la crisi sul debito e finanziaria ha assunto un profilo e una dimensione tali da avere un rilevante impatto "reale" sulla crescita dell'area dell'euro nel suo complesso. I **canali attraverso cui la crisi impatta sul ciclo** sono: 1) gli effetti restrittivi della correzione fiscale; 2) gli effetti "reali" della crisi finanziaria, via l'effetto-ricchezza negativo derivante dal calo dei mercati finanziari, le ripercussioni negative sulla spesa in beni durevoli del clima di incertezza e il peggioramento delle condizioni del credito (conseguenza delle pressioni sulla raccolta e il capitale delle banche).
- Insomma, il ciclo ha subito una svolta. Attualmente ci troviamo in una fase di **sostanziale stagnazione** dell'attività, **che non si tramuterà in recessione** (la nostra stima sul PIL 2012 è allo 0,6%) **solo se**, come nel nostro scenario centrale, **il quadro macroeconomico mondiale resterà espansivo** in forza di politiche economiche più che accomodanti negli USA e di un ciclo ancora vivace nei Paesi emergenti. Un'analisi del ciclo delle scorte, di alcuni indicatori anticipatori e della tempistica della restrizione fiscale, induce a pensare che **difficilmente una ripresa si materializzerà prima di fine 2012 o inizio 2013**.
- L'inflazione dell'area euro dovrebbe frenare dal 2,6% a/a di quest'anno al 2,0% a/a nel 2012. Il calo atteso del prezzo del greggio ed effetti statistici favorevoli dalla componente energia contribuiranno a rallentare la dinamica inflattiva. La dinamica sottostante potrebbe salire ancora nei prossimi tre mesi fino a sfiorare il 2,0% a/a, per poi retrocedere verso l'1,4% a/a. Il rallentamento del ciclo e la probabile stagnazione della domanda interna contribuiranno a frenare la dinamica di salari e prezzi interni. Pressioni verso l'alto potrebbero venire da ulteriori rialzi di tassazione indiretta e prezzi amministrati. Rischi: bilanciati.
- La BCE ha reagito al peggioramento della crisi del debito e alla svolta degli indici congiunturali con nuove misure di allentamento delle condizioni di liquidità, oltre che sospendendo il percorso di rialzo dei tassi ufficiali. Il programma di acquisto di titoli di stato è stato esteso a Spagna e Italia, e rappresenta a tutt'oggi l'unico intervento europeo di protezione già attuato. L'andamento dei dati potrebbe indurre la Banca centrale a tagliare i tassi ufficiali tra fine 2011 e inizio 2012.

Previsioni Macro	2010	2011	2012	2010			2011			2012		
				4	1	2	3	4	1	2	3	
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.7	1.7	0.6	2.0	2.4	1.6	1.5	1.3	0.6	0.5	0.5	
- t/t				0.3	0.8	0.2	0.3	0.1	0.0	0.1	0.2	
Consumi privati	0.8	0.6	0.7	0.3	0.2	-0.2	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2	
Investimenti fissi	-1.0	2.6	1.3	-0.2	1.8	0.2	0.4	0.5	0.2	0.2	0.5	
Consumi pubblici	0.5	0.3	0.1	0.0	0.4	-0.2	-0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	
Esportazioni	10.6	6.7	5.2	1.4	2.0	1.0	1.0	1.3	1.4	1.3	1.3	
Importazioni	8.9	5.2	4.3	1.2	1.5	0.5	0.8	1.0	1.8	1.1	0.0	
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.6	0.1	-0.6	0.1	0.0	0.0	0.0	-0.2	0.0	-0.2	-0.6	
Partite correnti (% PIL)	-0.5	-1.0	-0.7	-0.8	-0.7	-0.8	-0.8	-1.7	-0.4	-0.3	-0.8	
Deficit pubblico (% PIL)	-6.0	-4.4	-3.7									
Debito pubblico (% PIL)	79.6	84.0	84.6									
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.6	2.7	1.9	2.0	2.5	2.8	2.7	3.1	2.4	1.9	1.9	
Produzione industriale (a/a)	7.5	4.6	1.5	1.8	1.0	0.5	1.3	0.0	0.1	0.5	0.6	
Disoccupazione (ILO, %)	10.1	10.0	10.0	10.1	10.0	10.0	9.9	9.9	9.9	10.0	10.1	
Euribor 3 mesi	0.81	1.36	0.96	1.02	1.09	1.41	1.56	1.35	0.98	0.93	0.95	
EUR/USD	1.33	1.38	1.32	1.36	1.37	1.44	1.41	1.31	1.32	1.34	1.33	

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

Si fanno più "tangibili" gli "effetti reali" della crisi del debito

L'evoluzione recente del ciclo nell'area euro mostra:

- **indicatori anticipatori** in decisa frenata soprattutto sulla scia dell'effetto della crisi sulla fiducia; tuttavia, gli indicatori a settembre non avevano ancora raggiunto livelli tali da segnalare con certezza una recessione; gli attuali livelli del PMI e della *survey* della Commissione furono toccati (ultima recessione a parte) ad esempio nell'autunno del 2001 e nella primavera del 2003, segnalando sì un forte rallentamento ma non una recessione (il PIL non cadde mai in territorio negativo né su base trimestrale né tantomeno su base annua); peraltro, il quadro della congiuntura internazionale oggi sembra meglio impostato che nei due episodi testé citati. Inoltre, non è da escludere che il recupero sui mercati finanziari che ha caratterizzato (alla data in cui si scrive) il mese di ottobre si possa riflettere in un rimbalzo per gli indici anticipatori;

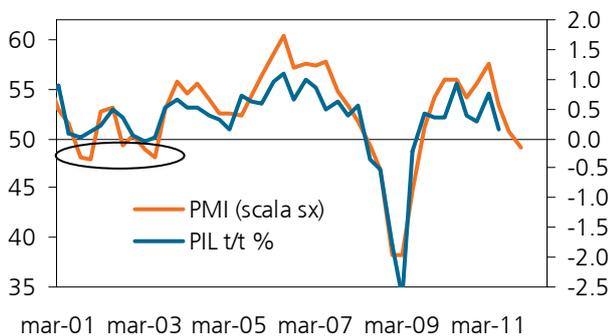
- **dati reali** che per ora mostrano una buona tenuta; in particolare i dati di produzione industriale sono coerenti con una tenuta del PIL nel trimestre estivo (in area 0,3-0,4% ovvero in lieve accelerazione rispetto allo 0,2% primaverile); occorrerà aspettare i dati di settembre/ottobre per avere un'idea più precisa, al di là della volatilità tipica dei mesi estivi, dell'entità del rallentamento (che peraltro potrebbe essere solo rimandato a fine 2011/inizio 2012).

Paolo Mameli

Indicatori anticipatori in decisa frenata...

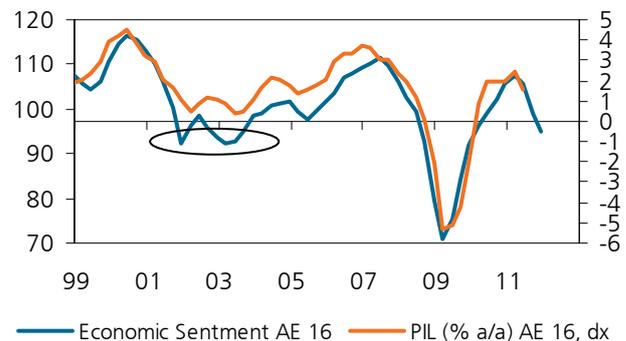
...ma i dati reali non sono ancora sufficienti per valutare l'entità del rallentamento.

Sia gli indici PMI...



Fonte: Eurostat, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

...che l'indagine della Commissione hanno raggiunto livelli coerenti con una decisa frenata del PIL ma non segnalano ancora con certezza una recessione



Fonte: Eurostat, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'andamento recente degli indicatori congiunturali mostra oramai in maniera inequivocabile come **la crisi sul debito e finanziaria abbia cominciato, a partire da quest'estate, ad avere rilevanti effetti sull'attività economica**. I canali attraverso cui la crisi sta avendo importanti "effetti reali" sono molteplici:

Il ciclo sarà colpito, almeno sino al 2012 compreso, dagli effetti...

1) innanzitutto, il principale canale attraverso cui la crisi sta impattando sulla crescita è quello della **restrizione fiscale**. Il punto è che, mentre sino al 2011 la correzione fiscale ha riguardato in misura significativa solo i Paesi "minori" (ad eccezione della Spagna), dall'anno prossimo l'ammontare della restrizione sarà importante anche per altri Paesi maggiori come Italia e Francia, e in generale per il complesso dell'area euro. Questo è il motivo per cui da sempre vediamo un significativo rallentamento della crescita del PIL nel 2012 (già da tempo segnalavamo rischi allo scenario di crescita verso l'alto quest'anno e verso il basso l'anno prossimo), ma, specie in conseguenza di una correzione fiscale più ravvicinata e più accentuata in Italia, Francia e Spagna, oltre che degli effetti della crisi finanziaria, abbiamo tagliato la stima per l'anno prossimo dall'1,4% di tre mesi fa (contro

...della restrizione fiscale...

1,7% di consenso) all'attuale 0,6% (contro un consenso di settembre all'1%¹). Non sono da escludere rischi recessivi, almeno nei Paesi in cui più rilevante è l'aggiustamento fiscale.

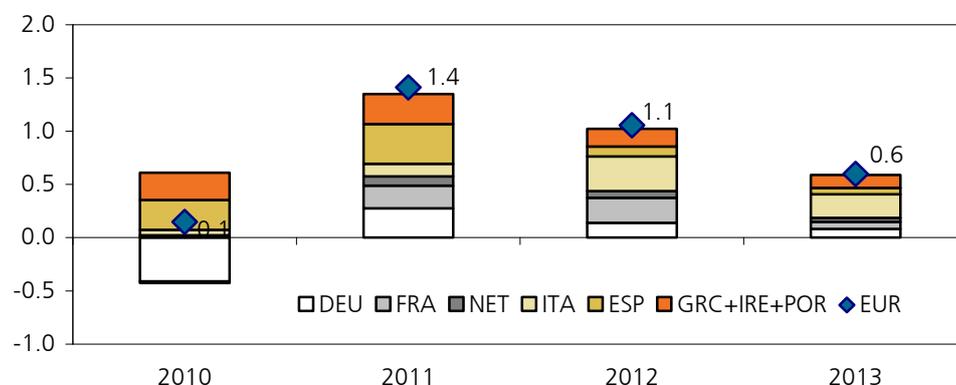
Un modo per valutare l'entità delle correzioni fiscali adottate nei vari Paesi in merito al loro impatto sulla crescita è guardare alla **variazione del saldo primario corretto per il ciclo**. Considerando i dati più recenti contenuti nel *Fiscal Monitor* del FMI, si nota che, **dopo un 2010 in cui la politica fiscale nell'area euro è risultata sostanzialmente neutrale** (la significativa restrizione fiscale avviata in Grecia, Irlanda e Spagna è stata bilanciata dall'espansività della politica fiscale in Germania), **già dal 2011 è stata messa in campo per il complesso dell'Eurozona una stretta fiscale importante** (pari a quasi un punto e mezzo di PIL, circa la metà da Spagna, Grecia, Irlanda e Portogallo; ma da notare che anche in Germania l'esaurirsi di misure di stimolo temporanee ha causato un'inversione della politica fiscale già da quest'anno). **Un aggiustamento quasi altrettanto significativo** (superiore al punto percentuale) **è atteso per il 2012**, mentre più lieve (appena superiore al mezzo punto) la correzione prevista per il biennio 2013-14. Da notare che **nel biennio 2012-13 il contributo maggiore alla restrizione** (pari circa a quello congiunto proveniente dai PIGS) **arriva dall'Italia**.

Da notare per inciso che, considerando la correzione cumulata negli anni dal 2010 al 2014, la restrizione fiscale è pari addirittura a quasi venti punti di PIL in Grecia, è a due cifre in Irlanda e Portogallo ed è molto significativa anche in Spagna (oltre sette punti di PIL). Importante anche la cifra per l'Italia (oltre quattro punti di PIL) mentre più indietro sono Francia e Olanda. Quasi trascurabile l'aggiustamento in Germania.

Le misure discrezionali di politica fiscale nei principali Paesi dell'area euro									
Variazioni saldi primari corretti per il ciclo	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	CUM. 2010-2014
Germania	1.1	-1.5	1.0	0.5	0.3	0.6	0.1	0.0	0.9
Francia	-3.1	0.1	1.0	1.1	0.3	0.7	0.7	0.7	3.2
Italia	0.9	0.3	0.7	1.9	1.3	0.1	-0.3	-0.3	4.3
Spagna	-8.5	2.4	3.2	0.8	0.5	0.3	0.1	0.3	7.2
Olanda	-2.8	-0.2	1.3	1.0	0.6	0.5	0.4	1.0	3.2
Grecia	-13.1	7.3	5.4	3.0	2.2	2.0	-1.1	-1.3	19.9
Irlanda	-9.8	3.8	2.6	1.9	2.3	2.3	0.0	0.2	12.9
Portogallo	-5.7	0.4	5.2	3.1	1.6	0.2	-0.1	0.0	10.5

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IMF Fiscal Monitor di settembre 2011

Variazioni saldi primari corretti per il ciclo: area euro e contributi per Paese



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IMF Fiscal Monitor di settembre 2011

¹ Fonte: Consensus Economics, *Consensus Forecasts*.

Ora, considerando l'elasticità media del ciclo alla politica fiscale risultante dai principali modelli utilizzati in sede internazionale (ad esempio il modello Interlink dell'OCSE), pari a 0,4-0,5%, se ne ottiene che **l'impatto sul ciclo è massimo** (pari a circa mezzo punto di PIL) **nel biennio 2011-12**. Ora, tenendo conto del ritardo con cui la politica fiscale agisce sul ciclo, questo fattore potrebbe pesare almeno sino al 2013.

Impatto della politica fiscale sul ciclo					
	2010	2011	2012	2013	2014
Eurozona	-0.1	-0.6	-0.5	-0.3	-0.2
Germania	0.7	-0.5	-0.2	-0.1	-0.3
Francia	0.0	-0.5	-0.5	-0.1	-0.3
Italia	-0.1	-0.3	-0.9	-0.6	0.0
Spagna	-1.1	-1.4	-0.4	-0.2	-0.1
Olanda	0.1	-0.6	-0.5	-0.3	-0.2
Grecia	-3.3	-2.4	-1.4	-1.0	-0.9
Irlanda	-1.7	-1.2	-0.9	-1.0	-1.0
Portogallo	-0.2	-2.3	-1.4	-0.7	-0.1

Fonte: stima Intesa Sanpaolo applicando i moltiplicatori della politica fiscale dal modello OCSE Interlink alle variazioni dei saldi primari corretti per il ciclo secondo l'IMF Fiscal Monitor.

2) l'ampiezza e la persistenza delle **tensioni sui mercati finanziari** e in particolare sul settore bancario non possono non ripercuotersi a lungo andare sull'economia reale, attraverso:

...e della crisi finanziaria.

a) un **effetto-ricchezza** negativo dagli investimenti finanziari: una recente simulazione sulla versione a tre "Paesi" (area euro-USA-resto del mondo) del modello macroeconomico QUEST III della Commissione² mostra che, nel caso in cui, come appare quello attuale, un calo del 20% del mercato azionario (quale approssimativamente quello avvenuto nel trimestre estivo) sia dovuto a un riprezzamento del rischio da parte degli investitori, l'impatto sul ciclo è trascurabile (-0,04%) se lo shock è di breve durata (1 mese), ma diventa assai rilevante (-1,08%) nel caso in cui la durata sia di un anno;

b) il freno alle decisioni di consumo di beni durevoli delle famiglie e soprattutto di investimenti delle imprese derivante dal perdurare di una situazione di forte **incertezza** con rischi enormi sempre gravanti come spade di Damocle sullo scenario; sempre la Commissione stima che nel caso di cui sopra di *shock* di 1 anno sulla percezione del rischio finanziario, gli investimenti sono duramente colpiti (l'impatto è di -6,7%); trascurabile nel modello appare l'impatto sui consumi in quanto le famiglie tagliano il proprio tasso di risparmio (probabilmente, in ogni caso, si verifica un riposizionamento a favore dei beni non durevoli);

c) le difficoltà di approvvigionamento sul mercato interbancario e le pressioni sul capitale derivanti dai movimenti sui mercati finanziari potrebbero spingere le banche (sotto pressione non sono solo quelle dei Paesi cosiddetti "periferici" ma anche quelle dei Paesi *core* come insegna il caso Dexia) a un orientamento più restrittivo nella concessione dei crediti a famiglie e imprese, fino al caso estremo di un "incepparsi" del **circuito del credito** che rischia di attenuare significativamente l'impulso espansivo della politica monetaria. A tal proposito, la *Bank Lending Survey* diffusa il 7 ottobre ha evidenziato un netto aumento (dal 2% al 16%) della percentuale netta di banche che hanno reso più restrittivi i criteri di credito alle imprese; si tratta di un massimo dal 2009. Ciò potrebbe causare quantomeno un'interruzione del trend di incipiente recupero dai minimi dei prestiti al settore privato e in

² EU Commission, "Interim Forecast, September 2011", Box: The Fall of Stock Prices: Causes and Consequences (http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/eu_economic_situation/pdf/2011/2011-09-interim-forecast-final_en.pdf)

particolare alle imprese (fermi ad un tasso di crescita assai modesto, 1,6% a/a, ad agosto). Ancora una analisi della Commissione UE³ esamina gli effetti sull'attività economica di uno *shock* sul settore bancario, sempre usando il "QUEST Model". Lo scenario assume che le banche subiscano perdite sul loro capitale derivanti dalla detenzione di titoli di Stato, dell'ordine dell'1% del PIL. Lo scenario appare non eccessivamente ottimistico visto che il FMI nel suo recente *Global Financial Stability Report*⁴ ha stimato che le perdite subite dalle banche in conseguenza della crisi (incluso la detenzione di titoli greci, irlandesi, portoghesi, italiani, spagnoli e belgi, nonché le pressioni sulla capitalizzazione derivanti dai movimenti di Borsa) ammontano, per il totale dell'Unione Europea, a 300 miliardi ovvero a circa il 2,4% del PIL UE. Ora, nelle simulazioni della Commissione, nello scenario "favorevole", le banche in parte reagiscono alzando i tassi sui prestiti e in parte riducono i prestiti alle imprese (di 0,3%); l'effetto sugli investimenti è di quattro decimi e sul PIL di due decimi. Nello scenario di "credit crunch", in cui le banche non agiscono sul costo ma riducono solo l'offerta di credito (-1,2%), l'impatto sul PIL è di tre decimi (e sugli investimenti di quattro). Infine, nello scenario "banking panic", in cui il "panico" sul mercato interbancario aumenta il costo del *funding* per le banche di 15pb, le banche stesse reagiscono tagliando i prestiti dell'1,8%, dal che deriva un impatto negativo del 2,6% sugli investimenti e dell'1% sul PIL. Queste simulazioni mostrano che l'impatto sul ciclo di tensioni sul settore bancario come quelle in corso possono essere molto importanti.

Verso un biennio molto difficile

Insomma il ciclo sembra aver svoltato. **Se l'inversione del ciclo si tramuterà in una recessione o no, molto dipenderà dal contesto internazionale.** Se lo scenario mondiale si manterrà espansivo come nel nostro scenario centrale (in presenza di una economia americana ancora sostenuta da politiche economiche ultra-espansive e di una domanda ancora vivace dai Paesi emergenti), l'Eurozona potrebbe sperimentare una crescita molto debole (stimiamo allo 0,6% nel 2012) ma non una recessione vera e propria. Peraltro, non si possono escludere rischi recessivi nei Paesi più colpiti dalla restrizione fiscale.

Il ciclo ha svoltato "in negativo". Quanto durerà?

Diventa allora importante provare a stabilire quanto possa durare la fase, appena avviata, di ciclo "negativo" (ad oggi non è chiaro se si possa tramutare in un vero e proprio ciclo "recessivo"). Può essere utile a tal fine esaminare il ciclo delle scorte. Riprendendo (al rovescio) l'analisi fatta nel numero di settembre 2009 di questa pubblicazione⁵ (in cui correttamente prevedevamo che un picco per l'attività industriale avrebbe potuto collocarsi intorno alla fine del 2010; in realtà il ciclo espansivo è stato anche più lungo di quanto atteso ed ha coperto anche la parte iniziale del 2011), notiamo che già da qualche mese **il ciclo dei magazzini sembra aver invertito la marcia**: la *survey* della Commissione Europea (che riporta le valutazioni delle imprese circa il livello delle scorte, al di sopra o al di sotto del livello desiderato) segnala che un minimo è stato raggiunto a marzo, e da allora è cominciato un lieve riaccumulo di magazzini. Peraltro, bisogna riconoscere che i magazzini sono attualmente su livelli solo di poco al di sopra di quelli considerati "normali".

³ EU Commission, European Economic Forecast - Spring 2011

(http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2011/pdf/ec-forecast-spring2011.pdf)

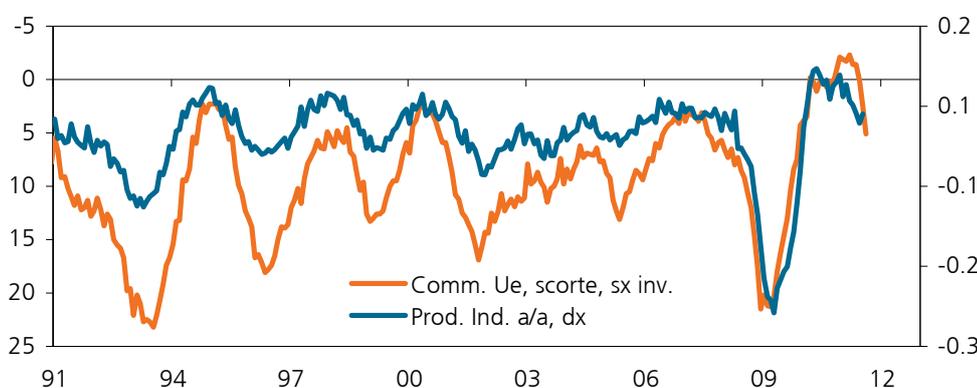
⁴ IMF, "Global Financial Stability Report", Box 1.3. Quantifying Spillovers from high-Spread euro area Sovereigns to the European Union Banking Sector

⁵ Da notare che nel numero citato di questa pubblicazione un altro indicatore che indicavamo come affidabile "anticipatore" del ciclo (M3 reale) segnalava una possibile svolta a fine 2010 (oggi quell'indicatore dà un segnale – ancora molto debole però – di possibile svolta da metà 2012); una analisi congiunta del ciclo delle scorte, di M3 reale e della necessità di significative correzioni fiscali ci portava là a prevedere che una svolta ciclica sarebbe potuta arrivare proprio a partire dal 2011

Quanto durerà questo ciclo di accumulo di scorte? Un'analisi dell'esperienza storica mostra innanzitutto che le scorte manifestano una correlazione molto elevata (in qualche caso con valenza anticipatrice) sulla produzione. **Tutti i punti di svolta del ciclo dei magazzini si sono riflessi in punti di svolta per la produzione** (non ci sono stati in tal senso "falsi segnali"). Una analisi dell'evidenza storica disponibile mostra che la durata media dei cicli ("negativi") di scorte/produzione è di 18 mesi (in un *range* dagli 11 ai 35). In base a tale "cronologia", se l'attuale ciclo fosse "standard" (e non particolarmente "recessivo" come l'ultimo), il punto di svolta per le scorte potrebbe collocarsi nel settembre del 2012, e quello per la produzione (per la quale il picco dovrebbe essere stato toccato lo scorso luglio⁶) nel gennaio del 2013. Tale analisi mostra che **l'intonazione congiunturale resterà molto debole almeno sino a fine 2012/inizio 2013, e solo a 2013 inoltrato si potrebbe assistere ad una apprezzabile ripresa dell'attività produttiva.**

In base all'esperienza storica, il prossimo punto di svolta potrebbe collocarsi nella migliore delle ipotesi a fine 2012-inizio 2013

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



Fonte: Commissione UE, Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Durata dei cicli "recessivi" (in base a scorte e produzione industriale) nella recente esperienza storica				Durata (mesi)
Min scorte	Dic 94	Max scorte	Ago 96	20
Max prod	Dic 94	Min prod	Feb 96	14
Min scorte	Nov 97	Max scorte	Feb 99	15
Max prod	Gen 98	Min prod	Feb 99	13
Min scorte	Apr 00	Max scorte	Nov 01	19
Max prod	Mag 00	Min prod	Dic 01	19
Min scorte	Mag 04	Max scorte	Mag 05	12
Max prod	Giu 04	Min prod	Mag 05	11
Min scorte	Feb 07	Max scorte	Dic 08	22
Max prod	Mag 06	Min prod	Apr 09	35
Media durata cicli scorte/produzione				18
Min scorte	Mar 11	Max scorte (ipotesi ciclo 18 mesi)	Set 12	
Max prod	Lug 11	Min prod (ipotesi ciclo 18 mesi)	Gen 13	

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Commissione UE e Eurostat

⁶ Nell'ultimo ciclo è più opportuno guardare al massimo della produzione in livelli (toccato a luglio 2011) che non alle variazioni a/a (viziata dal confronto statistico con un minimo "abnormalmente" basso durante l'ultima recessione), per le quali il massimo era stato toccato già maggio 2010

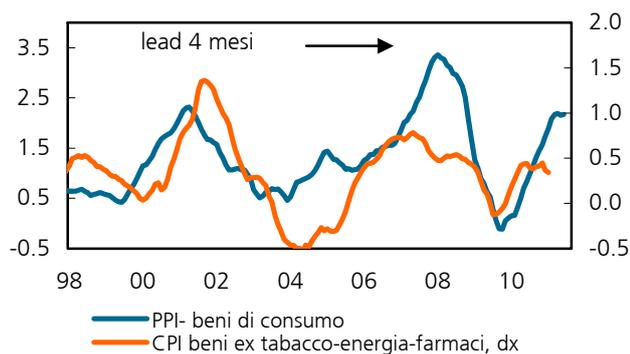
Inflazione: di nuovo al 2% nel 2012

A settembre, l'inflazione ha regalato una spiacevole sorpresa, salendo al 3,0% a/a dal 2,5% a/a di agosto; ancora una volta, la causa sono le pressioni provenienti dalla componente energia. Le sottocomponenti dell'indice energia e in particolare di elettricità e gas si sono mosse verso l'alto dato l'usuale ritardo con cui rispondono all'andamento del prezzo del greggio. Sulla dinamica di settembre, hanno anche pesato fattori transitori, legati al nuovo trattamento della stagionalità e l'aumento dell'IVA di un punto percentuale in Italia che hanno spinto verso l'alto i prezzi dei beni semidurevoli. Fino a fine anno, l'inflazione dell'area euro dovrebbe rimanere intorno al 3,0% a/a, per effetto di pressioni residuali dall'energia e dei passati rincari dei beni non energetici, accumulatisi a monte della catena produttiva. Anche gli alimentari continueranno ad esercitare pressioni verso l'alto dal momento che lo *shock* sulle commodity agricole non si è ancora del tutto traslato ai prezzi domestici: l'indice PPI dei beni agricoli prodotti al di fuori dell'area euro cresceva del 7,9% a/a in agosto dal 7,2% a/a di giugno.

Anna Maria Grimaldi

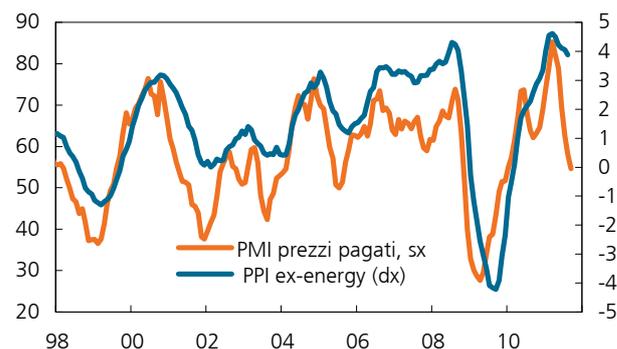
Le indicazioni più recenti dalle indagini congiunturali e in particolare l'indice PMI prezzi pagati, tuttavia, è coerente con un netto rientro delle pressioni a monte sui prezzi nei prossimi tre/sei mesi. Da fine anno in poi ci aspettiamo un calo abbastanza rapido dell'inflazione area euro fino al 2,0% a giugno prossimo, per lo più al venir meno dal confronto annuale dei rialzi del prezzo del greggio avutosi a fine 2010 – inizio 2011. Il calo dell'energia dovrebbe essere amplificato dal rientro delle pressioni sul greggio. La nostra previsione incorpora un prezzo del petrolio a 107 dollari al barile a fronte di un cambio euro dollaro a 1,33. I *future* sono anche più aggressivi. I mercati suggeriscono, invece, ulteriori pressioni sui prezzi delle materie prime agroalimentari, l'impatto sull'indice CPI dipenderà dal grado di trasmissione a valle e/o politiche di prezzo al dettaglio, nonché dall'inerzia della domanda interna. La nostra previsione incorpora un netto calo del contributo del CPI energia dal +1,2% a settembre 2011 a -0,1% in 12 mesi. Altresì ci aspettiamo che gli alimentari arrivino a spiegare circa lo 0,7% dell'inflazione totale a settembre 2012, dall'attuale contributo di 0,4%.

I passati rialzi dei prezzi a monte non sono stati ancora traslati del tutto a valle



Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

Il PMI prezzi pagati suggerisce che le pressioni a monte dovrebbero scemare nei prossimi mesi



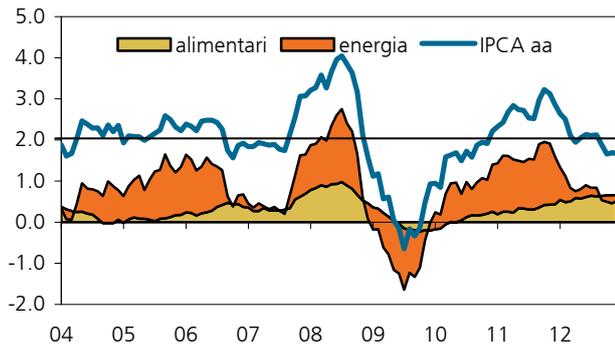
Fonte: Markit, Eurostat e Intesa Sanpaolo

Al netto di energia e alimentari, misura preferita dalla BCE, l'inflazione sottostante si aggirerà in media all'1,5% a/a. In particolare, i **prezzi dei beni non energetici** dovrebbero crescere su livelli appena inferiori alla **media osservata dal 1999** (0,7% a/a), al di là della volatilità mensile. I **prezzi dei servizi** sono attesi circa sui **livelli di settembre 1,9% a/a** anche se non possono escludersi **rialzi dei prezzi amministrati** in particolare nel comparto sanità, istruzione e trasporti.

Il rallentamento del ciclo e la probabile stagnazione della domanda interna contribuiranno a frenare la dinamica di prezzi domestici nel corso del 2012. L'**elevato tasso di disoccupazione** dovrebbe limitare lo spazio per ulteriori aumenti salariali dopo il forte incremento del 2° trim.

2011. A giugno, il costo del lavoro orario nell'area euro cresceva del 3,6% a/a per effetto di un'accelerazione dei salari al 3,5% a/a da un precedente 2,7% a/a, su scia degli aumenti accordati in Germania (dal 2,2% a/a al 4,8% a/a), Belgio (dall'8,1% a/a al 12,1% a/a, per effetto dell'ancora elevato grado di indicizzazione), e Austria (dal 3,1% a/a al 4,1% a/a).

L'inflazione tornerà al 2% il prossimo anno, grazie a pressioni in calo dal fronte energia



Fonte: Eurostat, Intesa Sanpaolo

L'indice sottostante potrebbe salire ancora



Fonte: Eurostat, Intesa Sanpaolo

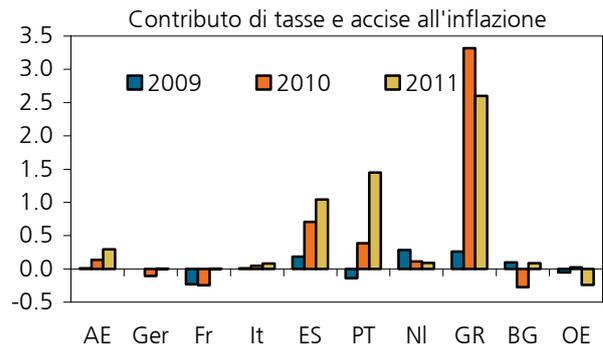
Ulteriori pressioni sulla dinamica domestica dei prezzi al consumo potrebbero derivare da rialzi di prezzi amministrati e tassazione indiretta, data l'urgenza del consolidamento fiscale in quasi tutti i Paesi membri. Nel 2011, i rialzi dell'IVA e altre accise hanno gonfiato la dinamica inflazionistica dell'area euro di 3 decimi, mentre l'apporto dei prezzi amministrati era di circa un decimo a settembre. In Grecia, Spagna e Portogallo le tasse hanno aggiunto rispettivamente 2,6, 1,0 e 1,5 punti alla dinamica inflazionistica 2011. Stimiamo difatti che l'inflazione sottostante o "inflazione ciclica" perché (al netto dell'apporto delle componenti volatili e/o prezzi controllati) è rimasta circa stabile nel 2011 (intorno all'1,3-1,4%) e riteniamo che non vi sia spazio per un rialzo nel corso del prossimo anno data la nostra previsione di una quasi stagnazione dell'economia dell'area euro a inizio 2012.

