

Scenario Macroeconomico

Servizio Studi e Ricerche
Dicembre 2008

Indice

Il giorno dopo	2
Stati Uniti – 2009: una recessione profonda arginata dagli interventi pubblici	10
Crescita negativa nel 2009: la peggiore recessione del dopoguerra sarà contrastata da politiche economiche super-espansive	10
Politica monetaria: reflazione!	16
Area euro – La crisi non è “endogena”, ma peserà su export e investimenti	19
Il PIL si contrarrà nel 2009, ma meno che nei Paesi anglosassoni	19
Inflazione annullata dal contro-shock energetico	30
BCE: rapidamente al 2%, poi <i>wait-and-see?</i>	33
Italia - Andrà peggio prima di andar meglio	39
Regno Unito - Recessione, tassi verso i minimi storici	42
Asia	43
Giappone	43
Cina	50
Mercati valutari - Crisi acceleratrice di aggiustamenti dovuti tra valute destinati a evolversi nel 2009	60

19 dicembre 2008

Nota trimestrale

Intesa Sanpaolo
Servizio Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

Luca Mezzomo
Responsabile

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Paolo Mameli
Economista - Area Euro

Asmara Jamaleh
Economista – Mercati Valutari

Serena Fumagalli
Research Assistant

International Economics

Silvia Guizzo
Economista Macro - Asia
Emergenti

Il giorno dopo

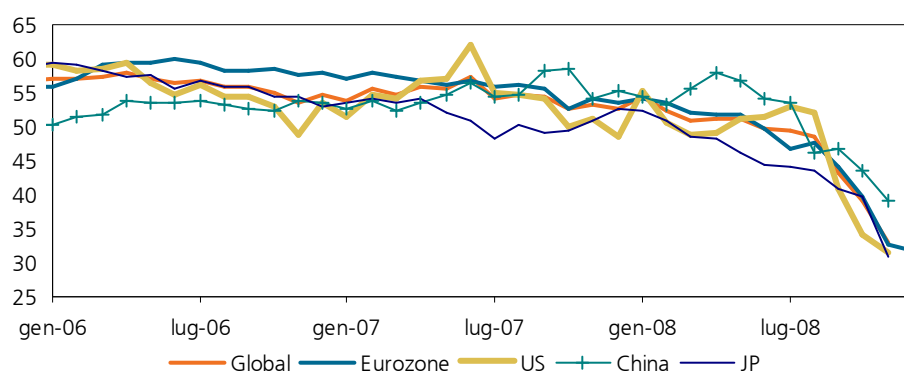
Crisi economica e crisi finanziaria hanno attivato un circuito globale di retroazione positiva, depotenziato ma non ancora disinnescato con le misure di stabilizzazione finanziaria degli ultimi mesi. La recessione, ormai globale, interesserà gran parte del 2009. Assieme al contro-shock petrolifero porterà i tassi di inflazione su livelli eccezionalmente bassi e, in alcune aree, perfino negativi.

Luca Mezzomo

Nel corso degli ultimi mesi abbiamo assistito a una caduta simultanea e violenta degli indici di attività industriale in tutto il mondo, Cina inclusa. La contrazione delle economie sembra essere particolarmente intensa nel trimestre in corso. La flessione della domanda è più acuta nei comparti dei beni durevoli di consumo e dei beni capitali, più sensibili al clima di fiducia. Il bonus derivante dalla caduta dei prezzi energetici, quando non è compensato dalla discesa dei livelli occupazionali o della redditività, per il momento viene risparmiato.

L'acuirsi della crisi finanziaria dopo il fallimento Lehman Brothers sembra essere una delle cause di questa veloce e simultanea flessione della domanda. Proprio da settembre si sono intensificati i segnali di restrizione creditizia anche nei confronti delle imprese, associati a un violento aumento dei tassi interbancari e dei premi per il rischio di credito. Gli indici di borsa hanno subito pesantissime flessioni, fattore che può aver accentuato le ripercussioni negative sul clima di fiducia e che ha scatenato effetti-ricchezza negativi.

Fig. 1 - PMI Manifatturiero Globale – produzione



Fonte: Markit

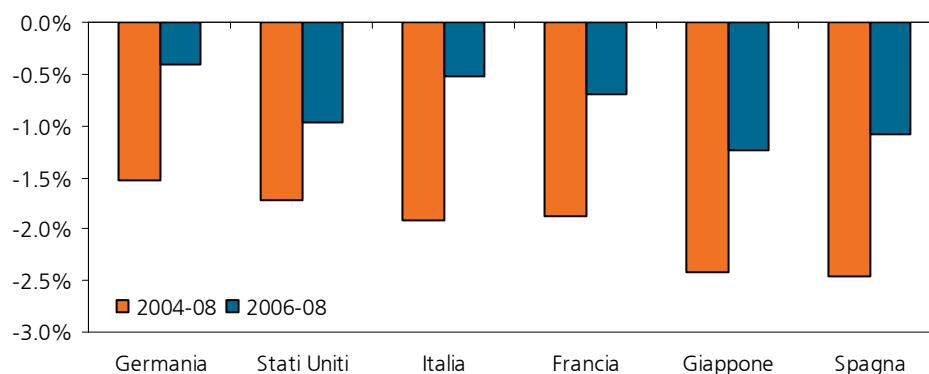
Quanto durerà la recessione in corso? Attualmente né negli Stati Uniti né nell'Eurozona gli indici congiunturali offrono indicazioni di un prossimo superamento del minimo ciclico. Negli Stati Uniti, il minimo è di solito preceduto da una ripresa dei nuovi ordinativi alle imprese manifatturiere e da una fase di calo delle nuove richieste di sussidio: nessuno dei due fenomeni si è ancora manifestato e, al contrario, le imprese sembrano essere state sorprese dalla repentinità del crollo subito dalla domanda. Nell'Eurozona, né l'indice di fiducia della Commissione Europea né l'indagine Ifo hanno andamenti compatibili con una svolta nel 1° o 2° trimestre 2009. I dati di M1 reale sono coerenti con una ripresa dal 3°-4° trimestre 2009 – cioè fra 6-9 mesi. Vi sono dunque ottimi motivi per prepararsi a una recessione lunga e profonda. Negli Stati Uniti questo episodio recessivo si profila come il più grave dopo la Grande Depressione degli anni '30, superando anche quello seguito al primo shock petrolifero nel 1973-75.

La crescita economica per area geografica					
	2005	2006	2007	2008	2009
Stati Uniti	2,9	2,8	2,0	1,3	-1,3
Giappone	1,9	2,0	2,4	0,1	-0,9
Area euro	1,8	3,0	2,6	1,0	-0,7
Europa Orientale	5,8	7,3	7,3	6,3	3,9
America Latina	4,5	5,4	5,5	4,4	1,7
OPEC	7,6	5,9	6,0	5,9	4,8
Asia orientale	7,8	8,7	8,8	6,9	5,0
Africa	4,7	5,7	6,2	5,9	4,6
Crescita mondiale	4,4	5,0	4,8	3,6	1,8

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

In questa cornice estremamente negativa, **ci sono tre fattori che, nel tempo, potranno favorire una ripresa**. Primo, il **contro-shock energetico**: il calo delle quotazioni petrolifere avvenuto nel 4° trimestre è imponente e implica una liberazione di risorse nel 2009 (misurata dalla bolletta petrolifera) da uno a due punti percentuali del PIL. Si può apprezzare la dimensione dell'effetto nella figura 2, che mostra il peggioramento della bolletta petrolifera in punti di PIL fra il 2008 e rispettivamente il 2004 (media delle quotazioni petrolifere: 38,3 dollari) e il 2006 (media delle quotazioni: 65,0 dollari). I livelli del 2004 sono vicini alle attuali quotazioni, quelli del 2006 alla nostra previsione media per il 2009. Le maggiori risorse disponibili non si traducono necessariamente in maggiore crescita (le famiglie possono utilizzare il surplus per rimborsare debito o aumentare il risparmio), ma possono favorire la ripresa tanto quanto un cospicuo stimolo fiscale basato sulle entrate.

Fig. 2 - Variazione delle importazioni energetiche di alcuni paesi (in % del PIL)



Variazione delle importazioni di petrolio e gas naturale (Stati Uniti: petrolio e prodotti; Spagna, Francia: energia) in punti di PIL. Valore 2008 stimato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Reuters

Secondo, l'**allentamento della politica monetaria**. I tassi ufficiali, che sono già azzerati negli Stati Uniti, in Svizzera e in Giappone, potrebbero presto calare verso livelli intorno all'1% nel Regno Unito e al 2% nell'Eurozona. Cali vertiginosi hanno interessato anche i rendimenti sui titoli di stato, anche se in alcuni paesi (per esempio in Italia) mitigati dall'ampliamento dei premi al rischio. La trasmissione all'economia risulta però rallentata da svariati fenomeni connessi alla crisi finanziaria: l'aumento degli spread fra tassi interbancari e tassi ufficiali, l'aumento dei premi per il rischio di credito e, infine, la restrizione creditizia. Il primo fenomeno è un'anomalia strettamente connessa alla crisi finanziaria; gli altri due, ricorrenti nelle fasi recessive, sono però esacerbati dalla situazione di stress del sistema finanziario. Le autorità monetarie si stanno adoperando per riattivare i canali di trasmissione. Negli Stati Uniti, dove l'instabilità del sistema bancario è più acuta e la restrizione creditizia più intensa, la banca centrale sta canalizzando la liquidità creata verso comparti sensibili (*commercial paper*, *mortgage backed securities* ecc.), mentre nell'Eurozona la BCE sta mantenendo condizioni di liquidità eccezionalmente

accomodanti. Inoltre le misure di ricapitalizzazione delle banche adottate nel mondo sulla scia del panico di ottobre (oltre 450 Mld di euro) hanno ridotto l'entità della riduzione della leva finanziaria che deve essere assorbito mediante il contenimento degli impieghi. Nel complesso, però, nonostante il forte allentamento della politica monetaria e il ricorso a misure quantitative le condizioni finanziarie non sono in questo momento accomodanti ed è improbabile che possano fungere da catalizzatore della ripresa. Per il momento i benefici affluiscono soltanto ai debitori con passività indicizzate ai tassi a breve termine ed effetti a più ampio raggio si manifesteranno soltanto dopo il superamento del punto di minimo ciclico.

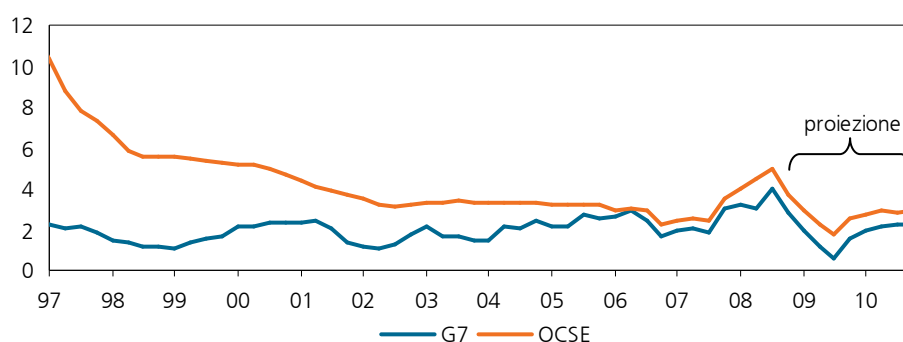
Terzo, l'**allentamento delle politiche fiscali**. La recessione e il crollo dei valori mobiliari tendono a far crescere le spese (per esempio a causa dei trasferimenti legati agli ammortizzatori sociali) e a ridurre le entrate (calo del gettito fiscale), con effetti anti-ciclici. Inoltre, molti paesi hanno annunciato e stanno implementando misure discrezionali a sostegno della domanda aggregata. Lasciando da parte gli interventi di ricapitalizzazione del sistema bancario, cruciali per la stabilizzazione finanziaria ma senza effetti diretti sul PIL, gli Stati Uniti stanno progettando uno stimolo fiscale pari al 4-5% del PIL e l'Unione Europea uno dell'1,5% (che però include anche misure già annunciate separatamente dagli Stati membri). La spesa pubblica può accelerare la stabilizzazione della domanda aggregata e favorire la ripresa. Il prezzo sarà pagato successivamente nella forma di politiche di consolidamento fiscale, che freneranno la fase di espansione economica.

Proiezioni sui prezzi delle materie prime					
	2005	2006	2007	2008	2009
Petrolio (Brent, \$/barile)	54,4	65,4	72,7	98,1	66,3
	+42,1	+20,1	+11,2	+34,9	-32,4
Materie prime escl. combustibili (1990=100)	125,6	154,8	176,6	200,7	155,9
	+6,0	+23,2	+14,1	+13,7	-22,3
Metalli (1990=100)	159,5	249,1	292,4	325,7	210,9
	+22,4	+56,2	+17,4	+11,4	-35,2
Agricole (1990=100)	101,5	110,4	115,9	120,1	115,6
	+0,5	+8,8	+5,0	+3,6	-3,7

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

Le dinamiche anticicliche che abbiamo descritto dovrebbero favorire la ripresa economica a partire dal 2° semestre 2009. Tuttavia, la prospettiva di un periodo prolungato di bassa crescita e il contro-shock petrolifero creano forti pressioni disinflazionistiche ad agire sul 2009. Gli indici di inflazione aggregati per G7 ed OCSE scenderanno a livelli inferiori a quelli che caratterizzarono l'irrazionale allarme deflazione del 2003 ed è possibile una fase di calo tendenziale dell'indice generale dei prezzi nella fase centrale del 2009 negli Stati Uniti e forse nell'Eurozona.

Tasso di inflazione a/a sui prezzi al consumo



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati OCSE

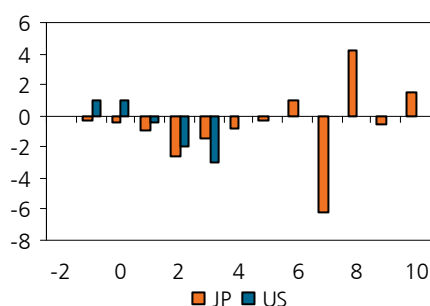
La debolezza del ciclo economico e la trasmissione del contro-shock petrolifero favoriranno anche una discesa dell'inflazione sottostante ("core"), meno profonda ma più protratta.

La lezione della crisi giapponese

Il calo dell'inflazione, l'azzeramento dei tassi ufficiali e il crollo dei rendimenti sui titoli di stato che si stanno oggi verificando negli Stati Uniti ripropongono il parallelo con la crisi economico-finanziaria giapponese degli anni '90. I due episodi presentano interessanti punti di contatto – oltre che notevoli differenze – e forse è possibile trarne indicazioni utili anche per orientarsi fra le implicazioni dell'attuale crisi americana.

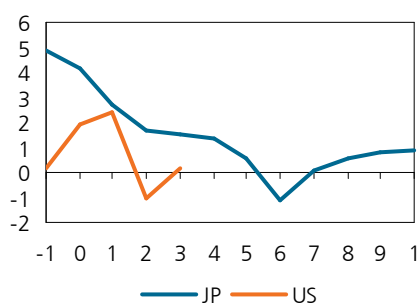
La crisi giapponese si sviluppò al termine di un *boom* creditizio, alimentato da una precedente fase di deregolamentazione finanziaria avviata alla fine degli anni '70. Il panico interessò prima il mercato azionario, che nei cinque trimestri dal picco speculativo (1990.Q2) cadde di oltre il 50%. Soltanto nel 1991 prese avvio una persistente discesa dei prezzi immobiliari, che nella crisi americana ha invece ampiamente preceduto l'inversione del ciclo azionario. La recessione si manifestò a partire dal 1992, contrastata da un allentamento della politica fiscale e monetaria, e fu seguita nel 1994 dai primi sintomi di crisi bancaria e nel 1995 (anno di ripresa economica) dal collasso delle *jusen* (società di finanziamento immobiliare). La crisi economica giapponese è stata maggiormente legata a una fase di riduzione della spesa in conto capitale che a una crisi dei consumi. La crisi bancaria divenne sistemica ed aperta nel corso del 1997, quando il fallimento di Sanyo Bank arrivò a paralizzare il mercato monetario. Misure pubbliche per la ricapitalizzazione del sistema furono varate nel 1998 e nel 1999 nell'ambito di un riordino legislativo che fornì gli strumenti per gestire in modo più sistematico gli episodi di crisi, e che portò allo stanziamento di 25 mila miliardi di yen dal bilancio dello Stato. Come negli Stati Uniti di oggi, dunque, l'intervento pubblico prese corpo soltanto di fronte all'emergenza. Nel marzo 1999 presso le prime 15 banche del paese risultavano 2700 mld di perdite non realizzate e sofferenze per 9000 mld di yen. Come è noto, la crisi non fu definitivamente superata che dopo vari anni: la garanzia completa sui depositi fu rimossa soltanto il 1° aprile 2005, dopo che la banca centrale aveva ufficialmente annunciato che le condizioni del sistema bancario consentivano di passare da uno stato di gestione della crisi a uno di promozione dello sviluppo economico¹.

Variatione del saldo fiscale primario, corretto per il ciclo



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OCSE. 0=picco del rispettivo ciclo immobiliare (Giappone 1991, US 2006)

Tassi reali a 3 mesi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OCSE. 0=picco del rispettivo ciclo immobiliare (Giappone 1991, US 2006)

Le autorità economiche giapponesi sono state accusate di aver sottovalutato la crisi, intervenendo troppo tardi e senza sufficiente energia. L'accusa è fondata rispetto alle misure di gestione della crisi bancaria, in quanto soltanto sette anni dopo l'inizio della crisi immobiliare e tre anni dopo la crisi delle *jusen* furono adottate misure energetiche e risolutive. Anche il livello dei

¹ V. Bank of Japan, *An assessment of Financial System Stability*, August 2005.

tassi reali venne ribassato più lentamente rispetto a quanto è avvenuto negli Stati Uniti fra il 2006 e il 2008; tuttavia, questa differenza è in parte spiegabile con il fatto che negli Stati Uniti la crisi bancaria si è manifestata contemporaneamente al crollo dei valori azionari e poco dopo l'inversione del ciclo immobiliare, combinazione che ha creato forti incentivi ad adottare fin da subito politiche di sostegno alla liquidità eccezionalmente aggressive. Infine, l'uso del bilancio pubblico da parte del governo nipponico appare anche più aggressivo rispetto a quanto osservato nell'attuale ciclo economico americano, almeno nelle fasi iniziali della depressione. In seguito, la paura per l'esplosione del debito pubblico indusse ad effettuare manovre di consolidamento troppo violente, che favorirono le ricadute recessive.

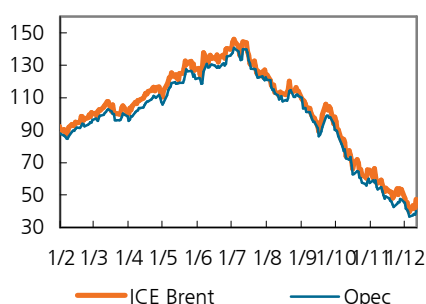
Una diffusa incomprensione è che la crisi finanziaria giapponese sia stata aggravata dalla deflazione che ha preso piede dal 1995, oltre a esserne la causa. In realtà la deflazione era il sintomo di uno *shock* di produttività (calo dei prezzi all'import, liberalizzazione dei servizi) e di una carenza strutturale di domanda aggregata, manifestatasi in un ampio e persistente *output gap*, e non c'è evidenza alcuna che abbia causato problemi alle imprese attraverso l'aumento del debito reale. Il vero problema, che si sta presentando anche negli Stati Uniti, era piuttosto costituito dal crollo del prezzo delle attività finanziarie e immobiliari, che attivò un acceleratore finanziario negativo. Infatti, i settori più esposti al comparto immobiliare, e non quelli con la più bassa variazione dei prezzi di vendita, hanno generato la maggiore incidenza di sofferenze; al contrario, i settori che hanno sperimentato tassi di riduzione dei prezzi più elevati hanno presentato anche una minore incidenza di sofferenze².

Alcuni aspetti dell'esperienza giapponese sono preoccupanti. Primo, la politica dei tassi zero può aver favorito la tesaurizzazione e, abbattendo i moltiplicatori monetari, indebolito la trasmissione dello stimolo quantitativo. Secondo, l'esatta valutazione delle perdite potenziali si è rivelata ardua e in taluni casi (per esempio, Nippon Credit Bank) gli interventi di ricapitalizzazione si sono dimostrati alla prova dei fatti insufficienti di fronte alla persistenza della crisi; l'esito è stato alternativamente un nuovo intervento di sostegno o il fallimento (nazionalizzazione, chiusura) dell'azienda in crisi. Terzo, la fase di contrazione del credito è stata molto protratta, sebbene meno intensa che in altre crisi bancarie (per es., quella svedese).

Petrolio: l'Opec insegue il calo della domanda

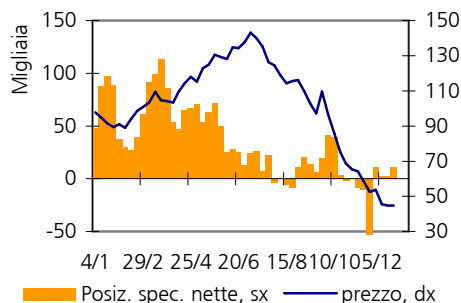
Da settembre l'Opec ha tagliato la produzione tre volte, per un totale di 4,2 mln di b/g. A parte l'intervento del 17 dicembre, che non potrà produrre effetti che nel 2009, gli altri due tagli sono stati implementati per almeno il 66% senza però incidere sul livello delle scorte.

Andamento dei prezzi del petrolio



Dollari al barile
Fonte: Reuters Ecowin

Posizioni non commerciali sul Light Crude al Nymex



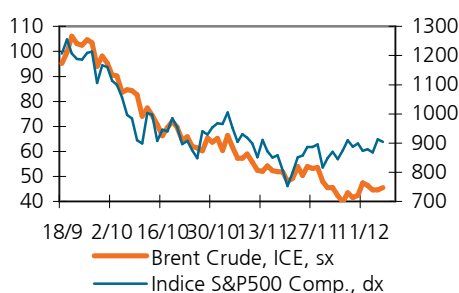
Prezzo in dollari/barile. Posizioni in migliaia di contratti
Fonte: Thomson Reuters e Reuters Ecowin

² N. Baba, & altri, *Japan's deflation, problems in the financial system and monetary policy*, BIS Working Papers No. 188; in particolare, fig. 5 e 6.

La reazione dei mercati è indicativa del clima negativo che in questo momento circonda le materie prime: il prezzo del primo contratto sul Light Crude ha mostrato lievi cenni di rialzo soltanto prima delle riunioni, ma nessun intervento è stato finora in grado di arrestare il trend discendente dei prezzi.

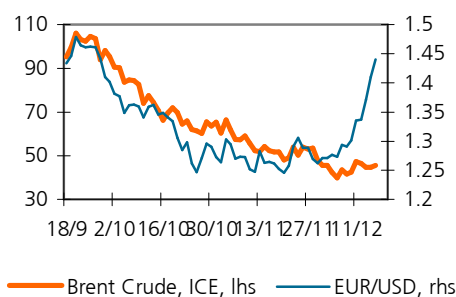
Le correlazioni con gli altri mercati offrono spunti interessanti per interpretare il fenomeno in atto. Fino a dicembre si riscontra infatti un'elevata correlazione negativa con il movimento del dollaro e positiva con gli indici di borsa anche su base *giornaliera*. Sebbene ciò sia in parte razionalizzabile con il peggioramento delle aspettative sulla crescita economica, ci suggerisce anche che il mercato del petrolio (come altri comparti di investimento) ha riflesso le conseguenze del *deleveraging* finanziario, entrato da metà settembre in una nuova fase di accelerazione. Soltanto da dicembre il mercato del petrolio sembra essere afflitto da debolezze proprie.

Correlazione positiva con gli indici azionari...



Fonte: Reuters Ecowin

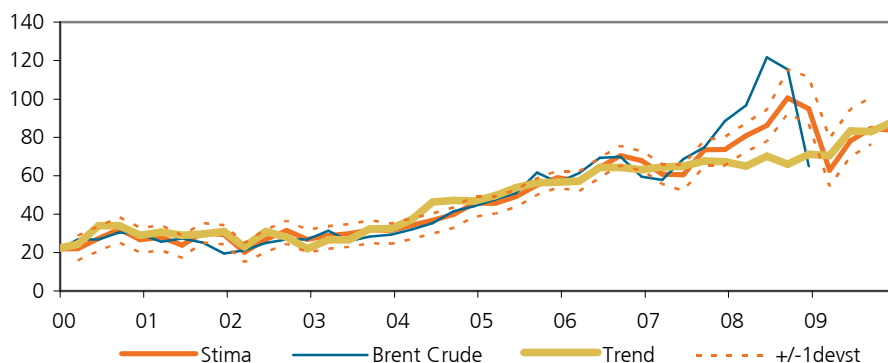
... e soprattutto con il dollaro



Fonte: Reuters Ecowin

Il calo avvenuto da agosto è comprensibile soltanto alla luce dei forti e anomali rialzi avvenuti precedentemente, in una fase di indebolimento dei fondamentali. L'implosione della sovrastruttura finanziaria che fino a luglio era orientata a scommettere sul trend di rialzo delle materie prime potrebbe condurre a un significativo *overshooting* nella fase di ribasso. Ma rispetto a quali livelli di riferimento si verificherebbe l'*overshooting*?

Brent Crude - modello trimestrale di previsione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Reuters Ecowin, IEA, EIA ed Oxford Economics

Ovviamente anche la revisione delle stime sulla crescita mondiale ha spostato le proiezioni sul prezzo rispetto a due mesi fa al ribasso, appiattendo il trend per il 2009. In novembre il Fondo Monetario Internazionale ha ribassato la stima di crescita mondiale per il 2009 dal 2,9 al 2,1%, incorporando uno scenario di contrazione per tutte le principali economie mature. Un taglio di 0,8% della crescita economica mondiale implicherebbe una ulteriore revisione al ribasso della

domanda di petrolio di 300 mila b/g in aggiunta ai 400-500 mila connessi alle precedenti riduzioni delle stime. Gli effetti della crisi sono già visibili nel bilancio di domanda e offerta: secondo gli ultimi dati IEA, relativi a ottobre, la domanda più debole ha già innalzato il livello delle scorte petrolifere a 56,8 giorni, 4 più della media 2003-07. La IEA sottolinea inoltre che un rallentamento della crescita economica cinese al 7,0% nel 2009 con un prezzo medio del petrolio di 80 dollari ridurrebbe l'incremento della domanda di petrolio del paese da 290 mila a 220 mila b/g, meno della metà rispetto a quanto previsto qualche mese addietro. Il successo delle misure di sostegno economico annunciate dal governo della Cina potrebbero dunque essere rilevanti, sebbene non cruciali, anche per la dinamica dei prezzi petroliferi.

Comunque, il taglio della produzione Opec se pienamente implementato sarebbe dunque più che sufficiente a compensare la minor crescita della domanda. Inoltre, il forte arretramento delle quotazioni rispetto ai massimi di luglio e la revisione al ribasso delle proiezioni per il 2009 (pari ad almeno il 20% nella media annua) implica *ceteris paribus* una domanda transitoriamente più alta (+0,2% per ogni 10% di prezzo in meno). Nel modello ciò produce un **sentiero di medio-lungo periodo ancora debolmente crescente per le quotazioni del petrolio**: dai 59 dollari del 1° trimestre 2009 (51-76 dollari) ai 78-80 dollari del 2010 (valori medi trimestrali, Brent Crude). In pratica è probabile che la media del 1° trimestre sia molto più bassa (50 dollari), vista la debolezza di fine 2008.

In che misura il taglio annunciato si trasformerà in effettiva riduzione di offerta? Come anticipato, l'ultimo sondaggio Reuters stimava la produzione di novembre in 28,07 mln di b/g, -990 mila rispetto a ottobre. I grandi esportatori di petrolio cominciano ad avere grossi incentivi ad operare per interrompere la discesa dei prezzi, in quanto le quotazioni sono scese sotto i livelli utilizzati per il budget 2009 e/o di *breakeven*. La Russia, in particolare, aveva basato il budget 2009 su una proiezione di 95 dollari e il governo stima che il livello di pareggio del bilancio sia di 60 dollari. Il ministro saudita ha parlato di una riduzione dell'estrazione del proprio paese rispetto a settembre di 1,8 mln di b/g, che implicherebbe una discesa a meno di 8 mln di b/g; gli analisti si aspettano invece un taglio fino a 8 mln, 900 mila in meno rispetto a novembre e forse 200-400 mila sotto i livelli attuali.

Oltre all'impatto sui flussi di investimento nelle materie prime e a quello sulla domanda, la restrizione creditizia e la crisi del mercato dei capitali possono avere effetti tangibili anche sulla dinamica dell'offerta, con implicazioni di segno opposto per la dinamica di lungo termine dei prezzi. Interagendo con il calo dei prezzi, infatti, l'aumento del costo del capitale e la minore disponibilità di risorse finanziarie potrebbero costringere le compagnie petrolifere a rallentare o cancellare i loro piani di sviluppo, già soggetti a ritardi e sforamenti di costo per limiti di capacità. Come affermava la IEA nel rapporto di ottobre (p. 4) "*alcuni analisti prospettano che una corposa quota degli ordinativi globali di impianti di trivellazione siano cancellati. Normalmente, le società indipendenti a corto di fondi potrebbero raccogliere capitale azionario, ma con gli hedge funds in fase di liquidazione ciò potrebbe risultare meno agevole*". Tuttavia, questo non sembra ancora un fattore rilevante per l'equilibrio del mercato. Questo mese la stessa IEA riferisce (p. 20) che Total e altre compagnie petrolifere (indipendenti e non) reputano la soglia di 50 dollari cruciale per lo sviluppo dei progetti di nuova generazione, mentre i progetti già avviati non sarebbero influenzati; nel 2009 effetti negativi sull'offerta, peraltro limitati, sarebbero previsti soltanto in Russia.

Il quadro per area in sintesi

Negli **Stati Uniti**, il netto deterioramento dei dati congiunturali nel 4° trimestre e le prospettive negative anche per il 1° semestre 2009 portano a **rivedere ancora verso il basso le previsioni per il 2009**, a una crescita di -1,3%. Nel 2009 il crollo dei consumi, accompagnato dal forte aumento del tasso di risparmio, dovrebbe gradualmente rientrare, grazie al massiccio calo

Stati Uniti

dell'inflazione, alla ripresa della crescita del reddito disponibile reale, e all'aspettativa di un intervento fiscale. Gli investimenti fissi delle imprese vedranno invece per tutto l'anno ampi cali della spesa, non solo nell'edilizia commerciale ma anche nei macchinari. Ancora negative le prospettive dell'edilizia residenziale, per via del persistente calo dei prezzi delle case, dell'aumento di pignoramenti e della restrizione creditizia. L'inflazione sarà in netto calo, spinta verso il basso dall'inversione dei prezzi delle materie prime e dall'effetto indiretto sull'inflazione core. L'inflazione potrebbe essere brevemente negativa nella parte centrale dell'anno e l'inflazione *core* nella seconda metà del 2009 si muoverà verso l'1%. Questo scenario negativo viene affrontato con **misure senza precedenti dalle autorità fiscali e monetarie**. La **Fed** ha usato tutti gli strumenti a sua disposizione tagliando i tassi a zero e adottando una strategia di stimolo quantitativo. L'**Amministrazione Obama** presenterà un pacchetto fiscale che potrebbe avvicinarsi agli 800 mld di dollari su due anni. Il massiccio intervento monetario e fiscale potrebbe riportare in positivo la crescita del PIL fra il 2° e il 3° trimestre.

Anche nella zona euro si prospetta una contrazione del PIL nel 2009, ma di entità (-0,7%) inferiore a quella dei Paesi anglosassoni. Riteniamo che l'Eurozona non soffra di una crisi "sistemica" endogena ma degli effetti per così dire "indiretti" della crisi in termini di calo di fiducia e d'impatto su export e investimenti del rallentamento del ciclo economico mondiale. L'inflazione calerà all'1,4% medio nel 2009 sotto l'ipotesi di un prezzo del Brent a 67 dollari al barile. Se il petrolio restasse a 40 dollari per tutto il 2009, l'inflazione scenderebbe a 0,6% in media d'anno (-0,4% a/a a luglio 2009). Il ciclo di allentamento monetario continuerà: la BCE porterà rapidamente i tassi ufficiali al 2%, in attesa di verificare la trasmissione sull'economia dello stimolo monetario (e fiscale) e dell'avvio di "normalizzazione" dei mercati. Solo in caso di persistenza della crisi finanziaria la BCE potrebbe decidere di portare il tasso refi sotto il precedente minimo storico, e a quel punto non è da escludere che si possa arrivare all'1%.

Area euro

L'economia giapponese era passata relativamente indenne attraverso la crisi finanziaria fino a settembre. Il netto peggioramento delle condizioni del credito e della congiuntura internazionale portano a rivedere lo scenario del Giappone, soprattutto per quanto riguarda gli investimenti delle imprese, principali vittime della restrizione del credito e del crollo dell'export. Anche la politica fiscale, che sembrava avviarsi verso un periodo di dinamica positiva, risentirà delle difficoltà dei mercati e offrirà un contributo meno ampio al sostegno della domanda aggregata. Il 4° trimestre 2008 e il 1° semestre 2009 dovrebbero registrare ancora crescita in contrazione, portando la dinamica annuale del **PIL nel 2009 a -0,9%**. L'inflazione dovrebbe scendere all'1% a fine 2008 e tornare temporaneamente negativa nella parte centrale del 2009. La banca centrale è tornata a una politica di stimolo quantitativo, da attuare anche attraverso l'acquisto a titolo definitivo di obbligazioni del settore privato. La riunione della BoJ di dicembre ha infatti praticamente azzerato i tassi portandoli a 0,10% e ha annunciato programmi di acquisto di titoli del settore privato e aumenti del programma di acquisto di JGB mirati a far fluire credito alle imprese e limitare gli effetti della restrizione del credito sull'economia.

Giappone

Il marcato rallentamento della domanda mondiale e degli indicatori del settore manifatturiero negli ultimi mesi, nonché dei segnali di debolezza del mercato del lavoro, puntano ad una contrazione della produzione industriale e delle esportazioni nel 1° trimestre del 2009. La mancanza di sufficienti dettagli sul pacchetto fiscale rende ancora difficile una valutazione precisa dell'impatto sulla crescita nel 2009, dove gli investimenti e consumi pubblici avranno un ruolo dominante ma non saranno sufficienti a compensare il rallentamento nel settore minerario e manifatturiero dove si concentrano anche gran parte degli occupati. Il pacchetto fiscale non appare sufficiente ad evitare un rallentamento dell'economia su ritmi che potrebbero portarsi poco al di sotto del 7% nel 2009.

Cina

Stati Uniti – 2009: una recessione profonda arginata dagli interventi pubblici

- Il netto deterioramento dei dati congiunturali nel 4° trimestre e le prospettive negative anche per il 1° semestre 2009 portano a rivedere ancora verso il basso le previsioni per il 2009, a una crescita di -1,3%.
- Nel 2009 il crollo dei consumi, accompagnato dal forte aumento del tasso di risparmio, dovrebbe gradualmente rientrare, grazie al massiccio calo dell'inflazione, alla ripresa della crescita del reddito disponibile reale, e all'aspettativa di un intervento fiscale. Gli investimenti fissi delle imprese vedranno invece per tutto l'anno ampi cali della spesa, non solo nell'edilizia commerciale ma anche nei macchinari. Ancora negative le prospettive dell'edilizia residenziale, per via del persistente calo dei prezzi delle case, dell'aumento di pignoramenti e della restrizione creditizia.
- L'inflazione sarà in netto calo, spinta verso il basso dall'inversione dei prezzi delle materie prime e dall'effetto indiretto sui prezzi di manufatti e servizi. L'inflazione potrebbe essere negativa nella parte centrale dell'anno; l'inflazione *core* nella seconda metà del 2009 si muoverà verso l'1%.
- Questo scenario negativo viene affrontato con misure senza precedenti dalle autorità fiscali e monetarie. La Fed ha usato tutti gli strumenti a sua disposizione tagliando i tassi a zero e adottando una strategia di stimolo quantitativo. L'Amministrazione Obama presenterà un pacchetto fiscale che potrebbe avvicinarsi agli 800 mld di dollari su due anni. Il massiccio intervento monetario e fiscale rendono probabile che a partire dal 2° semestre la crescita USA torni a essere positiva.

Giovanna Mossetti

Previsioni Macro	2007	2008	2009	2008				2009			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (US\$ 1996,a/a)	2,0	1,3	-1,3	2,5	2,1	0,7	-0,3	-1,2	-2,0	-1,7	-0,4
- trim./trim. annualizzato				0,9	2,8	-0,5	-4,1	-2,8	-0,4	0,5	1,1
Consumi privati	2,8	0,3	-1,2	0,9	1,2	-3,7	-3,9	-1,8	0,5	1,1	1,8
IFL - privati non residenziali	4,9	2,8	-5,5	2,4	2,5	-1,5	-6,3	-8,7	-6,3	-5,2	-4,6
IFL - privati residenziali	-17,9	-20,8	-13,3	-25,0	-13,3	-17,6	-20,2	-15,3	-9,3	-5,8	2,6
Consumi e inv. pubblici	2,1	2,6	1,1	1,9	3,9	5,3	-2,7	1,7	0,8	0,8	0,4
Esportazioni	8,4	8,1	0,5	5,1	12,3	3,4	1,3	-2,2	-3,0	0,5	2,4
Importazioni	2,2	-2,4	-1,1	-0,8	-7,3	-3,2	-1,6	-0,6	0,8	1,0	0,1
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0,4	-0,3	0,1	0,0	-0,3	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,0
Partite correnti (% PIL)	-5,3	-4,6	-3,3	-5,0	-5,2	-5,0	-3,2	-3,0	-3,3	-3,3	-3,5
Deficit Federale (% PIL)	-2,1	-4,1	-7,1								
Debito pubblico (% PIL)	63,2	65,5	72,9								
CPI (a/a)	2,9	4,2	1,3	4,2	4,3	5,3	3,1	2,2	1,1	0,2	1,7
Produzione Industriale	1,7	-1,2	-7,5	0,5	-3,2	-6,0	-9,2	-11,0	-8,3	-3,7	0,3
Disoccupazione (%)	4,6	5,7	7,8	4,9	5,3	6,0	6,7	7,4	7,7	8,1	8,2
Federal Funds (%)	5,02	2,05	0,37	3,18	2,09	1,94	1,01	0,31	0,20	0,46	0,50
Cambio effettivo	77,9	74,3	82,4	72,0	70,9	73,5	80,8	82,8	83,5	82,4	80,9

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

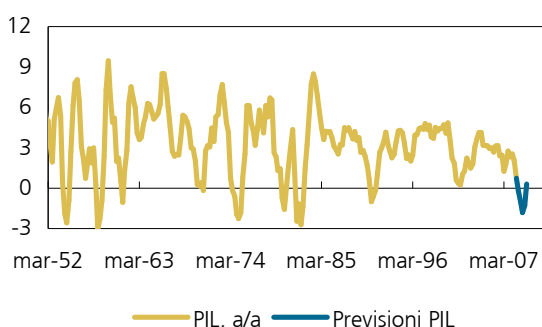
Crescita negativa nel 2009: la peggiore recessione del dopoguerra sarà contrastata da politiche economiche super-espansive

Il ciclo attuale potrebbe essere il peggiore del secondo dopoguerra, come durata e intensità. Di fronte a una situazione straordinaria, le autorità di politica economica stanno mettendo in atto misure straordinarie. Lo scenario economico americano continua a deteriorarsi: i *nonfarm payrolls* di novembre segnano un record negativo per l'occupazione negli ultimi 34 anni e indicano che la recessione in corso potrebbe essere almeno tanto grave quanto quella degli anni '70. In termini di durata, la recessione attuale è già più lunga delle ultime due ('90-'91 e 2001, durata ciascuna 8 mesi) e potrebbe avvicinarsi e superare quelle degli anni '70 (73-75, 16 mesi),

Giovanna Mossetti

e '80 (81-82, 16 mesi). La durata media delle recessioni del secondo dopoguerra è stata di 10 mesi (dieci recessioni). In termini di profondità, le ultime due recessioni sono state particolarmente moderate e il PIL non è mai stato negativo in media d'anno; nelle recessioni precedenti, la contrazione più ampia in un anno è stata nel 1982 (-1,9%); in termini di crescita tendenziale, nelle recessioni tra il 1950 e il 2000, al minimo del ciclo la contrazione tendenziale si aggravava fra -1 e -3% (con l'esclusione della breve recessione del 1969-70).