Per effetto di aumenti di prezzi amministrati e tasse



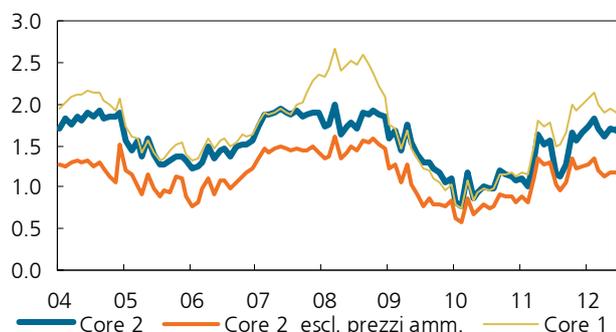
Fonte: Eurostat, Intesa Sanpaolo

In particolare nei paesi periferici



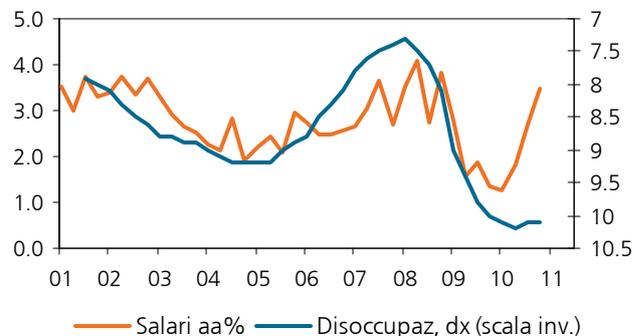
Fonte: Eurostat, Intesa Sanpaolo

Inflazione ciclica strisciante



Fonte: Eurostat, Intesa Sanpaolo

Limitate pressioni domestiche e in particolare da salari date le condizioni sul mercato del lavoro



Fonte: Eurostat, Intesa Sanpaolo

BCE: ulteriori passi nei prossimi mesi

Nel corso dell'estate la BCE ha reagito all'estensione della crisi includendo i titoli di stato spagnoli e italiani fra quelli considerati per il Securities Markets Programme. Inizialmente, il programma di rialzo dei tassi ufficiali non è stato influenzato dal peggioramento della situazione generale. Alla riunione di ottobre, però, la BCE ha lasciato il refi all'1,5%, ha aperto la via a una gestione più accomodante dei tassi ed annunciato una serie di **misure non convenzionali** per cercare di arginare le ripercussioni sistemiche della crisi sul debito sovrano.

Anna Maria Grimaldi

- La BCE ha **esteso il meccanismo d'asta ad assegnazione piena fino al 10 luglio 2012** (sesto periodo di mantenimento di riserva) in tutte le operazioni di rifinanziamento MRO e LTRO. Su questo punto ci aspettavamo un impegno oltre gennaio, ma non necessariamente fino a luglio.
- La BCE terrà un'asta annuale a 12 mesi (25 ottobre) e un'asta a 13 mesi (20 dicembre); il calendario prevedeva un'asta lunga su entrambe le date. L'asta a 13 mesi risponde alla necessità di evitare tensioni sulla liquidità a ridosso di fine 2011 e fine 2012. Le misure sulla liquidità dovrebbero alleviare i problemi di finanziamento delle banche e contribuire, indirettamente, a contenere l'aumento del rischio controparte, riflesso nell'allargamento dello spread OIS- Euribor 3 mesi.
- La BCE ha anticipato un **nuovo programma di acquisto, sul secondario e sul primario, di covered bond CBPP2** per un ammontare complessivo di **40 miliardi di euro entro fine ottobre 2012** (il precedente programma è stato per 60 miliardi di euro). Il programma di acquisto di covered bond potrebbe **alleviare i problemi di funding sulle scadenze più lunghe dell'anno**, in particolare tramite l'intervento della BCE sul primario, mentre l'acquisto sul secondario a titolo definitivo contribuirà a **sollevare i bilanci delle banche**. La BCE ha indicato che gli acquisti andranno conclusi entro ottobre 2012, ma non è escluso che, a differenza degli acquisti effettuati nel 2009-10 con una cadenza piuttosto regolare, la BCE possa procedere a un ritmo più veloce a seconda delle esigenze del e/o di un particolare segmento di mercato. **Il target della BCE rappresenta circa il 13% delle emissioni di covered bonds viste nel 2010.** Il mercato dei covered bond, stando ai dati dell'European Covered Bond Council, a dicembre 2010 era di poco meno di 1600 miliardi di euro. Le emissioni erano state di circa 300 miliardi di euro nel 2010, in aumento di 30 miliardi di euro rispetto al 2009; questa tendenza è probabilmente continuata anche nella prima metà di quest'anno. Un report di Fitch del 29/09/2011, indicava che le banche erano state in grado di emettere covered bond nella prima metà di quest'anno, anche se le emissioni hanno frenato sensibilmente a settembre. Maggiori dettagli sul CBPP2 saranno annunciati il 3

novembre. Il Programma potrebbe aiutare il mercato dei *covered bond* spagnoli e francesi dato il forte allargamento degli spread. Non è escluso che la misura possa essere di sostegno anche alle banche greche. Il precedente programma CBPP prevedeva egualmente la possibilità di intervenire sia sul primario, che sul secondario. Gli acquisti nel CBPP erano divisi tra la BCE (8%) e le Banche centrali nazionali in una porzione determinata dalla quota nel capitale BCE. Le **caratteristiche dei titoli utilizzabili nel precedente programma erano**: I) i titoli dovevano essere ammessi come garanzia nelle operazioni di politica monetaria; II) dovevano soddisfare i criteri indicati all'art. 4 della direttiva UE 22 sugli investimenti collettivi (UCITS); III) il volume emesso deve tassativamente superare 100 milioni di euro e, di norma, 500 milioni di euro; dovevano avere un rating tassativamente pari o superiore a BBB-/Baa3, ma di norma superiore ad AA; IV) erano ammessi titoli coperti da attivi rappresentanti esposizione al settore pubblico; V) le controparti erano le stesse che possono prendere parte alle operazioni di credito, nonché controparti basate nell'Eurozona e che sono oggetto degli investimenti dell'euro sistema. **Gli acquisti di titoli nel CBPP non furono sterilizzati perché sono titoli pubblici e quindi non violano in alcun modo il Trattato di Maastricht.** L'aiuto della BCE alle banche non prescinde, come ha sottolineato Trichet, **dall'urgenza per le stesse di rinforzare i loro bilanci**, contenere le remunerazioni e ricorrere, ove necessario, a fondi statali.

Le misure adottate su liquidità e *covered bond* sono un passo importante per cercare di tamponare le ripercussioni dei problemi di liquidità delle banche sugli impieghi bancari. L'ultima Indagine sul Credito della BCE (7/10/2011) mostra un netto peggioramento delle condizioni al credito passate e future sia per le famiglie che per le imprese, anche se su livelli lontani da quelli pre-Lehman.

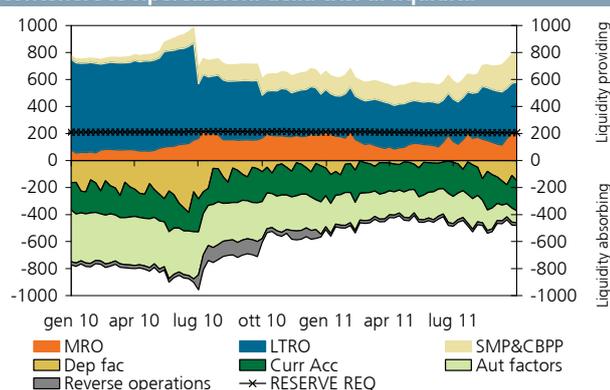
- d. Trichet ha indicato che **l'SMP è ancora attivo**, ma ha ribadito che la BCE si aspetta che l'EFSF diventi operativo al più presto. **Riteniamo** che la misura sia cruciale per tamponare le ripercussioni della crisi sui *sovereign* a livello sistemico e ci aspettiamo che **la tendenza settimanale d'acquisto sia dettata dalle condizioni di mercato e posizioni speculative.** Trichet durante la conferenza stampa e in un'intervista successiva su Die Welt ha ribadito che **la misura è transitoria** e che saranno i Governi dei Paesi Membri a dover gestire la crisi sovrana tramite l'EFSF. Trichet ha dichiarato di essere contrario alla proposta di accordare una licenza bancaria all'EFSF cosicché questo possa finanziarsi alla finestra BCE: Trichet ha specificato che la *facility* deve fare leva sui Governi. Constancio ha indicato in modo esplicito in una Conferenza a Milano che l'EFSF dovrà intervenire direttamente sul mercato primario dei titoli di stato per massimizzare l'impatto degli interventi.
- e. **Come in parte atteso la BCE ha lasciato i tassi fermi, ma** la politica monetaria non è più considerata accomodante. I rischi per la dinamica inflazionistica sono ancora bilanciati, mentre la BCE valuta che i rischi verso il basso per la crescita si sono intensificati al protrarsi delle tensioni sui mercati. Il comunicato ribadisce che la BCE esaminerà attentamente i dati nei prossimi mesi. La BCE **ha quindi spianato la strada per un taglio del refi nei prossimi mesi, ove lo scenario macro dovesse deteriorare sensibilmente.** In assenza di una soluzione istituzionale in grado di ridare fiducia ai mercati in tempi brevi, le sorti dell'economia europea potrebbero deteriorare ulteriormente dall'attuale stato di semi-stagnazione, segnalato dalle indagini di fine estate. Anche se si dovesse trovare una soluzione istituzionale di qui a fine anno, riteniamo che la crisi di fiducia generata dagli eventi degli ultimi mesi unitamente alla stretta fiscale già in atto nella zona euro (2,5% di PIL) nel biennio in corso) lasceranno la crescita dell'area a 0,6%. Con la politica fiscale così restrittiva e rischi ancora verso il basso per la crescita, dal momento che non possono escludersi recrudescenze della crisi anche nel 2012, non è escluso che **la BCE possa tornare indietro sul refi fino all'1,0%, per marzo prossimo.** Tuttavia, ci sembra **difficile che la BCE possa muovere prima della presentazione di uno scenario macro** significativamente deteriorato e quindi che un taglio veda la luce prima di dicembre e/o inizio 2012. Una revisione delle stime BCE per la crescita nominale 2012 (dal 3,0% di settembre)

giustificherebbe un taglio di 50pb in quanto lascerebbe invariata la stance di politica monetaria. In linea di principio la BCE potrebbe spingersi anche al di sotto dell'1,0% ma tale livello è stato finora percepito come soglia minima e non è stato travalicato neppure nel 2009 quando la zona euro veniva dalla recessione più severa dal 1992.

Rischi: ulteriori passi potrebbero rendersi necessari da parte della BCE, in assenza di progressi rapidi da parte delle istituzioni europee per cercare di arginare le ripercussioni sistemiche della crisi. La BCE potrebbe allungare ulteriormente i prestiti, potenziare, ove necessario, l'SMP e/o introdurre nuove misure di *credit easing*. Trichet si è detto contrario a un possibile coinvolgimento della BCE nell'EFSF II e ha ribadito che i Governi hanno le capacità di potenziare il fondo. Ci sembra quindi difficile che ci possa essere un cambio di posizione repentino su questo punto. Come argomentato sopra, il percorso dei tassi ufficiali rimane dipendente dai dati. Se pure la BCE non dovesse tagliare nei prossimi mesi, ci sembra improbabile che possa stringere la politica monetaria prima del 2013. L'esperienza insegna che le crisi finanziarie hanno ripercussioni sulla crescita piuttosto persistenti ed è quindi difficile attendersi, anche assumendo una soluzione rapida e "ordinata" della crisi, che l'area euro torni a crescere in eccesso dell'1,5% già nel 2013.

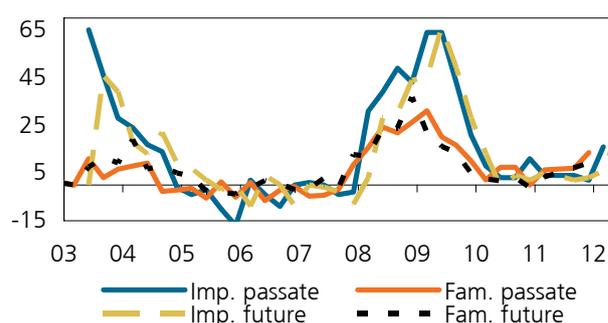
Il dopo Trichet. Ad ottobre, Trichet ha salutato la sua *audience* con l'eleganza e il *glamour* che ci hanno accompagnato negli ultimi otto anni. Trichet ha riaffermato il suo credo profondamente europeista, l'importanza delle istituzioni e quindi di una BCE assolutamente indipendente e credibile nel rispetto del proprio mandato, anche in un momento così delicato per l'Unione monetaria. Trichet, nel passaggio di consegne a Mario Draghi, ha posto l'enfasi sul fatto che la BCE è riuscita a garantire la stabilità dei prezzi anche attraverso la peggiore crisi dalla seconda guerra mondiale, grazie al *principio della piena separazione*: ad ogni obiettivo uno strumento. I tassi ufficiali devono garantire la stabilità dei prezzi nel medio periodo e il percorso del refi è determinato dall'evoluzione dei dati. Mentre il ricorso a misure non convenzionali consente alla BCE di garantire la trasmissione della politica monetaria in diversi segmenti di mercato anche in momenti di crisi. Riteniamo che questo principio continuerà a guidare le decisioni in seno al Consiglio Direttivo anche dopo l'uscita di scena di Trichet.

Fig. 3 - La BCE aumenterà le aste lunghe per cercare di contenere le ripercussioni della crisi di liquidità



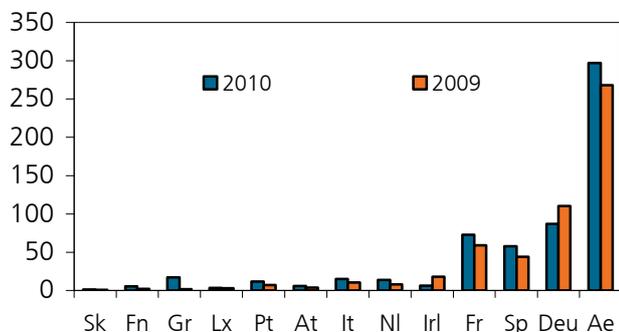
Fonte: BCE e Intesa Sanpaolo

Fig. 4 - Per ora gli effetti sul credito sono limitati, ma i rischi stanno salendo



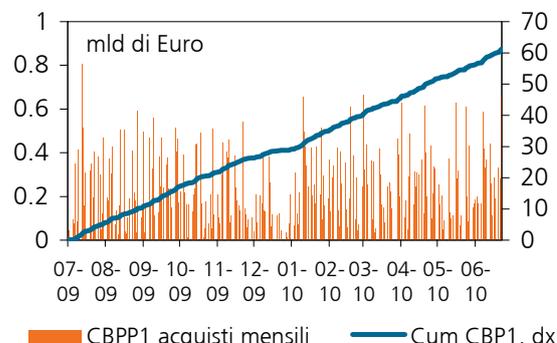
Fonte: BCE indagine sul credito e Intesa Sanpaolo

Covered bonds: il target BCE equivale al 13% delle emissioni 2009



Fonte: European Covered Bond Council e Intesa Sanpaolo

Acquisti BCE nel CBPP1 piuttosto regolari



Fonte: European Covered Bond Council e Intesa Sanpaolo

Germania: ancora in prima linea

Ci aspettiamo un rimbalzo dell'economia tedesca nei mesi estivi. I dati di produzione industriale e ordini sono coerenti con una crescita del PIL di circa lo 0,4% t/t nel 3° trimestre, dopo un modestissimo incremento primaverile (0,1% t/t). Il recupero della produzione è in parte spiegato dal ritardo nell'inizio delle vacanze e dalla mancata chiusura di alcuni stabilimenti in agosto. Anche i consumi appaiono in accelerazione a 0,4% t/t dopo lo 0,2% t/t del 2° trimestre, stando all'andamento discreto di vendite e immatricolazioni.

Anna Maria Grimaldi

Per i mesi autunnali e l'inizio del 2012 ci aspettiamo una crescita intorno a 0,1% t/t. Un mercato rallentamento è anticipato dalle indagini di fiducia: l'IFO è passato da 123,3 a giugno a 116,5 a settembre, il PMI composito è sceso fino a sfiorare quota 50. Nella restante parte del 2012, la crescita potrebbe recuperare marginalmente a 0,3-0,4% t/t in media. Nel complesso, si attende **un rallentamento nel 2012 all'1,0% dal 2,9% del 2011**, stime che si collocano nella fascia mediana del consenso. **Il rallentamento nel resto della zona euro si ripercuoterà** sulla performance del settore industriale, dati gli stretti legami commerciali (la zona euro ed i paesi dell'est Europa assorbono oltre l'80% dell'export tedesco). Il commercio con i Paesi emergenti offrirà al margine un cuscinetto, ma anche il PMI globale a 49,5 è coerente con un affievolimento della domanda extra europea.

A fronte di un **export meno vivace le imprese taglieranno i piani di spesa.** Ci aspettiamo una crescita degli investimenti industriali del 4,1% a/a contro il 9,0% a/a del 2011 e non escludiamo rischi verso il basso al perdurare dello stato d'incertezza sulla crisi. **I consumi cresceranno più o meno al passo visto nel 2011 (0,9% a/a)** dal momento che la dinamica del reddito sarà sostenuta dai recenti aumenti salariali e da un calo dell'inflazione. Tuttavia, minor supporto verrà dalla dinamica dell'occupazione, penalizzata dal rallentamento della crescita. Oltretutto in questo ciclo ci sembra vi sia meno spazio per interventi a sostegno del mercato del lavoro, a differenza di quanto avvenne nel 2008-09, e **il tasso di disoccupazione potrebbe salire al 7,3-7,4% nell'estate del 2012** dato l'usuale ritardo rispetto al ciclo. Il comparto delle **costruzioni e in particolare il residenziale potrebbero risentire del rallentamento congiunturale e della dinamica dei redditi.** Vediamo gli investimenti in costruzioni in rallentamento al 4% dal 7% del 2011.

L'inflazione dovrebbe tornare all'1,7% nel 2012 dal 2,6% di quest'anno: al rientrare delle pressioni da energia e alimentari. Data la migliore posizione relativa dei saldi di finanza pubblica non dovrebbero esservi pressioni dalla dinamica dei prezzi amministrati e tassazione indiretta.

L'andamento dei saldi fiscali 2011 potrebbe risultare migliore di quanto non indicato nel PS 2011, dato l'andamento del ciclo nella prima parte di quest'anno. Ci aspettiamo che il deficit cali al 2,0% del PIL a fronte di stime governative del 2,3%. Nonostante il rallentamento ciclico riteniamo che la Germania possa comunque raggiungere un saldo di bilancio di poco superiore all'obiettivo indicato nel programma di stabilità 2011 (1,5%) dato il miglior punto di partenza e considerata la correzione fiscale già in atto (0,6%). Il rapporto debito/PIL è visto all'82,5% nel 2012 dall'83,2% nel 2010. La posizione dei saldi di bilancio lascia un margine di manovra nel caso in cui le ripercussioni della crisi dovessero essere più severe di quanto non incorporato nel nostro scenario.

Previsioni Macro	2010			2011			2012					
	2010	2011	2012	2010			2011			2012		
				4	1	2	3	4	1	2	3	
PIL (prezzi 2000, a/a) t/t	3.6	3.1	1.3	3.8	4.6	2.8	2.6	2.3	1.2	1.4	1.1	
Consumi privati	0.6	1.0	1.1	0.5	1.3	0.1	0.6	0.3	0.2	0.3	0.4	
Investimenti fissi lordi	5.4	8.0	4.1	0.0	4.3	0.4	1.4	1.2	1.1	1.0	0.8	
Consumi pubblici	1.7	0.9	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	
Esportazioni	13.4	8.0	6.0	1.0	2.1	2.3	0.5	1.0	2.0	1.7	1.2	
Importazioni	11.5	7.4	6.1	1.3	1.7	3.2	0.6	0.1	2.5	2.0	1.3	
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.6	0.3	-0.5	0.2	0.0	0.6	0.1	-0.6	-0.1	-0.1	0.0	
Partite correnti (%PIL)	5.6	4.8	4.2	6.1	5.3	4.9	4.8	4.4	4.0	4.3	4.2	
Deficit (%PIL)	-3.3	-2.0	-1.6									
Debito (% PIL)	83.2	83.6	83.2									
CPI (a/a)	1.1	2.4	1.6	1.5	2.1	2.3	2.5	2.7	2.1	1.7	1.6	
Produzione Industriale	10.1	8.3	1.8	2.2	2.3	1.1	2.5	-1.4	-0.1	1.1	1.2	
Disoccupazione (%)	7.7	7.1	6.8	7.4	7.3	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	6.8	

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

Francia: andante moderato

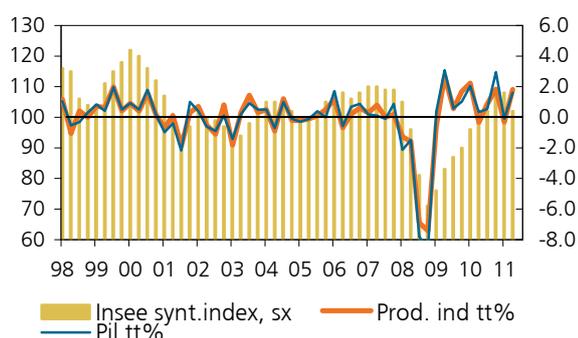
- **La Francia dovrebbe chiudere il 2011 con una crescita dell'1,6%. Nel 2012 ci aspettiamo un rallentamento a 0,7% a/a.** I dati di produzione industriale e consumi per luglio e agosto rimangono orientati per un discreto recupero, dopo la debolezza primaverile generata dal venir meno degli incentivi sulle auto. Ci aspettiamo quindi una crescita di 0,3% t/t del PIL nel 3° trim. dopo lo 0,1% t/t del 2° trim.. Tuttavia, il protrarsi dell'incertezza e la volatilità dei mercati legati alla crisi sul debito sovrano hanno depresso gli indici di fiducia e a fine estate sia il PMI composito (media 3° trim.: 50,2) che l'indice sintetico elaborato dall'INSEE (media 3° trim.:102) si sono assestati su livelli coerenti con una stagnazione del PIL dall'autunno 2010?. Il nostro profilo di previsione incorpora uno stallo del PIL francese a fine 2011 e una crescita di appena lo 0,1% t/t nei primi mesi del 2012 e quindi di 0,3% t/t nella restante parte del prossimo anno.
- Il rallentamento in atto deriva da una **frenata della domanda estera** che si rifletterà sull'andamento della produzione industriale già da fine anno. Il PMI globale segnala il rischio di un'ulteriore frenata degli scambi commerciali con i Paesi emergenti già evidenti nei dati di commercio mondiale a luglio.
- **Un ulteriore freno alla produzione potrebbe venire dal ciclo delle scorte.** Le differenze tra indice su ordini e scorte di prodotti invenduti dal PMI manifatturiero è calato sensibilmente da inizio estate. L'indagine INSEE suggerisce che il livello delle scorte è passato da circa normale a giugno a eccessivo a settembre. Siamo ancora lontani dai livelli del 2008 quando le scorte erano su livelli particolarmente elevati e quindi la crisi Lehman si innescò su una situazione congiunturale già poco favorevole.

Anna Maria Grimaldi

- La domanda interna è attesa rallentare nel corso del 2012, anche perché la politica fiscale rimarrà restrittiva. La correzione già in atto nel 2012 è di 1,1% del PIL dopo una stretta simile nel 2011. Non escludiamo peraltro che una mini manovra possa essere varata a inizio 2012. Ci attendiamo un **rallentamento della spesa in macchinari** (1,0% a/a dal 4,4% nel 2011) a fronte dell'elevato grado d'incertezza e dato il peggioramento delle condizioni di domanda.
- **I consumi delle famiglie** cresceranno, a nostro avviso, di più che nei mesi primaverili ma nel complesso rimarranno piuttosto fiacchi (+0,6% a/a). La dinamica del reddito nel 2012 potrebbe beneficiare di un recupero dei salari e di un calo dell'inflazione. Tuttavia, la crescita del reddito sarà frenata da un peggioramento delle prospettive occupazionali e dall'eliminazione di esenzioni e deduzioni sul reddito imponibile.
- **Disoccupazione al 9,5% nel 2012.** Il rallentamento ciclico frenerà la dinamica dell'occupazione già nella seconda parte di quest'anno e la tendenza si accentuerà nel corso del 2012. Nei mesi estivi ci aspettiamo al meglio l'aggiunta di 24 mila lavoratori non agricoli a fronte dei 112 mila dei primi sei mesi dell'anno. Il tasso di disoccupazione è atteso salire ulteriormente nel corso del prossimo anno fino al 9,5% nell'estate del 2012, dato l'usuale ritardo rispetto al ciclo.
- **L'inflazione dovrebbe tornare all'1,6% nel 2012:** I prezzi al consumo hanno risentito dei rialzi di energia e alimentari nel corso del 2011. Il prossimo anno ci aspettiamo un calo dell'inflazione all'1,6% a/a dal 2,1% a/a stimato per il 2011 a meno di sorprese sui prezzi delle commodity e rincari dei prezzi amministrati e/o tassazione indiretta.
- **Politica fiscale: maggiori sforzi saranno necessari nel corso del 2012.** L'andamento del saldo del settore statale tra gennaio e agosto 2011 suggerisce possibili sforamenti dell'obiettivo posto nel Programma e nel Budget 2012 per circa 6 miliardi di euro (0,3% del PIL). Il deficit di competenza potrebbe quindi chiudere al 5,9% del PIL, solo due decimi in eccesso delle stime del Governo. I rischi sono concentrati sul 2012. Il Budget conferma un calo del deficit al 4,5% del PIL mentre noi stimiamo che al meglio si arriverà al 5,1%. Le previsioni del Ministero dell'Economia si basano su di un'ipotesi di crescita dell'economia di 1,75% a fronte delle nostre stime di una crescita di 0,6%. Il debito/PIL potrebbe quindi continuare a salire dall'84,1% previsto nel 2011 fino a circa all'86,2%. A fine agosto il Governo ha varato una manovra addizionale per 12,6 miliardi sul biennio 2011-12, principalmente incentrata sulle entrate (11,1 miliardi) e delle misure sulle entrate oltre la metà deriva da un taglio delle agevolazioni fiscali. I tagli della spesa (1,5 miliardi) consistono in una riduzione dei budget ministeriali e della spesa per dipendenti pubblici. In totale, la correzione ammonta ad appena un decimo di PIL per quest'anno e a mezzo punto l'anno prossimo (si veda la tabella per maggiori dettagli sulle misure dal lato delle entrate e delle uscite). La correzione si somma ad una restrizione di circa 0,5% del PIL, già introdotta con il Budget 2011. Nel progetto di Budget 2012, il Governo non ha aggiunto misure addizionali rispetto alla manovra estiva. Le misure approvate sarebbero appena sufficienti a centrare l'obiettivo di un deficit in calo al 4,6% di PIL nel 2012, se la crescita dell'economia si aggirasse all'1,75% come ipotizzato nel progetto di Budget 2012 presentato a fine settembre. Si noti che il Budget 2012 deve essere approvato entro la fine dell'anno. La Sinistra ha ottenuto una maggioranza schiacciante in Senato lo scorso 25 settembre, sebbene questo risultato non deponga bene per le *chance* della destra e di Sarkozy alle prossime elezioni presidenziali (con il primo round il 22 aprile 2012), è difficile che possa ostacolare l'approvazione del progetto di legge. Con un deficit al 5,0% al meglio il prossimo anno ci sembra difficile che la Francia possa riportare il saldo al 3% nel 2013 come da programma di stabilità. E' assai probabile che si renda necessaria una manovra addizionale e interventi sulle entrate per ricondurre il saldo di bilancio su di una traiettoria coerente con un calo del rapporto debito/PIL. A inizio 2012, si potrebbero già avere indicazioni sul deficit di crescita 2012 e sugli effetti sui saldi. Ci sembra poco probabile che sia varato un programma ambizioso di correzione fiscale a pochi mesi dalle elezioni presidenziali. Tuttavia, è difficile che la Francia possa rimandare troppo oltre il 2013 il ritorno del deficit al 3%, dato il contesto europeo. E' quindi possibile che sia varata una mini-manovra a inizio 2012, mentre una correzione più significativa sia rimandata a dopo le elezioni.

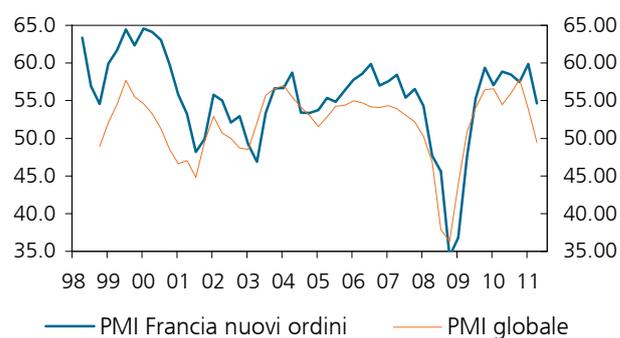
- **Rischi:** Il Paese rimane credibile sulla solvibilità del debito sovrano, anche se i problemi del sistema bancario gettano qualche ombra sull'alto merito di credito. I principali rischi per il nostro scenario derivano dall'impatto sul sistema bancario del protrarsi della crisi europea. La Francia risulta anche più esposta della Germania al debito dei paesi periferici. Finora non ci sono state ripercussioni della crisi e delle pressioni sul sistema bancario sull'erogazione di credito ma le banche nell'indagine di settembre dichiaravano di aver stretto le condizioni al credito in particolare per le imprese anche se il quadro è decisamente meno allarmante di quanto non lo fosse nel 2008.

Dopo la ripresa estiva il PIL stagnerà già da fine anno...