La grande moderazione è finita



Fonte: Ecwin, Intesa Sanpaolo

Cicli USA

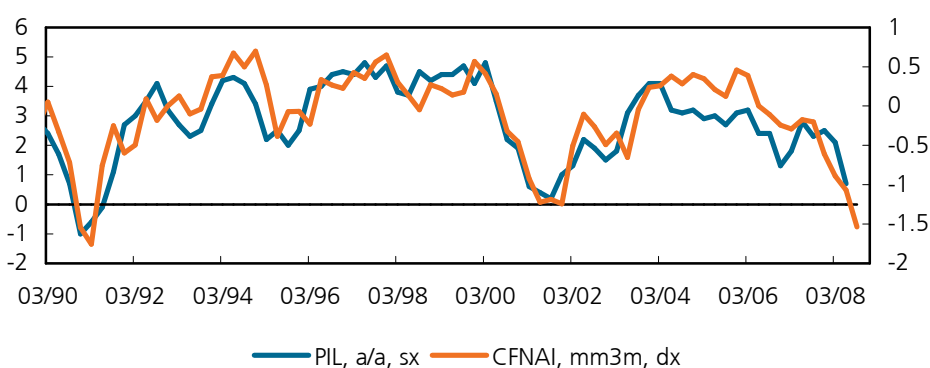
Cicli economici		Contrazione Da picco a minimo	Espansione da minimo a picco
Picco	Minimo		
<i>(trimestri in parentesi)</i>			
Luglio 1953(II)	Maggio 1954 (II)	10	45
Agosto 1957(III)	Aprile 1958 (II)	8	39
Aprile 1960(II)	Febbraio 1961 (I)	10	24
Dicembre 1969(IV)	Novembre 1970 (IV)	11	106
Novembre 1973(IV)	Marzo 1975 (I)	16	36
Gennaio 1980(I)	Luglio 1980 (III)	6	58
Luglio 1981(III)	Novembre 1982 (IV)	16	12
Luglio 1990(III)	Marzo 1991(I)	8	92
Marzo 2001(I)	Novembre 2001 (IV)	8	120
Dicembre 2007 (IV)			73
Media, tutti i cicli			
1854-2001 (32 cicli)		17	38
1854-1919 (16 cicli)		22	27
1919-1945 (6 cicli)		18	35
1945-2001 (10 cicli)		10	57

Fonte: NBER

Le previsioni per questo ciclo sono particolarmente incerte per via del malfunzionamento dei mercati finanziari, che blocca il meccanismo di trasmissione della politica monetaria, e della mancanza di dettagli sulla manovra di politica fiscale che verrà attuata dalla nuova amministrazione Obama. Ipotizziamo un intervento fiscale complessivo di 700-800 mld, con misure per circa 400-500 mld nel 2009, 100-150 mld nel 2010 e il resto distribuito sul periodo 2011-14 (vedi sotto).

Nelle nostre previsioni la **crescita nel 2009 sarà pari a -1,3% nel 2009**, scandita da un 1° semestre ancora negativo, e da un 2° semestre in accelerazione grazie agli effetti della manovra fiscale. Il punto di minimo in termini di crescita tendenziale si dovrebbe toccare nella parte centrale dell'anno, con -2% a/a nel 2° trimestre, dovuto anche al risultato particolarmente favorevole del 2° trimestre di quest'anno. In termini di variazioni trimestrali, il peggio è in corso ora: il 4° trimestre dovrebbe registrare una contrazione di -4,1% t/t ann.

PIL in calo nel 2009



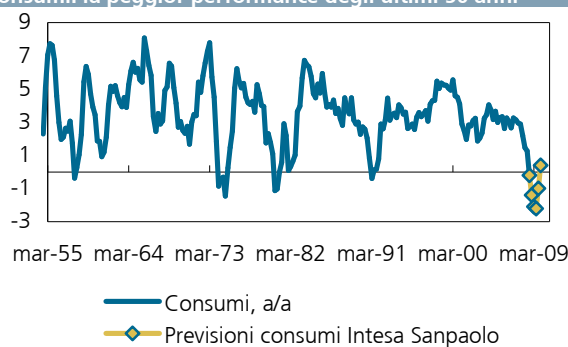
Fonte: Ecwin

I **temi principali** dello scenario 2009 saranno da un lato **l'enorme espansione del deficit federale**, dall'altro la **chiusura del deficit con l'estero**. Ancora una volta il fardello del debito americano si sposterà da una classe di agenti a un'altra, ma non si ridurrà. Il bilancio delle famiglie emergerà da questo ciclo ridimensionato, come avvenne alle imprese dopo lo scoppio della bolla degli anni '90. Il debito verso l'estero si ridurrà verso livelli "normali", con il deficit di partite correnti verso il 3% del PIL, dai picchi del 6,5% del 2005, grazie al calo delle importazioni e dei flussi di reddito da capitale in uscita. In compenso, il deficit nel 2009 toccherà livelli straordinari, probabilmente superiori a 2 tln di dollari (inclusendo le uscite del programma di ricapitalizzazione delle banche).

Nel trimestre in corso e nella prima metà del 2009, l'unica componente positiva della domanda aggregata sarà la spesa pubblica, con investimenti (fissi e scorte) e consumi negativi e un contributo atteso dal canale estero circa nullo. Gli **interventi di politica fiscale saranno la chiave** per prevedere la profondità e la durata della contrazione della crescita l'anno prossimo. Le previsioni dovranno essere riviste quando verranno fornite maggiori informazioni sulla manovra fiscale di inizio 2009.

I **consumi** in questo ciclo vedranno la peggiore performance del secondo dopoguerra. La restrizione del credito, il calo della ricchezza netta e il massiccio deterioramento del mercato del lavoro resteranno elementi dominanti nonostante la ripresa del reddito reale iniziata con il rientro dell'inflazione in autunno e il recente calo dei tassi sui mutui. I consumi dovrebbero calare nel 4° trimestre a un ritmo simile a quello visto nel 3° (-3,9% nel 4°, dopo -3,7% nel 3°); con il 1° trimestre a -1,8% t/t ann., per poi risalire gradualmente nel corso dell'anno, segnando una contrazione complessiva di -1,2% in media d'anno. Il calo dei tassi sui mutui, visto a partire dall'annuncio di acquisto di titoli delle agenzie da parte della Fed a metà novembre, potrebbe liberare reddito disponibile per le famiglie attraverso i rifinanziamenti, anche se probabilmente non si vedrà un aumento dell'offerta di credito da parte delle banche. Su un totale di mutui esistenti nel 3° trimestre pari a 11 tln, le famiglie hanno pagato interessi pari a 690 mld di dollari (un tasso medio del 6,25%). I tassi sui mutui a 15 e 30 anni sono scesi di 100pb dal picco di fine ottobre. Ipotizzando che il 10% dei mutui venga rinegoziato e che il calo visto finora sui tassi diventi permanente, per le famiglie si libererebbero circa 10 mld di reddito (0,1%). Per quanto riguarda la benzina, questa voce pesa per il 2,1% dei consumi. Il calo dei prezzi dei carburanti nel trimestre in corso libererebbe un ulteriore 0,6% di reddito. Tuttavia il mercato del lavoro in caduta libera e la restrizione del credito da parte delle banche potranno essere compensati solo in parte dagli effetti positivi citati sopra. Il tasso di risparmio dovrebbe salire ancora nel 1° trimestre e stabilizzarsi intorno al 4,5% nel resto dell'anno, ritornando sui livelli visti nel periodo post-bolla *dotcom*. Sarà necessario un intervento fiscale per riportare i consumi su una dinamica positiva nel 2° trimestre 2009.

Consumi: la peggior performance degli ultimi 50 anni



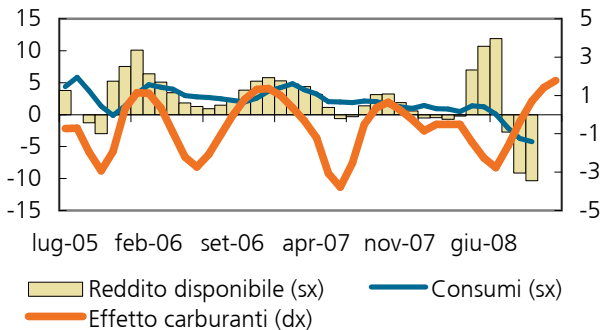
Fonte: Ecowin

Due bolle in dieci anni: lezioni per il futuro?



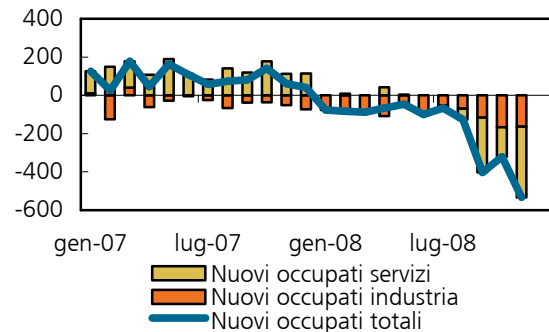
Fonte: Ecowin

Il calo dell'inflazione non può compensare...



Fonte: Ecowin

... il calo dell'occupazione

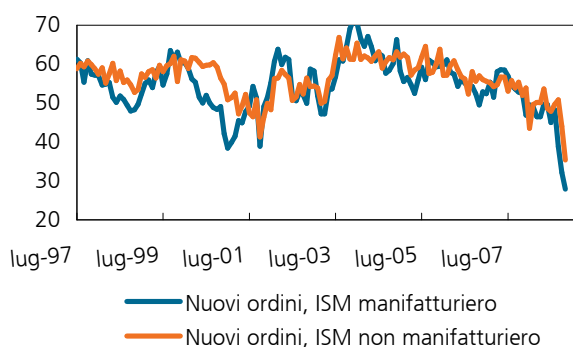


Fonte: Ecowin

Il peggioramento dei mercati finanziari e l'ulteriore restrizione del credito avvenuti dopo il fallimento di Lehman hanno indotto un marcato deterioramento della situazione delle imprese: gli indici di fiducia sono crollati, con enormi contrazioni delle componenti ordini e occupazione. Le indagini presso le imprese riportano intenzioni diffuse di riduzione dei piani di investimento e dei livelli di occupati. Gli effetti sul **mercato del lavoro** si sono già visti con il peggior dato di occupati degli ultimi 34 anni e con una perdita di posti di lavoro di più di 1 milione di unità negli ultimi tre mesi. Anche ipotizzando cali di occupazione più contenuti rispetto al record di novembre, lo scenario del tasso di disoccupazione è in aumento per tutto il 2009, e dovrebbe toccare l'8% a fine 2009.

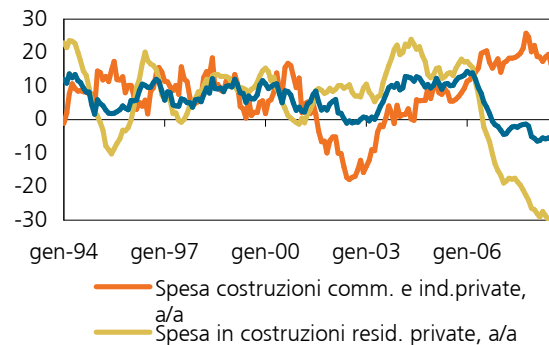
Per quanto riguarda gli **investimenti fissi delle imprese**, il 2009 dovrebbe registrare una contrazione complessiva del 5,5%. A partire dal 4° trimestre 2008, dovrebbe iniziare il calo degli investimenti in strutture, che erano rimasti in crescita fino al 3° trimestre e avevano contribuito a mantenere positiva la dinamica complessiva degli investimenti delle imprese per il 2008 (previsione: 2,8%). Nel 2009, gli investimenti in strutture dovrebbero calare del 9%, dopo un +10,8% atteso per l'anno in corso. Gli **investimenti in macchinari** vedranno un secondo anno di contrazione, con un calo del 2% nel 2008 seguito da un calo atteso del 5% nel 2009.

Ordini in caduta libera preludono a un calo degli investimenti in macchinari



Fonte: Ecowin

Attese di contrazione degli investimenti in strutture



Fonte: Ecowin

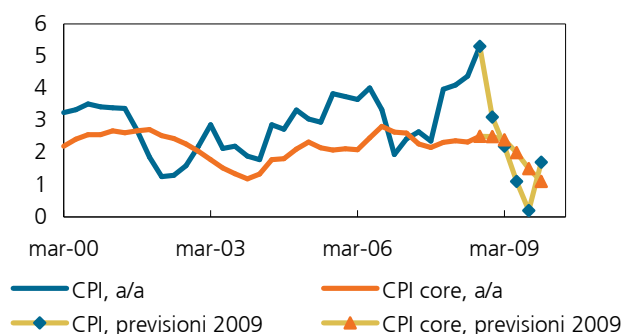
Gli **investimenti residenziali** resteranno negativi per il 4° anno consecutivo. I dati sui cantieri del mese di novembre inducono una nuova revisione verso il basso alle previsioni per l'anno prossimo, dovuta a un 4° trimestre in peggioramento rispetto al 3° e a altri tre trimestri negativi nel 2009. Dopo il -21% atteso per il 2008, il calo dovrebbe essere a -13% nel 2009, con una ripresa nell'ultimo trimestre dell'anno. Le vendite di case esistenti sono ormai stabilizzate da

quasi dodici mesi, ma le scorte di case invendute non scendono, gonfiate dal numero crescente di case pignorate. Il calo dei prezzi delle case dovrebbe terminare con la fine del 2009.

Il **canale estero** che ha contribuito ampiamente alla crescita nell'ultimo anno vedrà un netto ridimensionamento. Le esportazioni dovrebbero aumentare di un magro 1,6% nel 2009, dopo +8% nel 2008, con i primi due trimestri in contrazione. Le importazioni dovrebbero segnare il secondo anno consecutivo di calo, scendendo dell'1,2% nel 2009. Il risultato di questo scenario è una chiusura attesa della bilancia commerciale, e un ritorno del deficit di partite correnti al 3% del PIL già a inizio 2009, sui livelli del 1999.

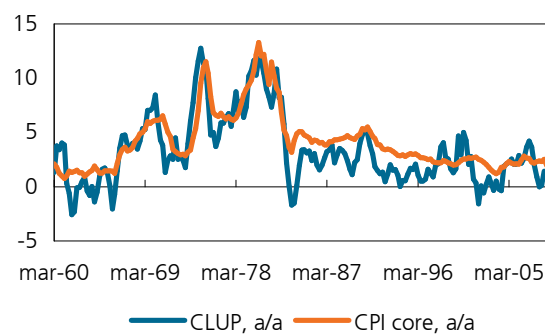
L'**inflazione** scenderà rapidamente nella prima metà dell'anno e potrebbe essere negativa nel 3° trimestre. Non ci sono indicazioni per un periodo di deflazione duraturo. L'inflazione *core* scenderà più lentamente, toccando l'1% a fine 2009, spinta da un *output gap* crescente.

L'inflazione core scenderà sotto il livello desiderato dalla Fed...



Fonte: Ecowin, elaborazioni Intesa Sanpaolo

... spinta verso il basso dalle risorse inutilizzate



Fonte: Ecowin

La **politica fiscale** è la chiave di volta delle previsioni 2009. La nuova amministrazione annuncerà un piano di intervento fiscale di dimensione senza precedenti dal secondo dopoguerra. L'obiettivo è avere abbastanza dettagli pronti per inizio gennaio, in modo da permettere una discussione in sede legislativa quando si insedierà il nuovo Congresso. Camera e Senato potrebbero iniziare a valutare le misure in modo che il Presidente possa firmare una legge poco dopo l'insediamento (20 gennaio). Sulla base delle informazioni (relativamente scarse) disponibili a oggi, riteniamo probabile che il **pacchetto Obama possa essere di circa 800 mld**. Le misure saranno su base pluriennale: ipotizziamo che su circa 800 mld totali, per il 2009 le misure potrebbero ammontare a 400-500 mld, suddivisi in 4 voci: **riduzioni di imposta** (via payroll tax o imposta sui redditi), **misure contro-cicliche** (sussidi, assistenza), **sostegno agli stati**, **spesa per infrastrutture**. Sul 2010 potrebbero andare 150 mld e il resto sarà distribuito nel periodo 2011-14. Una parte consistente della spesa per infrastrutture cadrà sul periodo 2010-11 sostenendo la ripresa (moltiplicatore della spesa stimato a circa 1,6).

Nell'ultimo mese si era creato un consenso in Congresso contrario a nuovi **interventi sulle imposte**, alla luce degli scarsi risultati del pacchetto attuato in primavera e dell'efficacia più ridotta dei tagli delle imposte per dollaro stanziato. Inoltre Obama aveva in programma una ristrutturazione delle imposte con una riduzione del carico fiscale sui redditi medio-bassi e una riforma duratura potrebbe richiedere una discussione lunga in Congresso. Le esperienze del passato vedono l'efficacia misurata dei tagli delle imposte in un *range* compreso fra 0,3 e 0,6 per dollaro di intervento. Tuttavia sta tornando a prendere piede l'ipotesi di una manovra in parte ancora incentrata sulle imposte poiché è lo strumento più rapido. Una proposta recente sostenuta da diversi economisti è la possibilità di attuare una sospensione di qualche mese della *payroll tax* (contributi previdenziali e assistenziali pagati da lavoratori e imprese), che avrebbe il

vantaggio di essere immediatamente attuabile con effetti visibili sulle buste paga mensili. La *payroll tax* è una ritenuta del 6,2% sul reddito da lavoro (con un contributo uguale pagato dal datore di lavoro) e dell'1,45% per fondo sanitario (pagato solo dal lavoratore). Nel periodo transitorio in cui fosse in atto la "vacanza tributaria", il Congresso potrebbe discutere con maggior calma una riforma più approfondita delle aliquote (inclusa la sistemazione del problema dell'Alternative Minimum Tax), da rendere efficace a partire dal 2010, quando fra l'altro finiranno gli effetti dei tagli delle imposte di Bush, con un aumento delle aliquote sui redditi più elevati e delle imposte sui *capital gains*. Il rialzo delle imposte per i redditi alti sarebbe "automatico" (i tagli scadevano nel 2010) e non richiederebbe un voto da parte del Congresso.

Gli stati stimano che il deficit del 2009 raggiungerà i 97 mld di dollari complessivamente. Per legge non possono esserci **deficit a livello statale** per periodi prolungati: i disavanzi devono essere sanati con aumenti di imposte e/o tagli delle spese. La Fed ha ufficialmente detto attraverso una lettera di Bernanke, che la banca centrale non può prestare agli stati o comprare loro obbligazioni e ha indicato che il problema dei deficit statali deve essere discusso con il Congresso per ottenere eventuali aiuti finanziari. Ipotizziamo che il pacchetto fiscale introduca un ampio trasferimento agli stati che copra almeno in parte il deficit atteso (circa il 50%). Il moltiplicatore stimato dei trasferimenti statali equivale a quello della spesa pubblica (stima di Moody's, 1,6).

La conferenza dei Governatori degli Stati aveva suggerito **misure contro-cicliche** di assistenza e previdenza per 62,7 mld di dollari, da suddividere fra aumento dei sussidi di disoccupazione, contributi per assistenza sanitaria a famiglie con reddito medio-basso, sostegno agli studenti. Questa voce comparirà probabilmente nella manovra con la possibilità di inserire misure per contribuire alla rinegoziazione dei mutui

Una voce importante della manovra sarà incentrata sulle **infrastrutture**. Anche ipotizzando una parte consistente di spesa infrastrutturale, solo una quota relativamente modesta del totale potrebbe avere un impatto sul 2009. I governatori degli Stati avevano identificato circa 50 mld attuabili in tempi brevi. Una proposta di stimolo fiscale votata alla Camera a ottobre e rivalutata a novembre includeva 50 mld di dollari di spesa per infrastrutture: secondo il CBO su questo totale, circa 10 mld avrebbero avuto un impatto sul 2009. Ipotizzando uno sforzo da parte dell'Amministrazione per trovare progetti già pronti da attuare e per accelerare la messa in opera di nuovi progetti, sul 2009 si può includere non più di 50-80 mld di spesa infrastrutturale, concentrati nella seconda parte dell'anno. Il resto avrà effetti sugli anni fiscali successivi.

Scenario fiscale 2009		
Deficit 2008 (mld)		453
Deficit % PIL		3,20%
Deficit "base" 2009 (mld)		750
Misure attuate (mld)		850
	- Tarp	700
	- Altro	150
Nuove misure (mld)		500
	- Ammortizzatori	80
	- Tagli fiscali	250
	- Infrastrutture	70
	- Trasferimenti agli stati	80
	- Prestito settore auto (per ristruttur.)	20
Deficit totale 2009 (mld)		2100
Deficit % PIL		14,4%
Memo:		
Crescita PIL reale 2009*		-0,90%

* previsione Intesa Sanpaolo

Fonte: CBO, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Lo scenario per il deficit 2009 diventa davvero eccezionale. L'anno fiscale 2008 si è chiuso con un deficit di 455 mld di dollari (3,2% del PIL). Il CBO stimava a inizio settembre che il deficit 2009 sarebbe stato pari a 438 mld di dollari (3% del PIL), con una crescita del PIL dell'1,1%. Nei primi due mesi dell'anno fiscale il deficit era già a 408 mld di dollari (+253 mld rispetto allo stesso periodo del precedente anno fiscale), includendo 191 mld derivanti dalle uscite del TARP. Il CBO ora suggerisce che le uscite del TARP non andrebbero contabilizzate in valore nominale, ma andrebbero incluse nel deficit sulla base del loro valore netto (con una correzione per il rischio): il CBO stima che la corretta contabilizzazione delle uscite a ottobre e novembre dovrebbe essere di 50 mld di dollari, anziché di 191 mld.