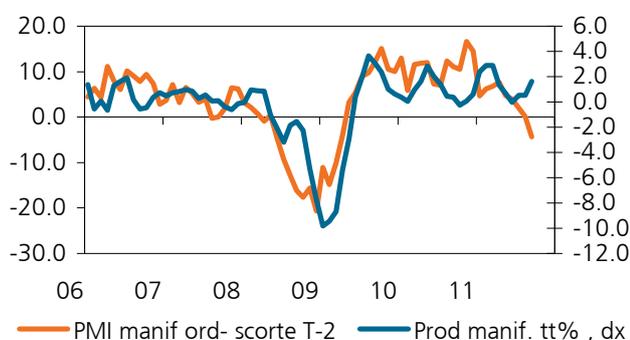
Fonte: Insee ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... per effetto del rallentamento della domanda estera



Fonte: Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le scorte hanno svoltato



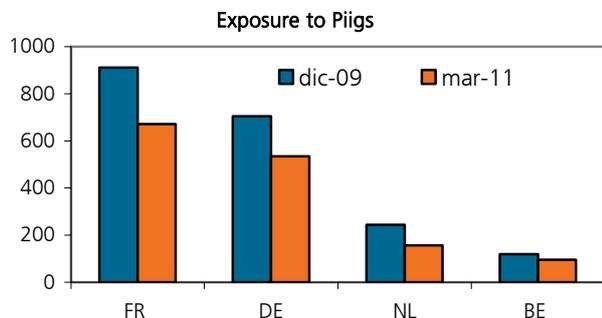
Fonte: Markit, Insee e Intesa Sanpaolo

La manovra estiva non è sufficiente a centrare gli obiettivi per il 2012

	In miliardi			In % del PIL		
	2011	2012	Totale	2011	2012	Totale
Taglio agevolazioni fiscali	0.3	5.6	5.9	0.0	0.3	0.3
Norme su deducibilità perdite imprese	0.3	1.5	1.8	0.0	0.1	0.1
Prelievo sociale sui redditi da capitale	0.2	1.3	1.5	0.0	0.1	0.1
Contributo straordinario sui redditi alti		0.2	0.2	0.0	0.0	0.0
Accisa sigarette	0.1	0.6	0.7	0.0	0.0	0.0
Accisa bevande		0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
Altre entrate	0.2	0.7	0.9	0.0	0.0	0.0
TOTALE ENTRATE	1.1	10	11.1	0.1	0.5	0.5
Riduzione budget ministeriali	-0.5	-1	-1.5	0.0	0.0	-0.1
TOTALE SPESE	-0.5	-1	-1.5	0.0	0.0	-0.1
TOTALE MANOVRA	1.6	11	12.6	0.1	0.5	0.6

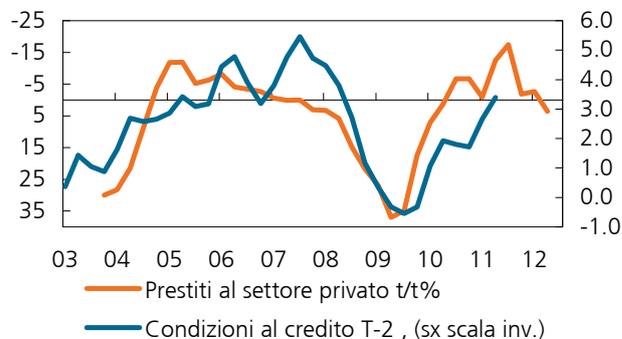
Fonte: France Trésor e Intesa Sanpaolo

Il protrarsi della crisi potrebbe aver ripercussioni sulle istituzioni finanziarie



Nota: Esposizione delle banche europee ai PIIGS in mld di euro
Fonte: BIS e Intesa Sanpaolo

Al momento non vi è evidenza di una stretta sul credito ai privati ma le condizioni al credito sono in peggioramento



Fonte: Banque de France e Intesa Sanpaolo

Previsioni Macro

	2010	2011	2012	2010				2011				2012		
				4	1	2	3	4	1	2	3			
PIL (prezzi 2000, a/a)	1.4	1.6	0.6	1.4	2.1	1.6	1.5	1.2	0.4	0.7	0.7			
t/t				0.3	0.9	0.0	0.3	0.0	0.1	0.3	0.3			
Consumi privati	1.3	0.8	0.9	0.4	0.4	-0.7	0.5	0.3	0.2	0.2	0.3			
Investimenti fissi lordi	-1.3	3.5	2.1	0.5	1.3	0.8	0.7	0.6	0.2	0.4	0.8			
Consumi pubblici	1.2	0.7	0.1	0.1	0.3	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1			
Esportazioni	9.4	4.6	3.4	0.4	1.8	0.0	1.0	0.6	1.0	0.8	1.1			
Importazioni	8.3	6.3	1.7	-0.4	3.1	-0.9	1.6	1.0	-0.8	0.4	1.0			
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.5	0.9	-0.7	-0.3	0.8	0.0	0.1	-0.2	-0.6	0.0	0.0			
Partite correnti (%PIL)	-1.8	-2.9	-3.0	-2.5	-2.5	-2.9	-3.0	-3.5	-3.0	-2.9	-3.0			
Deficit (%PIL)	-7.0	-6.0	-5.1											
Debito (%PIL)	81.7	84.1	86.2											
CPI (a/a)	1.5	2.1	1.6	1.6	1.8	2.1	2.2	2.2	1.8	1.5	1.6			
Produzione Industriale	5.1	3.8	2.9	0.9	1.8	-0.4	2.0	0.5	0.7	0.7	0.7			
Disoccupazione (%)	9.4	9.1	9.2	9.3	9.2	9.1	9.0	9.0	9.1	9.1	9.2			

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

Italia: verso un biennio di stagnazione, con rischi recessivi

L'economia italiana è già entrata in una fase di **sostanziale stagnazione**. Il dato sulla produzione industriale di agosto (+4,3% m/m) non deve a nostro avviso ingannare, in quanto probabilmente viziato dalle difficoltà di aggiustamento stagionale tipiche del mese⁷. Se anche il terzo trimestre dovesse (sulla scia di questo dato) mostrare una tenuta del PIL, **il rallentamento** (senza escludere tassi di crescita trimestrali negativi) è **solo rimandato a fine 2011/inizio 2012**. Per l'anno prossimo la nostra stima sul PIL italiano è allo 0,3% (con rischi verso il basso). Quel che è peggio è che, visti gli effetti restrittivi della manovra fiscale (che valutiamo, tenendo conto degli interventi sia di quest'anno che dello scorso anno, in circa un punto di PIL all'anno sul biennio 2012-13), gli effetti sulla fiducia della crisi finanziaria e il contesto di domanda mondiale meno favorevole, non si vedono motivi per una riaccelerazione se non a 2013 inoltrato.

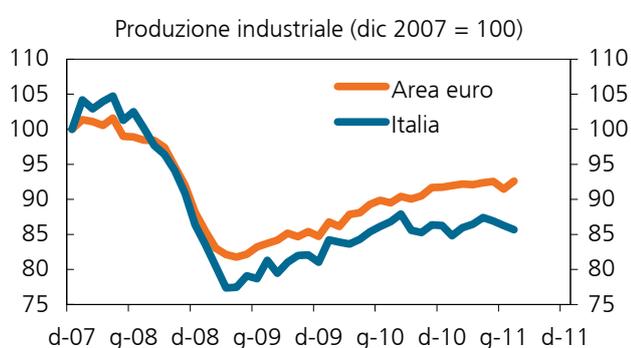
Paolo Mameli

⁷ I problemi di destagionalizzazione relativi al mese di agosto sono evidenti guardando il caso di agosto 2009, quando la produzione industriale fu stimata dall'Istat in crescita di +7% m/m ma poi il dato fu rivisto prima a +5,8% m/m (in concomitanza con l'uscita del dato di settembre, peraltro risultato in calo di -5,3% m/m) ed infine a -2,9% m/m (mentre il dato di settembre è stato rivisto a +2,5% m/m)

Industria: prospettive quantomeno fiacche

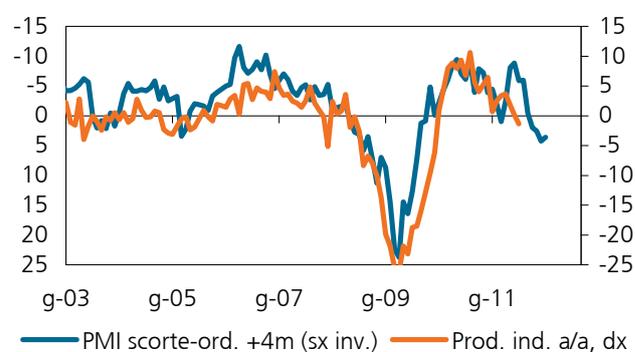
La performance dell'industria italiana rimane inferiore rispetto alla media dell'area euro. È stato così durante la crisi, e così nel corso del recupero che ha caratterizzato il 2010 e la prima parte del 2011. Ora, già da qualche mese (per la precisione da maggio) la produzione industriale sembra aver segnato il passo, e **le indagini segnalano che può trattarsi di una svolta del ciclo**. Infatti l'andamento degli ordini, congiuntamente a quello delle scorte (per la verità non su livelli estremamente alti ma comunque lievemente al di sopra del livello "desiderato") segnala che almeno per la parte restante del 2011 e per l'inizio del 2012 è lecito aspettarsi un ulteriore rallentamento dell'attività produttiva.

In Italia il crollo della produzione durante la crisi è stato più accentuato, e il rimbalzo successivo meno pronunciato, che nel resto dell'area euro



Fonte: Istat, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

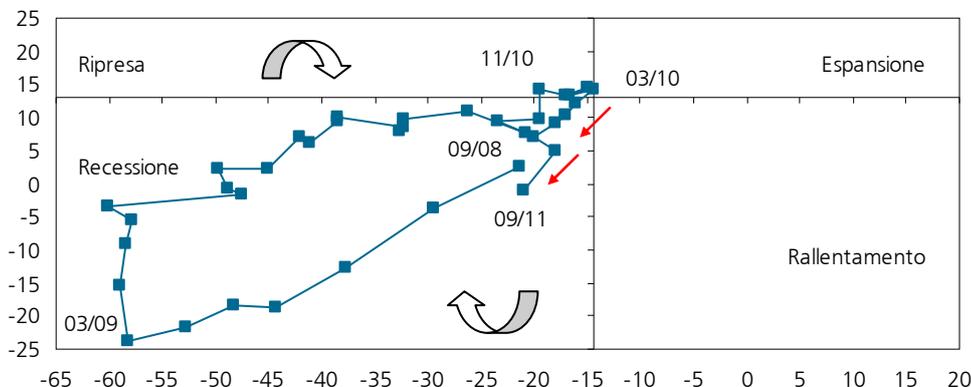
Il mix di ordini e scorte segnala almeno per il breve termine un ulteriore rallentamento dell'attività economica nell'industria



Fonte: Istat, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Più in generale, **l'industria italiana sembra avere "svoltato" dopo aver attraversato solo per pochi mesi una fase di "ripresa"**. Il nostro indicatore che "plotta" l'evoluzione del ciclo nell'industria in un grafico a quattro quadranti (considerando le indicazioni correnti e prospettive delle imprese sulla produzione, i quadranti sono determinati dalle medie dei due indicatori da quando sono disponibili le serie e cioè dal 2000) mostra che negli ultimi tre anni il ciclo, dopo essersi avvitato in una spirale recessiva dal settembre del 2008 fino a toccare un minimo a marzo del 2009, ha da allora intrapreso una lunga strada di "uscita dalla recessione", che tuttavia si è rivelata molto lenta (considerando quanto profonda era stata la caduta recessiva) e tale da portare il ciclo in una fase di "ripresa" solo tra gli ultimi mesi del 2010 e i primi mesi del 2011. Successivamente però, già a partire dalla primavera del 2011, il ciclo è tornato in territorio debolmente recessivo, e ha continuato a muoversi in tale direzione negli ultimi mesi (con una accelerazione a settembre). In sintesi, questa analisi mostra che l'industria rischia di ricadere in recessione senza mai aver attraversato una fase di vera e propria "espansione" (il quadrante in alto a destra nel grafico).

Il ciclo nell'industria negli ultimi tre anni

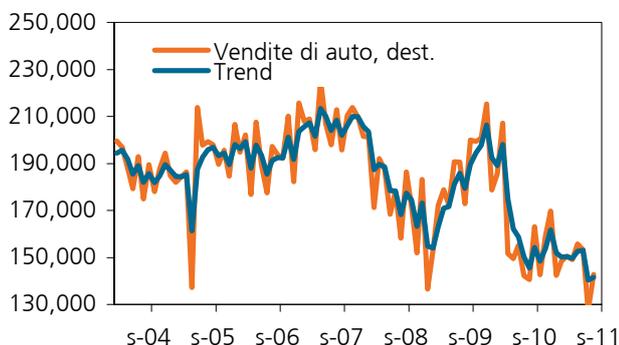


Nota: asse x = valutazione corrente sulla produzione, asse y = valutazione prospettica sulla produzione. Fonte: indagine Istat sulle imprese manifatturiere, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Consumi: pesa l'ulteriore contrazione del reddito disponibile

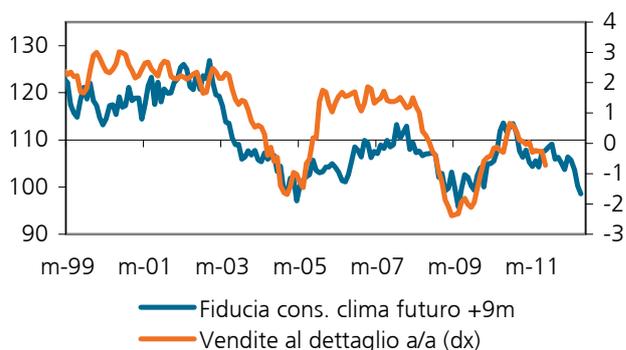
Tutti gli indicatori sulle vendite finali (sia di beni durevoli, che al dettaglio) continuano a mostrare debolezza, e non vi sono motivi per vedere un rimbalzo nei prossimi mesi, anzi gli indicatori di morale dei consumatori segnalano chiaramente rischi di ricaduta per la spesa delle famiglie.

Le vendite di auto sono ferme sui minimi



Fonte: ANFIA ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

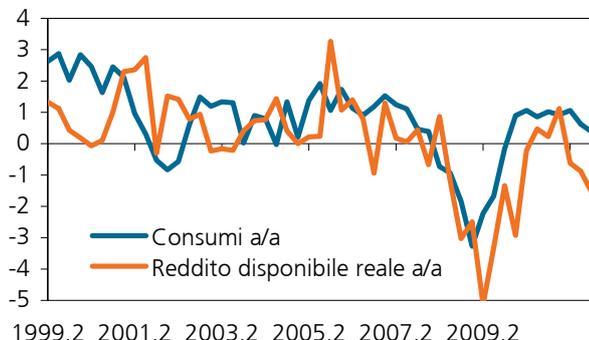
Le vendite al dettaglio restano molto deboli, e potrebbero rallentare ulteriormente nei prossimi mesi



Fonte: Istat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

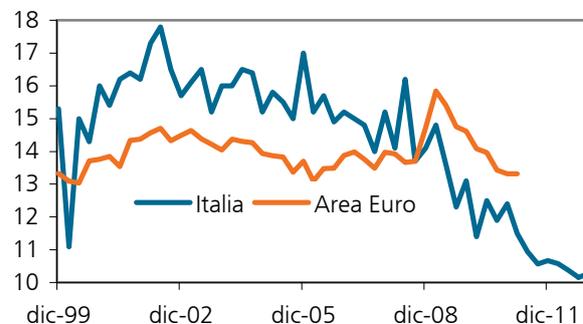
Il punto è che il reddito disponibile reale delle famiglie dovrebbe contrarsi per il quarto anno consecutivo nel 2011, e non è da escludere un'ulteriore flessione nel 2012. Di conseguenza le famiglie, per mantenere un livello accettabile di consumi (che comunque vediamo poco più che stagnanti l'anno prossimo), dovrebbero continuare ad attingere ai propri risparmi come accade ormai da qualche anno. Stimiamo di conseguenza che il tasso di risparmio delle famiglie italiane (già, contrariamente a quanto si creda, ben inferiore a quello delle famiglie europee) possa continuare a calare fino ad arrivare poco sopra il 10%. D'altra parte è vero che il tasso di disoccupazione nell'ultimo anno e mezzo ha evidenziato un chiaro trend al ribasso (a 7,9% ad agosto dal massimo di 8,7% ad aprile 2010), ma riteniamo che questo trend possa interrompersi in relazione al nuovo indebolimento del ciclo.

Il reddito disponibile reale è appena tornato in territorio negativo...



Fonte: Istat e previsioni Intesa Sanpaolo

... e il tasso di risparmio continuerà a scendere arrivando solo di poco al di sopra del 10%

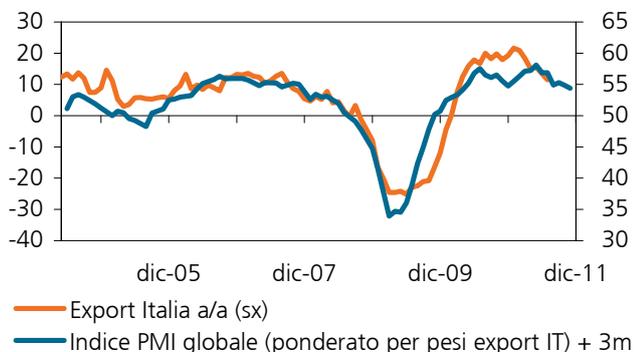


Fonte: Istat, Markit Economics ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Export: rallenterà, ma dovrebbe continuare a rappresentare l'unico "motore" di crescita

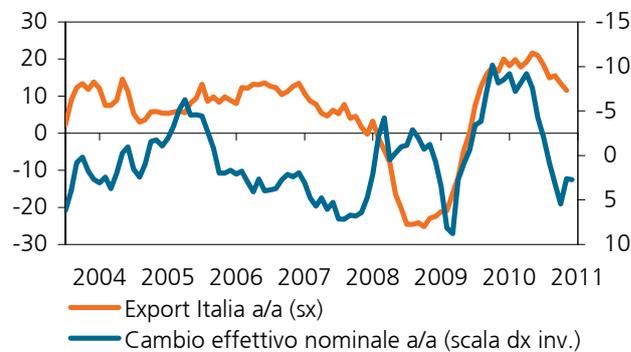
In relazione ad un contesto internazionale meno favorevole di quello visto nel 2010 e nella prima parte del 2011, anche l'export dovrebbe rallentare nella parte finale del 2011 e nel 2012. Tuttavia, nel nostro scenario centrale nel quale gli Stati Uniti evitano la recessione in forza di politiche economiche ultra-espansive e i Paesi emergenti restano su un trend di crescita più che buono, **le esportazioni dovrebbero rimanere su ritmi accettabili, e il canale estero potrebbe continuare a sostenere la crescita anche nel 2012.**

Gli indicatori anticipatori segnalano una accelerazione al ribasso nel trend di rallentamento dell'export



Fonte: Markit, Istat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il cambio negli ultimi mesi non sembra aver inciso significativamente sulla dinamica dell'export



Fonte: Istat, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Scenario Macroeconomico

Settembre 2011

Previsioni Macro				2010			2011			2012		
	2010	2011	2012	4	1	2	3	4	1	2	3	
	PIL (prezzi 2000, a/a) t/t	1.2	0.7	0.3	1.5	1.0	0.8	0.6	0.5	0.3	0.2	0.2
Consumi delle famiglie	1.0	0.8	0.3	0.3	0.1	0.3	0.1	0.0	-0.1	0.2	0.1	
Investimenti fissi lordi	2.3	1.1	0.2	-0.7	0.5	0.2	0.6	-0.3	-0.2	0.1	0.2	
Consumi collettivi	-0.6	0.0	0.0	-0.4	0.5	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.1	
Esportazioni	8.9	5.2	4.4	0.4	1.1	0.9	1.4	1.3	1.2	1.0	0.8	
Importazioni	10.3	2.0	1.2	2.6	-0.1	-2.3	-1.0	0.4	0.8	0.9	1.0	
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.8	-0.7	-0.8	0.8	-0.5	-0.8	-0.7	-0.2	-0.1	0.1	0.0	
Partite correnti (%PIL)	-3.5	-3.5	-2.1	-3.1	-5.7	-3.7	-1.7	-2.9	-3.5	-2.0	-1.1	
Deficit (%PIL)	-4.6	-4.0	-2.0									
Debito (%PIL)	119.1	120.8	120.3									
CPI (a/a)	1.5	2.7	2.3	1.8	2.4	2.6	2.9	3.1	2.7	2.3	2.2	
Produzione Industriale	6.5	2.3	0.0	-0.6	-0.1	1.5	1.4	-0.4	-1.0	-0.1	0.5	
Disoccupazione (%)	8.4	8.0	8.1	8.3	8.1	8.0	7.9	8.0	8.0	8.1	8.1	

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

Spagna: nella tempesta

Dopo una primavera poco brillante, l'economia spagnola è orientata per una crescita ancora modesta nei mesi estivi (0,2% t/t). Il clima di fiducia presso le imprese è peggiorato sensibilmente in estate, stando all'indagine della Commissione Europea (-16 a settembre media di lungo termine: -9,7). I dati di produzione industriale per luglio e agosto indicano una flessione della produzione su base annua. Il morale delle famiglie è sceso nuovamente in estate a -17. L'indice di fiducia economica si è assestato a -90,9 a settembre, livello coerente con una stagnazione dell'attività a fine estate. Incorporiamo nelle nostre stime una crescita di 0,1% t/t a cavallo del nuovo anno e ci aspettiamo solo uno 0,2% t/t in primavera e estate. Le esportazioni dovrebbero fare da supporto al margine, mentre la domanda interna calerà ulteriormente dal momento che continua la correzione della bolla immobiliare. I cantieri finiti risultavano ancora in calo a marzo scorso e così le case iniziate. La tendenza è attesa proseguire dal momento che a giugno i prezzi delle case in termini reali si contraevano del 7,6% a/a dal 5,7% di marzo scorso. Gli investimenti delle imprese risentiranno dell'elevato grado d'incertezza e potrebbero contrarsi a cavallo del nuovo anno. I consumi delle famiglie saranno penalizzati dalla politica fiscale restrittiva e dal peggioramento delle condizioni sul mercato del lavoro. I salari nominali sono attesi frenare, al rallentare del ciclo e date le recenti riforme volte a ridurre le clausole di indicizzazione. Il calo dell'inflazione contribuirà positivamente alla crescita del potere d'acquisto. Nel complesso, nel 2012, vediamo un calo della domanda interna di circa 0,9% a fronte di un contributo positivo di circa 1,3% dal commercio estero.

Anna Maria Grimaldi

Con una crescita quasi stagnante è possibile che la disoccupazione continui a salire fino al 22% nel 2012. Il Governo si troverà a dover passare riforme volte a contenere l'aumento della disoccupazione di lunga durata.

L'inflazione dovrebbe calare sotto il 2% il prossimo anno al venir meno delle pressioni dall'energia. Rischi verso l'alto potrebbero venire dall'urgenza del processo del consolidamento fiscale e, quindi, da rialzi di prezzi amministrati e tassazione indiretta.

Politica fiscale. Ci aspettiamo un deficit di 7,3% del PIL nel 2011, a fronte di un obiettivo posto nel PS 2011-14 del 6%. In estate, il fabbisogno del settore statale si è riportato in linea con l'andamento del 2010 per il periodo gennaio-agosto. Non è escluso che il deficit di cassa possa chiudere in linea con gli obiettivi del Programma di Stabilità, dal momento che nei mesi autunnali vi è generalmente un miglioramento dei saldi, ma dubitiamo che il Governo centrale

possa compensare per eventuali sforamenti degli obiettivi da parte dei Governi locali. Ulteriori indicazioni di un deficit 2011 lontano dall'obiettivo del 6% si hanno guardando i conti non finanziari (INE) ed in particolare l'andamento del saldo di finanziamento delle amministrazioni pubbliche, che è un ottimo indicatore del deficit di Maastricht (si veda il grafico). Il saldo da conti non finanziari delle amministrazioni pubbliche viaggiava ancora al 9% del PIL nella prima metà di quest'anno, ci sembra improbabile che si possa ottenere un miglioramento di tre punti di PIL per fine 2011. Riteniamo quindi che il punto di entrata nel 2012 possa essere più alto di almeno 1,5 punti di PIL. Per il 2012, ci aspettiamo un deficit ben in eccesso del 4,5% di PIL non solo per un effetto trascinamento dal 2011, ma anche perché la crescita sarà ben al di sotto delle stime di Governo da Programma di Stabilità (2,3% di PIL). Le misure approvate in estate (si veda tabella) e il temporaneo aumento della patrimoniale (con effetti sul 2011 e 2012) valgono 0,4% di PIL nel 2011 e 0,3% nel 2012 e non sono pertanto sufficienti per ricondurre i saldi verso gli obiettivi indicati nel Programma. Il Governo che emergerà dalle elezioni di novembre si troverà a dover varare una manovra addizionale se vorrà limitare il rischio di ulteriori tagli del merito di credito e soprattutto nuove pressioni dai mercati.

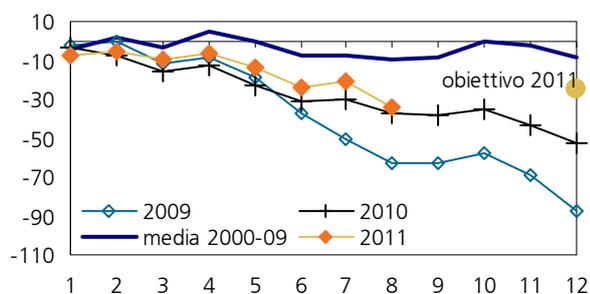
Rischi: la correzione dei valori immobiliari potrebbe accentuarsi nel 2012 se la crisi dovesse causare ulteriori aumenti della disoccupazione. Le banche vedrebbero un aumento delle sofferenze e si troverebbero costrette a ridimensionare gli impieghi a famiglie e imprese con ulteriori ripercussioni negative sull'economia. Fitch, nella nota di accompagnamento al declassamento dello scorso 7 ottobre, stimava che le banche potrebbero necessitare di aumenti di capitale per ulteriori 30 miliardi di euro a fronte dei 17 miliardi che il FROB avrà sborsato per fine 2011. È possibile che la politica fiscale dovrà essere stretta ulteriormente dal Governo emergente dalle elezioni di novembre, dal momento che il saldo di bilancio 2011 potrebbe chiudere ben oltre il 6%.

La manovra correttiva annunciata in Spagna

	Miliardi di euro			In % del PIL		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Entrate	3.5	1.4	0.4	0.3	0.1	0.04
Uscite	0.4	1.0	1.0	0.04	0.1	0.1
Totale	3.9	2.4	1.4	0.4	0.2	0.1
Entrate						
Cambiamenti alla <i>witholding tax</i>	2.5	0.4	0.4	0.23	0.04	0.04
Reintroduzioni della patrimoniale	1.0	1.0		0.1	0.1	
Uscite						
Spese riduzione della spesa farmaceutica	0.4	1.0	1.0	0.04	0.1	0.1

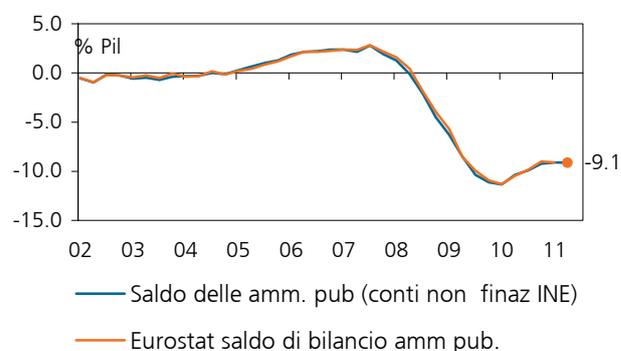
Fonte: Ministero di Economia e Hacienda

Fabbisogno del settore statale sullo stesso livello del 2011



Fonte: Ministero di Economia e Hacienda ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il rischio di sforamento degli obiettivi di deficit è concreto

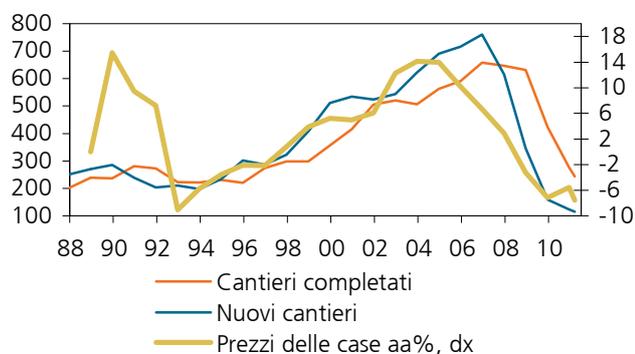


Fonte: Inee, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Scenario Macroeconomico

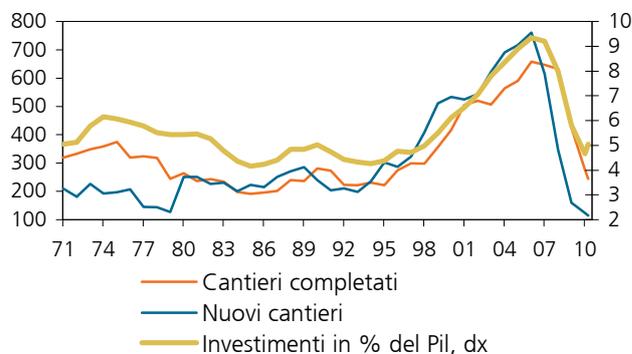
Settembre 2011

La correzione del settore immobiliare non è conclusa



Fonte: Banco d'España ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Investimenti residenziale ancora in picchiata



Fonte: INE, Banco d'España ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Previsioni Macro

	2010			2011				2012			
	2010	2011	2012	4	1	2	3	4	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a) t/t	-0.1	0.9	0.6	0.6	0.9	0.7	1.0	0.8	0.5	0.6	0.7
Consumi delle famiglie	1.2	0.5	0.5	0.3	0.0	0.6	0.2	-0.1	0.0	0.2	0.3
Investimenti fissi lordi	-7.6	-5.7	-3.1	-1.5	-1.6	-1.0	-1.1	-1.2	-0.9	-0.4	-0.3
Deficit (% PIL)	-9.2	-6.6	-4.5								
Debito (%PIL)	59.7	63.0	67.7								
CPI (a/a)	1.8	3.3	1.5	2.6	3.5	3.5	3.0	3.0	1.7	1.5	1.5
Disoccupazione (%)	20.3	21.4	21.1	20.3	21.3	20.9	21.3	21.4	21.3	21.3	21.2
Tasso a 10 anni	4.25	5.34	4.28	4.70	5.30	5.38	5.40	5.29	4.97	4.12	4.05
Cambio effett. (1990=100)	102.6	102.6	102.1	102.5	102.3	103.4	102.7	101.8	102.0	102.3	102.1

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

Regno Unito: QE2 a sorpresa della BoE per aiutare la crescita

Altra revisione al ribasso (da 1,5% a 1,0%) per la crescita 2011, frutto anche della pessima performance del 2° trim. (0,1% t/t) dove il più ampio contributo positivo alla crescita è giunto dalle scorte (+0,4%), mentre il contributo negativo del canale estero e la contrazione (la quarta di fila) dei consumi privati hanno eroso l'apporto di spesa pubblica e investimenti fissi. I rischi al ribasso sulla crescita sono divenuti evidenti con i dati pubblicati in settembre, complice il rallentamento globale e il deterioramento del quadro nell'area euro per la crisi del debito sovrano.

Asmara Jamaleh

È per questo che **a ottobre la Banca d'Inghilterra ha ripristinato l'APF**, aumentando da 200 a 275 mld di sterline l'ammontare del programma di acquisto titoli. Secondo le stime BoE il QE1 (introdotto a marzo 2009 e completato agli inizi del 2010) potrebbe aver innalzato la crescita dell'1,5%-2,0%. Durante il QE1 75 mld di APF "valevano" un taglio di circa 50pb (stime BoE). Oggi è probabile che l'efficacia sia inferiore. Nei prossimi mesi, se la situazione non dovesse migliorare, la Banca centrale potrebbe aumentare lo stimolo quantitativo. **La politica fiscale invece non può essere d'aiuto**, perché il Governo non sembra per ora accogliere gli appelli ad allentare il programma di consolidamento in atto. L'economia ne sta già pagando il prezzo, attraverso l'aumento registrato dall'inflazione (ininterrottamente sopra il 3,0% - limite superiore della banda obiettivo - da marzo 2010) e dalla disoccupazione (al 5,0% - il massimo dal 1997 se si esclude un intermezzo nel 2009). L'unico sviluppo favorevole sarà il calo dell'inflazione, per il venir meno dei fattori che ne hanno causato la ripida ascesa quest'anno: imposte indirette, costi energetici e prezzi importati. Questo dovrebbe consentire di tenere i tassi fermi per tutto il 2012.

Tornando al 2011, **nel 3° trim. la crescita dovrebbe aver accelerato** da 0,1% t/t a 0,3% almeno. I consumi privati dovrebbero aver registrato una crescita intorno allo zero, mentre il maggiore contributo positivo, se non l'unico, dovrebbe essere venuto dagli investimenti fissi, a fronte di un contributo ancora negativo del canale estero (ma meno negativo del 2° trim.). Il 4° trim. potrebbe invece registrare un miglioramento più diffuso, in parte anche grazie al QE2. Il QE dovrebbe infatti abbassare i rendimenti, nonché i costi di finanziamento per famiglie e imprese. La **Credit Conditions Survey** di settembre registrava un peggioramento delle condizioni di finanziamento, facendo osservare che un loro perdurare avrebbe potuto tradursi in una riduzione del credito erogato dalle banche. Per evitare un *credit crunch* Osborne ha proposto un piano di *credit-easing* (piano non ancora formalizzato), secondo il quale il Tesoro acquisterebbe *corporate bond* di piccole e medie imprese. Intanto però nel 4° trim. si rischia di registrare la fase di maggior debolezza della **sterlina**, vista in recupero nel 2012 con la ri-accelerazione attesa della crescita.

Previsioni Macro	2010	2011	2012	2010				2011				2012		
				4	1	2	3	4	1	2	3			
PIL (prezzi cost.,a/a)	1.8	1.0	1.6	1.3	1.6	0.6	0.3	1.4	1.2	1.6	1.7			
t/t				-0.5	0.4	0.1	0.3	0.5	0.3	0.4	0.5			
Consumi privati	1.0	-1.2	1.2	-0.1	-0.6	-0.8	0.0	0.2	0.3	0.4	0.6			
Investimenti fissi	2.6	0.4	5.9	-0.5	-2.8	1.7	2.6	4.0	0.2	0.5	0.8			
Consumi pubblici	1.5	1.7	-0.9	0.1	0.8	1.1	0.0	-0.1	-0.3	-0.4	-0.5			
Esportazioni	6.2	5.6	7.5	3.9	1.5	-1.3	1.3	2.0	2.5	1.8	2.0			
Importazioni	8.5	1.2	6.7	1.6	-2.9	-0.3	1.5	1.9	2.0	1.5	1.7			
Var. scorte (contrib., % PIL)	1.3	-0.3	-0.1	-1.0	-0.5	0.2	0.0	-0.2	0.0	0.1	0.0			
Partite correnti (%PIL)	-3.2	-2.2	-2.0	-3.5	-2.5	-1.9	-2.1	-2.2	-2.1	-2.1	-2.0			
Deficit (%PIL)	-10.2	-7.2	-5.3											
CPI (a/a)	3.3	4.4	2.5	3.4	4.1	4.4	4.6	4.5	3.3	2.8	2.2			
Produzione Industriale	2.1	0.1	1.0	0.6	-0.1	-1.6	0.4	1.1	0.1	0.3	0.2			
Disoccupazione (%)	4.7	4.8	5.2	4.5	4.5	4.7	4.9	5.0	5.1	5.1	5.2			
Eurosterlina a 3 mesi	0.70	0.85	0.81	0.74	0.79	0.82	0.87	0.90	0.85	0.80	0.75			
Sterlina/dollaro	1.55	1.59	1.58	1.58	1.60	1.63	1.61	1.53	1.54	1.57	1.59			
Cambio effett. (1990=100)	80.4	79.8	82.1	80.3	80.8	79.4	79.2	79.7	80.5	81.0	82.9			

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

Focus - Corsa contro il tempo per disinnescare la crisi del debito

A partire dal mese di luglio, l'esplosione degli spread pagati da Spagna e Italia per collocare i nuovi titoli di debito ha sancito un nuovo salto di qualità della crisi, mettendo a nudo gli errori della strategia di contenimento fino ad allora perseguita dai governi dell'Eurozona. Tale strategia si fondava essenzialmente sulla speranza che una politica di rigore finanziario sarebbe stata sufficiente a convincere gli investitori della sostenibilità del debito, ma ignorava che l'assenza di credibili meccanismi di salvaguardia in caso di repentino calo della domanda da parte degli investitori non residenti stava creando i presupposti per una crisi di liquidità. La prima risposta delle Autorità europee è arrivata il 21 luglio, articolata in un progetto di riforma della EFSF teso ad aumentarne la flessibilità di azione e in un nuovo programma di correzione economica per la Grecia, comprensivo di un'offerta di concambio del debito per coinvolgere i privati nella copertura del fabbisogno finanziario. Nelle pagine seguenti si illustrano i cambiamenti già attuati, programmati e ipotetici dei meccanismi di gestione della crisi.