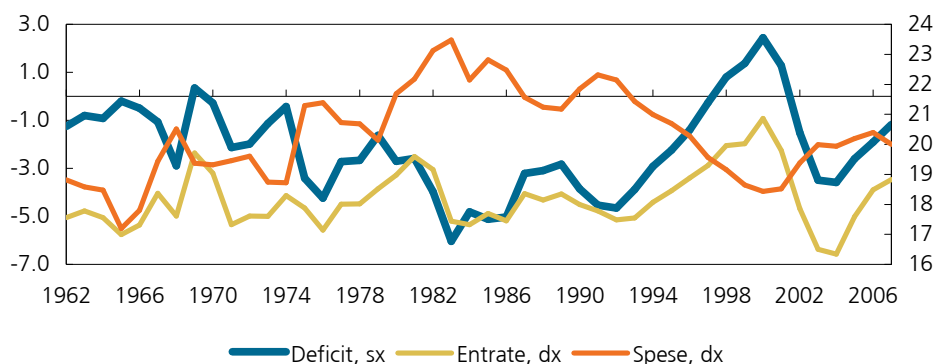
Astraendo dalle misure approvate e da attuare con effetti sul 2009, lo scenario del prossimo anno vedrebbe un deficit a 750 mld di dollari (5% del PIL), considerando in modo prudentiale gli effetti della recessione su entrate e uscite. A questa base si aggiungerebbero quindi:

- Misure già attuate per 850 mld. Troubled Asset Relief Program (700 mld) e altro (150 mld, fra cui la correzione dell'Alternative Minimum Tax per il 2009);
- Nuove misure. Stima del nuovo pacchetto per il 2009: 400-500 mld.

Portando così a prevedere un

- Deficit totale 2009 a 2 tln di dollari (14,4% PIL). La spesa per TARP è *una tantum* e potrebbe anche essere contabilizzata soltanto nel debito. Nel 2010 (ipotizzando ripresa economica) il deficit tornerebbe verso il 5% del PIL.

Deficit, spese e entrate federali in percentuale del PIL



Fonte: CBO

Politica monetaria: reflazione!

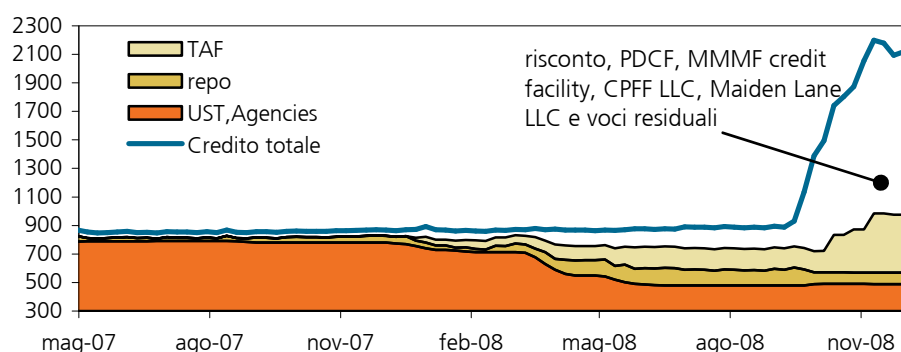
"Monetary policy defined as movements in short-term nominal interest rates is coming to an end, at least for now" (J. Bullard, St Louis Fed)

"Although further reductions of the current federal funds target of 1 percent are certainly feasible, at this point the scope for using conventional interest rate policies (...) is obviously limited. (...) The Fed could purchase longer term Treasury or agency securities on the open market in substantial quantities" (B. Bernanke, Federal Reserve Board)

La riunione del FOMC ha chiuso definitivamente la stagione della politica monetaria tradizionale, azzerando i tassi e indicando che i fed funds resteranno "eccezionalmente bassi per un certo tempo". La politica monetaria da ora in poi sarà attuata attraverso operazioni di mercato aperto

mirate a sostenere e ampliare la dimensione del bilancio della banca centrale. La riunione di dicembre ha solo ufficializzato quello che la Fed sta già facendo da mesi e confermato l'intenzione di influenzare la curva dei rendimenti attraverso acquisti a titolo definitivo di obbligazioni delle agenzie ed eventualmente del Tesoro.

Bilancio della Fed verso i 3 tln di dollari



Fonte: Ecowin. PDCF= primary dealer credit facility; CPFF = commercial paper funding facility; Maiden Lane= portafoglio titoli ex-Bear Stearns

Il comunicato sancisce la svolta della strategia di politica monetaria già intrapresa da settembre: 1) un **taglio dell'obiettivo** sui *fed funds* a un range compreso fra 0 e 0,25%; 2) l'indicazione che **i tassi di intervento resteranno bassi a lungo**; 3) l'impegno che la politica monetaria continuerà a essere condotta con **operazioni di espansione del bilancio** della banca centrale attraverso acquisti di titoli delle agenzie e forse del Tesoro. In una sola volta la Fed ha usato tutti gli strumenti, convenzionali e non, a sua disposizione per far fronte a uno scenario congiunturale in continuo, grave deterioramento. La decisione è stata presa all'unanimità. La valutazione dello scenario congiunturale prende atto di un diffuso netto peggioramento dall'ultima riunione, insieme alla riduzione delle pressioni inflazionistiche e segnala che la Fed userà "tutti gli strumenti disponibili" per garantire una crescita sostenibile e la stabilità dei prezzi.

1. Il **taglio dei tassi** ha seguito la logica adottata nell'ultimo anno dalla Fed, di agire aggressivamente, anticipando all'immediato interventi sui tassi che avrebbero potuto rendersi necessari successivamente. Dal punto di vista del costo dei fondi la decisione non ha particolare rilevanza, visto che il tasso effettivo sui *fed funds*, grazie all'abbondanza di liquidità, era già da tempo vicino al nuovo obiettivo della Fed. Questo spiega anche perché l'obiettivo non è più puntuale ma è un intervallo.
2. Il comunicato mira a controllare il livello dei rendimenti lungo la curva utilizzando la **comunicazione**. Lo scenario di crescita è peggiorato ulteriormente e l'inflazione scenderà ancora nei prossimi trimestri. Quindi, "il Comitato prevede che le condizioni economiche deboli probabilmente richiederanno livelli eccezionalmente bassi del tasso sui *fed funds* per un certo tempo".
3. La parte relativa agli strumenti non convenzionali non dà indicazioni nuove rispetto a quanto già emerso nelle ultime settimane, ma ufficializza lo spostamento di strategia della politica monetaria allo **stimolo quantitativo** in pratica già avvenuto nei mesi scorsi. La Fed afferma che userà operazioni di mercato aperto per "sostenere la dimensione del bilancio della Federal Reserve su un livello elevato". La dimensione del bilancio è già quasi triplicata negli ultimi mesi e si quadruplicherà con i programmi annunciati recentemente. Nei prossimi trimestri la banca centrale comprerà "grandi quantità" di titoli emessi e garantiti delle agenzie, come già annunciato. Inoltre, la Fed "sta considerando i potenziali benefici di acquistare titoli più a lungo termine del Tesoro". Il comunicato ripete che la Fed renderà

operativo a inizio 2009 il programma di Term Asset Backed Securities Loan Facility per allentare le condizioni del credito per famiglie e piccole imprese. Infine, il FOMC si impegna a "continuare a considerare modi per usare il proprio bilancio per sostenere ulteriormente i mercati del credito e l'attività economica".

L'obiettivo della banca centrale è quello di reflazionare l'economia e la Fed utilizzerà lo strumento principe di una reflazione: creare moneta. La Fed continuerà a far crescere la dimensione del proprio bilancio, impegnandosi ad acquistare obbligazioni delle agenzie ed eventualmente del Tesoro a titolo definitivo. Questa strategia sarà in atto per il futuro prevedibile. Resta da vedere se e quando la strategia della Fed avrà effetti sull'economia. Le decisioni straordinarie della riunione del FOMC aprono la strada a interventi altrettanto straordinari da parte della politica fiscale a inizio 2009.

Area euro – La crisi non è “endogena”, ma peserà su export e investimenti

- Contrazione del PIL nel 2009, ma di entità (-0,7%) inferiore a quella dei Paesi anglosassoni. Riteniamo che l'Eurozona non soffra di una crisi “sistemica” endogena ma degli effetti per così dire “indiretti” della crisi in termini di calo di fiducia e d’impatto su export e investimenti del rallentamento del ciclo economico mondiale. **Paolo Mameli**
- Inflazione in calo a 1,4% medio nel 2009 sotto l’ipotesi di un prezzo del Brent a 67 dollari al barile. Se il petrolio restasse a 40 dollari per tutto il 2009, l’inflazione scenderebbe a 0,6% in media d’anno (-0,4% a/a a luglio 2009).
- Il ciclo di allentamento monetario continuerà nel 2009. La BCE porterà rapidamente i tassi ufficiali al 2%, in attesa di verificare la trasmissione sull’economia dello stimolo monetario (e fiscale) e dell’avvio di “normalizzazione” dei mercati. Solo in caso di persistenza della crisi finanziaria la BCE potrebbe decidere di portare il tasso refi sotto il precedente minimo storico, e a quel punto non è da escludere che si possa arrivare all’1%.

Previsioni macro	2007	2008P	2009P	2008				2009P			
				1	2	3	4P	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti, a/a)	2,6	1,0	-0,7	2,1	1,4	0,6	-0,3	-1,1	-1,0	-0,7	0,0
- t/t				0,7	-0,2	-0,2	-0,6	-0,2	-0,1	0,1	0,2
Consumi privati	1,6	0,3	0,2	0,0	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,2	0,3
Investimenti fissi	4,2	1,4	-2,6	1,4	-0,9	-0,6	-1,1	-0,8	-0,6	-0,1	0,4
Consumi pubblici	2,3	2,0	1,8	0,3	0,8	0,8	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3
Esportazioni	5,9	3,3	1,0	1,7	-0,1	0,4	-0,2	0,4	0,5	0,2	0,5
Importazioni	5,4	3,2	1,2	1,6	-0,4	1,7	0,1	-0,2	0,2	0,6	0,8
Var. scorte (contrib., % PIL)	0,0	0,0	-0,5	0,2	-0,2	0,3	-0,2	-0,4	-0,2	0,1	0,0
Partite correnti (% PIL)	0,3	-0,1	0,1	-0,3	-0,2	-0,4	0,4	0,1	-0,1	0,3	-0,1
Deficit pubblico (% PIL)	-0,6	-1,4	-2,7								
Debito pubblico (% PIL)	66,3	66,7	68,1								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	2,1	3,3	1,4	3,4	3,6	3,8	2,4	1,8	1,2	1,0	1,6
Produzione industriale (a/a)	3,4	-0,7	-2,9	-0,1	-0,9	-1,2	-2,3	-0,3	-0,1	0,0	-0,2
Disoccupazione (ILO, %)	7,4	7,5	8,1	7,2	7,4	7,5	7,7	8,0	8,1	8,1	8,2
Euribor 3 mesi	4,28	4,65	2,77	4,52	4,86	4,98	4,24	2,90	2,77	2,70	2,73
EUR/USD	1,37	1,47	1,35	1,50	1,56	1,50	1,32	1,30	1,33	1,37	1,39

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

Fonte: EcoWin, Intesa Sanpaolo

Il PIL si contrarrà nel 2009, ma meno che nei Paesi anglosassoni

La previsione per l’area euro nel 2009 include una contrazione del PIL di -0,7% (da +1% del 2008), dunque meno profonda che nei Paesi anglosassoni, afflitti da una crisi sistemica con cause di natura “endogena”. Nell’area euro la flessione più profonda riguarderà gli investimenti, visti in calo a -2,6% nel 2009 (da +1,4% del 2008). Infatti le imprese, vista la contrazione dei margini e le deboli prospettive di domanda, già alla fine del 2008 hanno ridimensionato pesantemente i piani di investimento. L’altro canale di contagio della crisi internazionale riguarda l’export, previsto rallentare all’1% dal 3,3% di quest’anno. Anche l’import dovrebbe mostrare un rallentamento (all’1,3% dal 3,2% del 2008), ma nel complesso il commercio con l’estero fornirà un contributo negativo alla crescita dopo aver trainato il ciclo nel triennio 2006-08. Minori appaiono i rischi di contrazione per i consumi privati, che mostreranno una sostanziale stagnazione per il secondo anno consecutivo (a 0,2% da 0,3% precedente).

In sintesi, le imprese, attendendosi una domanda assai debole, stanno tagliando pesantemente i piani di produzione. In questo quadro, **non escludiamo che i consumi delle famiglie, pur rimanendo stagnanti, possano risultare meno negativi di quanto attualmente scontato dai**

Stimiamo una significativa contrazione di investimenti ed export nel 2009

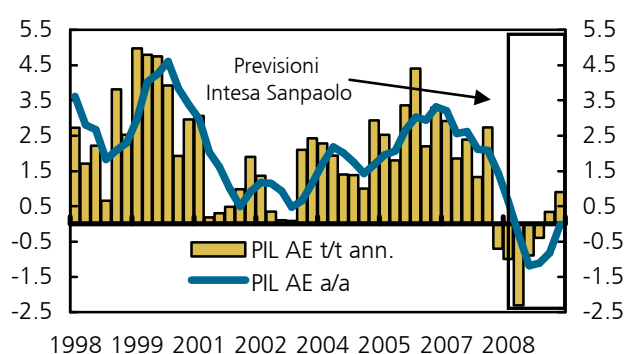
I consumi potrebbero risultare meno drammatici del previsto ...

produttori (dal che potrebbe derivare un assottigliamento delle scorte). Già i consumi nel 3° trimestre sono rimasti stabili rispetto al trimestre precedente, evitando una ulteriore contrazione dopo il -0,2% t/t dei mesi primaverili. Riteniamo che quel dato possa aver rappresentato il punto di minimo dei consumi privati, che nel periodo aprile-giugno sono stati affossati dall'erosione di potere d'acquisto dovuta all'impennata dell'inflazione. Questo fattore sta ora agendo potentemente in senso opposto, e ciò dovrebbe liberare potere d'acquisto che inizialmente potrebbe essere risparmiato ma che nel corso del 2009 potrebbe tramutarsi almeno parzialmente in maggiore spesa. Di conseguenza, a fronte di una previsione negativa per gli investimenti (-2,6% nel 2009 da +1,4% del 2008), stimiamo che i consumi possano mantenere il ritmo di crescita (vicino a zero) del 2008.

L'**occupazione** nell'area euro è calata dello 0,1% t/t nel 3° trimestre dell'anno (da +0,2% t/t precedente). Un segno negativo non si vedeva dal 1° trimestre 2004. I paesi che contribuiscono maggiormente a questo risultato sono Spagna e Portogallo, con una riduzione dell'occupazione rispettivamente di -0,8% t/t e di 0,7% t/t. Su base annua, rispetto al 3° trimestre del 2007, l'occupazione ha rallentato a 0,8% a/a da 1,3% a/a precedente. Il calo dell'indice PMI occupazione (a 44,4 da 45,4 nell'indice composito) è coerente con una crescita dell'occupazione nel 4° trimestre inferiore a 0,3% a/a. In sintesi, l'occupazione ha sì iniziato a rallentare ma il tasso di disoccupazione è ancora storicamente contenuto (7,7% a ottobre contro una media negli ultimi 15 anni di 9,1%) e la crescita dei redditi da lavoro non appare così drammatica da spingere i consumi in territorio ancor più pesantemente negativo di quanto registrato nel 2008.

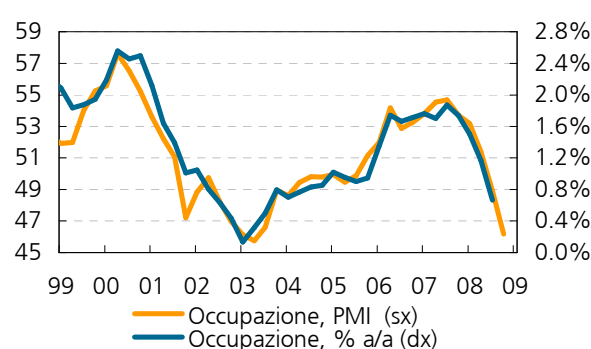
... in presenza di una disoccupazione ancora storicamente contenuta

Punto di minimo del ciclo tra fine 2008 e inizio 2009



Fonte: Eurostat, Datastream, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

L'occupazione ristagna, ma per ora resta sopra lo zero



Fonte: Eurostat, Markit, EcoWin, elaborazioni Intesa Sanpaolo

La crisi finanziaria pesa paradossalmente più sull'industria

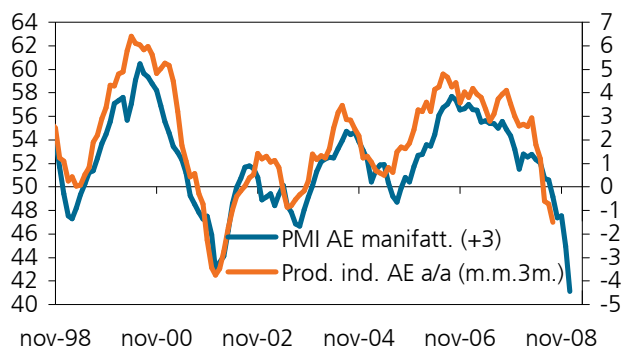
Tutti gli indicatori congiunturali segnalano l'approfondirsi della recessione nell'Eurozona, in particolare nell'industria. La produzione industriale è calata su base annua a ottobre a -5,3% a/a (corretto per i giorni lavorativi) ovvero poco sotto i livelli di fine 2001 e ai minimi da luglio '93. La contrazione più marcata su base annua è per i beni di consumo durevoli (-8,4% a/a), frenati dalla crisi del settore auto. Tra i maggiori Paesi, quelli che hanno sperimentato la flessione più accentuata sono, significativamente, quelli con i maggiori problemi "endogeni" ovvero Spagna (-12,8% a/a) e Irlanda (-10% a/a), segue a ruota la Francia con -7,5% a/a.

La recessione è particolarmente grave nell'industria

Verticale negli ultimi mesi è stato in particolare il crollo degli ordini di beni capitali tedeschi, che negli ultimi due anni erano stati il motore della crescita dell'industria europea anche grazie alla domanda dai Paesi a più alta crescita (Est Europa, OPEC, Asia). Gli ordini all'industria in Germania hanno subito un altro tracollo a ottobre (-6,1% m/m) dopo quello di settembre (-8,3% m/m). Si è trattato dell'undicesima contrazione negli ultimi dodici mesi. A picco in particolare gli ordini di beni capitali del resto dell'Eurozona (in flessione per il secondo mese consecutivo di oltre l'11% m/m e in calo del 38% a/a). Su base annua, gli ordinativi sono in

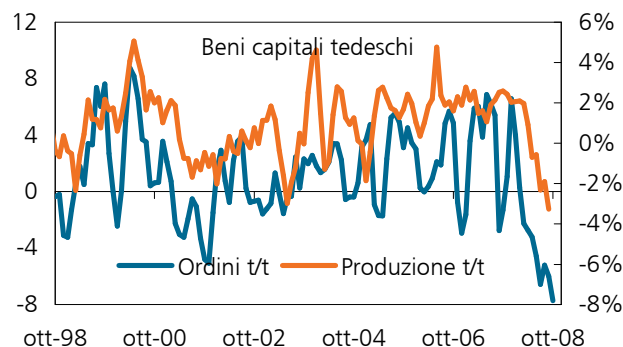
caduta libera, a -17,3% a/a (da -3% a/a), nuovo minimo storico da quando nel 1992 è iniziata la rilevazione della serie (il precedente minimo era stato toccato a -15,9% a/a a marzo 1993). Da notare che il calo degli ultimi mesi è stato verticale, visto che solo sei mesi fa gli ordini erano in crescita di +15,2% a/a.