Luca Mezzomo

Il miglioramento (ancora da venire) dei meccanismi di gestione della crisi

La riforma della EFSF, la cui ratifica è in corso di completamento, prevede un aumento delle garanzie massime a 780 miliardi di euro, al fine di elevare la capacità di erogazione del credito a 440 miliardi, oltre a un notevole ampliamento delle possibilità di azione: in particolare, la EFSF potrà avviare programmi preventivi di sostegno, nonché acquistare titoli di Stato sul mercato primario o sul mercato secondario e erogare garanzie. Gli interventi sul mercato primario, teoricamente i più efficienti, possono avvenire soltanto nell'ambito di programmi di correzione macroeconomica e fiscale; gli acquisti sul mercato secondario, invece, possono essere attivati sulla base di un'analisi della BCE che riconosca l'esistenza di eccezionali circostanze di mercato e di rischi per la stabilità finanziaria⁸. Purtroppo, la riforma è apparsa inadeguata alla nuova dimensione della crisi, sia come tempi di implementazione (come detto, la sola ratifica degli emendamenti si è trascinata fino a metà ottobre), sia per le procedure di attivazione, sia per la dimensione del fondo. Le falle sono state finora tamponate con l'aiuto della BCE, che ha esteso il suo **Securities Markets Programme** a Italia e Spagna. Il programma ha finora acquistato carta per 90 miliardi, di cui più di metà è plausibilmente costituita da debito italiano, ed ha favorito la stabilizzazione dei premi al rischio sotto i 400pb per l'Italia e sotto i 360pb per la Spagna. Riguardo alle procedure di attivazione dei programmi, è difficile immaginare che l'accordo quadro sulla EFSF possa essere nuovamente riaperto per evitare il rischio di veto da parte di singoli Stati Membri.

Il problema dimensionale, evidenziato dagli analisti fin dall'annuncio della riforma, se non risolto minerebbe alla radice la credibilità del meccanismo di salvaguardia, che funziona soltanto se non sussistono dubbi sulla sua capienza neppure a fronte di ipotesi negative sull'evoluzione della crisi. Tale consapevolezza sembra ormai acquisita anche a livello di Consiglio Europeo, come testimonia il gran fermento di inizio ottobre⁹. Dei 440 miliardi, infatti, oltre 100 sono già impegnati o stanno per essere impegnati nei programmi di assistenza a Portogallo, Irlanda e Grecia; rimangono perciò 300 miliardi, che (se utilizzati per erogare crediti diretti) rappresentano appena un anno e mezzo di emissioni lorde di titoli di stato italiani, senza includere le necessità della Spagna e senza considerare la possibilità che Irlanda e Portogallo necessitino di qualche

⁸ Si vedano, per ulteriori dettagli, lo *Amendment to EFSF Framework Agreement*, pag. 2 e pag. 7 (punto h), oppure il *EFSS Framework Agreement – consolidated version*, ambedue disponibili su <http://www.efsf.europa.eu/about/legal-documents/index.htm>.

⁹ Hanno parlato di "passi coraggiosi" e "scelte cruciali" in arrivo sia il ministro delle finanze tedesco, sia il presidente della Commissione Europea Barroso. Anche il G-20 finanziario di metà ottobre ha prospettato misure importanti da parte dell'Eurozona. D'altronde, il rischio di contagio comincia a intaccare anche il nucleo centrale dell'Eurozona: il 18 ottobre lo spread pagato dall'OAT decennale francese sull'equivalente titolo tedesco è salito a 105pb, un livello abnorme per emittenti AAA.

forma di sostegno anche dopo la conclusione del programma attuale. Vi sono tre opzioni per aumentare la capacità di erogazione di credito della EFSF, e con essa la sua efficacia come meccanismo di salvaguardia: aumentare il capitale, aumentare le garanzie statali, utilizzare qualche struttura di leverage finanziario. Le prime due opzioni appaiono impraticabili alla luce dello stress a cui sono soggetti quasi tutti gli emittenti sovrani dell'Eurozona, poiché comportano un aumento del debito e/o un aumento del fabbisogno di cassa.

Evoluzione del meccanismo di gestione delle crisi nell'Eurozona			
	EFSF (attuale)	EFSF II	ESM (da metà 2013) ⁵
Capitale	28,44 mln di € sottoscritto	28,44 mln di € sottoscritto	700 miliardi di € (sottoscritto): 80 miliardi di € versato in 5 rate annuali, 620 miliardi richiamabile. Capitale versato = 15% delle emissioni in essere
Miglioramenti alla qualità del credito	Garanzie degli Stati Membri (fino a 440 miliardi, sovra-garanzia 120%); riserva di liquidità; deposito di garanzia specifico per ogni programma	Garanzie degli Stati Membri (fino a 780 miliardi, sovra-garanzia 165%) riserva di liquidità (Cash Reserve)	Garanzie. Nessuna sovra-garanzia, riserva di liquidità o buffer di cassa
Capacità di erogazione	Non quantificabile con certezza. Circa 250 miliardi di €	440 miliardi di €	500 miliardi di €
Modalità di azione	Prestiti a Stati Membri (soggetti a un programma di correzione economica)	Prestiti a paesi o sottoscrizione di titoli di stato, subordinatamente a programmi di correzione economica ¹ ; acquisti di titoli di stato sul mercato secondario ² ; azioni precauzionali, soggette a condizioni ³ ; prestiti a Stati Membri per fini di ricapitalizzazione delle banche ⁴	Loans to countries or subscription of government bonds (1); bond purchases on secondary market (2); precautionary actions; recapitalisation of financial institutions
Governance	Approvazione unanime da parte degli Stati Membri (Garanti) nello Eurogroup Working Group	Approvazione unanime da parte degli Stati Membri (Garanti) nello Eurogroup Working Group	Approvazione per consenso (unanimità dei garanti che votano); alcune decisioni vengono prese a maggioranza qualificata o a maggioranza semplice

Note: (1) Vedi *EFSF Framework Agreement – consolidated version*, art. 2 (1.a); (2) *cit.*, "on the basis of an ECB analysis recognising the existence of exceptional circumstances and risks to financial stability"; (3) "precautionary facilities", *v. cit.*, art. 2 (1.c); (4) *V. cit.*, art. 2 (1.c), anche in questo caso la concessione può essere soggetta a condizioni; (5) *V. Treaty establishing the European Stability Mechanism (ESM)*, T/ESM/en.

Fonte: Intesa Sanpaolo, da varie fonti europee

La terza opzione, invece, non soltanto è praticabile, ma appare assolutamente necessaria alla luce del deterioramento delle condizioni di accesso al mercato subito da Italia e Spagna, e più recentemente dalle banche anche di paesi *core*¹⁰. Il leverage ha come controindicazione che aumenta la perdita potenziale per i paesi garanti nel caso in cui il paese assistito fallisca, ma è molto appetibile se il rischio di insolvenza è basso e ciò che necessita è un meccanismo temporaneo di salvaguardia. Il 'potenziamento' potrebbe essere realizzato in diversi modi:

- mediante la concessione di garanzie parziali sulle emissioni degli Stati membri; in pratica, la EFSF si accorderebbe con gli Stati in difficoltà per coprire una frazione delle perdite che si verificherebbero in caso di insolvenza dell'emittente, in cambio di un programma di consolidamento fiscale e riforma strutturale. L'aumento del *recovery rate* dovrebbe agevolare l'accesso al mercato degli emittenti e, conseguentemente, abbattere il livello degli *spread*.

¹⁰ La Commissione Europea nella sua *Roadmap to stability and growth* (COM (2011) 669), a p. 3 dichiara sibillantemente che "la potenza di fuoco del meccanismo di salvaguardia dovrebbe essere incrementata massimizzando l'uso della EFSF, senza incrementare le garanzie che la sostengono e nei limiti delle regole del Trattato, in particolare di quelle sul finanziamento monetario".

- garantendo le emissioni di un'altra istituzione finanziaria, che poi si dedichi a fornire assistenza finanziaria in luogo della EFSF e che, se fosse istituita come banca, potrebbe accedere alle operazioni di rifinanziamento BCE.
- facendo finanziare la EFSF in eccesso rispetto al valore delle garanzie anche a istituzioni monetarie e finanziarie, che poi rifinanzino i loro crediti presso BCE

Non sembrano invece compatibili con il divieto di finanziamento in base monetaria previsto dal Trattato¹¹ le ipotesi di consentire alla EFSF di accedere direttamente al rifinanziamento presso l'Eurosistema trasformandola in una banca.

Dal 2013 (o da metà 2012, se sarà accolta la proposta di stringere i tempi della riforma), la EFSF sarà rimpiazzata dallo European Stabilization Mechanism (ESM), costituito come organismo intergovernativo. Diversamente dalla EFSF, i crediti ESM saranno privilegiati, subordinati soltanto rispetto a quelli FMI. Il nuovo meccanismo prevede esplicitamente una valutazione preventiva di solvibilità dei paesi che chiedono aiuto: se il test è negativo, il paese deve procedere preventivamente a una ristrutturazione del debito in essere, negoziata con i creditori. Proprio per facilitare un'eventuale futura ristrutturazione, è previsto che le nuove emissioni di titoli di stato contengano Collective Action Clauses (CACs). Diversamente dalla EFSF, l'ESM sarà sostenuto da capitale, e non da garanzie.

¹¹ Trattato sull'Unione Europea, art. 101.1: "è vietata la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia da parte della BCE o da parte delle banche centrali degli Stati Membri, a istituzioni o organi della Comunità, alle amministrazioni statali, agli enti regionali, locali o altri enti pubblici, ad altri organismi di diritto pubblico o a imprese pubbliche degli Stati Membri, così come l'acquisto diretto presso di essi di titoli di debito da parte della BCE o delle banche centrali nazionali." Il Securities Markets Programme della BCE, in effetti, realizza gli acquisti attraverso gli intermediari finanziari e per maggior garanzia prevede anche una formale sterilizzazione degli effetti sulla liquidità mediante l'offerta di depositi a termine.

Focus – Le politiche fiscali degli altri paesi sotto stress finanziario

Grecia

Il processo di consolidamento fiscale ha mostrato negli ultimi mesi nuovi ostacoli, solo in parte prevedibili, che rendono più difficile il miglioramento strutturale dei saldi pubblici. I problemi vengono da più fronti: una contrazione dell'economia più profonda e prolungata delle attese, difficoltà e ritardi nell'implementazione delle misure legislative, scarsa resa delle misure contro l'evasione fiscale, resistenze nell'apparato pubblico e nella società a un programma di riforme strutturali.

Marco Rocchi

Durante i mesi estivi è apparso sempre più evidente come gli obiettivi fiscali indicati per il biennio 2011-12 fossero difficilmente raggiungibili, e questo ha comportato una crescente pressione da parte dei creditori internazionali verso il Governo di Atene, chiamato a elaborare nuovi interventi correttivi in grado di colmare i *fiscal gap* in via di emersione. L'ultima manovra, approvata a inizio settembre con una stretta maggioranza parlamentare, avrebbe dovuto garantire il raggiungimento del target sul deficit 2011, indicato a 17,1 mld di euro considerando la correzione nei saldi fiscali che vale il 3% del PIL. Nonostante questi interventi, il Governo ha preso atto in sede di presentazione del budget 2012 (inizio ottobre) di come il raggiungimento degli obiettivi indicati fosse difficilmente perseguibile, fornendo nuove stime sui conti pubblici del biennio. Per il 2011 il deficit è adesso indicato a 18,69 mld di euro (l'8,5% del PIL), mentre per l'anno prossimo il peggior andamento relativo dell'*output* provocherà, nonostante un dato nominale invariato (14,65 mld), un rapporto al 6,8% dal 6,5% della precedente stima, a fronte comunque di un modesto avanzo primario, per la prima volta dal 2002. Il debito salirà al 172,7% nel 2012 dal 161,8% del 2011, data una contrazione del PIL nell'ordine del 2,5% per il 2012 e del 5,5% per quest'anno. Le misure principali contenute nella bozza del budget 2012 sono riassunte nella tabella sottostante; per alcuni interventi si sono delineati correttivi da implementarsi nei prossimi mesi, per cui le stime numeriche saranno probabilmente soggette a revisione.

Grecia: nuove manovre annunciate a settembre		
uscite		
Riduzione salari pubblico impiego	Taglio medio del 20% per il settore pubblico e le SOE	950 mln
Taglio pensioni pubblico impiego	Riduzione del 20% per le pensioni oltre 1.200€/mese	750 mln
Riduzione pubblico impiego	Messa in mobilità immediata di 30.000 unità a paga ridotta	200 mln
entrate		
Tassa di solidarietà	Importo una-tantum tra l'1% ed il 4% dei redditi oltre 8.000€	1.000 mln
Imposta patrimoniale sugli immobili	0,5€-14€/metro quadro per gli anni dal 2011 al 2014	2.000 mln
Riduzione esenzioni fiscali (retroattiva)	Riduzione a 5.000€ da 8.000€ nella soglia minima	1.100 mln

Fonte: Ministero delle Finanze greco e calcoli Intesa Sanpaolo

Nel periodo gennaio-settembre il saldo cumulato di cassa si è portato a -19,2 mld di euro, in peggioramento rispetto all'analogo periodo del 2010, quando si attestò a -16,3 mld. Per centrare l'obiettivo prefissato di deficit è necessario un andamento molto positivo per i conti pubblici del 4° trimestre (si stima per 2,1 mld al netto della patrimoniale sugli immobili), in quanto il *fiscal gap* da noi stimato è pari allo 0,9% del PIL (circa 2,1 mld). Nelle intenzioni dell'esecutivo vi è il raggiungimento di un avanzo primario per il 2012 di 3,2 mld, circa 1,5 punti di PIL, mentre per il presente anno le dinamiche della spesa primaria (+2,9% nei primi nove mesi) puntano verso un disavanzo intorno al 2,0%, e il saldo di bilancio salvo nuovi e

Scenario Macroeconomico

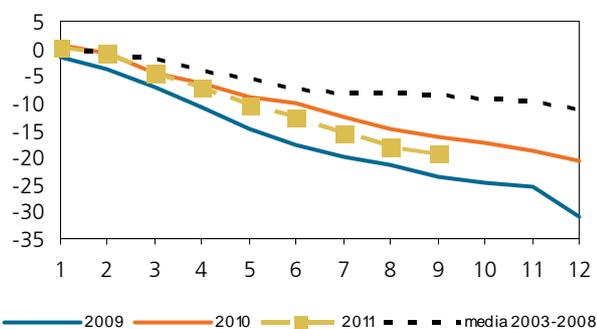
Settembre 2011

pervasivi interventi correttivi (o stante un'inaspettata efficacia di quelli già lanciati) si rivelerà di conseguenza prossimo al -10,0%. Il notevole stato di difficoltà iniziale, venendo il paese da deficit strutturali elevati (17,5% nel 2009), ha comportato sforzi significativi da parte del settore privato nell'implementazione del processo di risanamento, che, oltre a esacerbare una recessione di cui non si conosce ancora l'estensione finale, ha reso le condizioni di equilibrio più stringenti per il prossimo futuro.

Per garantire un effetto certo e immediato sulle entrate è stata introdotta una nuova imposta sul patrimonio immobiliare, dal gettito previsto di 2 mld annui (in realtà ridimensionati a circa la metà dalle analisi della Troika), che inizialmente elaborata come *una tantum*, è stata nel testo finale prorogata fino al 2014. Inoltre è stato introdotto un intervento retroattivo di riduzione delle esenzioni fiscali, a valere da gennaio 2011, pari a circa lo 0,6% del PIL, che unitamente agli altri interventi dal lato delle entrate lanciati quest'anno provocherà un ulteriore incremento nella pressione fiscale. Le entrate stanno deludendo le aspettative, specie con riguardo alla tassazione indiretta, dove il gettito atteso dall'incremento dell'IVA si sta rivelando troppo ottimistico, a causa del calo dei consumi e per il comportamento opportunistico del settore privato (evasione). Gli incassi previsti dall'ambizioso piano di alienazione di cespiti e aziende pubbliche, quantificati in 5 mld per il solo 2011, sono stati ampiamente disattesi, come riconosciuto dal Ministro delle Finanze Venizelos, che ha recentemente stimato in 1 miliardo il mancato introito su questa prima tranche di interventi. Da un lato vi è, infatti, un'oggettiva difficoltà nel vendere tali attività a prezzi considerati *fair*, ma dall'altro molti analisti giudicano eccessivamente ottimistiche le stime fornite dal Governo sul valore previsto degli incassi, che a regime saranno con ogni probabilità ben inferiori. Venizelos ha comunque rassicurato la Troika dichiarando che il Governo sta finalizzando alcune trattative private per la cessione di concessioni dal valore di 500 mln di euro, che verranno finalizzate a breve.

Dal lato delle uscite, è fonte di preoccupazione il trend della spesa per interessi: il costo a servizio del debito nonostante il piano di aiuti UE-FMI (che prevede prestiti meno onerosi rispetto all'accordo del 21 luglio) appare in netto aumento e non sostenibile a livello strutturale, essendo proiettato al 7,1% del PIL per il 2011 e in ulteriore aumento nel prossimo biennio. Anche se si registrasse una stabilizzazione per gli interessi passivi, il paese non potrà prescindere da un tasso di crescita nominale rilevante, onde contrastare il pernicioso effetto leva che il costo del debito comporta a fronte di un rapporto debito/PIL ben superiore all'unità (c.d. *snowball effect*). Le stime di inflazione contenute nell'ultimo budget indicano un dato allo 0,6% nel 2012, dopo il +2,8% atteso per quest'anno: da qui il netto incremento nel rapporto debito/PIL, nonostante un saldo primario positivo o (più probabilmente) marginalmente negativo.

Grecia: saldo di bilancio cumulato



Fonte: Ministero delle Finanze greco

Grecia: principali variabili di finanza pubblica

	Media 2003- 08	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Saldo di bilancio	-6.8	-15.5	-10.4	-8.0	-6.9	-5.2	-2.8
Saldo strutturale	-8.9	-18.6	-11.4	-6.9	-4.7	-3.3	-1.4
Saldo primario	-2.0	-10.3	-4.9	-1.3	0.8	3.3	5.7
Entrate	39.1	37.3	39.1	40.1	40.7	40.6	40.9
Uscite	45.9	52.8	49.5	48.1	47.6	45.7	43.7
Debito lordo	103.1	127.1	142.8	165.6	189.1	187.9	178.5
crescita nom.	7.2	-0.8	-2.1	-4.0	-1.7	1.8	2.6
crescita reale	3.8	-2.3	-4.4	-5.0	-2.0	1.5	2.3
partite correnti	-10.0	-11.0	-10.5	-8.4	-6.7	-6.0	-5.3

Fonte: IMF Fiscal Monitor, settembre 2011

Dopo che la Troika ha dato il proprio via libera al pagamento della nuova *tranche* di aiuti per circa 8 mld, l'attenzione si sposta sull'approvazione parlamentare del budget 2012, che il Governo punta a ottenere entro la fine di ottobre. I Ministri Finanziari dell'area euro dovrebbero approvare il pagamento della sesta rata a inizio novembre, mentre a breve è attesa la pubblicazione del rapporto sulla quinta revisione. Inoltre, le autorità europee e nazionali sembrano orientate a ridiscutere i termini dell'offerta di concambio sul debito, al fine di ottenere una maggiore partecipazione dei privati al secondo programma di correzione economica. Per quanto riguarda le prospettive future, in attesa di una revisione degli obiettivi fiscali di medio periodo e degli annessi interventi legislativi, si stima una necessità di finanziamento ulteriore rispetto a quanto previsto dall'accordo UE/FMI dello scorso anno per circa 85 mld entro il 2014. Questo considerando un completo *roll-over* dei T-Bills in scadenza e il rimborso delle tranche previsto dal primo piano di aiuti, a fronte di stime sul deficit di cassa che presumibilmente andranno riviste verso il basso, ma che appaiono già in parte compensate da un ambizioso piano di privatizzazioni, dal quale appare difficile reperire risorse ingenti.

Necessità di finanziamento fino al 2014 (miliardi di euro)					
	2011 4° trim.	2012	2013	2014	Totale
Deficit di cassa	6	15	12	7	39
Titoli in scadenza	19	37	31	32	118
- di cui T-Bills	11	4	-	-	14
Rimborso prestito FMI	-	-	2	8	10
Financial Stability Fund	-	4	3	2	9
Altro	-	3	3	4	10
Totale da finanziare	14	56	48	44	162
Prestito UE/FMI residuo	14	23	8	0	45
Privatizzazioni	-	7.5	11	13.5	32
Necessità di finanziamento residue	-	25	29	31	85

Fonte: Intesa Sanpaolo

Portogallo

Il Governo ha recentemente confermato l'impegno a raggiungere i target di bilancio ratificati la scorsa primavera con UE e FMI, forte di un saldo cumulato per le necessità di cassa che a fine giugno era perfettamente in linea con le cifre indicate nel budget. Questo dovrebbe permettere al rapporto deficit/PIL di ridursi al 5,9% a fine anno, anche se in realtà si stanno manifestando rischi considerevoli per uno sfioramento degli obiettivi nel 2° semestre, rivenienti essenzialmente dagli oneri emersi dalle *Public-Private Partnership* (PPP) e dalle società a partecipazione pubblica (SOE), nonché dal mancato controllo di alcuni capitoli di spesa, principalmente legati a oneri sociali e spese governative. Il *fiscal gap* stimato riveniente da questi elementi è pari a circa 3,4 mld, equivalenti al 2,0% del PIL, e il Governo si è impegnato a garantirne la copertura in larga parte sui saldi dell'anno in corso tramite una serie di interventi, riassunti nella tabella sottostante.

Portogallo: misure correttive (in % del PIL)		
	2011	2012
Sovrattassa una-tantum sui redditi personali	0.5	0.1
Incremento IVA su gas ed elettricità	0.1	0.1
Cessione di concessioni statali	0.4	0.0
Trasferimento fondo pensione bancario	0.1	0.0
Totale	1.1	0.2

Fonte: Ministero delle Finanze

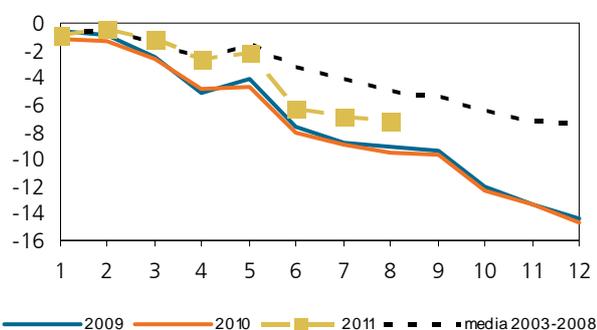
Ulteriori misure sono poi state annunciate in occasione del budget 2012, in modo da bilanciare gli effetti negativi rivenienti dalla revisione al ribasso del Pil, adesso indicato a -2,8% dal precedente -2,0%. Si spiegano così i nuovi tagli agli stipendi pubblici (riduzione dei bonus ed estensione dell'orario di lavoro) e l'introduzione di un'addizionale sui profitti delle imprese (5% sulla parte di utile superiore ai 10 mln); tali interventi dovrebbero limitarsi al biennio 2012-13.

L'Ufficio di statistica nazionale INE ha rivisto il dato sul deficit 2010, a causa dell'inclusione nel calcolo di spese extra relative alla regione autonoma di Madeira; il rapporto è adesso indicato al 9,8% dal precedente 9,1%. Gli interventi una-tantum e in generale gli annunci sul recupero di imposte e crediti vantati verso il settore privato (stimati in 3,8 miliardi) non hanno ovviamente un carattere strutturale e quindi non sono sufficienti per essere giudicati come migliorativi dello stato di salute dei conti pubblici. Il Governo ne è consapevole e ha recentemente aperto un tavolo di lavoro volto a ridefinire il rapporto Amministrazione Centrale-Regioni, in maniera da garantire un più stringente controllo della spesa e in definitiva una riduzione nei deficit degli enti locali. Le misure si articolano su più punti ovvero: 1) una revisione dei ricavi operata da un consiglio fiscale indipendente; 2) l'introduzione di fondi a riserva da utilizzare come cuscinetto operativo; 3) la revisione dei meccanismi di condivisione degli incassi fiscali tra stato e regioni; 4) il rafforzamento del potere di supervisione dell'Amministrazione Centrale sugli enti locali; 5) l'ampliamento dei vincoli sull'indebitamento netto degli enti locali.

Rimane critico lo stato di salute del sistema bancario, e questo è fonte di potenziale tensione per i conti pubblici, che fino ad adesso non hanno subito ingenti gravami diretti. Il Governo ha già reso disponibile al sistema un fondo da 35 miliardi (da attivarsi tramite l'emissione di obbligazioni garantite dallo Stato), ma questo stante la scarsa solvibilità del paese non sembra sufficiente a garantire un significativo allentamento dello stress presente sul mercato interbancario. L'obiettivo del Governo è di favorire un processo di transizione in cui si ridurrà ulteriormente l'attivo di sistema (con un obiettivo esplicito nel rapporto prestiti/depositi a 1,2), durante il quale potrà farsi carico dell'eventuale necessità di finanziamento degli istituti (fino a 12 miliardi, equivalente alla *bank solvency support facility* lanciata a primavera), mentre un team composto da FMI, BCE e Banca Centrale del Portogallo si sta occupando di supervisionare il processo di riduzione degli attivi, denominato SDAF (*Solvency and Deleveraging Assessment Framework*), la cui conclusione è attesa per inizio 2012. Al momento la volontà politica di ridurre gli attivi di sistema non è riuscita nel suo intento, e tale aggregato si mantiene circa 3,3 volte il PIL.

Il Governo è ben consapevole di come si rendano necessarie, parallelamente agli interventi di restrizione fiscale, nuove riforme di tipo strutturale, in grado di dare slancio a investimenti privati e migliorare la produttività. In questo senso vanno i recenti interventi sulla legge fallimentare (che verrà presentata entro fine anno) e sul mercato del lavoro (in corso di approvazione parlamentare). Quest'ultima appare necessaria per guadagnare parte della competitività erosa negli ultimi anni, e prevede un allineamento dei salari medi dei contratti "aperti" con quelli "chiusi" (ovvero prevalentemente a retribuzione fissa), l'eliminazione del salario minimo e la revisione della liquidazione, che verrà calcolata sulla base di massimi 20 giorni di lavoro per anno. Vi è poi un'alternativa controversa, che il Governo sta cercando di attuare d'intesa con la Troika: una svalutazione fiscale per riconquistare la competitività perduta. Il procedimento è semplice; si tratta di ridurre le imposte sul lavoro per rendere i prodotti destinati all'export più a buon mercato, ipotizzando di compensare le minori entrate con un maggiore gettito IVA, che andrebbe a ricadere essenzialmente sul canale estero. Tale dinamica non è esente da rischi (l'aumento della tassazione indiretta va a colpire le fasce più deboli delle importazioni), e non vi è una dimostrazione univoca della propria efficacia (recenti studi del FMI stimano un incremento dello 0,5% annuo per il volume delle esportazioni a fronte di un taglio dell'1,0% del PIL per gli introiti). Comunque sia, il Governo portoghese sembra orientato a confermare questo metodo di correzione degli squilibri interni, e con il passare del tempo l'evidenza empirica ne decreterà il successo o il fallimento.

Portogallo: saldo di bilancio cumulato



Fonte: Direcção General do Orçamento

Portogallo: principali variabili di finanza pubblica

	Media 2003- 08	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Saldo di bilancio	-1.6	-10.1	-9.1	-5.9	-4.5	-3.0	-2.3
Saldo strutturale	-4.4	-9.1	-9.4	-4.0	-1.3	0.0	0.0
Saldo primario	0.9	-7.4	-6.3	-1.9	0.1	1.9	2.6
Entrate	40.8	39.7	41.5	42.2	42.3	42.2	42.3
Uscite	42.4	49.8	50.6	48.0	46.8	45.2	44.6
Debito lordo	63.3	83.0	92.9	106.0	111.8	114.9	114.6
crescita nom.	3.5	-2.0	2.4	-0.9	-0.4	2.5	3.8
crescita reale	0.9	-2.5	1.3	-2.2	-1.8	1.2	2.5
partite correnti	-9.8	-10.9	-9.9	-8.6	-6.4	-5.3	-4.7

Fonte: IMF Fiscal Monitor, settembre 2011

Irlanda

Il Governo ha recentemente confermato, seppur con riserva, i target per l'anno in corso e il 2012, dichiarando soddisfacente l'andamento dei conti pubblici da inizio anno, e perfettamente in linea con i target indicati dalla Troika nella terza *review* tenutasi durante l'estate relativamente al 1° semestre. In realtà il problema più cogente rimane quello legato alla crescita: il Ministro delle Finanze Michael Noonan ha dovuto ammettere che la stima per il 2012 (2,5%) appare difficilmente realizzabile, reputando più probabile un consolidamento verso il 2,0%. È comunque di supporto il buon dato sul PIL del 2° trimestre, inaspettatamente in crescita dell'1,6% su base congiunturale, che al di là della volatilità (e di probabili revisioni al ribasso nei prossimi mesi), lascia in eredità una crescita acquisita per il 2011 proprio nell'ordine del 2,0%, sensibilmente più alta delle stime del Governo (+0,8) e della Banca centrale irlandese (+1,0%). Il target sul deficit 2012 fornito dal Governo e convalidato dalla Troika è pari all'8,6%; si tratta di un obiettivo ambizioso, come sostenuto dallo stesso Noonan, che ha rivisto le stime sulla manovra finanziaria, inizialmente indicata a 3,6 mld fino a circa 4,0 mld. Ma il Fiscal Advisory Council (un gruppo di lavoro indipendente) ha recentemente indicato in 400 mln il *fiscal gap* rispetto a tale obiettivo, suggerendo altresì di portare la manovra a 4,4 mld, in modo da conseguire un deficit lievemente inferiore (8,4%). Per il 2015 viene considerato appropriato il perseguimento un deficit dell'1,0% in luogo del -2,8% stimato dal Governo, da attuarsi tramite il lancio di interventi correttivi per ulteriori 3,2 mld nel periodo 2013-15, con il conseguimento di un avanzo primario pari al 4,7% (2,9% le stime governative). Tali interventi si andrebbero a sommare agli 8,2 mld già previsti nello stesso periodo.

La Troika terrà una nuova *review* a metà ottobre – poco dopo la presentazione del budget 2012 da parte del Governo irlandese – e discuterà lo staff report tra novembre e dicembre, fornendo per tale data le proprie stime aggiornate. Il quadro generale è ancora molto ambizioso, con il paese che si trova ad affrontare un significativo consolidamento fiscale (il deficit 2011 è indicato al 10%), ma i primi passi verso il risanamento sono stati fatti e hanno avuto un discreto effetto, e quindi a meno di sorprese dal lato della crescita, la nuova *review* non apporterà modifiche sostanziali alle proiezioni 2012-14.

A differenza di altri paesi in crisi, l'Irlanda sta favorendo un aggiustamento in gran parte concentrato dal lato della spesa, e questo comporta una differente reazione del settore privato, che al momento manifesta crescenti difficoltà dal lato dei consumi e degli investimenti. L'incremento nel tasso di risparmio appare una conseguenza naturale del minore potere d'acquisto e della minore ricchezza detenuta (in gran parte legata al calo nel valore degli immobili e delle attività finanziarie locali), ma oltre a zavorrare la crescita della Domanda Aggregata (sempre più dipendente dalle esportazioni), favorisce un miglioramento nel saldo di parte corrente, tornato in surplus lo scorso anno e proiettato in ulteriore miglioramento nel

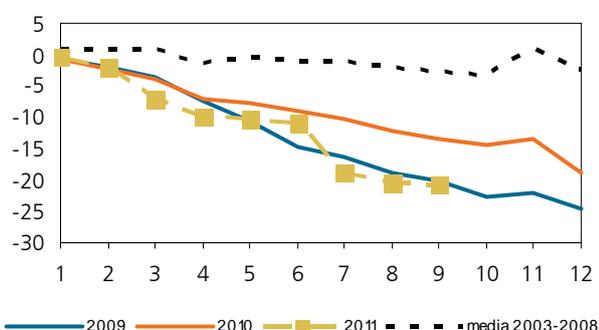
prossimo triennio. Il debito privato è riuscito a stabilizzarsi intorno al 200% del PIL, comunque prossimo ai massimi storici, mentre il tasso di risparmio è passato da valori prossimi allo zero nel 2007 al 12% attuale.