Nel breve c'è ancora spazio per una contrazione della produzione industriale



Fonte: Eurostat, Markit, Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Gli ordini e la produzione di beni capitali in Germania sono in caduta libera



Fonte: EcoWin, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Anche il calo della fiducia delle imprese, guardando alle indagini PMI, è più marcato nell'industria che non nei servizi (l'indice PMI a dicembre è sceso a 34,5 nel settore manifatturiero e a 42 nei servizi). La circostanza che a essere maggiormente colpita (paradossalmente) dalla crisi finanziaria sia l'industria e non i servizi è un indizio del fatto che l'area euro non soffre di una vera e propria crisi "endogena" (non sembra in atto un vero e proprio fenomeno di razionamento del credito), bensì degli effetti per così dire "indiretti" della crisi internazionale in termini di calo di fiducia degli operatori economici e di contrazione della domanda mondiale.

Pertanto, **la recessione sarà più grave in Paesi più dipendenti dall'industria (e dall'export) come Germania e Italia (nostre stime sul PIL 2009: -1,1% in entrambi i casi), mentre la Francia è maggiormente sostenuta dai consumi interni (nostra stima: -0,3%). Un discorso a parte vale per la Spagna**, negli ultimi anni "locomotiva" della crescita grazie a una domanda interna gonfiata dalla bolla speculativa sul mercato immobiliare, che oggi si sta sgonfiando con pesanti ricadute "sistemiche". Anche in Spagna, come in Germania e Italia, ci attendiamo un PIL a -1,1%.

Sulla base dei dati sulla produzione (in rotta per un calo di oltre il 2% t/t), visto che non è lecito attendersi un significativo rimbalzo negli ultimi due mesi dell'anno, il PIL area euro nel 4° trimestre potrebbe calare ancora a -0,6% t/t (da -0,2% t/t dei due trimestri precedenti). **Il trimestre in corso potrebbe rappresentare un punto di minimo del ciclo in termini di PIL trimestrale, ma per il ritorno a una crescita annua positiva occorrerà probabilmente aspettare l'ultimo trimestre del prossimo anno.** Anche sulla base di una parte finale del 2008 molto negativa, rivediamo dunque al ribasso, a -0,7%, la nostra stima sul PIL area euro nel 2009. **La crescita tornerà in positivo solo nel 2010 (1,2%), rimanendo comunque al di sotto del potenziale.**

Gli indicatori di breve termine puntano tutti verso il basso

Tutte le indicazioni provenienti dai più importanti *leading indicators* di breve termine, e cioè PMI e indici della Commissione Europea, puntano ancora verso il basso, segnalando un approfondirsi della recessione.

Ciò segnala che a pesare è più il rallentamento della domanda che non la crisi finanziaria

La fine del 2008 potrebbe rappresentare il minimo del ciclo, ma il ritorno a una crescita positiva si avrà solo a fine 2009

Indicazioni di breve termine ancora negative ...

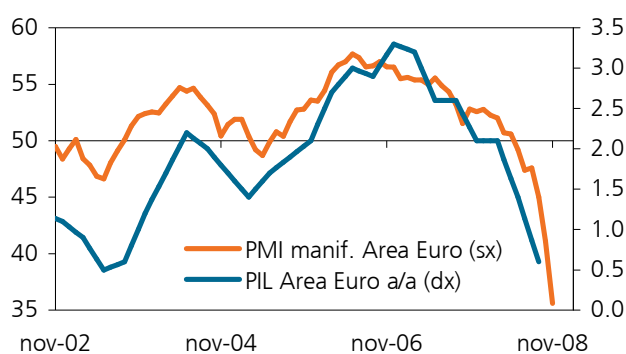
A dicembre si sono registrati nuovi minimi storici per **PMI manifatturiero** (a 34,5 da 45 di settembre), PMI servizi (a 42 da 48,4 di tre mesi prima) e PMI composito (a 38,3 da 46,9). Il fatto che la componente dei nuovi ordini risulti significativamente più depressa rispetto all'indice headline (in particolare nel manifatturiero, a 27,4) non è un segnale confortante in chiave prospettica. Il livello dell'indice dei nuovi ordini dall'estero (30,6) è coerente con una caduta delle esportazioni di beni di quasi il 20% a/a, il livello dell'output con una contrazione della produzione industriale di oltre il -7% a/a (ultimo valore: -5,3% a ottobre). **Il livello del PMI composito (38,3) è coerente con una contrazione del PIL per il 4° trimestre di -0,7% t/t.**

... in particolare da indagini PMI ...

L'indice di **fiducia della Commissione Europea** è sceso di 5,1 punti, a 74,9 da 80, a novembre. L'indice si porta così ai minimi da agosto 1993. La fiducia nell'industria scende a -25 da -18, con cali diffusi a tutte le componenti. Nei servizi, l'indice scende a -12 da -7, nelle costruzioni a -24 da -20, invariato invece l'indice relativo alla distribuzione al dettaglio. La fiducia dei consumatori scende a -25 da -24. Il calo della fiducia è diffuso a tutti i paesi europei in modo omogeneo, anche in termini di intensità. Il netto peggioramento della componente occupazione è in linea con quanto visto nelle indagini nazionali e prelude a un netto peggioramento della dinamica occupazionale nei prossimi trimestri. **L'indice della Commissione è coerente con una contrazione del PIL su base annua di entità superiore a -1% a/a** (ultimo dato al 3° trimestre: 0,6% a/a).

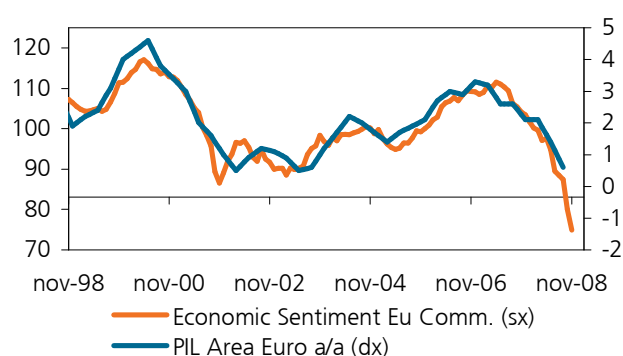
... e indici della Commissione Europea

Il punto di minimo del ciclo si avrà solo nel 2009



Fonte: Eurostat, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

La ripresa della domanda domestica sarà assai graduale



Fonte: Eurostat, Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

In sintesi, se il rallentamento dell'attività economica era iniziato nella scorsa primavera e dunque prima dell'avvitarsi della crisi finanziaria, c'è da osservare che, **dal fallimento di Lehman Brothers** (15/09) in poi, sembra essersi innescata una vera e propria **crisi di fiducia** (segnalata dall'accelerazione al ribasso in particolare degli indici di *business confidence*) che non potrà non avere pesanti ripercussioni sull'economia reale attraverso, soprattutto, un ridimensionamento degli investimenti delle imprese.

Riteniamo però che il ritmo di deterioramento della fiducia possa attenuarsi nei prossimi mesi, anzi riteniamo che tra la fine del 2008 e i primi mesi del 2009 gli indici anticipatori possano trovare una stabilizzazione attorno ai correnti minimi.

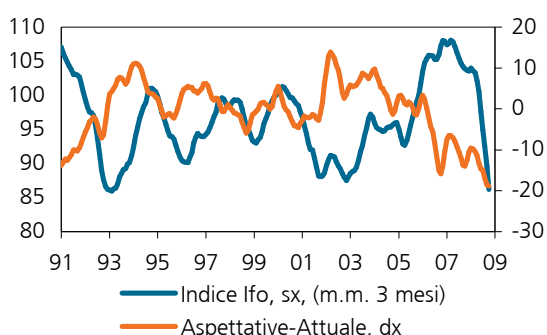
La crescita potrebbe tornare in positivo a fine 2009

Riteniamo sia più importante, più che valutare a quale profondità verrà raggiunto il punto di minimo del ciclo, anticipare correttamente il punto di svolta ovvero quando il peggio sarà alle spalle. Infatti, oggi tutti si attendono una prima metà del 2009 ancora negativa, l'interrogativo più interessante è se si possa materializzare una ripresa nella seconda metà dell'anno e dunque come si uscirà dal 2009 per entrare nel 2010. È anzi possibile, dato che la correzione recente di tutti gli indicatori è stata assai "repentina", che nel momento in cui si manifesti una ripresa essa possa essere altrettanto repentina.

Tutte le indicazioni congiunturali sono troppo pessimistiche per poter sperare in una ripresa a breve

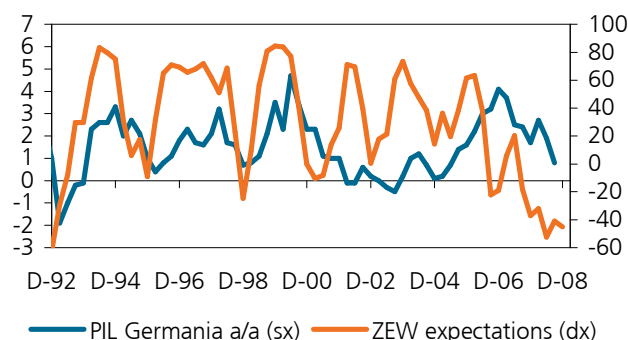
Come detto sopra, nessuno degli indicatori anticipatori di breve termine segnala ancora un punto di svolta per il ciclo europeo. Nemmeno il saldo tra indice delle aspettative e valutazione sulla situazione corrente dell'indagine IFO tedesca (tradizionalmente considerato un indicatore capace di anticipare i punti di svolta del ciclo) sembra segnalare alcuna inversione di tendenza. In sintesi, **tutte le indicazioni dagli indici congiunturali** (ad eccezione delle aspettative a 6 mesi nell'indagine ZEW, che tuttavia nella storia più recente non si è rivelato un corretto anticipatore del PIL) **sono troppo pessimistiche per dare supporto alla speranza di una ripresa nell'arco di qualche mese.**

Dal saldo tra aspettative e situazione attuale dell'indice IFO non arrivano segnali di ripresa nel breve termine



Fonte: Ifo, EcoWin, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'indice ZEW sembra aver toccato il fondo. Ma non si tratta di un buon previsore del PIL

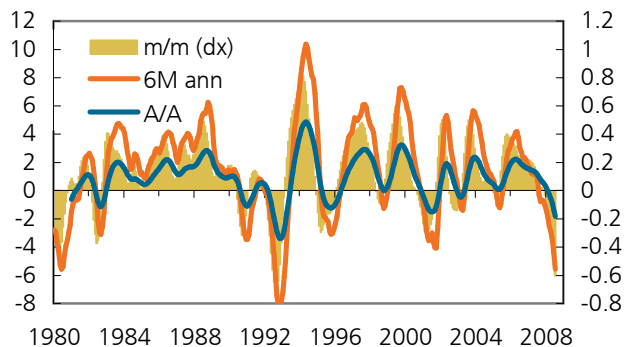


Fonte: Eurostat, Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

È dunque scontato che **la recessione durerà almeno ancora qualche mese.** Interessante a tal proposito analizzare le indicazioni sui punti di svolta del ciclo provenienti dal Leading Indicator dell'OCSE. Secondo questo indicatore, il ciclo ha toccato un "picco" a fine 2007, quando si è passati da una fase espansiva a una di rallentamento. Nella storia di questo indicatore, si può osservare che i mesi necessari per passare dal punto di massimo al punto di minimo di un ciclo (ovvero la "durata media" di una "recessione") sono 15. Da notare che la recessione dell'inizio degli anni '90 (in realtà un insieme di recessioni concatenate) durò ben 33 mesi. Sulla base di tali indicazioni, la "gola" del ciclo sarebbe marzo 2009 se la recessione in corso fosse una recessione in linea con la media storica. Certo, se quella in corso fosse una recessione "profonda" stile inizio anni '90, la "gola" sarebbe rimandata a settembre 2010.

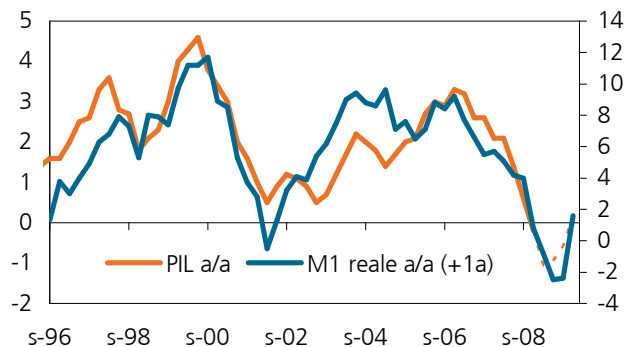
In base alla durata media dei cicli, un possibile punto di svolta potrebbe collocarsi nell'estate del 2009

Secondo il Leading Indicator dell'OCSE, la "gola" del ciclo potrebbe collocarsi a marzo 2009 in caso di recessione "media"



Fonte: OCSE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

La crescita di M1 reale segnala un possibile punto di svolta del ciclo a fine 2009



Fonte: BCE, Eurostat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Ma riteniamo che il punto di svolta del ciclo possa essere più ravvicinato e collocarsi nell'estate 2009 per due motivi: 1) la recessione di inizio anni '90 aveva causa "endogene" e fu dovuta a

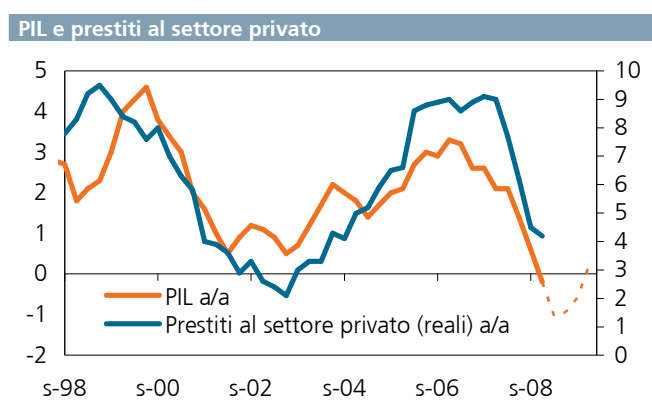
shock successivi (prima la riunificazione tedesca e poi le crisi valutarie che si susseguirono nel Vecchio Continente), mentre la crisi attuale non ha cause endogene ma derivanti dal contesto internazionale; 2) nel ciclo in corso, dopo appena 10 mesi dal "picco" il calo su base annua (o semestrale annualizzata) è già molto vicino alla "gola" della recessione anni '90. Vista la profondità della caduta, il rimbalzo potrebbe essere più ravvicinato.

Ma per prevedere i punti di svolta del ciclo a distanza non ravvicinata, più che agli indicatori di fiducia (necessariamente caratterizzati da valenza previsiva di breve termine), è preferibile guardare agli indicatori monetari, che possono arrivare ad anticipare il ciclo anche di diversi trimestri.

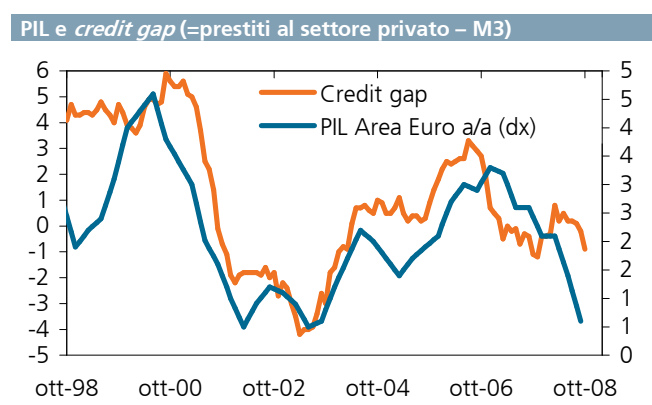
Le indicazioni più interessanti a questo riguardo arrivano dall'analisi dell'aggregato ristretto M1 (valutato in termini reali cioè al netto del CPI). La BCE ha dedicato un approfondimento³ proprio alle capacità previsive di M1 reale come anticipatore (con un ritardo di circa un anno) del PIL, precisando che il tasso di crescita reale di M1 (a -2,4% a/a a settembre) non è tanto un previsore accurato dell'ordine di grandezza del PIL, quanto dei punti di svolta del ciclo. Si nota anzi che, dagli anni '80 a oggi, **tutti i punti di svolta di M1 sono stati associati a punti di svolta (con un ritardo medio di un anno, tra 3 e 6 trimestri) del PIL** (peraltro, non tutti i punti di svolta del PIL sono stati anticipati da punti di svolta di M1). La correlazione è compresa tra il 66% e il 94%. È possibile che la serie di M1 sia distorta: 1) verso il basso dalla scarsa inclinazione della curva dei rendimenti da fine 2005; 2) verso l'alto dagli spostamenti di portafoglio del periodo 2001-03 (e probabilmente dalla crisi bancaria nell'ultimo trimestre). Pur con questi *caveat*, l'analisi di M1 reale, che ha mostrato un rimbalzo significativo tornando in territorio positivo nel trimestre in corso (grazie sia al rimbalzo di M1 che al calo dell'inflazione), sta dando un **segnale di ripresa (ovvero di ritorno in positivo su base annua) del PIL nel 4° trimestre del 2009**.

M1 reale dà indicazioni di ritorno in positivo della crescita a fine 2009

Altri indicatori monetari risultano coincidenti e non anticipatori. Abbiamo provato a testare la significatività come revisori del ciclo di altri indicatori monetari, tra cui M3 reale, i prestiti al settore privato (sempre in termini reali) o il cosiddetto *credit gap* ovvero la differenza tra prestiti al settore privato e M3 (proxy dell'eccesso di domanda di moneta). Tali indicatori mostrano una correlazione significativa col PIL ma danno segnali più "coincidenti" che anticipatori.



Fonte: BCE, Eurostat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo



Fonte: BCE, Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

³ "The informational content of real M1 growth for real GDP growth in the euro area", ECB monthly bulletin, October 2008

Quali fattori possono innescare la ripresa?

Tra i tanti shock negativi da cui è stata colpita l'economia nell'ultimo anno, si stanno materializzando anche fattori in grado di avere un non trascurabile impatto positivo sulla crescita.

1) Il più importante tra questi è un vero e proprio **contro-shock energetico** di proporzioni mai viste e di segno opposto rispetto allo shock che ha pesato sull'economia negli anni passati (e in particolare nel 2008). A riguardo, prendiamo in considerazione uno scenario in cui il prezzo del *Brent*, anziché salire dagli attuali livelli fino a una media di 67 dollari al barile per la media del 2009, rimanga costante per tutto l'anno prossimo a 40 dollari. **L'impatto sulla crescita**, a seconda che si consideri una simulazione sul modello *Oxford Economic Forecasting* o le elasticità in altri modelli ad equazioni simultanee, **è assai rilevante e compreso tra lo 0,4% e lo 0,8% del PIL**. Tenuto conto del fatto che l'incertezza attualmente gravante sullo scenario congiunturale sta inducendo una salita del tasso di risparmio, riteniamo che solo una parte del potere d'acquisto così liberatosi sarà speso e dunque scegliamo di collocarci sull'intervallo inferiore del range e cautamente sposiamo un impatto di 0,4% del PIL. In ogni caso, **si tratta del fattore positivo più importante dello scenario e che oggi rischia di essere sottostimato** (per inciso, l'impatto espansivo di tale contro-shock energetico è sicuramente più ampio di quello delle manovre fiscali che i vari Governi stanno cercando di mettere in atto).

Tra i fattori espansivi, il contro-shock energetico ...

2) Un altro importante fattore di stimolo viene dal calo dei **tassi di interesse**. A tal riguardo, abbiamo simulato nel modello *Oxford Economic Forecasting* uno scenario di tassi a breve più bassi rispetto allo scenario centrale. Gli scenari alternativi possono essere due: uno scenario in cui **la BCE porti il tasso refi all'1%** (anziché al 2% come nello scenario base) o uno in cui **lo spread Euribor-refi tornasse ai livelli medi storici** e cioè scendesse (dagli attuali 75pb) a 20pb ovvero alla media storica pre-crisi. In entrambi i casi **l'impatto sulla crescita sarebbe pari allo 0,3% del PIL**. Peraltro, a riguardo occorre dire che, poiché la discesa del refi (e dell'Euribor) è cominciata solo nel trimestre in corso, e poiché si stima un ritardo di 3-4 trimestri nella trasmissione dell'impulso dei tassi di interesse all'economia, **ben difficilmente gli effetti espansivi si vedranno prima della fine del 2009**.

... il calo dei tassi di interesse ...

3) L'altro **stimolo**, messo in atto dalle autorità di politica economica, oltre a quello monetario, è lo stimolo **fiscale**. Al riguardo, abbiamo simulato uno scenario in cui **gli Stati utilizzassero in pieno la flessibilità concessa dall'Unione Europea ovvero mettessero in campo piani fiscali in misura pari all'1,3% di PIL** (anziché lo 0,6% del PIL come risulta dai pacchetti anti-crisi approvati sinora, vedi *infra*). **L'impatto sulla crescita di tale maggior utilizzo della leva fiscale sarebbe dell'ordine dello 0,3% del PIL**.