Il paese mostra un'incidenza degli introiti fiscali rispetto al PIL tra le più basse dell'UE, e pertanto in questo elemento vi erano notevoli spazi di manovra per favorire l'aggiustamento: il Governo (d'intesa con la Troika) ha preferito però far leva su un altro aspetto, ovvero la transitorietà nella crescita delle spese generali. I saldi da inizio anno forniscono segnali positivi: le spese correnti segnano un -1,5% mentre quelle in conto capitale fanno ancora meglio (-7%). Dal lato delle entrate, si registra un incremento del 9,4%, grazie alla dinamica favorevole degli incassi legati alle imposte sui redditi (+25,7%), che compensa abbondantemente il calo del gettito IVA (-2,0%).

La deriva fiscale in cui è caduto il paese nel 2010 è in larga parte legata a fattori *una-tantum*, tra cui l'ingente sostegno economico garantito al sistema bancario (ancora in corso d'attuazione), con le conseguenti uscite legate a ricapitalizzazioni, sottoscrizioni di titoli di debito e assimilabili, interventi di garanzia sulle attività. Il combinato di ciò non si è concluso con il deficit *monstre* del 2010 (rivisto recentemente al 32,0% del PIL), ma continua a manifestare i propri effetti ancora oggi, in quanto come detto il Governo è ancora pienamente impegnato nel sostegno al settore. Da inizio anno lo stato si è impegnato in iniezioni dirette di capitale per 7,4 mld e sottoscrizioni di *contingent capital notes* per 3 mld; si spiega anche così il netto incremento delle uscite governative (che a settembre hanno raggiunto un valore cumulato di 47,8 mld), e il conseguente deficit di cassa, pari a 20,7 mld. Al netto dei citati interventi e di altri fattori *una-tantum*, il deficit si attesta a 11,8 mld, in sensibile miglioramento rispetto a quanto evidenziato nell'analogo periodo del 2010 (13,4) e del 2009 (20,2). Ad oggi il NAMA (la speciale agenzia deputata alla vendita degli attivi in sofferenza prelevati dal sistema bancario) ha gravato sul bilancio statale per 30,5 mld, anche se a tale somma bisognerà dedurre i 7,5 mld residui che il Governo conta di incassare per il 2013 tramite la vendita degli *asset* ancora detenuti. Persistono al momento comunque dei dubbi sull'attuale capacità di raggiungere tale obiettivo di incasso.

La dipendenza dei conti pubblici dal sistema finanziario è un fattore che non abbandonerà presto il paese, che difficilmente riuscirà a segnare un avanzo al netto della spesa per interessi prima del 2014 e un saldo di bilancio positivo per il 2017. Sarà cruciale per permettere una stabilizzazione nel rapporto debito/PIL (comunque intorno al 120%) un andamento positivo per la domanda aggregata, con una relativa transizione dalla domanda estera (che comunque sta contribuendo in maniera decisiva, grazie anche a strutturali avanzi di parte corrente) a quella interna. Per garantire un andamento dei conti pubblici in linea con il cammino indicato dalla Troika, il Governo ha recentemente varato un Consiglio indipendente di supervisione fiscale, che attende la presentazione del prossimo *pre-budget Outlook* per valutare i target di medio periodo (2015) che verranno indicati nel documento. Il ricorso ai finanziamenti UE-FMI è ancora essenziale per il paese, che nel 2011 non ha potuto affacciarsi sul mercato se non tramite emissioni a breve termine (il saldo con i titoli in scadenza vede però un calo di 495 mln), a fronte di 17,1 mld versati dall'UE e 8,7 mld forniti dal FMI.

Irlanda: saldo di bilancio cumulato



Fonte: Central Bank of Ireland

Irlanda: principali variabili di finanza pubblica

	Media 2003-08	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Saldo di bilancio	-0.2	-14.2	-32.0	-10.3	-8.6	-6.8	-4.4
Saldo strutturale	-6.9	-11.6	-8.9	-6.8	-5.5	-4.3	-2.5
Saldo primario	0.8	-12.4	-28.9	-6.8	-4.4	-1.5	1.3
Entrate	34.5	33.6	34.0	34.6	35.2	35.3	35.4
Uscite	34.7	47.8	66.0	44.9	43.8	42.2	39.8
Debito lordo	30.2	65.2	94.9	109.3	115.4	118.3	117.7
crescita nom	5.5	-10.8	-2.9	0.8	2.4	3.6	4.5
crescita reale	3.6	-7.0	-0.4	0.4	1.5	2.2	2.8
partite correnti	-3.1	-2.9	0.5	1.8	1.9	1.4	1.5

Fonte: IMF Fiscal Monitor, settembre 2011

Belgio

Nonostante l'instabilità del sistema bancario e l'incertezza politica, diversamente da Spagna e Italia il Belgio era riuscito a rimanere abbastanza al margine della crisi. Tuttavia, la crisi di Dexia ha rapidamente peggiorato la valutazione degli investitori, e il debito pubblico belga ora registra premi al rischio vicini a 200pb.

Sul fronte fiscale, l'andamento dei primi mesi dell'anno è sostanzialmente in linea con le stime contenute nel budget presentato lo scorso marzo, che vedono un target per il deficit al 3,6% del PIL, in miglioramento dal 4,1% evidenziato nel 2010. Una parte rilevante del disavanzo 2011 sarà legata alle erogazioni a favore della Grecia e agli impegni iscritti a bilancio per gli interventi di sostegno al settore bancario: si tratta di 1,23 miliardi, ovvero circa il 10% del totale (nel 2010 tali somme hanno raggiunto i 480 mln di euro). Secondo le stime contenute nel PSC presentato lo scorso aprile, a partire dal prossimo anno il paese raggiungerà un sostanziale pareggio nel saldo primario, mentre il deficit si porterà al di sotto del 3,0% l'anno successivo, per raggiungere un avanzo a partire dal 2015. Il miglioramento sarà ascrivibile in larga parte alle minori uscite, anche se il governo transitorio attualmente al potere non può garantire evidentemente interventi di largo respiro, e pertanto la programmazione dei tagli alla spesa è demandata di volta in volta da interventi legislativi ad-hoc, in assenza di un quadro composito. Il recente accordo tra i rappresentanti politici fiamminghi e francofoni potrebbe nel prossimo futuro rimuovere l'empasse che dura dal 13 giugno 2010, e garantire al paese una governabilità di più largo respiro.

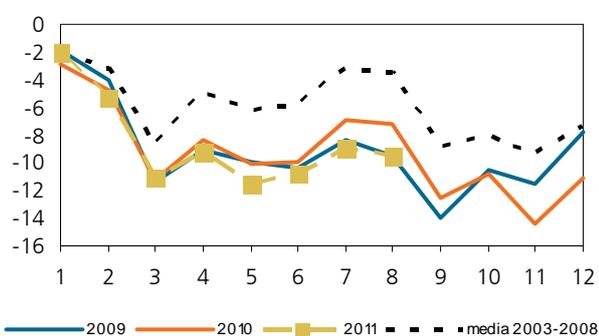
Le misure che dovranno essere lanciate nel 2012 per garantire il cammino indicato dal PSC per i conti pubblici non dovrebbero comunque essere rilevanti, ancorché non siano ancora state definite. Un miglioramento automatico nel saldo di bilancio è atteso dal ritiro del supporto al sistema finanziario, e segnatamente dalla scadenza di alcune garanzie lanciate nel 2008 a corredo del piano di sostegno per Fortis e KBC. Relativamente a Dexia, il recente accordo con Francia e Lussemburgo, necessario a garantire la continuità operativa del gruppo, prevede un esborso di 4 mld di euro, necessario per rilevare – e di fatto nazionalizzare – la divisione che opera nel paese. In futuro potrebbero aggiungersi altri esborsi, stante la garanzia su parte degli attivi che confluiranno in una *bad bank* (per un costo massimo teorico di 54,4 mld, circa il 15% del PIL), ma al momento si tratta solo di un'eventualità. Al di là di questi effetti transitori sul bilancio pubblico, il mantenimento di un tasso di crescita del PIL su livelli superiori alla media UE appare imprescindibile per garantire un'attinenza dei saldi strutturali con le stime governative, e le indicazioni più recenti sono positive in tal senso, grazie anche alla ripresa della domanda interna.

Scenario Macroeconomico

Settembre 2011

Sul fronte delle entrate, il 2011 si sta rivelando migliore rispetto all'anno precedente, e su livelli ben superiori a quelli evidenziati nel 2009, picco ciclico negativo. Le proiezioni vedono una crescita per l'aggregato del 4% per l'anno in corso, dopo il +3% evidenziato nel 2010, principalmente grazie al buon andamento delle imposte dirette, e alla tenuta del gettito IVA, la cui aliquota ordinaria già da tempo (gennaio 1996) è pari al 21%. Un soddisfacente andamento degli incassi fiscali nel 2011-12 appare fondamentale per garantire una *bottom line* soddisfacente per i saldi pubblici, e in assenza di ulteriori interventi legislativi (poco probabili nel breve), la variabile chiave da monitorare rimarrà la crescita economica, la cui tenuta rappresenterà un valido spartiacque per la sostenibilità del bilancio pubblico.

Belgio: saldo di bilancio cumulato



Fonte: Belgostat

Belgio: principali variabili di finanza pubblica

	Media 2003- 08	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Saldo di bilancio	-0.7	-5.9	-4.1	-3.5	-3.4	-3.3	-3.2
Saldo strutturale	-0.9	-3.2	-2.9	-2.6	-2.7	-2.8	-2.8
Saldo primario	3.3	-2.5	-0.9	-0.3	0.0	0.1	0.2
Entrate	49.2	48.1	48.9	48.9	48.9	49.0	49.0
Uscite	49.9	54.0	52.9	52.4	52.3	52.2	52.3
Debito lordo	91.1	96.2	96.7	94.6	94.3	93.9	93.6
crescita nom	4.3	-1.6	4.0	6.2	4.0	4.0	3.9
crescita reale	2.0	-2.7	2.1	2.4	1.5	1.7	1.8
partite correnti	1.7	0.0	1.0	0.6	0.9	1.3	1.8

Fonte: IMF Fiscal Monitor, settembre 2011

Asia

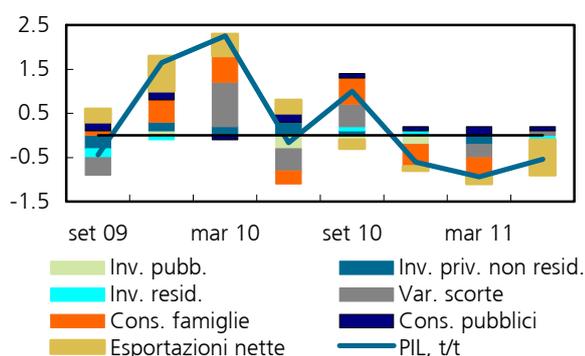
Giappone: ripresa a "V" con rischi verso il basso

Lo scenario in sintesi

Giovanna Mossetti

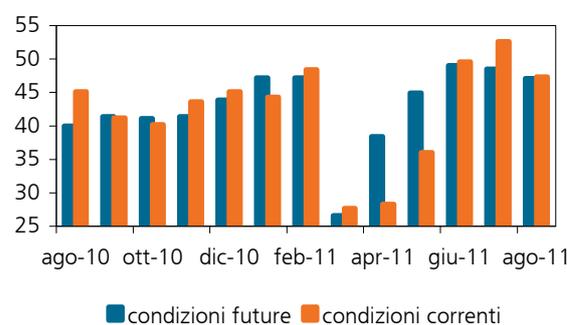
- Il Giappone emerge dal crollo dell'attività post-terremoto, con **una ripresa a "V" molto pronunciata**. La crescita dovrebbe proseguire nel 2012, spinta dall'attività di ricostruzione, pur essendo soggetta a **rischi verso il basso**. In particolare, 1) la minor capacità produttiva, soprattutto nel settore energetico, limita il potenziale direttamente attraverso la riduzione di impianti, e indirettamente attraverso la necessità di ricorrere a maggiori importazioni soprattutto di combustibili; 2) la necessità di finanziare la ricostruzione attraverso aumenti di imposte eserciterà un effetto restrittivo sulla crescita, se pure di entità limitata; 3) l'apprezzamento dello yen riduce l'impatto positivo sulla crescita del canale estero; 4) le tensioni sui mercati finanziari globali eserciteranno un freno alla crescita mondiale nella parte finale del 2011 e nel 2012.
- Lo scenario centrale per il 2012 vede una netta accelerazione dopo un anno di contrazione nel 2011. A meno di un ulteriore deterioramento della crisi del debito europeo, **lo scenario per il Giappone è una contrazione del PIL di -0,5% nel 2011 e un aumento del 3% nel 2012**. La dinamica della crescita dovrebbe essere essenzialmente concentrata a livello domestico, per l'effetto congiunto dell'attività di ricostruzione e del minor contributo delle esportazioni nette alla crescita complessiva del PIL.
- L'**inflazione** dovrebbe tornare a essere modestamente negativa nei prossimi trimestri.
- Le **politiche economiche resteranno espansive** nel 2012: l'elemento centrale dello scenario è la **ricostruzione post-terremoto**. Anche se una parte del finanziamento dei lavori pubblici previsti deriverà da rialzi di imposte (in gran parte sul reddito delle famiglie, con notevole progressività) l'effetto restrittivo dell'aumento delle entrate sarà più che compensato dallo stimolo della spesa pubblica finanziata in larga misura da emissione di nuovo debito. E' in corso la definizione del terzo budget supplementare, che dovrebbe essere pari a circa 12 trilioni di yen. Il consolidamento dei conti pubblici viene ancora rimandato, e il deficit resterà intorno all'8% del PIL nel futuro prevedibile. La **politica monetaria** proseguirà su un sentiero estremamente accomodante, con possibili ampliamenti della strategia di stimolo quantitativo.

La crescita riprenderà nella parte finale dell'anno e nel 2012



Fonte: EcoWin

La fiducia delle imprese si è normalizzata

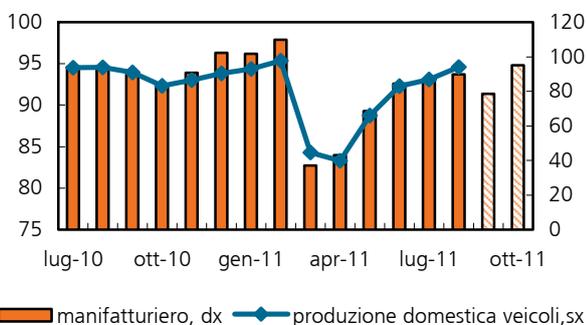


Fonte: EcoWin

1. Normalizzazione rapida per produzione ed export, ma non tutto torna come prima

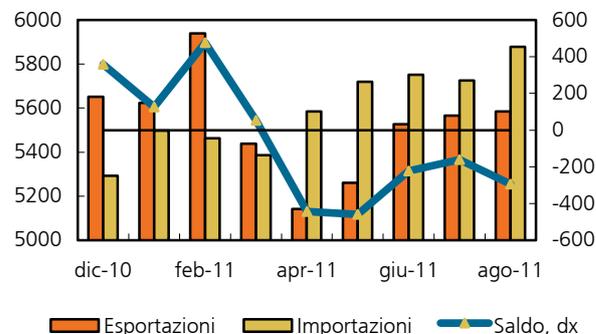
- La **domanda domestica** su base trimestrale sarà in aumento relativamente sostenuto nei prossimi trimestri, in recupero dopo la correzione del 2° trimestre e sostenuta dagli investimenti per la ricostruzione. La dinamica del PIL dovrebbe tornare positiva nel 2° semestre. Lo scenario per il 2012 vedrà interventi per la ricostruzione che spingeranno la domanda aggregata, ma lo scenario rimane fragile: la politica fiscale diventerà restrittiva dopo il 2013, e i rialzi delle imposte annunciati con le proposte per il terzo budget supplementare freneranno la dinamica della spesa di famiglie e imprese.
- La normalizzazione post-terremoto è stata relativamente rapida. La **produzione industriale** e le esportazioni si stanno riavvicinando ai livelli precedenti il disastro di marzo. La produzione nel settore manifatturiero, in particolare, è prevista dall'indagine del METI in calo a settembre, ma in ampio rialzo a ottobre; l'aggiustamento dell'output nel settore auto è quasi completato. Nella parte finale del 2011 e a inizio 2012, la ripresa degli **investimenti** dovrebbe essere solida, dopo il calo visto nel 2° trimestre (-0,9% t/t). Ordini e consegne sono tornati su livelli pre-terremoto e segnalano un ritorno a investimenti fissi non residenziali in aumento dal 3° trimestre. Le indagini più recenti segnalano però **rischi verso il basso**, in larga misura associati all'apprezzamento del cambio e all'incertezza dello scenario globale: si riscontra però un forte rallentamento degli ordini all'export che rafforza la previsione di un contributo modesto, o negativo del canale estero. Gli investimenti fissi delle imprese dovrebbero accelerare da -0,8% nel 2011 a +3% nel 2012. Anche gli investimenti in edilizia residenziale sono previsti in crescita sostenuta alla luce dei dati positivi di cantieri e ordini nel settore costruzioni.
- Una normalizzazione analoga a quella della produzione industriale si riscontra nell'andamento dell'**export**, che sta recuperando terreno pur in presenza dell'apprezzamento dello yen. Nonostante ciò, il saldo della bilancia commerciale rimane negativo, anche per via della persistente accelerazione delle importazioni, in particolare per petrolio e altre fonti energetiche. La riduzione di capacità produttiva, soprattutto nel settore energetico, mette a rischio il contributo delle esportazioni nette alla crescita e l'"indipendenza" del Giappone dal resto del mondo nel finanziamento dell'ampio deficit pubblico.
- I **consumi** sono rimbalzati dopo il crollo verticale di marzo e si stanno normalizzando, spinti anche da una significativa ripresa delle vendite di auto. Nel corso del 4° trimestre si dovrebbe osservare una dinamica mensile debole, sempre parte del processo di normalizzazione dopo il netto rimbalzo dei mesi estivi. I consumi sono previsti in aumento di 1,4% nel 2012, dopo il calo di -0,4% nel 2011, senza spunti di miglioramento alla luce dei trend del mercato del lavoro e della finanza pubblica. Il mercato del lavoro si sta riprendendo dopo il terremoto, ma alcuni dei segnali apparentemente positivi (calo del tasso di disoccupazione al 4,3% ad agosto, dal 4,7% di luglio) nascondono dati non favorevoli alla crescita: ad agosto il calo della forza lavoro ha più che compensato il calo degli occupati. Le retribuzioni sono in aumento nelle grandi imprese, ma pressoché invariate a livello complessivo; il reddito disponibile è in calo rispetto al 2010, con la fine di gran parte degli interventi a sostegno delle famiglie introdotti dal precedente Governo.
- L'**inflazione** è rimasta in territorio positivo ad agosto, nonostante l'introduzione del nuovo paniere. La variazione del paniere dovrebbe portare a un ritorno in deflazione moderata nei prossimi mesi, quando si sarà esaurito l'effetto *una tantum* di forti acquisti in alcuni settori legati al passaggio al digitale terrestre delle trasmissioni televisive. Le aspettative delle famiglie sono in linea con una stabilizzazione dell'inflazione vicina allo zero.

Produzione normalizzata



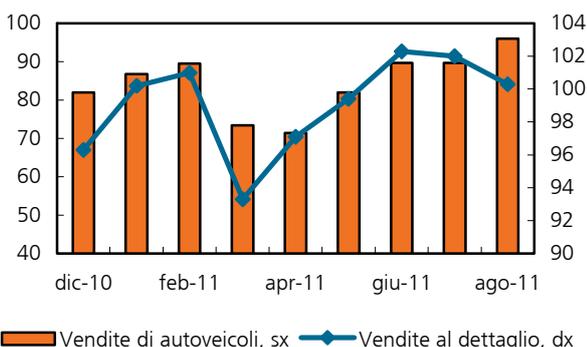
Fonte: EcoWin, METI
Colonne tratteggiate: proiezioni METI per indice di produzione agosto e settembre 2011

Esportazioni in ripresa, ma le importazioni schiacciano il saldo commerciale in territorio negativo



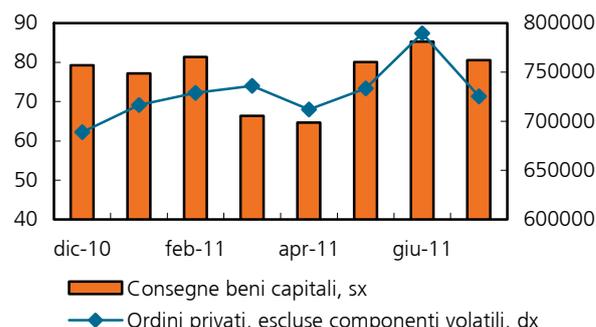
Fonte: EcoWin
Dati in miliardi di yen

La domanda riprende, sostenuta da consumi ...



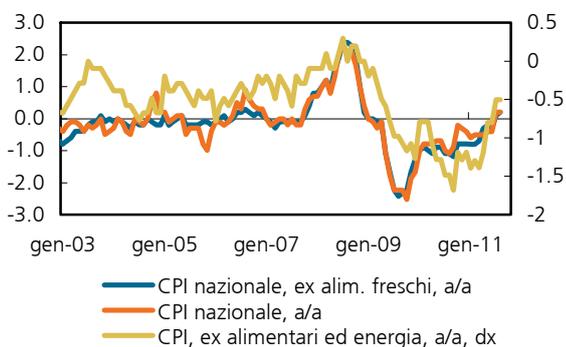
Fonte: EcoWin
2005=100

... e investimenti



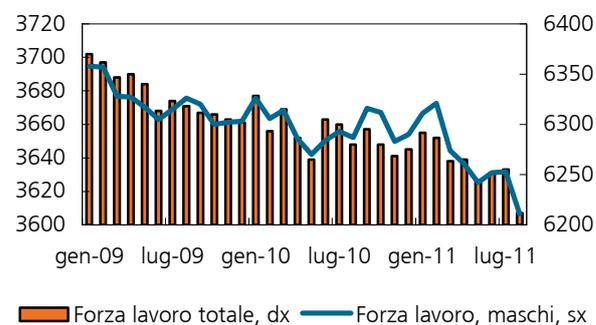
Fonte: EcoWin
Indice consegne beni capitali, 2005=100

L'inflazione dovrebbe tornare modestamente negativa



Fonte: EcoWin

Il mercato del lavoro è fortemente influenzato dai trend demografici



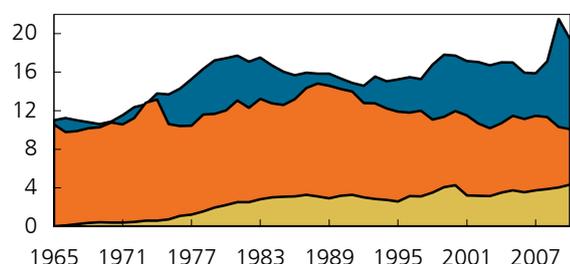
Fonte: EcoWin. Dati in migliaia

- La **politica fiscale** complessivamente dovrebbe rimanere espansiva nel 2011-12. La risposta al terremoto di marzo determinerà un peggioramento dei saldi di bilancio e sarà l'elemento cruciale per lo scenario a breve termine. I costi per la ricostruzione sono stati stimati dal Governo a 16,9 trilioni di yen (vedi tabella a pagina successiva). Il Governo ha approvato due budget supplementari, uno ad aprile per 2 trilioni di yen e uno a luglio per 4 trilioni di yen. Il Governo sta mettendo a punto il **terzo budget supplementare**, che dovrebbe contenere misure per circa 12 trilioni di yen ed essere presentato entro breve, con l'approvazione definitiva attesa entro novembre. Secondo il primo ministro Noda, il Governo finanzia le spese attraverso aumenti di entrate non tributarie per 5 trilioni di yen, e attraverso aumenti di imposte pari a 11,2 trilioni di yen. I rialzi di imposta sarebbero temporanei, ma resterebbero in vigore per periodi estesi. Per quanto riguarda le famiglie, il Governo prevede 1) un aumento per dieci anni delle aliquote sul reddito da gennaio 2013; 2) un aumento di imposte locali per 5 anni da giugno 2014. Per quanto riguarda le imprese, si attuerebbe un incremento dell'aliquota sugli utili aziendali per tre anni da aprile 2012. Sul fronte delle imposte indirette, sarebbe incluso un rialzo dell'aliquota sul tabacco da ottobre 2012. In termini di spese, il Primo Ministro ha affermato che il budget "non avrà limiti"; al momento la dimensione del budget è incerta perché diversi ministeri devono ancora quantificare le stime per la ricostruzione. Pertanto, nel caso in cui il totale fosse superiore a quanto annunciato in termini di aumenti di entrate, è probabile che il Governo decida di finanziare gli interventi in parte attraverso un aumento delle emissioni di titoli (o JGB o bond per la ricostruzione). In termini di impatto sulla crescita, il fatto che gran parte delle misure venga spostata in avanti almeno alla fine del 2012 limita gli effetti restrittivi sull'economia nei prossimi trimestri. Dal 2013 in poi i rialzi di imposta dovrebbero ridurre la crescita di circa 0,1pp all'anno. Pertanto complessivamente la politica fiscale sarà ampiamente espansiva nel 2012 e contribuirà a sostenere la ripresa soprattutto attraverso la dinamica degli investimenti in infrastrutture.
- La **BoJ** alla riunione di agosto ha ampliato lo stimolo quantitativo annunciato in precedenza. Come appare dalla tabella nella pagina seguente, il programma di stimolo è ora pari a circa **50 trilioni di yen**, con interventi già attuati per **38,9 trilioni** (al 20 settembre 2011). Per quanto riguarda l'acquisto titoli c'è ancora ampio spazio con il programma attuale (acquisti attuati per 7,7 trilioni), contro un totale previsto fino a 15 trilioni). Alla luce della situazione fiscale, dell'apprezzamento dello yen e delle tensioni internazionali, prevediamo che entro la riunione di fine ottobre **la Banca centrale annunci un nuovo ampliamento del programma di misure quantitative, espandendolo di altri 5-10 trilioni di yen.**

Previsioni Macro	2010			2011			2012				
	2010	2011	2012	4	1	3	4	1	2	3	
PIL (prezzi costanti, a/a)	4.0	-0.4	2.9	2.5	-0.7	-1.1	-0.5	0.7	2.6	3.8	2.7
- trim/trim annualizzato				-2.4	-3.7	-2.1	6.4	2.6	3.7	2.7	1.9
Consumi privati	1.9	-0.4	1.4	-3.4	-2.5	-0.1	3.3	1.2	1.6	1.2	0.8
IFL - priv. non residenziali	2.5	-0.8	3.0	0.0	-5.5	-3.6	0.4	1.6	6.1	4.9	2.8
IFL - priv. residenziali	-6.5	3.5	3.2	11.6	0.9	-7.1	9.1	8.0	1.4	2.1	2.8
Investim. pubblici	-3.5	-3.8	5.2	-20.6	-2.8	18.3	-1.2	12.6	6.1	2.0	0.7
Consumi pubblici	2.2	3.2	2.1	1.5	3.4	2.3	7.2	3.6	0.8	0.8	-1.2
Esportazioni	24.1	0.9	9.4	-3.9	0.0	-18.1	24.2	11.7	10.3	10.0	7.1
Importazioni	9.8	7.5	8.3	-2.6	5.8	-0.2	33.4	3.5	7.9	5.6	5.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.4	0.1	0.5	0.1	-0.4	0.1	0.7	-0.2	0.2	0.0	0.2
Partite correnti (%PIL)	3.6	2.2	2.1	3.6	2.7	1.6	2.0	2.3	1.8	2.1	2.2
Deficit (%PIL)	-7.8	-9.3	-9.6								
Debito/PIL (%PIL)	191.8	205.4	208.6								
CPI (a/a)	-0.7	-0.2	0.0	-0.3	-0.5	-0.4	0.1	0.1	-0.1	-0.1	0.0
Produzione Industriale	16.6	-2.5	5.8	-0.4	-7.8	-15.0	19.9	10.6	7.0	3.0	1.3
Disoccupazione (%)	5.0	4.6	4.3	5.0	4.7	4.6	4.6	4.5	4.4	4.3	4.3
Tasso a 3 mesi - CD (%)	0.23	0.2	0.2	0.19	0.19	0.20	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Dollaro/Yen (Yen)	87.8	80.0	86.8	82.6	82.3	81.6	77.7	78.3	82.5	85.9	88.4
Cambio effettivo (1990=100)	162.8	174.1	162.8	170.4	169.9	167.8	177.3	181.4	171.7	163.9	159.5

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

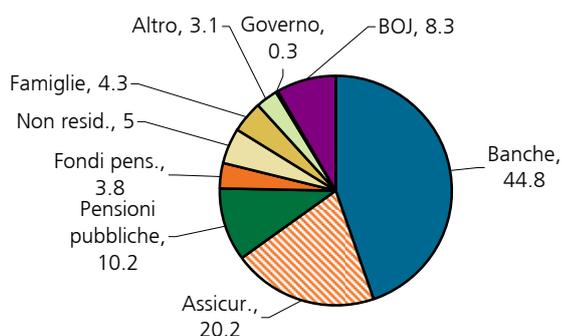
Deficit in aumento nel 2012, per finanziare la ricostruzione



■ Spese totali, %PIL ■ Entrate, %PIL ■ Spesa interessi, % PIL

Fonte: EcoWin

JGB: quote per detentore – marzo 2011



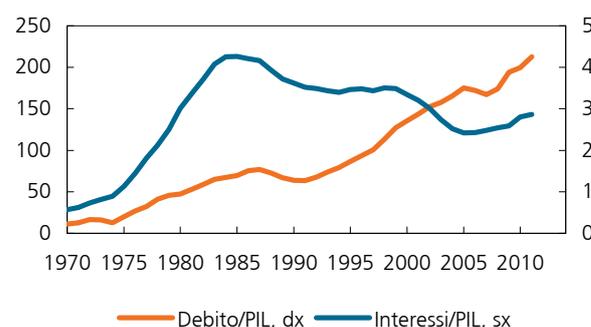
Fonte: Cabinet Office. 2010

Effetti del terremoto: stime dei danni e interventi fiscali

	Danni stimati	Budget supplementari		
	Giugno 2011	1° (apr. 2011)	2° (lug. 2011)	3° (ott.2011?)
Edifici	10.4			
Utilities	1.3			
Infrastrutture sociali	2.2			
Altro	3			
Totale	16.9	4.015	2	8.2
Altre misure				2.8

Fonte: Cabinet Office, Ministry of Finance

Il debito è su un sentiero insostenibile



Fonte: EcoWin

Stimolo quantitativo della BoJ

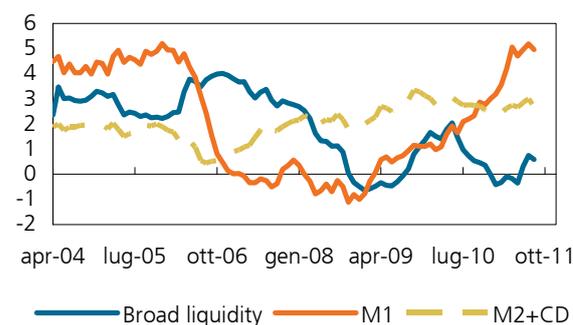
	Dimensione programma prima dell'aumento	Aumento agosto 2011	Dimensione programma ad agosto 2011	Dati bilancio 20 sett. 2011
Totale	circa 40	circa +10	circa 50	38.91
Acquisto titoli	10	+5	15	7.7
JGB	2	+2	4	1.61
T bills	3	+1.5	4.5	2.68
CP	2	+0.1	2.1	1.66
Corporate bond	2	+0.9	2.9	1.10
ETF	0.9	+0.5	1.4	0.59
J-REITs	0.1	+0.01	0.11	0.05
Operazioni offerta fondi contro collaterale	30	+5	35	31.23
a tre mesi	20		20	
a sei mesi	10	+5	35	

Per memoria:

Totale attivo bilancio BoJ **138.50**

Fonte: BoJ
Dati in trilioni di yen

Aggregati monetari



Fonte: EcoWin

Cina: rallentamento graduale, ma con rischi al ribasso

Silvia Guizzo

- Nonostante la crescita ancora sostenuta del credito e degli investimenti immobiliari, il calo marginale degli indici di attività e delle aspettative di imprenditori e consumatori nei mesi estivi supporta il nostro scenario di lenta decelerazione della crescita cinese nella seconda parte dell'anno. Esso rimane sostanzialmente invariato rispetto a giugno, con prospettive di crescita del PIL elevate, all'8,9% nel 2011 e all'8,4% nel 2012, anche se in rallentamento rispetto al 2010.
- L'inflazione dovrebbe essere vicina a invertire il trend pur rimanendo alta intorno al 5% anche nell'ultimo trimestre dell'anno. L'andamento dei prezzi settimanali degli alimentari e gli aumenti in altri comparti lasciano tuttavia i rischi sull'inflazione nel breve periodo verso l'alto. Il calo dell'inflazione previsto nel 2012 e la tenuta del mercato del lavoro dovrebbero sostenere la fiducia dei consumatori e i salari reali, supportando una riaccelerazione dei consumi nel 2012.
- I tassi sul mercato interbancario continuano a rimanere su livelli superiori a quelli raggiunti nel 1° trimestre 2008 (quando l'inflazione era salita fino all'8% e i tassi ufficiali erano più elevati) e la curva di mercato monetario rimane invertita sulle scadenze 3-6 mesi e 3-12 mesi. Il rialzo dell'inflazione *core*, tuttavia, non verificatosi nelle precedenti fasi di alta crescita, preoccupa non poco le Autorità monetarie. Ci aspettiamo, dunque, un altro rialzo dei tassi ufficiali di 25pb entro fine anno, senza ulteriori ritocchi al coefficiente di riserva obbligatoria a meno di una riaccelerazione degli investimenti. Data la situazione di incertezza sulla domanda mondiale e la necessità di verificare gli effetti della nuova misura della riserva obbligatoria, la PBOC (People's Bank of China) rimarrà successivamente in attesa di valutare la situazione.
- 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. A ciò si aggiunge ora il rischio di un rallentamento della domanda internazionale in particolare dall'Unione Europea e dagli Stati Uniti che potrebbe rivelarsi più marcato di quanto già incorporato dal nostro scenario. L'effetto negativo sulle esportazioni cinesi potrebbe essere in parte limitato dalla tenuta della domanda dei paesi asiatici.

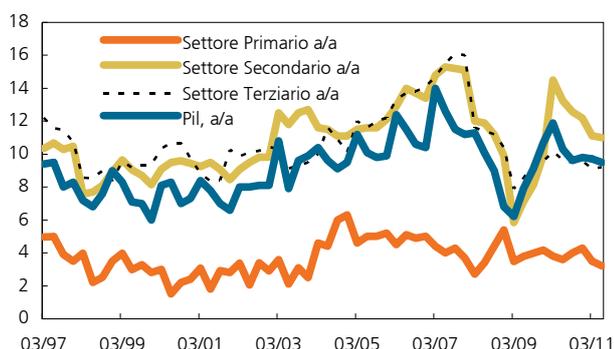
Previsioni macro	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F
PIL (prezzi costanti)	12.7	14.2	9.6	9.2	10.3	8.9	8.4
Consumi privati	10.2	11.3	9.3	9.8	11.2	8.6	9.1
Consumi pubblici	7.6	9.3	5.6	5.8	7.4	9.7	9.3
Investimenti fissi	12.3	13.2	9.1	22.9	11.8	8.6	7
Esportazioni	20.4	14.2	-1.1	-11.2	26.5	7.5	9.6
Importazioni	12	9	-6	5.2	17.2	6.8	8
Produzione industriale	13.4	15.1	9.9	9.9	12.2	9.9	8.1
Inflazione (CPI)	1.5	4.8	5.9	-0.7	3.3	5.5	3.3
Tasso di disoccupazione	4.1	4.0	4.1	4.3	4.2	4.1	4.0
Salari medi	12.8	17	15.1	10.5	12.4	12.2	14.6
Tasso sui depositi a 1 anno	2.7	3.4	4.3	1.7	2.7	4.4	3.4
Cambio USD/CNY (media)	7.97	7.61	6.95	6.83	6.77	6.46	6.2
Saldo delle partite correnti	1850.6	2688	2859	1783.6	1858.1	1899.3	2061
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	8.6	10.1	9.1	5.2	4.7	4.2	4.2
Saldo di bilancio in % del PIL	-0.8	0.6	-0.4	-2.3	-1.7	-1.1	-0.7

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

Economia reale e inflazione

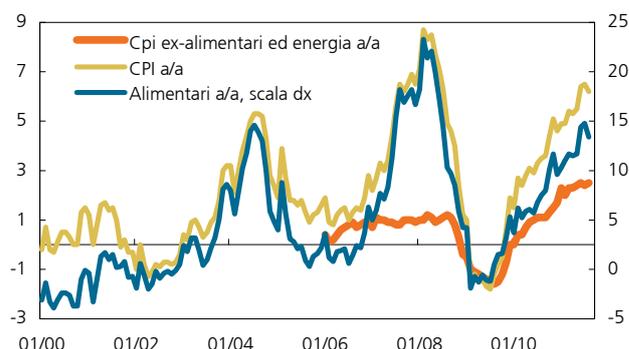
L'Ufficio Statistico cinese (National Bureau of Statistics, NBS) ha rivisto il tasso di crescita del PIL cinese, nel 2010, lievemente al rialzo da 10,3% a/a, a 10,4% a/a. La revisione riflette una crescita più elevata del settore industriale (12,4% a/a rispetto al 12,2% stimato precedentemente) e del settore dei servizi (9,6% a/a vs 9,5%). Nel 2° trimestre del 2011 il PIL è cresciuto del 9,5% a/a, in lieve decelerazione rispetto al 9,7% del 1° trimestre, essenzialmente a causa del rallentamento del settore agricolo. In termini congiunturali, secondo i dati pubblicati dall'Ufficio statistico, il PIL è accelerato del 2,2% t/t rispetto al 2,1% del 1° trimestre.

Il PIL cresce a ritmi solidi, ma più contenuti



Fonte: Bloomberg

L'inflazione sale anche nel comparto non alimentare



Fonte: Bloomberg

Contrariamente alle attese, l'inflazione è salita dal 5,5% a/a di maggio fino a un massimo del 6,5% a/a in luglio, per poi scendere lievemente fino a 6,2% a/a in agosto grazie al sensibile rallentamento dei prezzi di alcuni alimentari, specificatamente della carne di maiale, delle uova e delle verdure. In generale l'inflazione del comparto alimentare rimane tuttavia ancora elevata (+13,4% a/a in agosto). L'inflazione, al netto degli alimentari, è risalita al 3,0% in agosto e quella al netto di alimentari ed energia al 2,9% segnalando che le pressioni al rialzo negli altri comparti non sono scemate. I prezzi del comparto tessile e dell'abbigliamento, in deflazione nell'ultimo decennio, sono tornati a salire in termini tendenziali nel 2011. Altre accelerazioni si sono registrate nel comparto dell'arredamento, dei trasporti e della medicina tradizionale.

I rischi sull'inflazione rimangono al rialzo

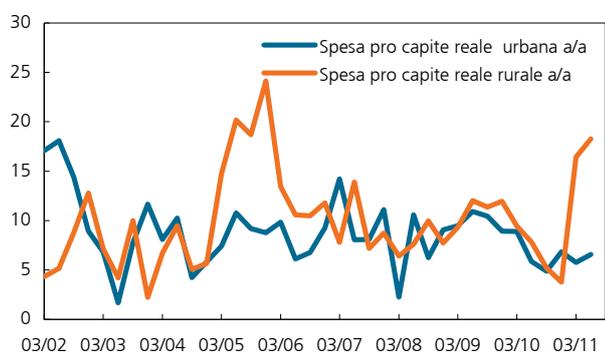
L'inflazione potrebbe risalire ancora leggermente a settembre per l'effetto base rappresentato dagli aumenti molto contenuti nello stesso periodo dell'anno scorso ma, escludendo elevati ulteriori rincari degli alimentari, dovrebbe essere vicina a invertire il trend pur rimanendo elevata intorno al 5% anche nell'ultimo trimestre dell'anno. I dati settimanali sugli alimentari dei primi venti giorni di settembre segnalano prezzi in aumento per la maggior parte degli alimentari con aumenti ancora elevati per la carne di maiale e di pollo e per alcune verdure. I rischi sull'inflazione nel breve termine rimangono quindi verso l'alto.

I dati dell'indagine sulle famiglie (*Household Survey*) redatta dalla PBOC (People's Bank of China), indicano un ulteriore rallentamento della spesa pro capite reale delle famiglie urbane nel 2° trimestre del 2010 su un trend che prosegue dalla fine del 2009. Al contrario, la spesa pro capite reale delle famiglie rurali ha continuato ad accelerare in linea con la maggiore accelerazione dei redditi nominali nelle aree rurali rispetto a quelle urbane. A causa di questo, nel complesso sia il reddito sia la spesa reale delle famiglie hanno mostrato una moderata accelerazione nei primi due trimestri dell'anno. I dati delle vendite al dettaglio di luglio e agosto, tuttavia, continuano a dare segnali di rallentamento, minimo in termini nominali, ma piuttosto sostenuto in termini reali. Deflazionate con l'indice dei prezzi al dettaglio, le vendite al dettaglio sono, infatti, salite di un mero 11%, rispetto ai tassi intorno al 20% alla fine del 2010, tornando vicino ai minimi registrati nel 2007.

I consumi delle famiglie hanno tenuto nel 2° trimestre ma le prospettive non migliorano

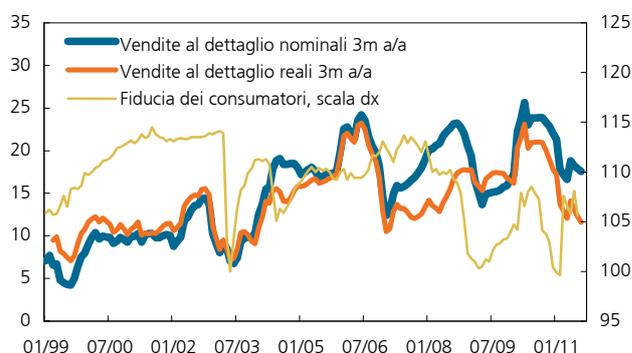
L'indice di fiducia dei consumatori elaborato dall'Ufficio Statistico è sceso di quasi tre punti a luglio, a 105,6, soprattutto per il marcato calo della componente che valuta la situazione corrente, che è ai minimi dal 2000, mentre quella delle aspettative ha mostrato un lieve miglioramento. Secondo l'indagine dei depositanti urbani relativa al 3° trimestre del 2011¹² sono scese nuovamente le aspettative sull'andamento del reddito, che da metà 2009 rimangono al di sotto dei livelli pre-crisi, e quelle sul mercato del lavoro, mentre sono aumentate quelle d'inflazione con un aumento della percentuale di famiglie che ritiene il livello dei prezzi attuali inaccettabile. La maggior parte delle famiglie preferisce investire o risparmiare piuttosto che spendere ed è aumentata leggermente la percentuale di chi preferisce depositare il denaro in banca mentre è scesa quella di chi preferisce investire.

I consumi reali delle famiglie rurali accelerano



Fonte: Bloomberg, CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le vendite al dettaglio continuano a rallentare



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

I salari minimi sono aumentati in media del 22,8% nel 2010 e gli aumenti medi delle Province che li hanno annunciati nel 2011 sono già stati di un ulteriore 22,2%. I salari medi nominali sono saliti del 15,3% nel 2° trimestre con il salario medio nel settore manifatturiero salito del 20,2%, in linea con i tassi di crescita pre-crisi. Il tasso di disoccupazione nelle aree urbane è rimasto fermo al 4,1% a/a. La media mobile a tre mesi della componente occupazione del PMI è rallentata nei mesi estivi tornando sui livelli di marzo, poco sopra 50 nella rilevazione del NBS e poco al di sotto della rilevazione di Markit. L'indagine Manpower sulle intenzioni di assunzione per il 3° trimestre è invece salita al 25%, dal 19% del 2° trimestre, rimanendo sui massimi pre-crisi ad eccezione del settore dei trasporti e del settore minerario e delle costruzioni, dove si è registrato un rallentamento.

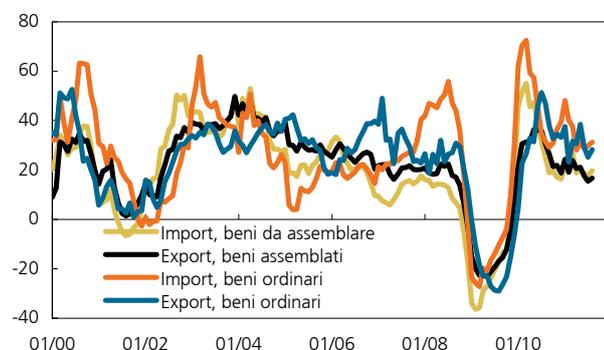
Sia le importazioni, sia le esportazioni di beni hanno registrato un'accelerazione negli ultimi tre mesi, crescendo rispettivamente del 24,5% a/a e del 30,2% a/a in agosto, grazie soprattutto al forte rimbalzo del commercio dei beni ordinari, rispetto a quello dei beni frutto di assemblaggio di componenti importate (*processing and assembling with imported materials*). Questi ultimi sono in un trend di decelerazione dall'inizio dell'anno e il comparto dei beni assemblati che rimangono di proprietà dei fornitori stranieri (*processing and assembling*) registra variazioni tendenziali negative da marzo sia per le importazioni, che per le esportazioni. Questa dinamica riflette la debolezza della domanda internazionale, verso la quale questo tipo di beni sono diretti, rispetto alla tenuta della domanda interna, testimoniata dalla stabilità delle importazioni di macchinari e prodotti elettronici e di alcuni metalli nei mesi estivi.

Le condizioni del mercato del lavoro rimangono stabili

La debolezza della domanda internazionale incide sul commercio dei beni assemblati

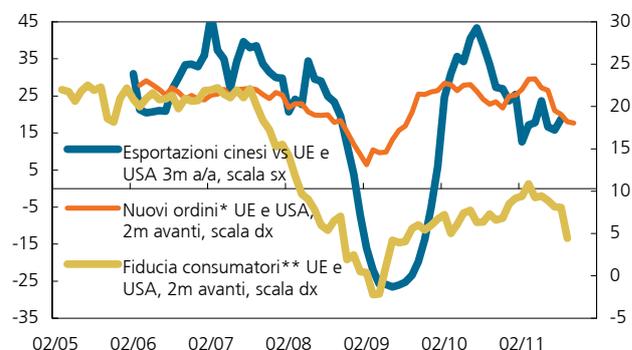
¹² Urban Depositors Survey redatta dalla PBOC.

Le esportazioni di beni assemblati rallentano



Fonte: EcoWin elaborazioni Intesa Sanpaolo, medie mobili a 3 mesi

Cala nuovamente la fiducia dei consumatori in USA e UE



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo. * PMI; ** Commissione Europea e Conference Board, pesati per le quote di esportazione

La produzione industriale è salita del 13,5% a/a in agosto, un tasso lievemente inferiore al 14% di luglio con una moderazione dell'attività dell'industria pesante dove è maggiore la partecipazione statale. A settembre, la componente "ordini" dell'indice PMI è salita lievemente nella rilevazione dell'Ufficio Statistico (51,3), mentre è rimasta sotto 50 (49,8) nella rilevazione Markit. La componente "ordini dall'estero" è risalita marginalmente in entrambe le rilevazioni, ma rimane sotto 50 da maggio nella rilevazione Markit. L'indagine della PBOC sulle imprese industriali indica aspettative di ordini domestici e dall'estero in rallentamento nel 3° trimestre del 2011. L'indice anticipatore dell'OCSE è su un trend di debole miglioramento dall'inizio dell'anno, ma non ha superato ancora i livelli di fine 2010, indicando, insieme ai PMI, una tenuta della produzione industriale nei prossimi mesi pur su ritmi più contenuti rispetto a quelli pre-crisi. Il calo della componente ordini dall'estero degli indici di attività negli Stati Uniti e nell'Eurozona, unito a quello della fiducia dei consumatori, prefigura un ritorno delle esportazioni su tassi di crescita più moderati nei prossimi mesi.

La produzione industriale si stabilizza su ritmi di crescita più contenuti

Gli investimenti fissi urbani sono saliti del 25% a/a cumulato, solo in graduale moderato rallentamento rispetto al 25,8% registrato a maggio. Se si risale ai dati mensili, considerandoli in media mobile a tre mesi, il rallentamento appare più marcato con un tasso di crescita fermo a 22,7% a/a tra luglio e agosto rispetto a tassi di crescita sopra il 30% tra marzo e maggio. La dinamica è guidata essenzialmente dagli investimenti a partecipazione statale, in particolare del Governo centrale, ovvero dagli investimenti nelle infrastrutture di trasporto (+3,6% a/a), soprattutto ferrovie e autostrade. Gli investimenti nel settore immobiliare continuano invece a registrare tassi di crescita molto elevati (33,2% a/a cumulato in agosto) in particolare nelle costruzioni residenziali (+36,5% a/a cumulato in agosto). La superficie residenziale venduta è salita del 13,1% a/a in agosto, poco al di sopra di luglio (+12,9% a/a), tornando così vicino ai tassi di crescita di inizio anno. Un'ulteriore accelerazione appare poco sostenibile data l'enorme quantità di superficie residenziale finita che entrerà nel mercato nei prossimi trimestri, anche se l'ambizioso programma governativo di espansione dell'edilizia popolare potrebbe lenire l'impatto atteso sull'intero settore. La National Development Reform Commission (NDRC) ha recentemente approvato un provvedimento che permette alle istituzioni finanziarie e alle imprese di emettere titoli per finanziare l'edilizia pubblica, garantendo così un importante canale di finanziamento in un momento di rallentamento del credito bancario.

Gli investimenti fissi crescono ancora a tassi elevati soprattutto nel settore immobiliare

Gli indici dei prezzi delle case nelle 70 città su cui viene fatta la rilevazione hanno registrato, tra luglio e agosto, aumenti meno diffusi e molto più contenuti rispetto alla media dei cinque mesi precedenti con qualche calo più marcato nel mercato secondario. I prezzi stanno lentamente rallentando nelle città cosiddette di primo ordine (*first tier cities*) come Pechino o Tianjin, che per prime hanno introdotto e poi rafforzato le misure antispeculative, mentre stanno ancora salendo nelle città di secondo e terzo ordine.

La Commissione per la Regolamentazione Bancaria (China Banking Regulatory Commission, CBRC) continua a ritenere minimi gli effetti che un brusco calo del mercato immobiliare potrebbe avere sul sistema bancario dato l'alto livello del tasso medio di adeguamento del capitale (Overall Weighted Average Capital Adequacy Ratio) delle banche, attualmente al 12,2%. Secondo la Commissione il sistema bancario sarebbe in grado di reggere anche un calo dei prezzi degli immobili del 50%. Tuttavia la stessa Commissione da giugno ha richiesto alle banche commerciali di comunicare giornalmente il rapporto prestiti/depositi e, in agosto, ha chiesto ai Fondi Fiduciari (Trust companies), in aggiunta alle raccomandazioni e direttive del 2010¹³, di limitare e, per alcuni Trust, di sospendere, le emissioni di prodotti fiduciari di mercato immobiliare (Real Estate Investment Trusts, REIT) che negli ultimi anni sono diventate fonti di finanziamento molto importanti per gli immobilizzatori. In aggiunta, il Governo ha incoraggiato i Governi locali a mantenere inalterate le misure antispeculative nelle città di primo ordine e sta studiando di estendere quelle esistenti alle città di secondo e terzo ordine.

Continuiamo a ritenere che possibilità di un rallentamento dell'attività sul mercato immobiliare più ampio delle attese costituisca il maggior rischio al ribasso sullo scenario di crescita cinese, per gli impatti negativi che potrebbe avere sia sulle finanze dei Governi locali, sia sulla performance del settore bancario.

L'Ufficio Nazionale di Auditing (National Audit Office, NAO) ha rilasciato a fine giugno un report sulla situazione finanziaria dei Governi locali nel 2010. Da esso emerge che il debito dei Governi locali a fine 2010 era pari a 10,7 trilioni di yuan (ca. 1,6 trilioni di euro e pari al 27% del PIL) di cui l'80% in forma di debiti contratti con le banche e di cui il 70% in scadenza entro i prossimi cinque anni. Il 46,4% del debito dei governi locali, pari a 4,97 trilioni, è frutto di fondi reperiti attraverso veicoli finanziari creati ad hoc che alla fine del 2010 erano 6.576¹⁴. L'auditore generale, Liu Jiayi, ha dichiarato che i debiti in sofferenza a fine 2010 sono stimati pari a 8 miliardi di yuan, ossia 0,7% del totale, ma troppo spesso i veicoli finanziari, e dunque i Governi locali, sono ricorsi alle entrate provenienti dalle vendite dei terreni o a nuovi debiti bancari, per far fronte ai pagamenti. Solo alcuni veicoli sono gestiti in maniera irregolare e la loro capacità di ripagare i debiti rimane debole per la forte discrepanza tra le scadenze e le entrate fiscali previste. Liu ha suggerito che il Governo dovrebbe permettere ai Governi locali di emettere titoli di debito direttamente e senza limiti (attualmente sono emessi attraverso il MOF e per non più di 200 miliardi di yuan all'anno in totale) in modo da reperire fondi anche per futuri progetti infrastrutturali in maniera più trasparente e secondo le regole di mercato.

Dopo la pubblicazione dei report del NAO e della PBOC l'agenzia Moody's a inizio luglio ha dichiarato che, nonostante la maggioranza dei debiti dei Governi locali sia di buona qualità stima che siano circa 3,5 trilioni in più rispetto a quelli stimati dal NAO. Questa discrepanza, secondo l'agenzia, testimonierebbe la povertà di documentazione sui debiti dei Governi locali e dunque un rischio di insolvenze maggiori delle attese. I crediti incagliati (Non Performing Loans, NPLs) del sistema bancario potrebbero quindi essere più vicini allo scenario di "stress test" dell'agenzia, ossia tra 8 e 12% del totale, che a quello di base (5-10%) rispetto all'1% effettivo. In assenza di un piano governativo che cerchi di far fronte ai rischi di insolvenza l'*outlook* per il settore bancario potrebbe essere rivisto al ribasso.

Notizie di stampa riportano che il Ministero delle Finanze avrebbe approntato una bozza di piano per un programma pilota che permetterà ad alcuni governi locali di province e città di emettere direttamente titoli oltre il limite attualmente stabilito già entro fine anno. Come

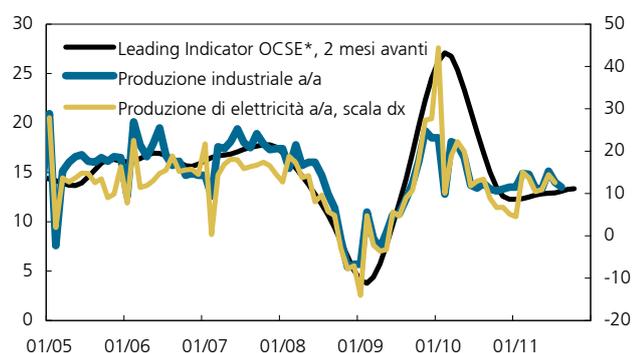
¹³ Per maggiori dettagli si veda: KPMG, "Mainland China Trust Survey 2011".

¹⁴ La PBOC in un report di inizio giugno, usando evidentemente diversi criteri di classificazione, ha stimato invece il numero dei veicoli finanziari poco sopra i 10.000 e con un debito complessivo di circa 7,7 trilioni di yuan rispetto ai 4,97 stimati dal NAO.

Un rallentamento dell'attività sul mercato immobiliare continua a costituire il maggior rischio al ribasso sullo scenario di crescita

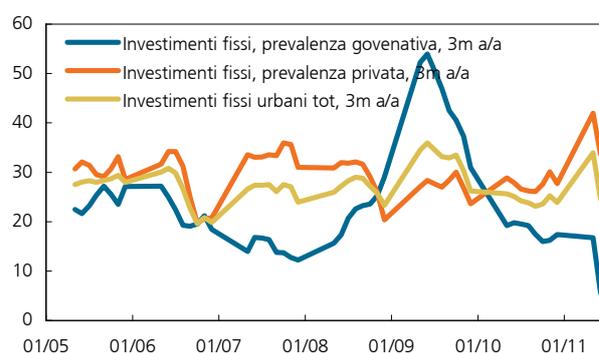
abbiamo più volte sottolineato in passato il debito dei Governi locali, e dunque il debito del settore pubblico, potrebbe essere più alto di quanto appare. Le emissioni nette di titoli corporate, incluse quelle delle società statali, sono salite dallo 0,3% del PIL nel 2005, all'1,2% nel 2009 e allo 0,9% nel 2010. Il debito pubblico del Governo centrale è basso e stimato al 17% del PIL nel 2010 (FMI), ma è molto minore rispetto all'aggregato più ampio rappresentato dal debito del settore pubblico. Secondo l'agenzia Fitch quest'ultimo, includendo anche i debiti dei Governi locali, delle ferrovie e le emissioni della China Development Bank, potrebbe aggirarsi tra il 60% e il 70%.

La produzione industriale si stabilizza



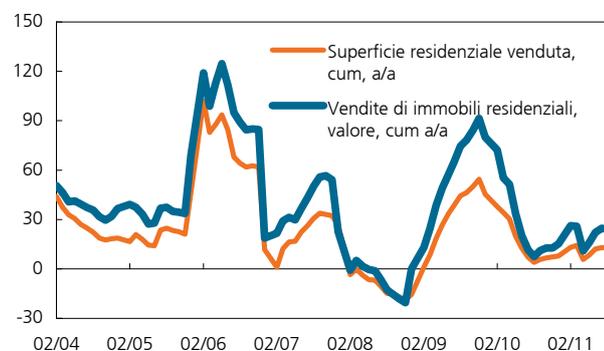
Fonte: Bloomberg *LEI total trend restored, variazione percentuale a 12 mesi

Gli investimenti fissi decelerano



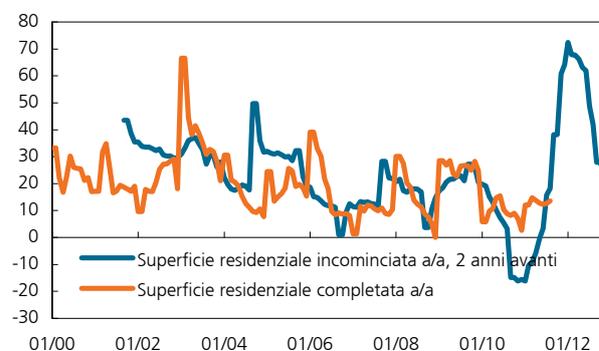
Fonte: EcoWin, variazioni su dati a prezzi correnti ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Superficie residenziale venduta



Fonte: Bloomberg, Thomson Reuters-Datastream

La superficie residenziale completata invaderà il mercato



Fonte: CEIC

Politica monetaria e fiscale

L'aumento dell'inflazione ha spinto la People's Bank of China (PBOC) a proseguire nel sentiero di rialzo dei tassi. Dopo il rialzo del coefficiente di riserva obbligatoria (CRR, Cash Reserve Ratio) di giugno (il sesto da gennaio che ha portato il CRR per le grandi banche a 21,5%), la PBOC ha effettuato un rialzo dei tassi di 25pb, portando i tassi sui prestiti e sui depositi a un anno rispettivamente a 6,56% e a 3,50%. Questo rialzo lascia i tassi reali sui depositi in territorio negativo anche sulle scadenze a cinque anni e i tassi reali sui prestiti a livelli molto bassi seppur superiori ai minimi del 1° trimestre 2008 quando l'inflazione era salita fino all'8%. I tassi sul mercato interbancario continuano invece a rimanere su livelli superiori a quelli raggiunti in quel periodo, quando anche i tassi ufficiali erano più elevati. La curva di mercato monetario, pur su livelli superiori rispetto ai minimi raggiunti a fine giugno, è rimasta in territorio negativo sulle pendenze 3-6 mesi e 3-12 mesi e la curva governativa si è appiattita fino a scendere a 0pb sulla pendenza 2-5 anni a fine settembre, mostrando quindi attese di rallentamento della crescita.

I tassi interbancari aumentano

A fine agosto la PBOC ha annunciato un cambiamento nel calcolo della riserva obbligatoria includendo, nei depositi a cui si applica il tasso di riserva, anche i depositi marginali o *margin deposits*, ossia i depositi di garanzia sulle lettere di credito, sulle ricevute bancarie, sulle lettere di garanzia della banca e sui prodotti di *structural wealth management*. Le grandi banche commerciali dovranno adeguarsi alla nuova regola per il 20%, il 60% e il 100% dei depositi a margine rispettivamente entro il 5 settembre, il 5 ottobre e il 5 dicembre. Le banche più piccole avranno invece uno scaglionamento più frazionato nell'arco di sei mesi. La nuova misura sarà quindi a pieno regime per tutte le banche dal 15 febbraio del 2012. Sui dati di luglio, l'inclusione dei depositi marginali nel calcolo della riserva obbligatoria sarebbe tecnicamente equivalente a un rialzo del CRR di ca. 150-200pb. Tuttavia, non si può affermare che la misura implichi di per se una restrizione monetaria in quanto essa è mitigata dallo scaglionamento e, da un lato, dagli acquisti di valuta estera e, dall'altro, dalle emissioni nette negative di titoli da parte della PBOC che intende continuare a mantenere ampia la liquidità nel sistema utilizzando le operazioni di mercato aperto (*Open Market Operations*, OMOs). L'elevato livello dei tassi interbancari e l'inversione della curva di mercato monetario segnala comunque che le condizioni monetarie potrebbero essere già marginalmente restrittive.

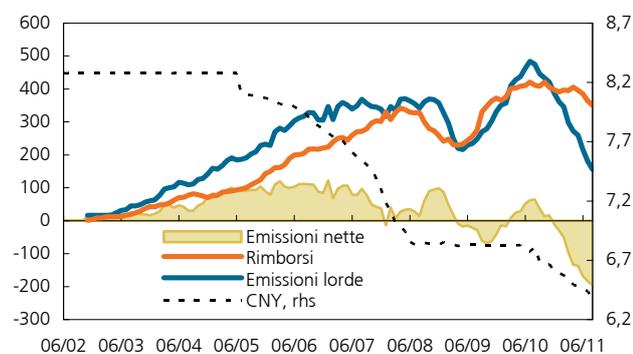
Le condizioni monetarie potrebbero essere già marginalmente restrittive

Nel comunicato pubblicato in agosto in occasione di un workshop delle varie sedi della Banca centrale, la stessa ha ribadito che la politica monetaria nella seconda parte del 2011 rimarrà "prudente" mantenendo la "necessaria intensità" avendo come priorità la stabilizzazione dell'inflazione. Nel breve termine i rischi sull'inflazione rimangono verso l'alto anche sull'inflazione *core*. Ci aspettiamo, dunque, un altro rialzo dei tassi ufficiali di 25pb entro fine anno, senza ulteriori ritocchi al CRR a meno di una riaccelerazione degli investimenti. Data la situazione di incertezza sulla domanda mondiale e la necessità di verificare gli effetti della nuova misura della riserva obbligatoria la PBOC rimarrà successivamente in attesa di valutare la situazione.

La politica monetaria rimarrà "prudente"

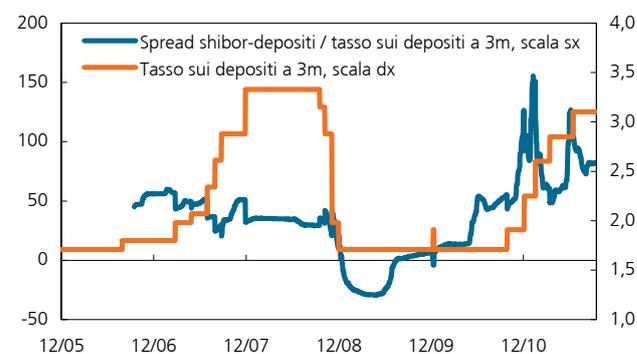
Tra aprile e agosto, mentre il cambio effettivo nominale è rimasto sostanzialmente invariato, quello reale si è apprezzato del 3%. Il cambio vs dollaro nello stesso periodo si è apprezzato dell'1,8% mentre è rimasto essenzialmente invariato tra metà agosto e metà settembre. Il nostro scenario principale vede la moneta apprezzarsi vs dollaro di un altro 1,3% per fine anno, ma riteniamo che una decelerazione dell'export più marcata delle attese potrebbe rallentare il processo di apprezzamento. In agosto, la PBOC ha esteso il programma di utilizzo del renminbi per i pagamenti delle transazioni commerciali internazionali all'intero Paese e il Ministero per il commercio sta valutando di permettere, a breve, gli investimenti diretti esteri in entrata in renminbi. La forte crescita economica ha continuato ad attrarre elevati flussi di capitali in entrata che, insieme al saldo delle partite correnti positivo, hanno permesso un ulteriore accumulo di riserve internazionali 350 miliardi di yuan nel 1° semestre dell'anno. La posizione estera del paese rimane solida con le riserve che, pari a 3,2 trilioni di dollari a giugno, permettono di coprire 24 mesi di importazioni e 8,1 volte il debito estero a breve termine.