... i piani di stimolo fiscale ...

4) Infine, minor rilevanza sembrano assumere in questa fase i movimenti del **tasso di cambio**. È vero che il tasso di cambio dell'euro nel 2009 dovrebbe essere più debole che nel 2008, ma tale assunzione è già implicita nello scenario-base, che vede un tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro a 1,35 nel 2009 contro 1,47 nel 2008. Visto anche il recente evolversi delle quotazioni dell'euro (salito a 1,46 contro dollaro dopo il maxi-taglio dei tassi deciso dalla Federal Reserve), l'impatto espansivo del deprezzamento del cambio (rispetto ai massimi di 1,60 toccati a metà 2008) sembra essersi ridotto e **oggi minori appaiono i rischi di avere nel 2009 un euro molto più debole rispetto allo scenario base**. Pertanto simuliamo un deprezzamento contenuto del cambio, a 1,30 contro dollaro anziché 1,35 come nello scenario centrale. L'impatto positivo sul PIL area euro sarebbe limitato allo 0,2% del PIL. Ma tale evento assume al momento una probabilità piuttosto contenuta. Anzi, **se il cambio restasse agli attuali livelli (1,46 contro dollaro) per tutto il 2009, ne deriverebbe un impatto negativo rispetto allo scenario-base di -0,4%**.

... e un euro più debole nel 2009 rispetto al 2008

Tra i tanti shock negativi anche fattori positivi ...

	Impatto sul PIL area euro
Prezzo del petrolio (brent costante a \$40)	+0,4%
Tassi di interesse (refi all'1% o Euribor-refi a 20pb)	+0,3%
Stimolo fiscale (piani fiscali per 1,3% del PIL)	+0,3%
Euro (EUR/USD a 1,30 anziché 1,35)	+0,2%

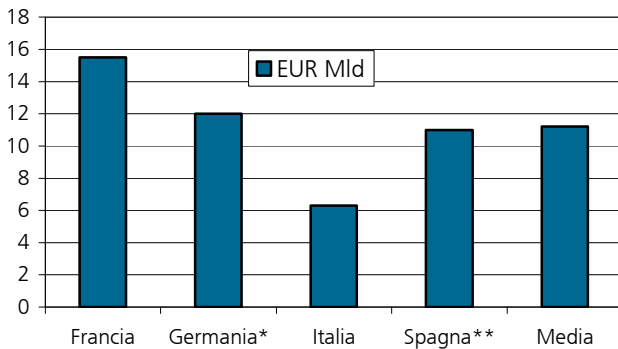
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su modello *Oxford Economic Forecasting*

I piani fiscali nell'Eurozona: ancora troppo poco...

Il piano della Commissione consente agli Stati un utilizzo di fondi pari a 170 miliardi ovvero l'1,3% del PIL (cui si aggiungono altri 30 miliardi ovvero lo 0,3% del PIL di finanziamenti europei). Francia e Spagna hanno utilizzato appieno la flessibilità concessa dell'UE. Germania e Italia hanno annunciato piani in grado di mobilitare risorse ingenti (rispettivamente 50 e 80 miliardi), ma il cui costo in rapporto al PIL su base annua è inferiore al mezzo punto percentuale.

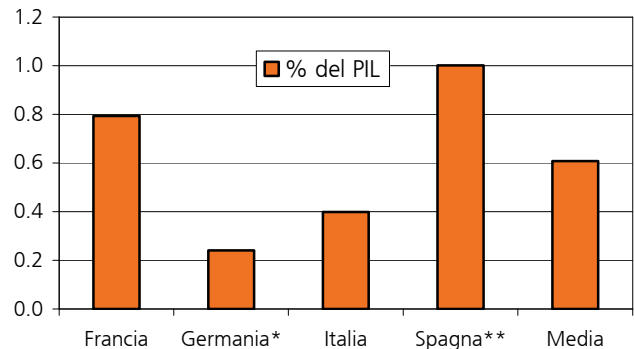
La portata delle misure

I piani fiscali anti-crisi nell'Eurozona (in miliardi di euro)



* l'incidenza in rapporto al PIL è calcolata tenendo conto che il piano agisce su due anni
** dalla sua rielezione nel marzo scorso, il Governo spagnolo ha già approvato un pacchetto complessivo da oltre 50 miliardi ovvero il 4,6% del PIL
Fonte: Intesa Sanpaolo su dati FT, Il Sole 24 Ore, fonti nazionali

I piani fiscali anti-crisi nell'Eurozona (in % del PIL)



* l'incidenza in rapporto al PIL è calcolata tenendo conto che il piano agisce su due anni
** dalla sua rielezione nel marzo scorso, il Governo spagnolo ha già approvato un pacchetto complessivo da oltre 50 miliardi ovvero il 4,6% del PIL
Fonte: Intesa Sanpaolo su dati FT, Il Sole 24 Ore, fonti nazionali

La **Commissione Europea** ha presentato il 26/11 un piano coordinato a livello europeo per rispondere alla crisi, che combina interventi decisi a Bruxelles con misure di competenza dei Governi nazionali, chiamato **"European Economic Recovery Plan"**. Il piano include un pacchetto fiscale pari a un totale di **200 miliardi ovvero l'1,6% del PIL, di cui 170 miliardi (1,3% del PIL) di competenza dei bilanci statali e 30 miliardi (0,3%) a carico della BEI**. Il piano prevede: 1) un vasto programma di investimenti pubblici in infrastrutture nel settore ambientale ed energetico, nella ricerca e sviluppo, in settori industriali chiave come le auto e le costruzioni (per i quali sono previste specifiche misure); 2) aiuti alle piccole e medie imprese (oltre 30 miliardi già stanziati dalla BEI, delega agli Stati per prestiti alle PMI, riduzione degli oneri contabili e amministrativi); 3) l'utilizzo dei fondi esistenti (6,3 miliardi per il 2009) per gli ammortizzatori sociali, inclusi programmi di riqualificazione dei lavoratori; 4) tagli fiscali in particolare sulle imposte indirette; la Commissione propone un'IVA ridotta sui beni e servizi a ridotto impatto ambientale collegati al settore delle costruzioni, l'avvio anticipato di un'IVA ridotta sui servizi a elevata intensità di lavoro e una riduzione dei contributi sociali sui redditi bassi, ma lascia ai Governi nazionali ampia flessibilità sulla materia; 5) garanzie o sussidi sui prestiti; la Commissione segnala di tollerare aiuti di Stato alle banche per supportare il buon funzionamento del settore creditizio. Il piano usa la massima flessibilità concessa dal Patto di Stabilità. In sostanza, la Commissione riconosce, date le circostanze eccezionali, non solo la possibilità di superare temporaneamente il 3% nel rapporto deficit/PIL, ma anche un periodo più lungo dell'usuale per riportare il disavanzo entro tale soglia.

Il merito delle misure: il piano della Commissione consente un utilizzo di risorse fino all'1,6% del PIL

La **Francia** ha annunciato un piano di stimolo fiscale di 26 miliardi (1,3% del PIL), incentrato sugli investimenti invece che sul sostegno ai consumi. In realtà, il pacchetto fiscale "core" sul 2009 ha un costo netto di 15,5 miliardi (lo 0,8% del PIL), e dovrebbe portare il deficit 2009 al 3,9%; l'impatto sul debito netto è maggiore (20 miliardi ovvero l'1% del PIL). Il pacchetto include tra l'altro: 1) un vasto programma di infrastrutture pubbliche e investimenti attraverso controllate statali come EdF; 2) crediti d'imposta, incentivi alle assunzioni e rimborsi fiscali più veloci per le imprese (inclusa la decisione di esentare dalle tasse societarie locali tutti gli investimenti fissi fatti entro il 2011, che dovrebbe consentire alle imprese di risparmiare un miliardo l'anno); 3) trasferimenti *una-tantum* da 200 euro alle famiglie a basso reddito; 4) incentivi alla rottamazione delle auto; 5) raddoppio dei prestiti gratuiti disponibili per gli acquirenti di nuove case e incentivi alle ristrutturazioni edilizie.

Interventi massicci sono stati decisi da Francia ...

La **Spagna** ha deciso a fine novembre, in conseguenza del piano europeo, uno stimolo aggiuntivo per l'economia pari a 11 miliardi ovvero l'1% del PIL, con l'obiettivo di creare 300 mila nuovi posti di lavoro. Di questi, 8 miliardi sono trasferimenti alle autorità locali per la costruzione e ristrutturazione di edifici pubblici come scuole e centri sportivi, 3 miliardi sono mirati a sostenere settori specifici come l'industria automobilistica (800 milioni) e l'ambiente (300 milioni). In totale, dalla sua rielezione nel marzo scorso, il Governo spagnolo ha già approvato un pacchetto complessivo da oltre 50 miliardi ovvero il 4,6% del PIL per stimolare l'economia (compresi rimborsi fiscali alle famiglie per 6 miliardi, che peraltro hanno avuto scarso impatto sui consumi, e aiuti specifici al settore immobiliare, che ha continuato a contrarsi pesantemente). Zapatero ha ammesso che il deficit nel 2009 supererà il 3% e potrebbe arrivare anche oltre il 4% del PIL. I rischi su questa previsione sono verso l'alto.

... e, in maggior misura, Spagna ...

In **Germania** il governo ha approvato un pacchetto di misure di stimolo comprendenti sgravi fiscali, incentivi per l'acquisto di automobili e spesa in infrastrutture che attiverebbe contratti per 50 miliardi di euro. Più nel dettaglio, le misure comprendono regole di ammortamento più generose per le imprese, incentivi per le ristrutturazioni edilizie a risparmio energetico, un aumento dei fondi per le infrastrutture pubbliche, la detassazione temporanea sugli acquisti di auto, incentivi per le imprese a trattenere i lavoratori. L'onere per il bilancio federale sarebbe di 12 miliardi di euro in due anni (su base annua, lo 0,25% del PIL). Il pacchetto fiscale è finora modesto, ma a metà dicembre sembra essersi creato un consenso per un pacchetto aggiuntivo di misure che verrà finalizzato a gennaio e che dovrebbe comprendere un ampio programma di infrastrutture pubbliche (fino a 10 miliardi) in diversi settori (dalla scuola alle telecomunicazioni), e Berlino starebbe anche considerando un taglio dei contributi obbligatori al sistema sanitario.

... mentre più limitati sono stati gli interventi decisi finora in Germania ...

In **Italia**, a seguito della riunione del G-20 di Washington, il Governo ha annunciato un intervento anti-crisi che mobiliterebbe risorse per 80 miliardi di euro (circa cinque punti di PIL) per fronteggiare la crisi. Di questi, oltre 16 miliardi (su 5 anni) sono gli investimenti in infrastrutture, che comprendono 12 miliardi di fondi già stanziati e finanziamenti europei e 4 miliardi di *project-financing* con partecipazione di capitali privati, mentre 40 miliardi (su 5 anni) deriverebbero dallo sblocco di fondi in compartecipazione europea in tema di ambiente, ricerca e sviluppo. Limitando l'analisi al 2009, il pacchetto fiscale "core" ammonta a poco più di 6 miliardi (lo 0,4% del PIL), che include: per le imprese la possibilità di pagare l'IVA per cassa, di dedurre ai fini IRES il costo del lavoro già considerato imputabile ai fini dell'IRAP, oltre a rimborsi fiscali più veloci e a un taglio agli acconti IRES dovuti a fine anno; per le famiglie la proroga della detassazione dei premi di produttività (non degli straordinari), l'aumento delle risorse per gli ammortizzatori sociali, la concessione di prestiti agevolati in favore dei nuovi nati per le famiglie numerose, bonus *una-tantum* e sconti sulle bollette energetiche per le famiglie a basso reddito, infine interventi sui mutui tra cui il tetto del 4% sui mutui a tasso variabile e l'indicizzazione dei nuovi mutui al tasso base BCE.

... e Italia

Nel complesso, pare di poter dire che trattasi di una "pioggia" di misure assai circoscritte, per le quali (ad eccezione del caso spagnolo) si fatica a trovare un disegno d'insieme. E' dubbio che misure così "mirate" a specifici settori industriali o gruppi sociali abbiano un impatto non trascurabile sulla fiducia della generalità delle famiglie/imprese. **Riduzioni generalizzate (anche temporanee) delle imposte sul reddito/contributi sociali o dell'IVA sarebbero state assai più efficaci nel sostenere la fiducia e la spesa.** Inoltre, per la maggior parte dei casi si tratta di piani pluriennali che avranno un **impatto non immediato sul ciclo.** In particolare l'attuazione del programma di infrastrutture è necessariamente lenta. Considerato che gli Stati hanno finora utilizzato meno della metà dei margini concessi dalla UE (lo 0,6% del PIL), e tenuto conto delle elasticità storiche, **l'impatto sulla crescita sarà pari a 0,2/0,3%, quindi non in grado di impedire una significativa flessione del PIL nel 2009.**

Una valutazione: troppo poco per invertire il ciclo

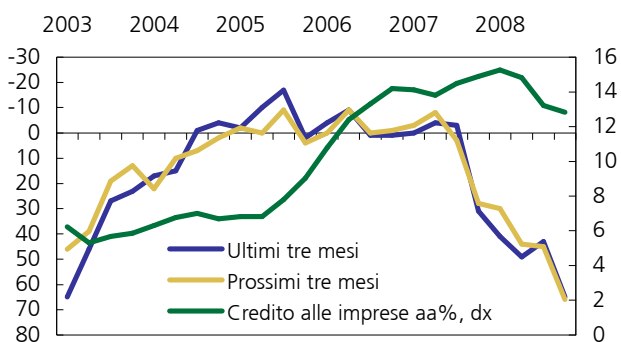
Non c'è credit crunch, ma il credito alle imprese comincia a rallentare

La crescita di M3 a ottobre è rimasta invariata a 8,7% a/a. In accelerazione M1, a 3,7% a/a da 1,2% a/a del mese prima; infatti **l'aggregato ristretto è in questa fase parzialmente distorto al rialzo** dalla preferenza per la liquidità indotta dagli effetti della crisi finanziaria (depositi overnight +0,7% a/a a ottobre da -0,1% di settembre). Ma l'indicazione più interessante è arrivata dalla controparte più ciclica di M3, i prestiti al settore privato, che hanno rallentato da una crescita di 8,5% a/a a 7,8% a/a (prestiti alle famiglie a 3,3% da 3,8%, alle imprese non finanziarie a 11,9% da 12,2%). Dunque **continua, sia pure in maniera molto graduale, il rallentamento dei prestiti al settore privato, e la decisa restrizione del credito segnalata dalle banche nell'ultima Bank Lending Survey anticipa un ulteriore rallentamento nei prossimi mesi.**

La Survey ha infatti segnalato una restrizione in particolare per i prestiti alle imprese. I motivi addotti dalle banche per la restrizione del credito rimangono quelli legati al ciclo, ma anche l'aumento del costo del finanziamento e i vincoli finanziari cominciano ad avere un impatto non trascurabile. Le imprese mostrano una domanda netta negativa di prestiti, guidata da un significativo calo per la domanda finalizzata a nuovi investimenti, mentre resta depressa la domanda per M&A e ristrutturazioni aziendali; l'unica domanda positiva viene dalle esigenze di ristrutturazione del proprio debito, dunque in un'ottica precauzionale finalizzata alla difesa della propria posizione di liquidità.

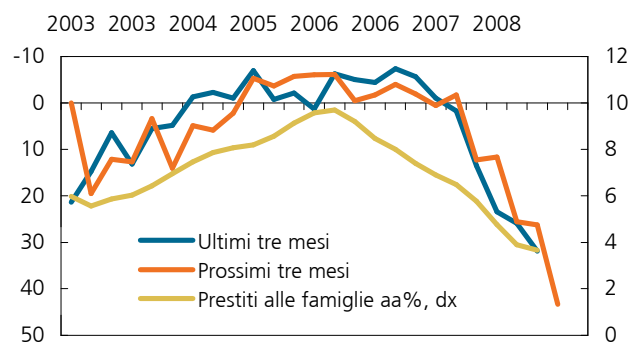
Anche per le famiglie si nota una restrizione del credito, anche se di entità inferiore a quella osservata per le imprese. I motivi addotti dalle banche sono l'indebolimento dell'attività economica e, nel caso dei mutui, il peggioramento delle prospettive per il mercato immobiliare, che spiega anche, assieme al calo della fiducia dei consumatori, la domanda netta di credito negativa da parte delle famiglie.

La restrizione dei criteri di credito comunicata dalle banche nell'ultima Bank Lending Survey provocherà un ulteriore rallentamento dei prestiti sia alle imprese...



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

...che alle famiglie



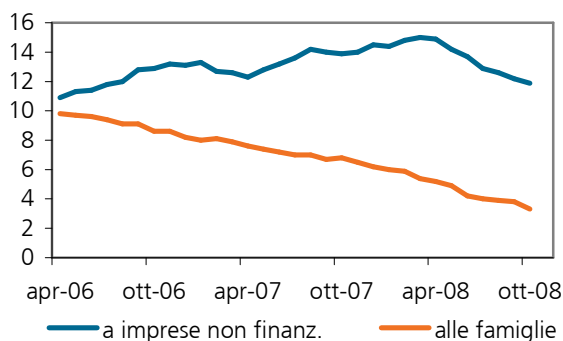
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La crescita dei prestiti alle famiglie si è ormai quasi arrestata. A riguardo, occorre osservare che trattasi dei prestiti alle famiglie rilevati presso i portafogli delle banche e che dunque sottostimano tale variabile in quanto non tengono conto della cartolarizzazione dei mutui, fattore divenuto non trascurabile negli ultimi anni. Comunque, anche tenendo conto di questo fattore, il *trend* per questa variabile non cambia.

Quanto alla crescita di M3, essa rimane sì elevata (ben superiore all'obiettivo ufficiale della BCE di 4,5% a/a), ma la stessa BCE ha di recente sottolineato più volte come **la scarsa inclinazione della curva dei rendimenti faccia sì che al momento M3 sovrastimi (e di converso M1 sottostimi) la liquidità in circolazione.** Queste distorsioni fanno sì che la BCE rivolga sempre più importanza non tanto al valore facciale di M3 quanto alla crescita della controparte più ciclica, quella dei **prestiti al settore privato**, che come detto hanno rallentato a ottobre a 7,8% a/a, **minimo da tre anni.** In particolare, mentre il trend di rallentamento dei prestiti alle famiglie (soprattutto mutui) è in atto da ormai diversi mesi (vedi grafico), solo ora comincia a vedersi un chiaro trend di rallentamento dei prestiti alle imprese, il che mostra che **l'aumento del costo del credito sta cominciando a riflettersi sulla dinamica dei prestiti in particolare alla clientela *corporate*.**

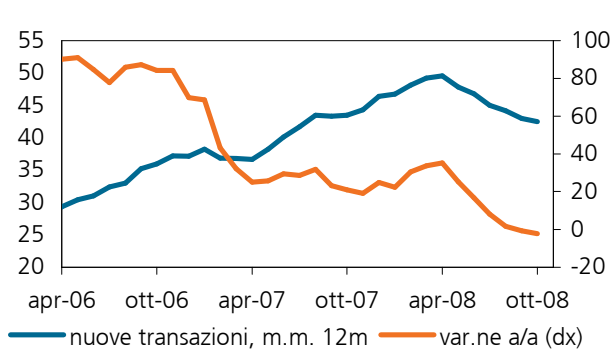
Inoltre, c'è da rilevare che le crescite annue non colgono appieno i fenomeni in atto in quanto si basano sull'evolversi degli stock di prestiti, rischiando così di dare un'immagine non aggiornata della situazione del credito. Se si considerano invece solo i flussi di nuovi prestiti (vedi grafico), il quadro è assai più preoccupante. **Già dalla scorsa primavera i nuovi prestiti alle imprese hanno cominciato a calare, e la crescita annua è arrivata ormai a una marginale contrazione dopo i ritmi di crescita assai brillanti degli ultimi due anni.**

Il rallentamento dei prestiti alle imprese è per ora marginale ...