La PBOC garantisce la liquidità con le emissioni nette negative



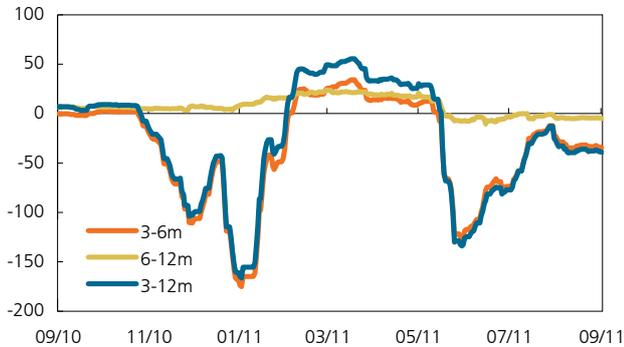
Fonte: CEIC ed Elaborazioni Intesa Sanpaolo, medie mobili a 12 mesi

I tassi interbancari sono storicamente elevati



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La curva di mercato monetario rimane invertita ...



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo. Prezzi al 30/09/2011

... e la curva governativa si appiattisce

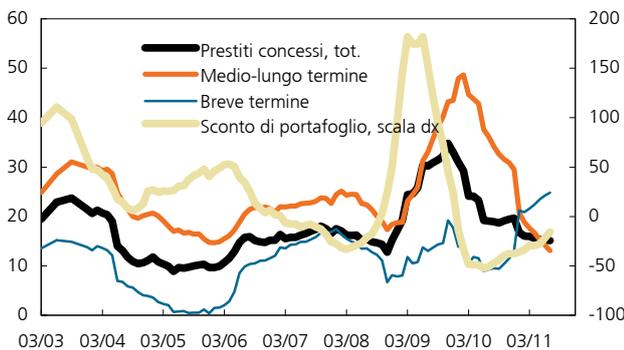


Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo. Prezzi al 30/09/2011

Il credito bancario, cresciuto del 16,4% a/a in agosto, prosegue il sentiero di lento rallentamento guidato dalla netta decelerazione del credito a medio-lungo termine in parte compensata da un rimbalzo di quello a breve termine. Il nuovo credito concesso nei primi otto mesi dell'anno rimane elevato, anche se in diminuzione dell'8,3% rispetto allo stesso periodo dell'anno scorso. Se si considerano i dati trimestrali che riguardano anche i cosiddetti finanziamenti sociali (*social financing*¹⁵) si nota che la diminuzione del nuovo credito totale (inclusi i finanziamenti sociali) nel 1° semestre dell'anno è stata minore (-4,7%) rispetto a quella del nuovo credito bancario in valuta locale (-9,7%), grazie soprattutto alla crescita elevata dei prestiti tra imprese (*entrusted loans*, +119,7%) e del credito in valuta estera (+54 %). La decelerazione di M2 (+13,5% a/a in agosto, rispetto a 19,7% nel 2010) potrebbe essere stata accentuata dal cambiamento di definizione dei depositi *entrusted* applicato a inizio anno e dalla sempre maggiore popolarità dei prodotti di gestione finanziaria (*wealth management products*, come ad esempio i fondi di mercato monetario) che offrono dei rendimenti maggiori rispetto ai semplici depositi, ma che non ne rientrano nella definizione essendo voci fuori bilancio. La PBOC ha recentemente dichiarato di avere allo studio una misura di M2 che incorpori questo tipo di prodotti finanziari, in linea con le modifiche apportate al calcolo della riserva obbligatoria, nonché i depositi in valuta estera e i depositi dei Governi locali.

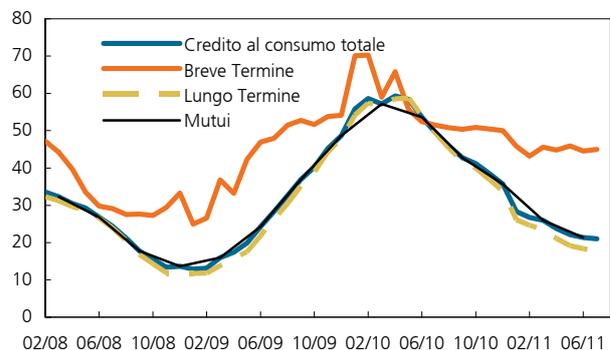
Il credito prosegue il sentiero di lento rallentamento

Il credito rallenta soprattutto nel comparto a medio-lungo termine



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

Credito al consumo e mutui



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

¹⁵ Vedi Scenario Macroeconomico di Giugno 2011: Cina.

Dal 1° luglio, il Comitato Direttivo del Congresso ha approvato l'aumento della soglia di reddito minimo tassabile dagli attuali 2.000 yuan mensili a 3.500 yuan, oltre i 3000 yuan proposti in aprile. La misura, entrata in vigore dal 1° settembre, permetterà a 60 milioni di contribuenti di non pagare più le tasse sul reddito. L'aliquota minima per i redditi tra i 3500 e i 4500 yuan è stata ridotta da 3 a 5% e gli scaglioni sono stati portati da 9 a 7, eliminando quelli delle aliquote del 15 e del 40%. La revisione delle aliquote e degli scaglioni va a favore di una maggiore tassazione per i redditi alti e una minore per i redditi medi e bassi e dovrebbe favorire i consumi. Secondo recenti notizie di stampa, il Governo starebbe inoltre per implementare anticipatamente il programma, previsto per fine anno, che lega l'erogazione di una serie di sussidi per le famiglie a basso reddito al tasso d'inflazione locale. Nella prima metà dell'anno le entrate e le uscite fiscali sono salite di circa il 31% in termini nominali e il deficit per il 2011 è atteso a 1,1%, in lieve miglioramento rispetto al 2010.

Modifiche della tassazione sul reddito a favore delle famiglie

Prospettive e rischi

Nonostante la crescita ancora sostenuta del credito e degli investimenti immobiliari, il calo marginale degli indici di attività e delle aspettative di imprenditori e consumatori nei mesi estivi supporta il nostro scenario di lenta decelerazione della crescita cinese nella seconda parte dell'anno. Esso rimane sostanzialmente invariato rispetto a giugno, con prospettive di crescita del PIL elevate, all'8,9% nel 2011 e all'8,4% nel 2012, anche se in rallentamento rispetto al 2010.

L'inflazione dovrebbe essere vicina a invertire il trend pur rimanendo alta, intorno al 5%, anche nell'ultimo trimestre dell'anno. L'andamento dei prezzi settimanali degli alimentari e gli aumenti in altri comparti lasciano tuttavia i rischi sull'inflazione nel breve periodo verso l'alto. Il calo dell'inflazione previsto nel 2012 e la tenuta del mercato del lavoro dovrebbero sostenere la fiducia dei consumatori e i salari reali, supportando una riaccelerazione dei consumi nel 2012.

I tassi sul mercato interbancario continuano a rimanere su livelli superiori a quelli raggiunti nel 1° trimestre 2008 quando l'inflazione è salita fino all'8% e i tassi ufficiali erano più elevati e la curva di mercato monetario rimane invertita sulle scadenze 3-6 mesi e 3-12 mesi. Il rialzo dell'inflazione *core* tuttavia, non verificatosi nelle precedenti fasi di alta crescita, preoccupa non poco le Autorità monetarie. Ci aspettiamo dunque un altro rialzo dei tassi ufficiali di 25pb entro fine anno, senza ulteriori ritocchi al coefficiente di riserva obbligatoria a meno di una riaccelerazione degli investimenti. Data la situazione di incertezza sulla domanda mondiale e la necessità di verificare gli effetti della nuova misura della riserva obbligatoria la PBOC (People's Bank of China) rimarrà successivamente in attesa di valutare la situazione.

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. A ciò si aggiunge ora il rischio di un rallentamento della domanda internazionale in particolare dall'Unione Europea e dagli Stati Uniti che potrebbe rivelarsi più marcato di quanto già incorporato dal nostro scenario. L'effetto negativo sulle esportazioni cinesi potrebbe essere in parte limitato dalla tenuta della domanda dei paesi asiatici.

India: crescita in rallentamento e inflazione elevata ma vicina al picco

Silvia Guizzo

- Nel 2° trimestre 2011 il PIL indiano è cresciuto del 7,7% a/a in minima decelerazione rispetto al 7,8% del trimestre precedente. Il settore dei servizi ha avuto la performance migliore, guidato dall'ottima crescita dei servizi commerciali e turistici (+12,8% a/a). Agricoltura e costruzioni hanno invece registrato una sensibile decelerazione. Dal lato della domanda gli investimenti hanno mostrato segnali di ripresa salendo del 7,9% a/a rispetto allo 0,4% del 1° trimestre compensando il lieve rallentamento dei consumi. Il contributo del canale estero nel trimestre è stato invece negativo a causa della dinamica sostenuta delle importazioni di beni e servizi.
- Gli indici di attività PMI, le indagini di fiducia e gli indici anticipatori evidenziano un rallentamento in atto dell'economia indiana che si protrarrà anche nei prossimi mesi. La domanda interna continuerà a crescere a ritmi solidi seppur in rallentamento rispetto al passato, ancora sostenuta dagli investimenti in infrastrutture, di cui il Paese continua a necessitare, ma in parte frenata dall'atteso rallentamento del mercato del lavoro.
- Data la minore apertura commerciale dell'India rispetto ad altri paesi asiatici, il rallentamento atteso della domanda estera avrà un impatto più contenuto sulla dinamica del PIL indiano. Riteniamo quindi che le prospettive dell'economia indiana rimangano comunque buone, ma rivediamo al ribasso il tasso di crescita del PIL dall'8% al 7,5% nel 2011 e dall'8,3% all'8,2% nel 2012.
- La Reserve Bank of India (RBI) si ritrova nuovamente a dover mediare tra rischi al rialzo sull'inflazione e prospettive di crescita domestica in rallentamento con rischi al ribasso sullo scenario provenienti dalla possibile evoluzione peggiorativa della crisi sul debito europea e da una minor crescita internazionale. L'inflazione dei prezzi all'ingrosso continua, infatti, a rimanere elevata a 9,8% a/a in agosto generalizzata anche a comparti diversi dall'alimentare e superiore all'intervallo target della Banca centrale.
- L'effetto base favorevole e l'atteso rallentamento dei prezzi delle materie prime favoriranno il rientro dell'inflazione già a partire da fine anno, tuttavia i rischi nel breve termine rimangono verso l'alto e la *stance* di politica monetaria rimarrà marginalmente restrittiva. In questo contesto ci aspettiamo un ultimo rialzo di 25pb del tasso repo entro fine anno seguito da un periodo di tassi stabili in cui anche i passati rialzi dovrebbero mostrare il loro effetto sul profilo d'inflazione. Riteniamo che solo un ulteriore inasprimento della crisi del debito europea, con i conseguenti impatti sulla crescita internazionale, potrebbe indurre la RBI a non muovere i tassi.

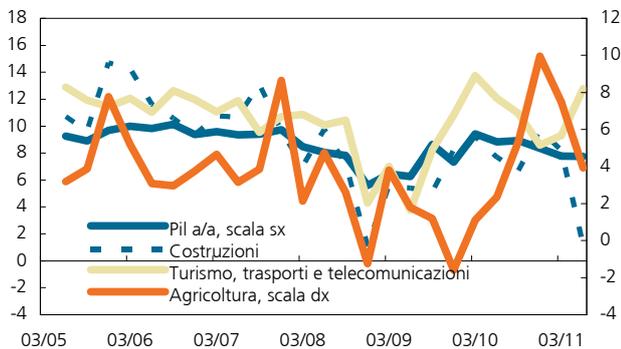
Previsioni macro	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F
PIL (prezzi costanti, al costo dei fattori)	9.6	9.7	7.5	7.0	8.9	7.5	8.2
Consumi privati	8.3	8.9	8.4	7.2	8.4	7.1	8.8
Consumi pubblici	2.9	3.8	18.3	13.7	5.1	4.7	6.8
Investimenti fissi	13.9	17.5	4.7	2.3	12.6	6.5	12.7
Esportazioni	23.1	6.9	18.0	-9.0	14.0	19.7	9.4
Importazioni	24.7	7.0	32.5	-7.9	11.6	16.6	11.1
Produzione industriale	12.2	15.6	7.7	0.2	9.7	6.4	7.1
Inflazione (CPI)	6.3	6.4	8.3	10.9	12.0	8.3	5.6
Tasso di disoccupazione	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
Salari medi	13.7	14.5	12.6	10.1	20.0	14.2	12.2
Tasso sui prestiti a 1 anno	6.9	7.7	7.9	4.8	5.6	7.7	8.0
Cambio USD/INR (media)	45.32	41.34	43.5	48.36	45.74	45.21	46.63
Saldo delle partite correnti	-431	-311	-1.394	-1.235	-2.371	-2.566	-3.365
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	-1.0	-0.6	-2.5	-2.0	-3.2	-3.5	-3.5
Saldo di bilancio in % del PIL	-3.2	-2.6	-4.9	-7.0	-3.6	-5.0	-4.2

Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. I numeri si riferiscono all'anno solare.
Fonte: Oxford Economic Forecasting e Intesa Sanpaolo

Economia reale e inflazione

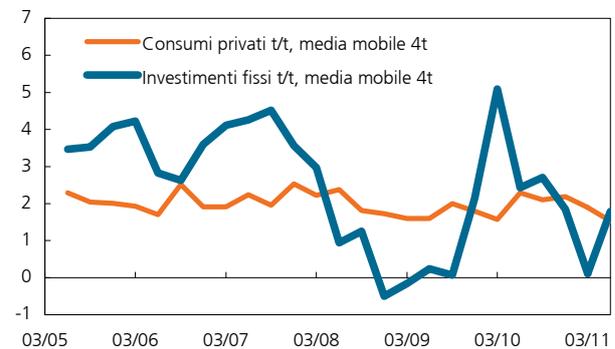
Nel 2° trimestre 2011 il PIL indiano è cresciuto del 7,7% a/a in minima decelerazione rispetto al 7,8% del trimestre precedente. Il settore dei servizi ha avuto la performance migliore, guidato dall'ottima crescita dei servizi commerciali e turistici (+12,8% a/a). Agricoltura e costruzioni hanno invece registrato una sensibile decelerazione. Dal lato della domanda gli investimenti hanno mostrato segnali di ripresa salendo del 7,9% a/a rispetto allo 0,4% del 1° trimestre compensando il lieve rallentamento dei consumi che hanno comunque fornito il maggior contributo alla crescita del PIL. Il contributo del canale estero nel trimestre è stato invece negativo a causa della dinamica sostenuta delle importazioni di beni e servizi.

Costruzioni e agricoltura rallentano



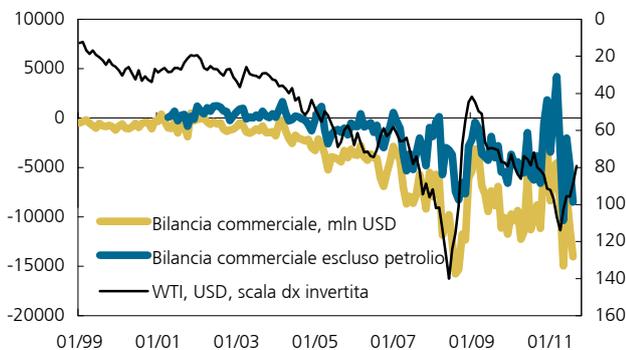
Fonte: EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Gli investimenti recuperano



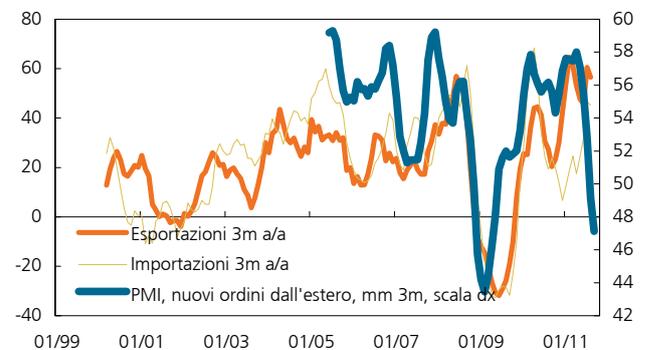
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Bilancia commerciale



Fonte: Bloomberg, flussi mensili in milioni di dollari

Le importazioni rallentano mentre le esportazioni tengono



Fonte: Bloomberg, HSBC-Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le esportazioni di soli beni sono accelerate sensibilmente tra marzo e agosto, sia in totale sia al netto del petrolio, crescendo a tassi superiori a quelli delle importazioni (56,5% 3m a/a vs 45,2% 3m a/a in agosto). I dati potrebbero tuttavia essere gonfiati dall'effetto prezzi visto che contemporaneamente è rallentato il traffico cargo sia domestico che internazionale. Nello stesso periodo inoltre l'indice PMI è calato da un massimo di 58,0 in aprile a un minimo di 50,4 in settembre. Una dinamica simile hanno subito le componenti dei nuovi ordini, che rimangono tuttavia sopra 50, e in particolare i nuovi ordini dall'estero scesi fino a un minimo di 45 in agosto per recuperare lievemente a 46,4 in settembre.

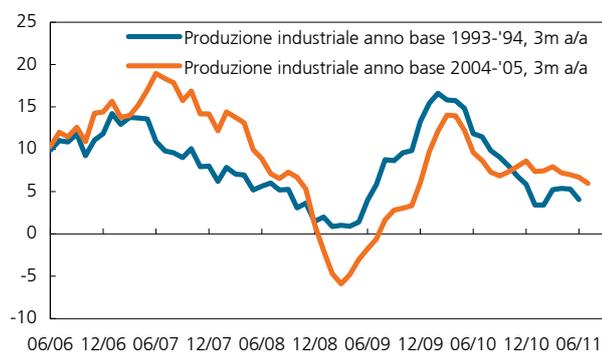
Gli indici di attività puntano a un rallentamento sia delle esportazioni sia della domanda interna

La produzione industriale è salita del 3,3% a luglio, in rallentamento rispetto all'8,8% di giugno, ancora pesantemente influenzata dalla volatilità del comparto dei beni capitali. Al netto dei beni capitali il rallentamento della produzione industriale è stato meno marcato, da 6,7% a/a in giugno al 4,4% in luglio, e dovuto a un calo del comparto dei beni intermedi che testimonia

comunque un rallentamento del settore manifatturiero. La produzione dell'industria pesante è, invece, accelerata. L'indagine sulle prospettive del settore industriale redatta dalla Reserve Bank of India mostra una diminuzione delle aspettative degli imprenditori nel 3° trimestre, in particolare degli ordini attesi, in linea con l'indagine *Dun&Bradstreet*. Queste dinamiche, insieme a quelle dei PMI, puntano a un rallentamento sia delle esportazioni sia, in misura minore, della domanda interna, e dunque della produzione industriale nei prossimi mesi. Anche il PMI dei servizi ha visto un sensibile rallentamento scendendo per la prima volta da quando esiste la serie (settembre 2009) al di sotto di 50 a settembre. La media trimestrale continua comunque a rimanere più elevata (a 53,9 in settembre) rispetto a quella del PMI manifatturiero (a 52,2 settembre) puntando a una crescita ancora sostenuta del settore nel corso del 3° trimestre, soprattutto grazie al comparto turistico, seppur con prospettive di un rallentamento successivo.

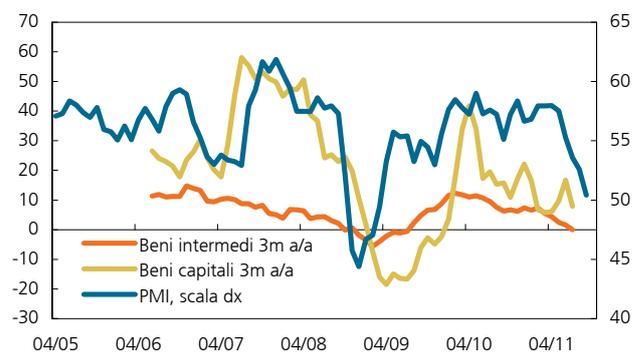
Gli aumenti dei salari hanno sostenuto la crescita dei consumi negli ultimi due anni, ma la situazione del mercato del lavoro, anche se ancora positiva, mostra alcuni segnali di deterioramento. La media mobile a sei mesi della componente occupazione del PMI è in area 49 da fine novembre ed è scesa lievemente negli ultimi mesi. L'indagine Manpower sulle intenzioni di assunzione per il 4° trimestre 2011 mostra che la percentuale di aziende che intende assumere è scesa al 34% da un valore sopra il 40% sui cui si trovava da cinque trimestri, ritornando sui livelli di fine 2009. I cali più marcati si sono registrati nei settori dei servizi, in particolare assicurativi e finanziari, costruzioni e commercio.

La produzione industriale rallenta lentamente



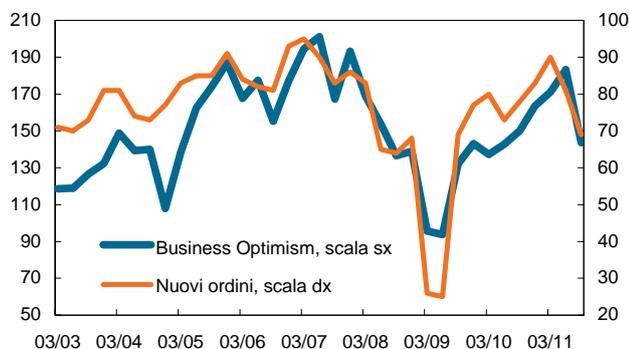
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La produzione di beni capitali rimane volatile



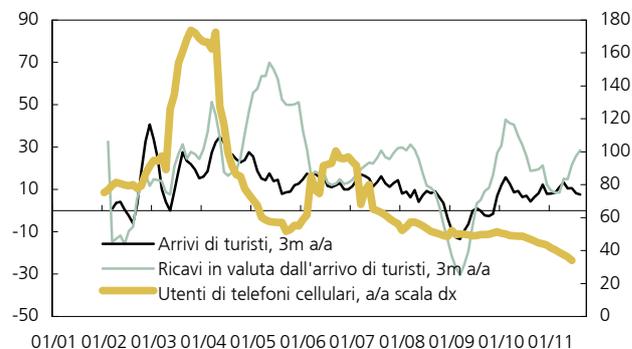
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Indagine di fiducia *Dun&Bradstreet* in calo



Fonte: EcoWin

Decelerano gli utenti di cellulari



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'inflazione dei prezzi all'ingrosso continua a rimanere elevata a 9,8% a/a in agosto. L'inflazione del comparto alimentari è risalita dal 7,6% di giugno al 9,6% di agosto e quella del comparto dei beni primari non alimentari è al 17,8% a/a sostenuta dalle fibre grezze e dai semi per olio. L'inflazione dei prodotti manufatti non alimentari stabile ma alta tra il 7% e l'8% da febbraio suggerisce la persistenza delle pressioni da domanda. Il rialzo del prezzo della benzina di 3,14 rupie al litro a settembre, secondo la RBI, avrà un effetto diretto sull'inflazione dei prezzi all'ingrosso di 7 punti base oltre a effetti indiretti ritardati. Le varie misure di prezzi al consumo si aggirano tra l'8,5% e il 9,7% e sono in lieve aumento. Dall'indagine sulle aspettative d'inflazione della Banca centrale emerge che la maggior parte dei consumatori si aspetta che i prezzi salgano ancora nel prossimo trimestre sebbene con un ritmo di crescita più contenuto. L'inflazione rimane dunque elevata, generalizzata e superiore all'intervallo target della RBI.

L'inflazione rimane elevata, generalizzata e superiore all'intervallo target della RBI

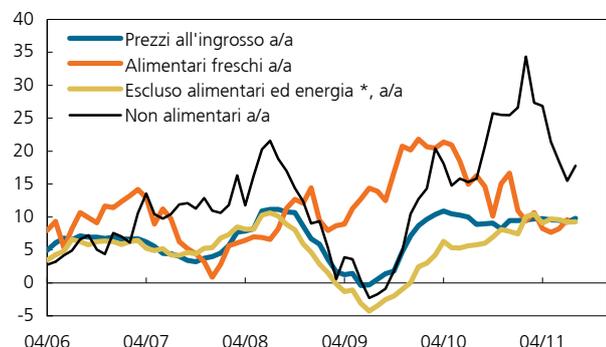
Politica economica e monetaria

La RBI, dopo il rialzo dei tassi ufficiali di 50pb a fine luglio, ha proseguito con un altro rialzo di 25pb a metà settembre, portando il tasso repo a 8.25%, oltre le nostre aspettative ben prima di fine anno. I tassi reali a tre mesi, pur in aumento, sono ancora in territorio marginalmente negativo, mentre i tassi reali sulla clientela *prime* sono tornati sostanzialmente in linea con la media del periodo tra metà 2005 e metà 2008. Nonostante ciò il credito al settore non alimentare è salito del 20,1% in agosto, al di sopra delle previsioni indicative della RBI del 18%. Una dinamica simile ha registrato la crescita di M2 guidata dall'accelerazione dei depositi. Le pendenze della curva di mercato monetario sono tutte in territorio negativo dall'inizio di agosto e la curva governativa ha continuato ad appiattirsi.

La *stance* di politica monetaria rimane restrittiva

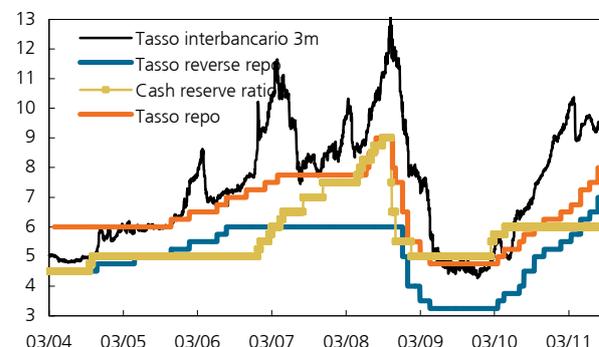
La RBI si ritrova nuovamente a dover mediare tra rischi al rialzo sull'inflazione e prospettive di crescita domestica in rallentamento con rischi al ribasso sullo scenario provenienti dalla possibile evoluzione peggiorativa della crisi sul debito europea e da una minor crescita internazionale. La restrizione monetaria finora attuata ha aiutato a stabilizzare l'inflazione e ad ancorarne le aspettative, ma entrambe rimangono ancora al di sopra del livello di comfort della RBI. L'inflazione è attesa in rallentamento a partire da fine anno tuttavia i rischi nel breve termine rimangono al rialzo e la *stance* di politica monetaria rimarrà marginalmente restrittiva. In questo contesto ci aspettiamo un ultimo rialzo di 25pb del tasso repo entro fine anno seguito da un periodo di tassi stabili in cui i passati rialzi dovrebbero mostrare il loro effetto sul profilo d'inflazione. Riteniamo che solo un ulteriore inasprimento della crisi del debito europea con i conseguenti impatti sulla crescita internazionale, potrebbe indurre la RBI a non muovere i tassi.

L'inflazione dei prezzi all'ingrosso rimane elevata



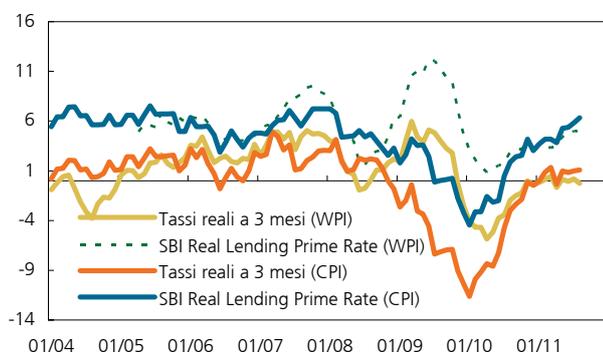
Nota: * stime Intesa Sanpaolo
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La RBI continua la normalizzazione dei tassi



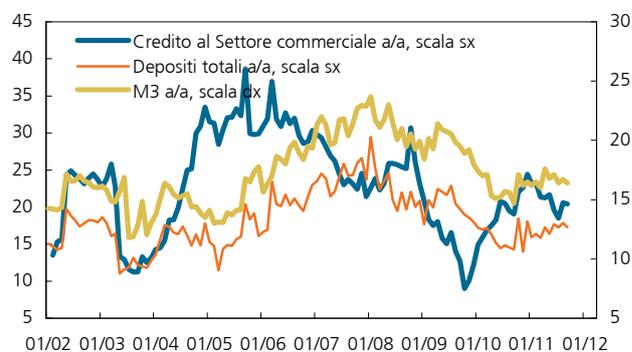
Fonte: Bloomberg

I tassi reali stanno risalendo lentamente



Fonte: Bloomberg

Il credito cresce ancora a tassi elevati



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il cambio effettivo nominale ha continuato a deprezzarsi, perdendo il 4,9% rispetto ai massimi di agosto 2010, mentre nello stesso periodo l'aumento dell'inflazione ha mantenuto sostanzialmente invariato il cambio effettivo reale. La crisi del debito europea e il conseguente aumento dell'avversione al rischio hanno avuto un forte impatto sulle valute dei Paesi emergenti e in particolare sulla rupia che si è deprezzata del 7,9% verso dollaro tra l'inizio di agosto e la metà di settembre. I flussi di investimento di portafoglio netti, saliti fino a un massimo di 19 miliardi di dollari nel 3° trimestre 2010 sono progressivamente diminuiti fino a soli 200 milioni nel 1° trimestre 2011 per risalire poi a 2,5 miliardi nel 2° trimestre, ma potrebbero essere scesi nuovamente nel 3° trimestre. Ci attendiamo che con il normalizzarsi della situazione nei mercati finanziari internazionali i flussi di portafoglio riprendano a salire nell'ultimo trimestre dell'anno sostenendo il ritorno della rupia in area 48 a cavallo d'anno.

Rupia in overshooting, ripresa a cavallo d'anno

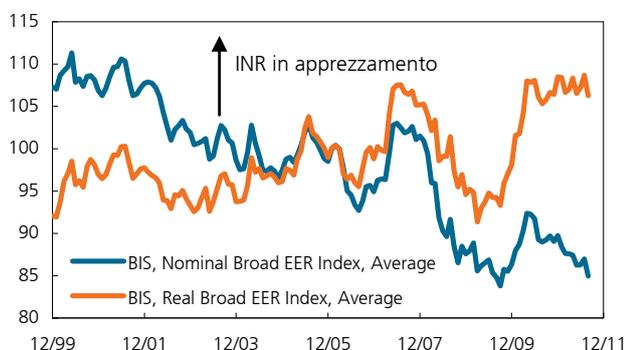
Il deficit delle partite correnti è previsto stabile al 3,5% nel 2011 e nel 2012 pur con un atteso aumento del surplus della bilancia dei servizi e dei trasferimenti. La prima continuerà a beneficiare dell'*outsourcing* di servizi delle società occidentali e la seconda dell'aumento delle rimesse degli emigrati. La posizione estera rimane solida con un debito estero pari al 13,4% del PIL di cui solo il 25% ha scadenza inferiore all'anno. Anche se la volatilità dei flussi di portafoglio e di investimento non va sottovalutata, come ha dimostrato il recente *overshooting* della rupia, essa non dovrebbe tuttavia avere impatti sulla copertura del fabbisogno esterno nel breve termine dato che le riserve sono ampie e in grado di coprire 4,7 volte il debito estero a breve termine e 7,9 mesi di importazioni.

La posizione estera rimane solida

Il deficit pubblico è risalito nei primi due trimestri del 2011, in particolare nel 2° trimestre (1° trimestre dell'anno fiscale 2011-12) soprattutto a causa del calo delle entrate fiscali accompagnato da maggiori spese non pianificate quali quelle relative a maggiori sussidi alle industrie dei fertilizzanti e del petrolio a causa dell'aumento dei prezzi sui mercati internazionali. Secondo la Banca centrale il deficit pubblico già nel 1° trimestre del corrente anno fiscale è al 55,4% di quello previsto dalla finanziaria e rischia di sfiorare gli obiettivi (4,6%, stimato dal Governo).

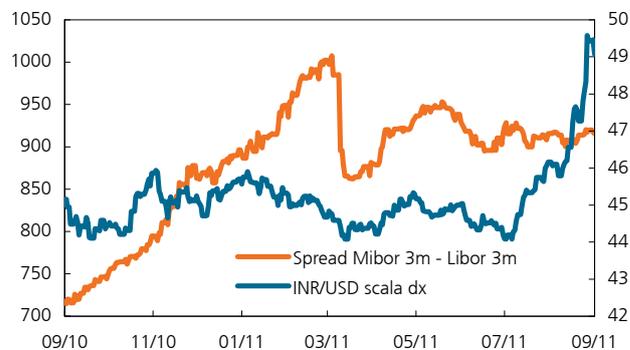
Spesa pubblica a rischio aumento

Tasso di cambio effettivo



Fonte: CEIC

La rupia soffre l'aumento dell'avversione al rischio



Fonte: Bloomberg

Prospettive e rischi

Gli indici di attività PMI, le indagini di fiducia e gli indici anticipatori evidenziano un rallentamento in atto dell'economia indiana che si protrarrà anche nei prossimi mesi. La domanda interna continuerà a crescere a ritmi solidi seppur in rallentamento rispetto al passato, ancora sostenuta dagli investimenti in infrastrutture, di cui il Paese continua a necessitare, ma in parte frenata dall'atteso rallentamento del mercato del lavoro.

Data la minore apertura commerciale dell'India rispetto ad altri paesi asiatici, il rallentamento atteso della domanda estera avrà un impatto più contenuto sulla dinamica del PIL indiano. Riteniamo che le prospettive dell'economia indiana rimangano comunque buone, ma rivediamo al ribasso il tasso di crescita del PIL dall'8% al 7,5% nel 2011 e dall'8,3% all'8,2% nel 2012.