Fonte: BCE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

... ma la dinamica dei soli nuovi flussi mostra un netto calo

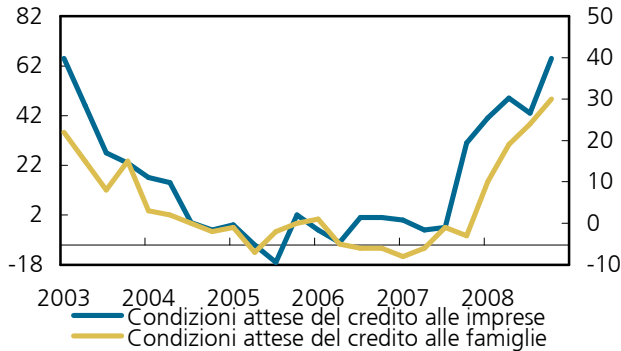


Fonte: BCE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Pesa l'aumento del costo dell'indebitamento, sia sui nuovi prestiti che sui prestiti in essere (vedi grafici), per la verità già in atto da un paio d'anni (in relazione ai passati aumenti dei tassi ufficiali decisi dalla BCE) ma in chiara accelerazione negli ultimi mesi. Da notare che i dati sono fermi ad agosto mentre l'acme della crisi è stato raggiunto in settembre e ottobre.

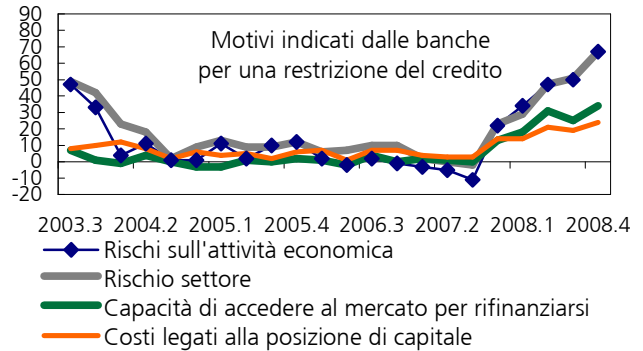
In prospettiva, riteniamo che l'incipiente rallentamento dei prestiti indotto dal restringimento delle condizioni di credito segnalato dalle banche e che solo ora comincia a essere trasferito in particolare alle imprese possa indurre nei prossimi mesi un significativo rallentamento di **M3**, che **potrebbe probabilmente già a partire dalla prossima primavera scendere sotto il target BCE (per la prima volta dal 1997).**

La Bank Lending Survey evidenzia una ulteriore restrizione del credito in particolare alle imprese



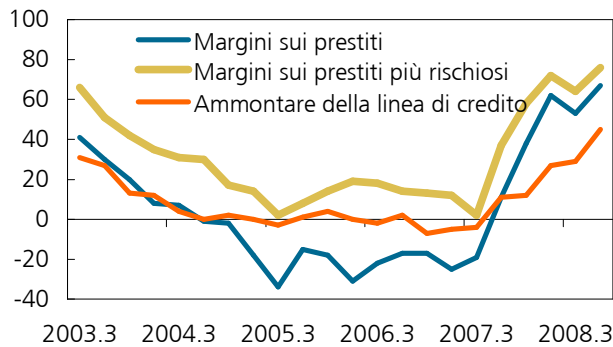
Fonte: ECB Bank Lending Survey, elaborazioni Intesa Sanpaolo

I motivi indicati dalle banche per la restrizione del credito riguardano più fattori ciclici che legati alla crisi finanziaria



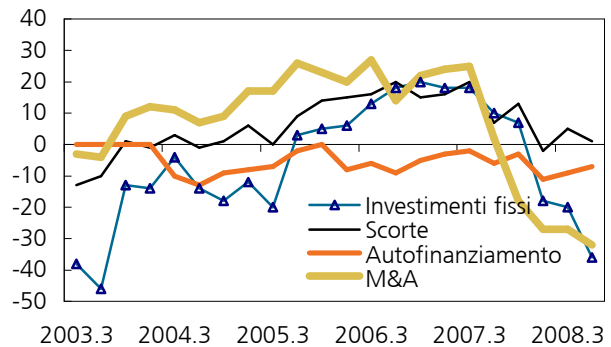
Fonte: ECB Bank Lending Survey, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Si nota una restrizione sia sul costo che sull'ammontare delle linee di credito alle imprese ...



Fonte: ECB Bank Lending Survey, elaborazioni Intesa Sanpaolo

... che si va riflettendo in una contrazione della domanda netta di prestiti da parte delle imprese



Fonte: ECB Bank Lending Survey, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Inflazione annullata dal contro-shock energetico

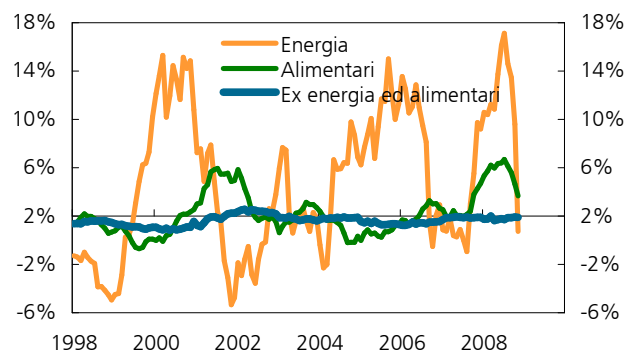
La nostra stima per il 2009 vede un'inflazione in calo all'1,4% dal 3,3% medio del 2008. La stima si basa su un'ipotesi di un prezzo del Brent in media a 67 dollari al barile. Se il petrolio restasse agli attuali livelli (poco sopra 40 dollari) per tutto il 2009, il CPI scenderebbe a 0,6% per la media del 2009 e a -0,4% a/a a luglio 2009. Anche l'inflazione core rimarrà sotto controllo grazie alla debolezza della domanda (output gap pesantemente negativo) e al deterioramento delle condizioni sul mercato del lavoro che attenua le pressioni salariali (il recente accordo IG Metall in Germania rassicura sull'inesistenza di effetti di seconda battuta).

Inflazione headline in calo ...



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

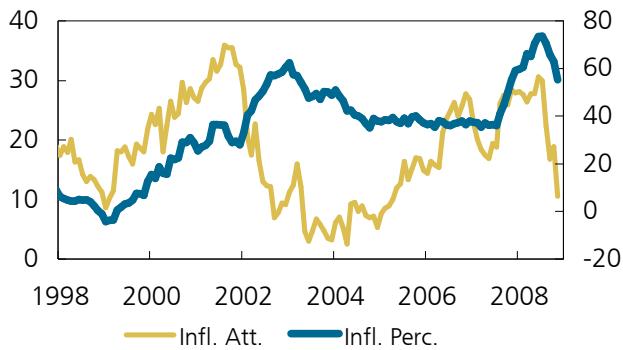
... grazie al rientro delle pressioni sulle esogene



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

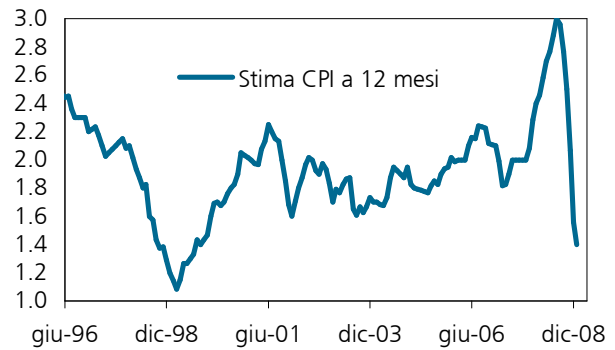
Negli ultimi mesi, non solo l'inflazione si è ridotta (al 2,1% a novembre dal massimo al 4% toccato tra giugno e luglio; particolarmente evidente la dinamica in Germania, dove l'indice armonizzato è sceso a novembre all'1,4% a/a), ma si è verificato anche un **significativo rientro delle aspettative inflazionistiche non solo degli economisti ma anche degli operatori economici**, visto che famiglie e imprese stanno cominciando a ritenere non transitori i recenti cali dei prezzi.

Inflazione sia percepita che attesa dalle famiglie in calo



Fonte: EU Commission, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Stime di consenso in netta diminuzione

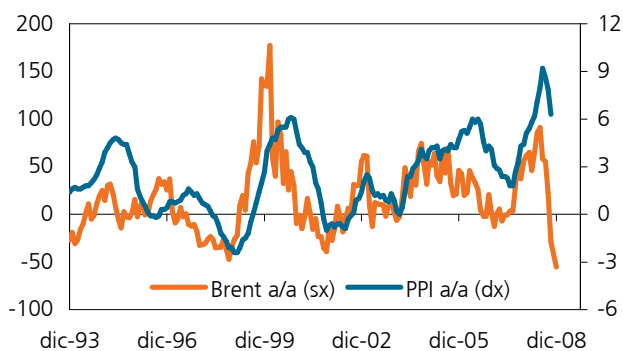


Fonte: Consensus Forecast dicembre 2008, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'inflazione al consumo nell'area euro ha toccato un massimo al 4% a/a tra giugno e luglio, in corrispondenza dei massimi storici toccati dalle quotazioni internazionali delle materie prime e del petrolio in particolare. Ma, **come è arrivata in maniera assai repentina e cioè in tempi e in misura straordinari, nello stesso modo l'inflazione da petrolio se ne sta andando**, e potrebbe non lasciare tracce significative in quanto i tanto temuti effetti di seconda battuta si sono dimostrati contenuti, lasciando l'inflazione al netto delle componenti volatili precisamente in linea con il target BCE (1,9% a/a a novembre).

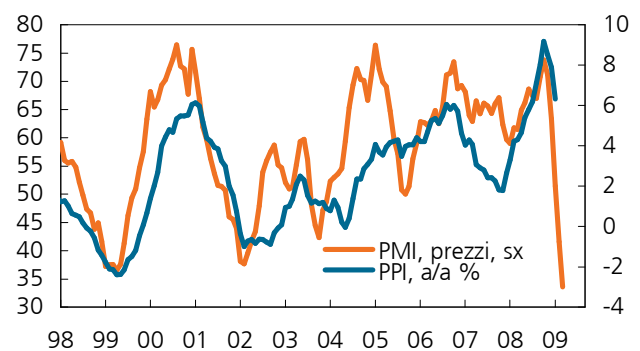
Almeno per tutti i prossimi 12 mesi **il trend di calo dell'inflazione continuerà sulla scia di due elementi: 1) il movimento delle commodities** e in particolare del petrolio ancora non si è riflesso pienamente sui dati dei prezzi, in quanto nell'Eurozona (assai più che nei Paesi anglosassoni) i prezzi energetici si trasmettono a valle (in particolare sulle tariffe) con un ritardo anche di 3-4 mesi; **2) la contrazione della domanda interna** che riduce le pressioni domestiche e che presumibilmente spingerà le imprese a ritoccare al ribasso i listini, come segnalano in maniera ormai univoca le *survey* delle imprese anche appartenenti a settori a bassa intensità energetica.

Il crollo del prezzo del petrolio deve ancora riflettersi sul PPI



Fonte: Bloomberg, Eurostat

Pressioni deflazionistiche a monte della catena produttiva



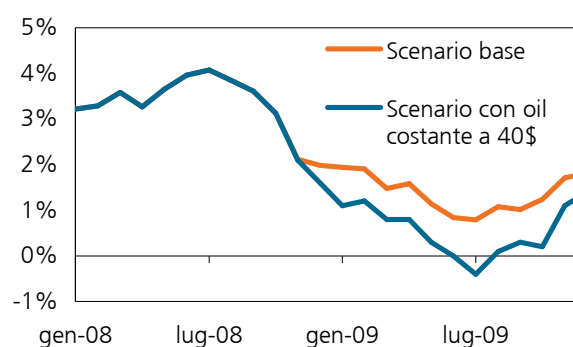
Fonte: Eurostat, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il nostro scenario centrale, che vede un prezzo del Brent a 67 dollari al barile e un tasso di cambio EUR/USD a 1,35 in media nel 2009, implica un CPI Eurozona all'1,4% l'anno prossimo (dal 3,3% di quest'anno). Si tratterebbe di un minimo dal 1999 ovvero per la prima volta in nove anni entro il target BCE. Ma, vista la notevole volatilità sui mercati finanziari, ci sembra opportuno effettuare delle simulazioni circa il possibile esito sull'inflazione area euro di scenari alternativi sulle quotazioni di petrolio e cambio. Nella tabella abbiamo preso in considerazione scostamenti rispetto alle nostre previsioni base su petrolio e cambio in modo tale da catturare gli scenari di prezzo del petrolio e tasso di cambio costanti ai livelli attuali (ovvero scostamenti dell'ordine del 40% per il petrolio e del 10% per il cambio). Ne deriva che **agli attuali livelli del prezzo del Brent (poco sopra i 40 dollari) e del cambio euro/dollaro (1,46) il tasso di inflazione l'anno prossimo potrebbe collocarsi allo 0,7%**. Il punto di minimo sarebbe raggiunto a luglio 2009 addirittura a -0,4% a/a (finora il punto di minimo dell'inflazione area euro – per la quale esiste una serie dall'inizio degli anni '90 – fu raggiunto tra novembre '98 e febbraio '99 a 0,8% a/a). **In uno scenario particolarmente favorevole, con il petrolio ai livelli attuali e un cambio che torni verso 1,20 (oppure con un prezzo del petrolio a 30 dollari), l'inflazione si avvicinerrebbe a zero in media d'anno** (ovvero rimarrebbe per diversi mesi in territorio negativo). Dunque, **esistono significativi rischi verso il basso** sulla nostra previsione di un'inflazione all'1,4% nel 2009.

Scenari alternativi sul CPI (valori medi 2009)			
	- 20% (1,21)	EUR/USD=1,35	+10% (1,48)
-40% (40\$b)	0,4%	0,6%	0,7%
Brent=67\$b	1,2%	1,4%	1,5%
+40% (94\$b)	2%	2,2%	2,3%

Fonte: simulazioni Intesa Sanpaolo

A prezzo dell'oil costante l'inflazione scenderà sotto zero

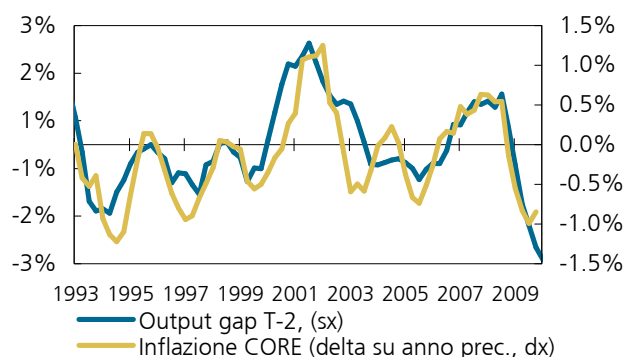


Fonte: Eurostat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Inoltre, i tanto temuti effetti di "seconda battuta", ovvero i rischi che i passati rincari energetici si scaricassero sui salari e quindi ponessero pressioni al rialzo anche sull'inflazione core (rimasta all'1,9% a/a, circa in linea col target BCE), non si stanno materializzando e semmai potrebbero essi stessi nei prossimi mesi causare rischi verso il basso sull'inflazione, vista l'inversione in atto dei prezzi energetici. Di fondamentale importanza al riguardo è stato l'accordo per il rinnovo contrattuale siglato tra il sindacato dei metalmeccanici tedeschi IG Metall e la controparte Gesamtmetall, in base al quale i lavoratori percepiranno aumenti salariali del 4,2% (in due *tranches*) su 18 mesi, oltre a una *una tantum* di 510 euro che coprirà i tre mesi da qui a gennaio. Il contratto era scaduto il 31 ottobre e il sindacato – che associa circa 3,2 milioni di metalmeccanici – aveva fatto richiesta di un aumento dell'8% che rappresentava la maggior richiesta da 16 anni. L'aumento annuo è dell'ordine del 3,1%, meno della metà della richiesta iniziale e in linea con il 3,2% del 2007-08 (anche se ben inferiore al 5,1% strappato dal settore pubblico a marzo). L'accordo è flessibile anche perché stabilisce che il secondo aumento da 2,1%, previsto ad aprile, può essere rinviato dalle imprese per un massimo di 7 mesi e le imprese possono anche cancellare una *una tantum* di 122 euro prevista nel settembre del 2009. La pendenza di un *round* importante di contrattazioni salariali in Germania rappresentava una delle residue preoccupazioni inflazionistiche della BCE, ma l'evoluzione recente segnala che **la crisi sta spostando pesantemente potere contrattuale dai lavoratori alle aziende e questo riduce decisamente le pressioni sui salari.**

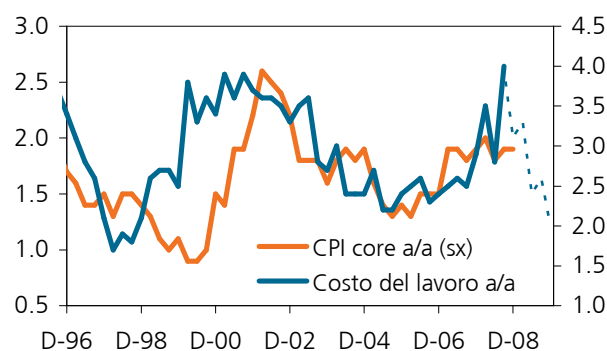
... e al mantenimento di un quadro di moderazione salariale

L'inflazione core sarà frenata dall'output gap negativo...



Fonte: Eurostat, simulazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

...e dal probabile rallentamento del costo del lavoro



Fonte: Eurostat, Bloomberg, previsioni Intesa Sanpaolo

BCE: rapidamente al 2%, poi *wait-and-see*?

Dopo i due tagli di mezzo punto decisi a ottobre e a novembre, il Consiglio Direttivo della BCE ha deciso di ridurre ancora a dicembre, stavolta di 75pb, il tasso minimo sulle operazioni di rifinanziamento, portandolo dal 3,25% al 2,50%. **Si tratta della maggiore riduzione dei tassi nella storia della BCE.** Anche il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sui depositi presso la Banca Centrale sono stati ridotti di 75pb, rispettivamente al 3% e al 2%.

Successivamente, il 18/12 la BCE ha deciso di tagliare il tasso sui depositi *overnight* delle banche commerciali, fissandolo a 1,5%, e di alzare il tasso marginale al 3,5%, in modo da riportare a 200 punti base il "corridoio" dei tassi (che era stato dimezzato a ottobre). Ciò al fine di accrescere il costo opportunità per le banche di tenere fondi parcheggiati presso la Banca Centrale. La BCE ha comunque ribadito che continuerà a fornire ammontari illimitati di liquidità a tasso fisso "fino a quando sarà necessario".

In merito al taglio dei tassi di 75pb di dicembre, Trichet ha affermato che in seno al Consiglio Direttivo c'è stato **consenso sulla decisione**. Trichet peraltro ha significativamente usato il termine "consenso" e non "unanimità", infatti la decisione appare il risultato di un compromesso tra chi chiedeva un taglio da un punto percentuale (Draghi, Gonzalez-Paramo, Ordonez, Hurley, Constancio?) e chi (Bini Smaghi, Weber, Nowotny, Papademos, Orphanides?) premeva per tagli più contenuti (50pb). A differenza che nella precedente conferenza-stampa, **Trichet non ha dichiarato se siano state discusse altre opzioni**, con il probabile intento di "nascondere" l'esistenza di un ampio dibattito (già emerso in occasione della precedente riunione) all'interno del Consiglio Direttivo e di non dare indirizzi sull'orientamento della Banca in vista della prossima riunione.

Le nuove stime trimestrali dello *staff* hanno mostrato un **significativo taglio, di entità superiore a quanto si potesse preventivare, sulle previsioni sia di crescita (-1,7% sul 2009) che di inflazione (-1,2% sul 2009)**. Secondo le nuove stime, la crescita del PIL nel 2008 sarà compresa tra lo 0,8% e l'1,2%, nel 2009 tra il -1% e zero, e nel 2010 tra lo 0,5% e l'1,5%. L'inflazione secondo la BCE sarà compresa tra il 3,2% e il 3,4% nel 2008, tra l'1,1% e l'1,7% nel 2009, mentre tornerà a salire nel 2010 quando dovrebbe assestarsi tra l'1,5% e il 2,1%. In sintesi, la crescita è vista in media a -0,5% l'anno prossimo e rimanere ben sotto il potenziale (all'1%) anche nel 2010. L'inflazione, che solo 3 mesi fa era vista assestarsi ben sopra il target (al 2,6%), è ora vista decisamente sotto il 2%, all'1,4% in media.

Le nuove stime dello staff includono una crescita **significativamente negativa** e un'inflazione più vicina all'1% che al 2%

Da notare che, considerata la recente evoluzione delle variabili che sono alla base delle proiezioni dello *staff*, sembrano esservi **ulteriori rischi verso il basso** su tali previsioni, sia sulla

crescita che sull'inflazione. L'ipotesi cruciale è sul prezzo del petrolio, che per la media del 2009 è visto a 67 dollari al barile, un valore pari a poco più della metà delle precedenti stime (diffuse solo tre mesi fa e che includevano un *Brent* a 121 dollari), ma decisamente superiore rispetto ai valori correnti (poco sopra i 40 dollari). Anche da un tasso di cambio più forte attualmente che nelle stime BCE (1,27 EUR/USD) deriverebbero rischi verso il basso sulle previsioni sia di crescita che di inflazione.