La Reserve Bank of India (RBI) si ritrova nuovamente a dover mediare tra rischi al rialzo sull'inflazione e prospettive di crescita domestica in rallentamento con rischi al ribasso sullo scenario provenienti dalla possibile evoluzione peggiorativa della crisi sul debito europea e da una minor crescita internazionale. L'inflazione dei prezzi all'ingrosso continua, infatti, a rimanere elevata a 9,8% a/a in agosto generalizzata anche a comparti diversi dall'alimentare e superiore all'intervallo target della Banca centrale.

L'inflazione è attesa in rallentamento a partire da fine anno tuttavia i rischi nel breve termine rimangono al rialzo e la *stance* di politica monetaria rimane interventista. Escludendo un'evoluzione negativa della crisi del debito europeo ci aspettiamo un ultimo rialzo di 25pb del tasso repo entro fine anno seguito da un periodo di tassi stabili in cui i passati rialzi dovrebbero mostrare il loro effetto sul profilo d'inflazione.

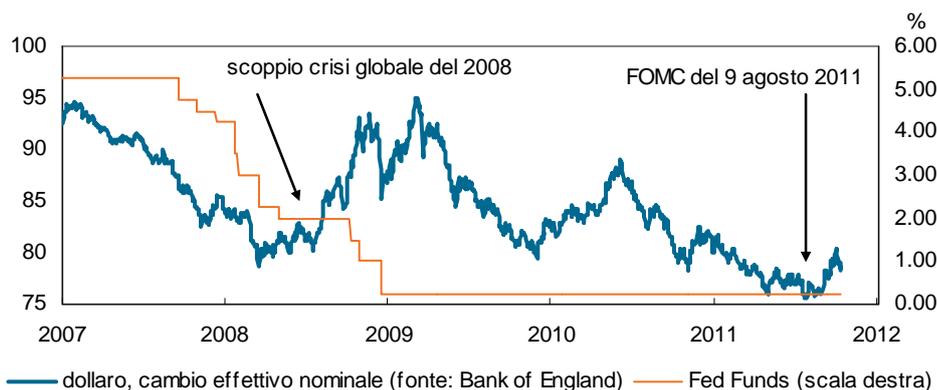
Mercati valutari – Settembre, mese di svolte

DOLLARO

Asmara Jamaleh

Nel 3° trimestre hanno cominciato a emergere alcuni spunti direzionali che potrebbero svilupparsi con più chiarezza nel corso dell'ultimo quarto dell'anno.

Fig. 1 – Possibile avvio di recupero per il dollaro



Fonte: EcoWin

Per il dollaro, in termini di cambio effettivo (nominale), sembra aver preso timidamente avvio l'attesa inversione di trend rialzista. Dopo l'inaugurazione di nuovi minimi e una fase di consolidamento tra luglio e agosto, il mese di settembre è stato caratterizzato da un generalizzato recupero del dollaro. Il fattore chiave alla base di questa evoluzione è stato l'impegno assunto dalla Fed ad attuare una politica monetaria finalizzata ad aiutare la crescita. Le prospettive di crescita sono andate prendendo il posto dei tassi di interesse come principale variabile che guida la dinamica di fondo del biglietto verde. Precedentemente, infatti, il biglietto verde era stato penalizzato dal protratto mantenimento dei fed funds a (quasi) zero, così come dall'annuncio esplicito al FOMC del 9 agosto che sarebbero rimasti tali fino a una scadenza precisa e lontana, ovvero "almeno fino a metà 2013".

La parte finale dell'anno è quella in cui il potenziale di consolidamento e di ulteriore recupero del dollaro potrebbe esprimersi meglio, perché rappresenta la finestra temporale in cui il miglioramento "marginale" delle condizioni di crescita statunitense dovrebbe essere maggiore. Invece, le ricadute positive sulle economie che risentono della performance di quella statunitense dovrebbero – in generale – essere registrate con un po' di ritardo temporale. Tale ritardo farebbe rinviare il correlato effetto benefico sulle rispettive valute, dando così tempo al dollaro di beneficiarne di riflesso.

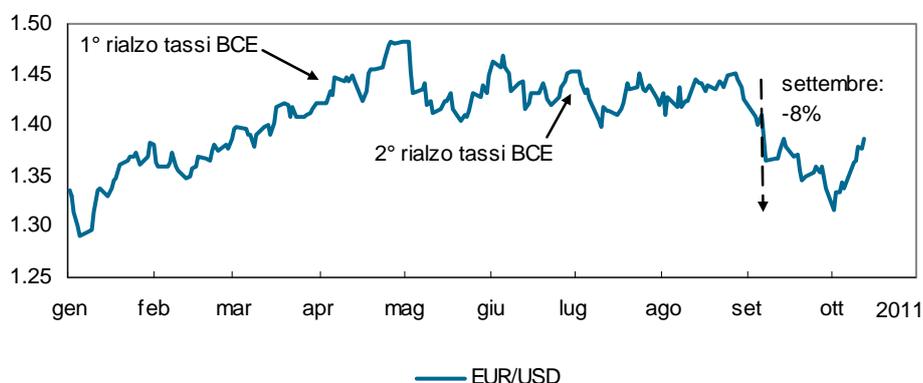
Per quanto riguarda il 2012, il biglietto verde potrebbe tornare a essere penalizzato per qualche tempo dal livello dei fed funds, non solo perché bassissimi, ma soprattutto perché "temporalmente vincolati". Un trend ribassista ampio e protratto, con inaugurazione di nuovi minimi sotto quelli recenti dovrebbe comunque essere evitato, complice forse in parte anche il conto alla rovescia per le elezioni presidenziali dell'autunno. Uno sviluppo che al contrario dovrebbe essere favorevole per il dollaro, anche se forse più in intensità e ampiezza che in durata, sarà quando il mercato inizierà a scontare l'avvio di un ciclo di rialzi da parte della Fed in un qualche momento successivo alla "scadenza" di metà 2013, il che potrebbe accadere sul finire del prossimo anno.

EURO

Nel 3° trimestre l'euro ha subito un ampio deprezzamento, realizzatosi tutto nel giro di un solo mese, settembre: -8% da 1,45 a 1,33 EUR/USD (v. Fig. 2). Ci aveva impiegato quattro mesi tra 1° e 2° trimestre per portarsi da 1,28 a 1,49 (+16%). La velocità di caduta è stata doppia rispetto a quella di salita, il che si spiega facilmente se si considera che a provocare il crollo è stata la sfavorevole combinazione di due fattori:

- (1) il precipitare della crisi del debito sovrano, e
- (2) il "preannuncio" di un'inversione di rotta da parte della BCE, o perlomeno l'annuncio che i tassi non sarebbero più saliti.

Fig. 2 – L'euro nel 2011: la caduta di settembre



Fonte: EcoWin

Nei primi mesi dell'anno invece era stato di fatto uno solo il fattore rialzista: la crescente aspettativa che la BCE avrebbe ripreso ad aumentare i tassi, aspettativa realizzatasi con un rialzo ad aprile e uno a luglio. Nei prossimi mesi i fattori determinanti del cambio resteranno i due menzionati, crisi del debito e politica monetaria, ma il meccanismo d'interazione sarà diverso nel (1) breve termine (sostanzialmente 4° trimestre/inizio del 1°) rispetto al (2) medio termine (ovvero nel corso del 2012).

(1) Nel breve, la dinamica del cambio può essere a propria volta diversa in base all'evoluzione della crisi del debito. Ipotizzando che l'euro non "si sgretoli", e che quindi alla fine si trovi una soluzione positiva alla crisi, si possono infatti avere due scenari diversi a seconda che

- (a) si arrivi alla soluzione lentamente e non senza intoppi, oppure
- (b) si arrivi alla soluzione subito (ad es. al termine dell'Ecofin del 23 ottobre).

(a) In caso di "stato di crisi protratto", con ulteriori intoppi e ritardi, le aspettative - formatesi nelle prime due settimane di ottobre - di rapida soluzione della crisi, e che hanno fatto rimbalzare l'euro fino quasi a 1,40 EUR/USD, verrebbero deluse, e plausibilmente il cambio correggerebbe di nuovo, scendendo verso 1,30-1,28 EUR/USD. Non è escluso in questo caso il rischio di una incursione più in basso, verso 1,25-1,20 EUR/USD, però provvisoria del tipo "toccata e fuga".

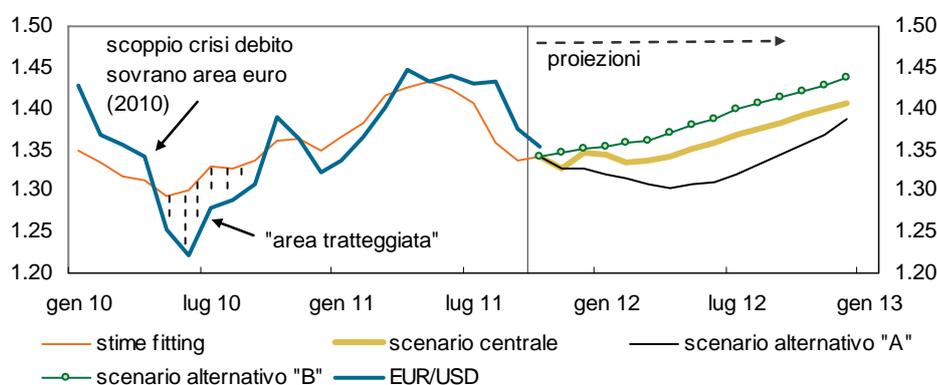
(b) Se invece si dovesse giungere a una soluzione immediata della crisi, il cambio potrebbe rafforzarsi ulteriormente, risalendo verso 1,40-1,45 EUR/USD. Tale rafforzamento potrebbe però essere anche più contenuto e/o di durata limitata (reazione eventuale solo "di impatto"). Infatti il mercato già scontava (nel rimbalzo di inizio ottobre) una soluzione positiva rapida. Inoltre, una volta trovata la soluzione, l'attenzione dovrebbe tornare ai fondamentali macro "normali", ovvero crescita e tassi. Quindi, con uno scenario centrale di uno/due tagli dei tassi BCE (per complessivi 50pb e un *refi rate* in calo da 1,50% a 1,00%) entro lo scavalco dell'anno e il divaricarsi del differenziale di crescita tra area euro e Stati Uniti, a causa del rallentamento europeo, il cambio dovrebbe di nuovo arretrare, tornando verso 1,35-1,30 EUR/USD.

(1) **Nel medio termine**, ovvero nel corso dell'anno prossimo, mantenendo l'ipotesi di "crisi risolta", a prescindere dal tempo impiegato per giungere a una soluzione, **si dovrebbero tendenzialmente osservare due fasi**. (i) Inizialmente, **al termine dei tagli BCE l'euro potrebbe risalire moderatamente** anche per il ri-allargarsi del differenziale tassi, dato che invece la Fed si è impegnata a tenerli fermi fino a metà 2013. (ii) **Successivamente** però, in assenza di un miglioramento sul fronte crescita in termini relativi rispetto agli Stati Uniti, e con il rischio che si ripropongano nuovi problemi sul fronte crisi del debito sovrano (non necessariamente gravi come quelli del passato recente), l'euro **potrebbe arretrare di nuovo**. Sia nel primo periodo, che nel secondo, le fasi direzionali potrebbero essere un po' meno accentuate rispetto all'ultimo biennio, con range complessivo di oscillazione approssimativamente analogo a quello di quest'anno.

Per avere una misura approssimativa della dinamica futura del cambio in relazione ai fondamentali, ricorriamo al modello già proposto nello scorso numero dello Scenario Macroeconomico. Esso, infatti, utilizza come variabili esplicative per l'EUR/USD i rendimenti (a due anni) dell'area euro e quelli statunitensi, e le stime, di cointegrazione, collegano la relazione di fondo di lungo periodo tra cambio e rendimenti. Mandiamo il modello in proiezione su tre scenari alternativi, dove a variare sono le ipotesi sulla BCE:

- (1) **scenario centrale**: riduzione complessiva del *refi rate* di 50pb da 1,50% a 1,00%;
- (2) **scenario alternativo "A"**: riduzione complessiva del *refi rate* di 100pb da 1,50% a 0,50%;
- (3) **scenario alternativo "B"**: nessun taglio dei tassi BCE, quindi *refi rate* invariato a 1,50%.

Fig. 3 – Proiezioni per il cambio EUR/USD basate solo sui fondamentali – senza "effetto crisi"



Fonte: EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Come si può vedere in Fig. 3, il cambio

- (1) nello scenario centrale scende nel breve dai livelli correnti per poi risalire moderatamente l'anno prossimo;
- (2) nello scenario "A" scende di più e per più tempo e risale nella seconda metà dell'anno prossimo;
- (3) nello scenario "B" invece, in assenza di tagli dei tassi BCE, inizia subito a risalire.

Il punto di arrivo del cambio è tanto più elevato quanto minore è la riduzione complessiva del *refi rate*. Si ricorda che i dati sono a frequenza mensile e sono costruiti come medie mensili di rilevazioni giornaliere. La sostanziale mono-direzionalità nel 2012, e in particolare l'assenza di una fase di arretramento nella seconda metà dell'anno prossimo (che abbiamo invece ipotizzato sopra, par. 1-ii) si spiega in due modi: (i) la difficoltà dei rendimenti (quando i tassi scendono a livelli ancora più bassi, ovvero ai minimi, anche nell'area euro, mentre sono già a quasi zero negli Stati Uniti) ad essere rappresentativi anche del livello di crescita economica oltre che dei cambiamenti di politica monetaria, e (ii) l'assenza dal modello di variabili che gli permettano di

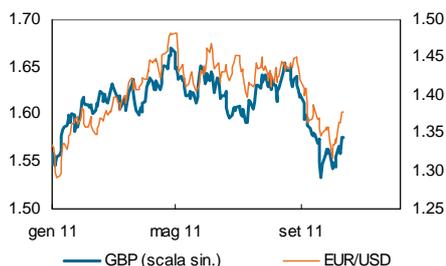
tenere conto delle evoluzioni della crisi del debito. Possiamo tuttavia ricavare una misura approssimativa di quello che può essere definito come **"effetto crisi"**, calcolando lo scarto medio tra valori stimati (*fitting*) e valori realizzatisi del cambio nei mesi caldi della crisi del 2010 (v. "area tratteggiata" in Fig. 3). Come si può notare, infatti, i valori stimati in quel periodo sono molto superiori a quelli effettivi, perché il modello non era in grado di catturare il crollo subito dall'euro allo scoppio della crisi nei primi mesi del 2010. Lo scarto medio risulta essere di circa cinque figure, ma è ragionevole pensare che al passare del tempo l'effetto crisi possa pesare di meno, e che comunque sia massimo solo quando si verifica un episodio direttamente collegato alla crisi. Se ad esempio dovessimo valutare l'eventuale rafforzamento del cambio nel breve in caso di soluzione rapida della crisi, potremmo stimarlo in circa cinque figure – che dovrebbe rappresentare però l'ampiezza massima, in linea con le considerazioni riportate sopra al punto (b) in merito alla reazione "di impatto".

Nonostante il "difetto" della mono-direzionalità, la media delle proiezioni 2012 nello scenario centrale (1,36 EUR/USD) risulta comunque inferiore alla media dei valori stimati (*fitting*) 2011 (1,39 EUR/USD – molto vicina alla media dei valori realizzatisi, pari a 1,40 EUR/USD). Questo potrebbe suggerire che anche senza tenere conto della crisi del debito vi è tendenzialmente del *downside* sull'euro, a meno di un poco probabile capovolgimento del quadro macro area euro vs Stati Uniti. D'altra parte la mono-direzionalità delle proiezioni sul 2012 (in tutti e tre gli scenari ipotizzati) potrebbe anche essere interpretata come indizio di quello che potrebbe essere il rischio del nostro scenario centrale di previsione, ovvero un rischio di sottovalutazione, non in termini di direzionalità, ma in termini di livello.

STERLINA

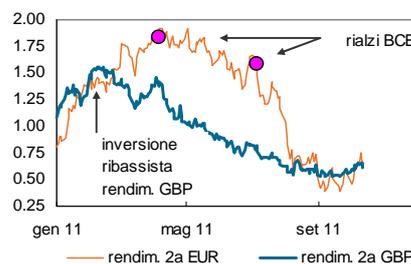
La sterlina ha avuto una dinamica contrastata nel 3° trimestre: è scesa contro dollaro (-1,3% in media t/t), salita contro euro (+0,6%) e rimasta pressoché stabile in termini di cambio effettivo nominale (-0,3%). La dinamica sarebbe stata più lineare e comprensibile se fosse stata in linea con il flusso dei dati dell'economia britannica, cheolgevano sempre più chiaramente al brutto, indicando un rallentamento della crescita e suggerendo l'adozione di una politica monetaria più accomodante. Complessivamente quindi la sterlina avrebbe dovuto seguire un trend di fondo discendente e più chiaro.

Fig. 4a - Correlazione tra GBP/USD e EUR/USD



Fonte: EcoWin

Fig. 4b - Disallineamento ciclico



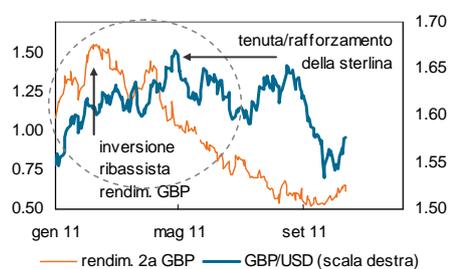
Fonte: EcoWin

Così però non è stato, perché il cambio, dopo la crisi globale del 2008 e in particolare dopo lo scoppio della crisi del debito sovrano nell'area euro (inizio 2010), ha mostrato una **dipendenza non solo dagli sviluppi dell'economia britannica, ma anche da quelli dell'area euro**. Numericamente tale dipendenza si traduce in un'elevata **correlazione tra la sterlina e l'euro** rispetto al dollaro, ovvero tra GBP/USD e EUR/USD (v. Fig. 4a). Economicamente invece si spiega con il fatto che l'area euro è il principale destinatario delle esportazioni britanniche. Tale dipendenza tuttavia è aumentata significativamente nell'ultimo biennio, perché **entrambe le economie sono in crisi, con i cicli che però non sono perfettamente allineati** (v. Fig. 4b). Le

principali differenze, che si sono rivelate determinanti per la dinamica del cambio, sono tre: (1) nella fase espansiva della politica monetaria post-crisi del 2008 la BoE ha tagliato i tassi fino a 0,50%, mentre la BCE si è fermata prima, all'1,00%; (2) quest'anno la BCE ha alzato due volte i tassi, ad aprile e a luglio; (3) la crisi del debito sovrano nell'area euro, scoppiata nel 2010, si è riproposta – più grave – nel 2011, destando preoccupazioni anche oltre-Manica.

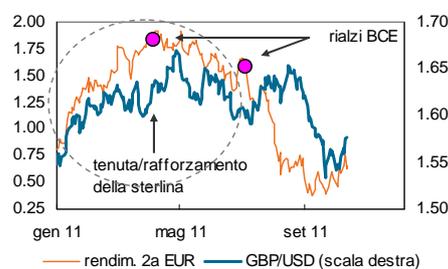
Ne è derivato che a ottobre la BoE ha dovuto ripristinare il programma APF, inaugurando una seconda fase di *quantitative easing*, principalmente per i rischi verso il basso sulla crescita derivanti (dalle tensioni sui mercati finanziari provocate) dall'aggravarsi della crisi del debito nell'area euro (v. "Regno Unito – QE2 a sorpresa della BoE per aiutare la crescita"). L'origine prima della svolta di politica monetaria della BoE non è dunque interna ma esterna, ovvero risiede nella crisi dell'area euro.

Fig. 5a – La sterlina diverge dai rendimenti GBP...



Fonte: EcoWin

Fig. 5b – ... e segue i rendimenti EUR



Fonte: EcoWin

La dinamica del cambio riflette molto bene questa situazione, e l'aspetto significativo è che il cambio in questione non è tanto il rapporto euro/sterlina (EUR/GBP), quanto il rapporto sterlina/dollaro (GBP/USD). Utilizziamo i rendimenti governativi a due anni come variabile rappresentativa sintetica delle evoluzioni sia congiunturali che di politica monetaria.

Come si può vedere in Fig. 5a il rendimento britannico svolta verso il basso a partire da febbraio. La sterlina (contro dollaro) continua però a salire, seguendo non i rendimenti domestici ma quelli dell'area euro (v. Fig. 5b) dove, complice un miglioramento congiunturale, la BCE si appresta ad alzare i tassi (primo rialzo ad aprile). Analoga situazione si ripropone in concomitanza con il secondo rialzo BCE di luglio. La caduta libera della sterlina (contro dollaro) inizia solo nella seconda metà di agosto. Un primo colpo al cambio GBP/USD era stato inferto con l'*inflation report* di agosto e i verbali BoE dello stesso mese, che preannunciavano una svolta di politica monetaria. Ma l'accelerazione ribassista della sterlina (GBP/USD) arriva un po' dopo, in contemporanea con l'inversione ribassista dell'euro (EUR/USD) al precipitare della crisi del debito sovrano. **L'elevata correlazione positiva tra GBP/USD ed EUR/USD riesce infatti a spiegare quella parte di comportamento della sterlina che non si spiega con i fattori "propri" dell'economia britannica.**

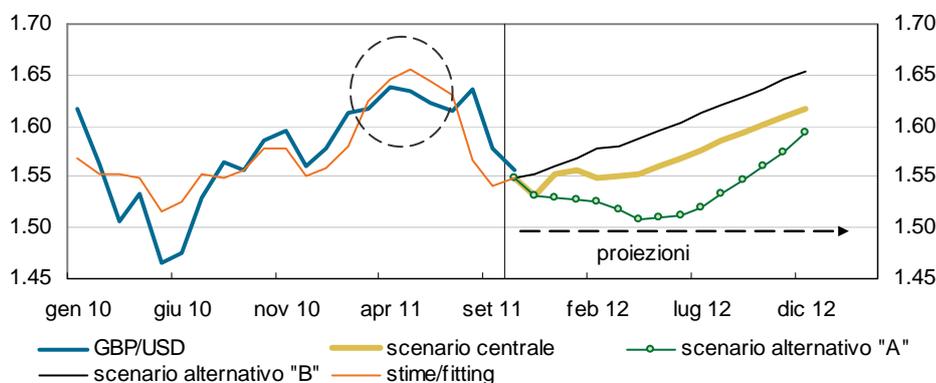
Riteniamo che tale correlazione possa perdurare nei prossimi mesi, e che quindi la sterlina (GBP/USD) risentirà degli sviluppi congiunturali del Regno Unito e dell'area euro, della gestione di politica monetaria da parte della BoE e della BCE, nonché degli sviluppi sul fronte della crisi del debito nell'area euro.

Con uno scenario centrale che contempla (1) ulteriore *quantitative easing* da parte della BoE e *bank rate* stabile a 0,50%, (2) uno o due tagli dei tassi BCE per un totale di 50pb con riduzione del refi rate da 1,50% a 1,00%, e (3) un'accelerazione della crescita nel Regno Unito nel 2012 rispetto al 2011 a fronte di un rallentamento invece nell'area euro, **la sterlina (GBP/USD)**

dovrebbe attraversare il suo periodo di maggior debolezza nel 4° trimestre di quest'anno e riprendersi – moderatamente – nel corso dell'anno prossimo (tendenzialmente 2° semestre).

Per avere in prima approssimazione una misura delle possibili evoluzioni della sterlina (GBP/USD) in funzione degli sviluppi suddetti, e alla luce delle considerazioni sopra riportate, stimiamo con una semplice regressione sul periodo 2010-11 la relazione tra GBP/USD e rendimenti a due anni britannici ed euro. L'utilizzo dei rendimenti euro come variabile esplicativa insieme a quelli britannici consente di cogliere le fasi di divergenza della sterlina dagli sviluppi puramente domestici: tenuta/rafforzamento del cambio GBP/USD tra febbraio e giugno 2011, ovvero dopo l'inversione ribassista dei rendimenti britannici e in concomitanza invece con i rialzi dei tassi BCE (v. stime/fitting, Fig. 6).

Fig. 6 – Proiezioni per il cambio GBP/USD con scenari alternativi



Fonte: EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Utilizzando queste stime in proiezione, tracciamo tre scenari differenti per le variabili esplicative: (1) scenario centrale, con ulteriore QE da parte della BoE, *bank rate* invariato, e riduzione del *refi rate* BCE da 1,50% a 1,00%; (2) scenario alternativo "A", dove si ipotizza una riduzione del *refi rate* più ampia, da 1,50% a 0,50%; (3) scenario alternativo "B" dove il *refi rate* BCE rimane invariato a 1,50%. Come si vede in Fig. 6, nello scenario centrale si osserva la massima debolezza della sterlina nel 4° trimestre, e un tendenziale recupero nel corso dell'anno prossimo, più evidente nel secondo semestre. Nello scenario alternativo "A" invece si ottiene un ulteriore indebolimento della sterlina, che si protrae fintantoché la BCE porta a termine il ciclo di tagli dei tassi. Successivamente la sterlina inizia a risalire, per effetto del benefico ritorno atteso sulla crescita area euro (e quindi su quella del Regno Unito) a fronte di una politica monetaria BCE più espansiva. Infine, nello scenario alternativo "B", la sterlina inizia subito a risalire, perché l'assenza di tagli dei tassi BCE è interpretabile come "non necessità" di ricorrere a una politica monetaria più accomodante in funzione di una performance della crescita ipoteticamente migliore del previsto.

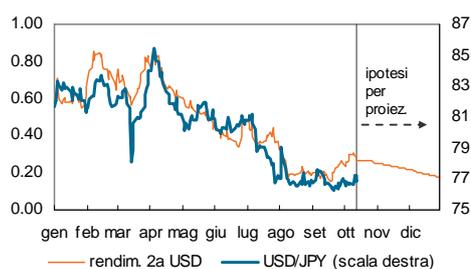
L'esercizio mostra, in tutti e tre gli scenari, un sostanziale mantenimento del cambio all'interno dello stesso range in cui la sterlina si è mossa dall'estate 2010 a oggi (approssimativamente 1,50-1,65 GBP/USD, v. Fig. 6). Il fatto che anche nello scenario di proiezione più avverso non si ottengono nuovi minimi di GBP/USD potrebbe essere interpretato come eventuale indizio di una più intrinseca resistenza verso il basso che la **divisa britannica** ha fatto propria **dopo la crisi globale del 2008**, essendo stata la **valuta che** insieme al dollaro **si è complessivamente deprezzata di più**. Dai livelli pre-crisi ad oggi ha perso infatti il 19% in termini di cambio effettivo nominale, circa il doppio dell'euro, sceso invece dell'11%.

YEN

Nel 3° trimestre lo yen si è apprezzato ancora (+5,0% in media t/t contro dollaro e +5,7% in termini di cambio effettivo nominale), ma soprattutto da metà agosto in poi è rimasto, contro dollaro, quasi fermo, oscillando all'interno di un range strettissimo, tra 76,00 e 78,00 USD/JPY. Questo si spiega in parte con il fatto che la BoJ a luglio e/o agosto è intervenuta sul mercato per arginare il rafforzamento della valuta nipponica impedendo che il cambio si portasse al di sotto di 76,00 USD/JPY. Da allora tale livello ha funzionato perfettamente come supporto, in particolare nel mese di settembre dove le oscillazioni sono state ancora più contenute. Eppure in questo mese sappiamo dalla "Press Release" (30 settembre) del Ministero delle Finanze che non sono stati effettuati interventi sul cambio.

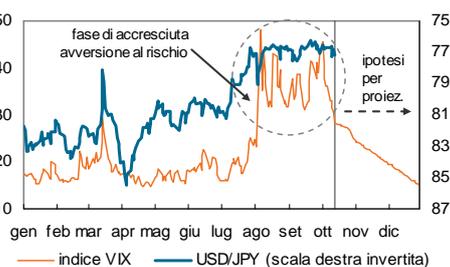
Come spiega la BoJ nel Monthly Report del 12 ottobre (p. 14) questo è "dovuto in parte ai timori di un possibile intervento sul cambio". Per il resto si spiega, a nostro avviso, con le condizioni di mercato: (1) tassi BoJ e tassi Fed a quasi-zero, (2) BoJ e Fed disponibili entrambe ad ampliare ulteriormente lo stimolo quantitativo già in atto, e (3) avversione al rischio a livello internazionale tornata di nuovo (in agosto e settembre) su livelli elevati (v. Figg. 7a-7b).

Fig. 7a – USD/JPY e rendimenti USA: correlazione



Fonte: EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7b – USD/JPY e indice VIX: correlazione



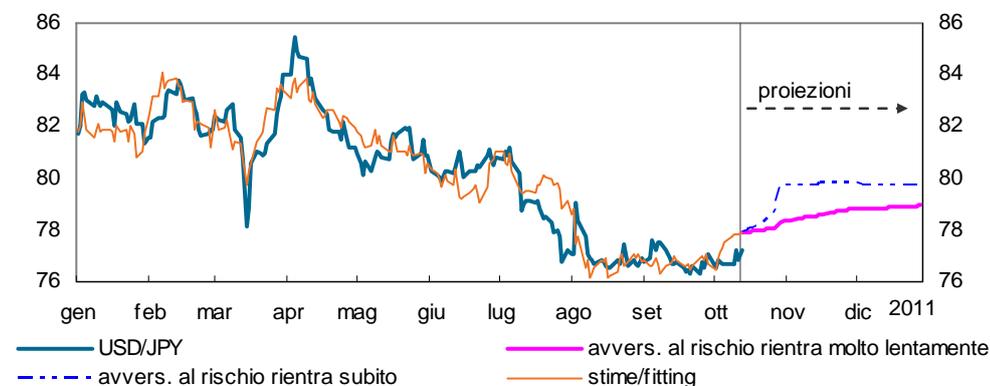
Fonte: EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Se guardiamo infatti alla dinamica congiunta di cambio USD/JPY, rendimenti (a 2 anni) giapponesi e soprattutto statunitensi, nonché indice VIX quale indicatore di avversione al rischio, si può osservare che nel corso di quest'anno la correlazione del cambio con ciascuna di queste tre variabili è stata molto elevata, rispettivamente pari a 82%, 92% e -83% (v. Figg. 7a-7b).

Abbiamo quindi stimato una semplice regressione dell'USD/JPY rispetto ai rendimenti giapponesi e USA e rispetto al VIX. Tali stime non hanno la pretesa di individuare un valore di equilibrio di lungo periodo, ma solo di trovare una spiegazione ad un comportamento di una certa durata e sotto condizioni particolari, di carattere abbastanza straordinario (tassi ancora a zero e ulteriore *quantitative easing*) dovute ad una crisi, quella attuale, senza precedenti. Come si può vedere in Fig. 8, la capacità esplicativa di tale modello è molto buona (v. stime/fitting).

Ipotizzando che le condizioni attuali rimangano in vigore nel breve termine, utilizzando tale modello in proiezione si ottiene che (1) se l'avversione al rischio rientra molto lentamente normalizzandosi solo a fine anno lo yen continua sostanzialmente a opporre resistenza verso il basso e si indebolisce impercettibilmente e gradualmente, mentre (2) se l'avversione al rischio rientra subito, lo yen corregge subito (v. Fig. 8). La correzione che si osserva è comunque limitata perché il livello dei tassi è zero sia in Giappone sia negli Stati Uniti.

Fig. 8 – Un rientro definitivo della risk aversion potrebbe aiutare a sbloccare lo yen dall’empasse



Fonte: EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Pertanto resta valida l’implicazione che si può trarre dall’esercizio condotto: **una volta che si giunga ad esempio a una soluzione positiva del problema della crisi del debito sovrano nell’area euro, con tale evento potrebbero porsi le basi per l’avvio di un’inversione ribassista dello yen.** Però anche in tal caso, dato che la Fed si è impegnata a tenere i tassi a quasi-zero fino a metà 2013 ed è pressoché impossibile che la BoJ li alzi prima, **un periodo così protratto di tassi così bassi potrà rendere il deprezzamento atteso dello yen nel corso del 2012 più lento e/o di ampiezza più contenuta del previsto.** Il rischio quindi del nostro scenario che vedrebbe lo yen tornare verso 90 entro la fine del 2012 è quindi quello che il punto di arrivo del cambio su tale orizzonte sia inferiore e/o che tale livello possa essere raggiunto solo successivamente.

Intesa Sanpaolo Servizio Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice		
Tel. 02 879+(6) – 02 8021 + (3)		
Macroeconomic & Fixed Income Research		
Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
Macroeconomia		
Anna Maria Grimaldi	62118	anna.grimaldi@intesasnpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Marco Rocchi	055-2613674	marco.rocchi@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com
Materie prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasnpaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
Research Assistant		
Simonetta Melotto	62102	simonetta.melotto@intesasnpaolo.com
<hr/>		
International Economics		
Economista Macro - Asia Emergenti		
Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasnpaolo.com

Appendice

Certificazione degli analisti

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

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

Comunicazioni specifiche:

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

Comunicazioni importanti

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

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

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Metodologia di valutazione

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

Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

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