Guardando al 2010, la stima sulla crescita è (all'1%) decisamente (di almeno un punto) al di sotto del potenziale e la stima sull'inflazione è (all'1,8%) perfettamente in linea con quello che la BCE considera l'obiettivo di stabilità dei prezzi.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area euro degli esperti dell'Eurosistema							
Data previsione	Anno	BCE		Consenso		Intesa Sanpaolo	
		IPCA	PIL	IPCA	PIL	IPCA	PIL
Marzo 2008	2008	2,9	1,7	2,7	1,5	2,9	1,7
Giugno 2008	2008	3,4	1,8	3,3	1,7	3,4	1,7
Settembre 2008	2008	3,5	1,4	3,5	1,3	3,6	1,1
Dicembre 2008	2008	3,3	1,0	3,4	1,0	3,4	0,9
Marzo 2008	2009	2,1	1,8	2,0	1,8	2,1	1,9
Giugno 2008	2009	2,4	1,5	2,3	1,4	2,3	1,4
Settembre 2008	2009	2,6	1,2	2,4	0,9	2,3	0,6
Dicembre 2008	2009	1,4	-0,5	1,4	-0,9	1,4	-0,7
Dicembre 2008	2010	1,8	1,0	nd	nd	1,7	1,2

Fonte: BCE, Consensus Forecast, Intesa Sanpaolo

È importante sottolineare che, **rispetto allo scenario base** (quello implicito nelle previsioni dello *staff*, che dunque già prevede un PIL medio 2009 a -0,5%), la BCE riconosce che **i rischi sulla crescita sono verso il basso**. Trichet, pur non usando mai esplicitamente il termine "recessione", ha affermato che **l'attività economica rimarrà debole ancora per qualche trimestre**, principalmente a causa degli effetti dell'intensificarsi della crisi finanziaria, che ha subito una brusca accelerazione da settembre in poi. Anzi il Presidente della BCE ha riconosciuto che, dopo la contrazione del PIL di -0,2% t/t del 3° trimestre, **l'attività economica dovrebbe essersi indebolita ulteriormente nel trimestre in corso** (nostra stima: -0,6% t/t).

Rispetto a tali stime, la BCE vede ancora rischi verso il basso sulla crescita ...

Implicita, nello scenario BCE, vi è l'ipotesi di una ripresa sia pur modesta nella seconda parte del 2009, che dovrebbe derivare dagli effetti benefici del calo delle materie prime (che, in mezzo a tutti i fattori negativi che gravano sullo scenario congiunturale, *ceteris paribus* ha un impatto espansivo sulla crescita) nonché dagli effetti delle misure espansive intraprese non solo dalla Banca Centrale, ma anche dai governi per combattere la crisi finanziaria.

Circa l'inflazione, la BCE afferma che i rischi rispetto allo scenario-base, sono "più bilanciati che in passato", in quanto da un lato un ulteriore calo dei prezzi delle materie prime può porre pressioni verso il basso sui prezzi, dall'altro una possibile inversione nel trend delle *commodities* nel corso del 2009 o eventuali pressioni domestiche più accentuate del previsto potrebbero causare rischi verso l'alto con un orizzonte di medio-lungo termine. Il riconoscimento di rischi non più solo verso l'alto, ma "bilanciati" sull'inflazione è un'importante novità dello scenario. Sospettiamo che nei prossimi mesi la Banca Centrale Europea possa anche arrivare ad ammettere che i rischi non solo sulla crescita, ma anche sull'inflazione possano essere *verso il basso*.

... mentre i rischi sull'inflazione sono giudicati "più bilanciati che in passato"

La BCE ha riconosciuto che i prezzi al consumo sono scesi "sostanzialmente" di recente (al 2,1% a/a a novembre, la metà del ritmo annuo registrato tra giugno e luglio), che le pressioni inflazionistiche stanno scendendo ulteriormente e che un calo più rapido dell'inflazione non può essere escluso; la Banca Centrale si aspetta un punto di minimo per i prezzi al consumo attorno alla metà del 2009, sulla scia di un effetto statistico particolarmente favorevole nel confronto

con quest'anno; l'inflazione però dovrebbe tornare a salire nella seconda parte del prossimo anno.

La BCE assume uno scenario disinflazionistico, ma non deflazionistico. Secondo Trichet, c'è deflazione quando non solo il CPI, ma anche le aspettative di inflazione sono (stabilmente) in territorio negativo. Non ci sono indicazioni, dai prezzi al consumo e da altri dati, che sia in atto un fenomeno di deflazione, semmai di disinflazione. In uno scenario disinflazionistico, i prezzi al consumo possono anche attraversare temporaneamente una fase di crescita negativa, purché le aspettative di inflazione rimangano ancorate sopra lo zero. In sostanza Trichet ha ammesso che lo scenario implicito della BCE non esclude un passaggio in territorio negativo dell'HICP attorno alla metà del prossimo anno.

Circa la dinamica dell'inflazione *core*, le proiezioni BCE sono basate sull'ipotesi di un **calo delle pressioni sui salari**, per cui Trichet ha ripetuto l'usuale appello alle parti sociali affinché contribuiscano al mantenimento dello scenario di moderazione salariale. A nostro avviso la crisi economica sta già determinando un deciso rientro delle pressioni sul costo del lavoro, anzi si potrebbe anche assistere a "effetti di seconda battuta" in senso opposto a quelli tanto temuti nei mesi scorsi dalla Banca Centrale (e che avevano spinto la BCE ad alzare i tassi non più tardi del luglio scorso), nel senso che i lavoratori, tenuto conto dell'indebolimento del mercato del lavoro e del recupero di potere d'acquisto derivante dal calo dell'inflazione *headline*, potrebbero accontentarsi di salari nominali più contenuti.

Vale la pena chiedersi quale possa essere il punto di arrivo per l'attuale ciclo espansivo di politica monetaria. Partiamo da una considerazione: **l'attuale livello dei tassi di interesse, tenendo conto del ritmo corrente di crescita, è restrittivo**. Questo è sicuramente vero considerando i tassi di interesse di mercato, ad esempio il tasso Euribor a 3 mesi che come noto, pur avendo evidenziato un rientro nelle ultime settimane, mantiene uno spread rispetto al tasso refi insolitamente alto (67pb contro i 17pb della media storica pre-agosto 2007). Per non parlare del fatto che, considerando in senso più ampio le condizioni finanziarie e dunque non solo il livello dei tassi, ovvero il costo dell'indebitamento ma anche il costo di accesso al mercato del capitale, il crollo recente dei mercati azionari ha reso le condizioni finanziarie ancora più restrittive.

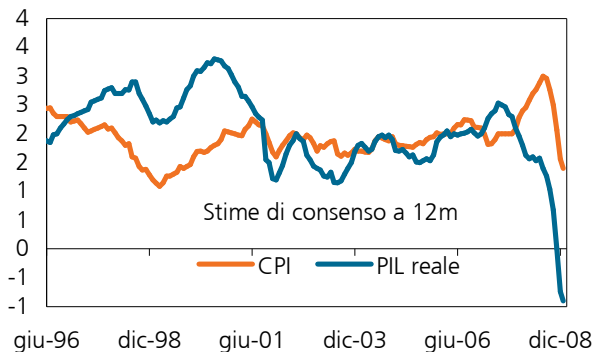
Sia la regola di Fisher ...

Date le attuali previsioni di crescita (-0,5%) e inflazione (1,4%) della BCE per il 2009, una semplice regola di Fisher implicherebbe che i tassi ufficiali eguagliassero il tasso di crescita del PIL nominale ovvero possano arrivare all'1%. Guardando al 2009 però, considerando le attuali stime BCE, i tassi dovrebbero poi essere rapidamente alzati al 2,75%.

Anzi confrontando il tasso refi con le stime di consenso sulla crescita del PIL nominale (PIL + CPI, per semplicità), osserviamo che: 1) il refi è anzi sistematicamente più basso (in media di 0,8%) delle aspettative su crescita e inflazione; da notare che da luglio in poi il refi è più alto della crescita attesa del PIL nominale, episodio verificatosi prima solo per un breve periodo tra il dicembre del 2001 e il febbraio del 2002; 2) il refi sembra muoversi con ritardo, stimato di 3-4 trimestri con correlazione dell'80%, rispetto alle aspettative di consenso su PIL e CPI. Da notare che oggi l'aspettativa a 12 mesi sulla crescita del PIL nominale è, a 0,5% (fonte: *Consensus Forecast* di dicembre), ai minimi da quando esiste la serie (oltre 14 anni); impressionante il calo verticale degli ultimi mesi in particolare sulle stime di crescita.

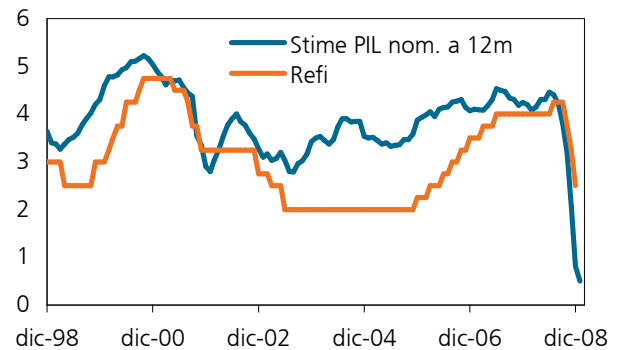
Ne consegue che, sulla base di una regola di Fisher, **un calo almeno all'1% del tasso refi sarebbe giustificato dai fondamentali di crescita e inflazione. I tassi però già nel corso del 2009 dovrebbero poi essere normalizzati ed essere portati (alle attuali stime sul 2010) nuovamente almeno al 2,50%.**

Crollo verticale delle stime sul PIL, rientro di quelle sul CPI



Fonte: Consensus Forecast, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tasso refi e stime sulla crescita del PIL nominale

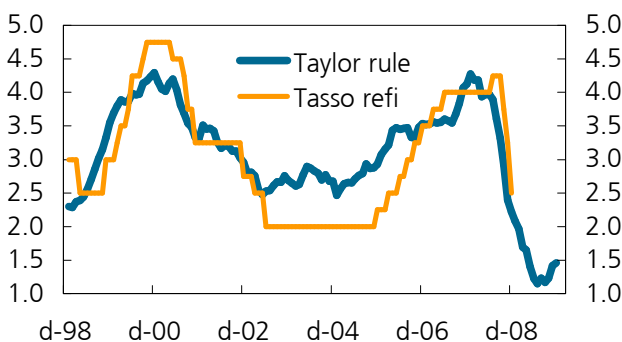


Fonte: Consensus Forecast, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La regola di Taylor, che tiene conto dello scostamento del PIL rispetto al PIL potenziale (ovvero del cosiddetto *output gap*) e dell'inflazione rispetto al target ("poco sotto il 2%"), implica anch'essa, utilizzando un peso di 0,6 sull'*output gap* e di 0,4 sull'inflation gap, **un punto di minimo del tasso refi a luglio 2009 poco sopra l'1%**. Se calcolata su base mensile, la regola di Taylor dà un'altra indicazione interessante, ovvero che **i tassi dovrebbero raggiungere un minimo appunto a luglio 2009 per poi tendenzialmente risalire** almeno verso l'1,5% a fine anno (il che segnala per la BCE l'urgenza di muovere con celerità la leva dei tassi nel momento in manifestassero segnali di ripresa della congiuntura). La regola di Taylor può anche essere applicata utilizzando un intervallo di confidenza che può essere calcolato come deviazione standard degli scostamenti del tasso risultante dalla regola rispetto al tasso effettivo. In tal senso, la regola individua un intervallo piuttosto ampio, tra lo 0,5% e il 2,25%, nel quale potrebbe collocarsi il refi nel 2009.

... che la regola di Taylor ...

La Taylor rule stima tassi all'1% a metà 2009



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Non si può comunque escludere un refi stabile al 2%



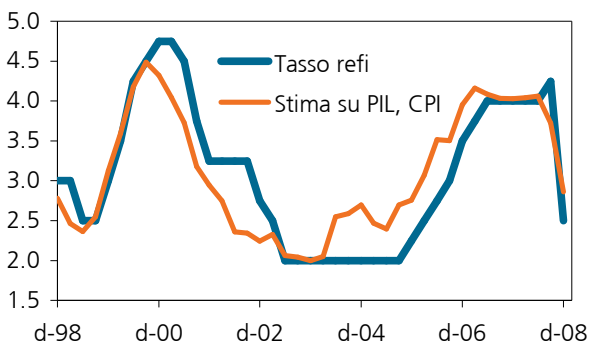
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Un altro esercizio a nostro avviso utile è quello di stimare una "funzione di reazione" storica della BCE ovvero una regressione (per semplicità lineare) del tasso refi rispetto ai valori effettivi di crescita e inflazione, nella quale utilizzare una costante consente di tener conto di un "livello naturale" dei tassi nonché degli scostamenti dei valori di PIL e CPI rispetto ai valori-obiettivo. Abbiamo riscontrato una maggiore significatività del PIL tedesco rispetto a quello dell'intera Eurozona, evidentemente perché la Germania può essere considerata come economia *leading* nell'area. L' R^2 stimato è del 74%, lo standard error di meno di mezzo punto percentuale. Il contributo del tasso di cambio (livello o variazione) o di M3 (nonché i prestiti al settore privato oppure il credit gap ovvero la differenza tra M3 e i prestiti al settore privato) non appare significativo. Quello che si ottiene è che: **1) il rialzo dei tassi effettuato lo scorso luglio appare come un "errore" di politica monetaria** (d'altronde è stato "corretto" appena tre mesi dopo) o

... che una stima della funzione di reazione della BCE ...

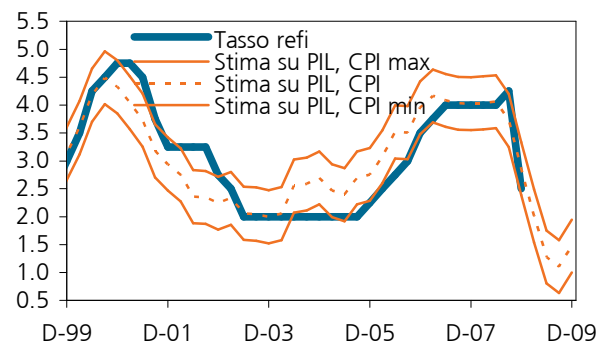
meglio mostra che la BCE tende a muoversi con ritardo rispetto alle indicazioni provenienti dagli indicatori congiunturali; infatti si osserva che il refi nel 3° trimestre 2008 si è mosso in direzione opposta rispetto a quanto indicato dal modello (uscendo tra l'altro, sia pur di poco, dall'intervallo di stima), come accaduto con il rialzo effettuato nel 4° trimestre del 2000 (anche allora, dopo pochi mesi, la BCE avviò un ciclo espansivo); **2) l'evoluzione implicita nelle nostre stime su PIL e CPI proietterebbe un tasso refi tra l'1% e il 2% nel corso del 2009** (2% nel 1° trimestre, 1,25% nel 2°, 1,10% nel 3° e 1,50% nel 4° trimestre).

Il rialzo dei tassi dello scorso luglio è stato un errore di politica monetaria



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La stima della funzione di reazione storica della BCE segnala un pavimento per i tassi all'1%



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

In conclusione si può dire che, alle attuali previsioni sull'andamento dell'inflazione e della crescita, **sia le tradizionali regole di politica monetaria (Fisher e Taylor) che la funzione di reazione "storica" della BCE giustificerebbero un taglio del tasso refi fino all'1% (con un punto di minimo attorno alla metà del 2009 e un possibile ritiro di una parte dello stimolo monetario già entro fine anno).**

... giustificano un possibile punto di arrivo all'1% per il refi

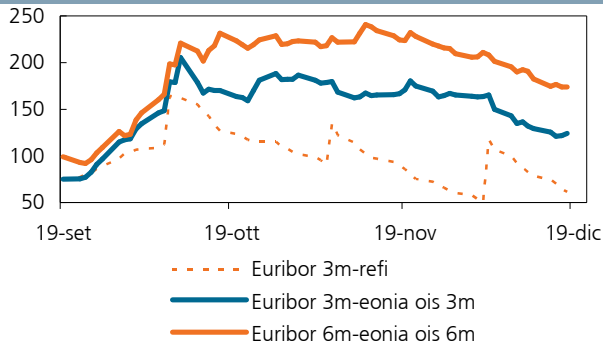
Tuttavia, le recenti dichiarazioni della BCE sembrano ancora improntate a estrema cautela e sembrano voler tenere aperte tutte le opzioni sui tassi. Diversi esponenti hanno segnalato in maniera molto esplicita di voler evitare di tagliare il tasso base sotto il 2%.

Tuttavia, la BCE sembra per ora orientata a non scendere sotto il 2%

Nella conferenza-stampa di dicembre, Trichet ha declinato ogni commento in merito a possibili altri tagli dei tassi nella riunione di gennaio o comunque nel futuro prossimo, appellandosi all'incertezza elevata che caratterizza l'attuale scenario per l'economia e per i mercati finanziari. Trichet ha difeso l'operato "pragmatico" della BCE, che ha scelto singoli interventi sui tassi di entità inferiore a quelli praticati da altre Banche Centrali, le quali però partivano da livelli più elevati dei tassi di riferimento. Insomma Trichet ha messo soprattutto l'accento sull'eccezionalità dei tagli implementati sinora, ricordando le differenze fra l'economia dell'Eurozona e altre aree geografiche.

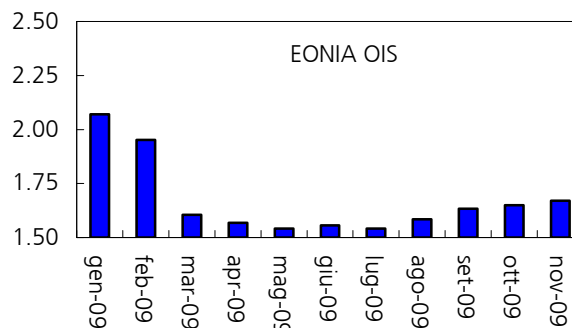
Per il momento riteniamo che la Banca Centrale Europea mantenga l'intenzione di portare i tassi di intervento rapidamente al 2%, il che potrebbe avvenire in una delle prossime riunioni, quasi certamente entro marzo. Successivamente non è da escludere che l'Istituto di Francoforte possa prendersi una pausa per verificare se le massicce decisioni prese non solo dalla Banca Centrale, ma anche dai Governi (misure a garanzia del debito e a sostegno del patrimonio delle banche) si dimostreranno efficaci nell'alleviare la crisi finanziaria e i suoi effetti sull'economia. Non è nemmeno da escludere, nel caso in cui l'Euribor scenda ulteriormente in misura significativa rispetto agli attuali livelli e vi sia qualche segnale di ritorno di liquidità sul mercato, che la BCE scelga già a gennaio la strada di un *wait-and-see* per verificare l'efficacia dei passati interventi.

Lo spread fra Euribor ed Eonia segnala che la situazione sul mercato monetario resta tesa



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il mercato sconta un punto di minimo per il refi poco sopra l'1,5% in primavera



Fonte: Reuters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Trichet ha ripetutamente dichiarato, anche dopo il meeting di dicembre, che **la BCE non può cadere nella trappola di tassi troppo bassi** (il che segnalerebbe che l'Istituto voglia preservarsi margini di manovra in caso di ulteriore peggioramento dello scenario) e, come detto sopra, al momento non sembra orientata a intraprendere misure "eterodosse" di politica monetaria ovvero, diversamente dalla Fed, giudica attualmente inappropriato l'acquisto diretto di *commercial paper*. A Francoforte insomma per ora non si esclude nulla e si vuole prendere tempo senza fornire un "bias" sui tassi, nella speranza di riguadagnare visibilità sui mercati e sull'economia.

Alle dichiarazioni di Trichet se ne sono aggiunte altre molto "esplicite" da parte di diversi esponenti. Secondo **Mersch** (4/12), un tasso del 2,50% dà "ancora un po'" di spazi di manovra alla BCE, ma tagli dei tassi limitati a 25 punti base appaiono più probabili in futuro. **Weber** prima (il 12/12) ha dichiarato: "se il tasso principale della BCE scivola al di sotto del 2%, con aspettative inflazionistiche di medio e lungo termine appena al di sotto del 2%, questo implica tassi negativi", aggiungendo: "mi piacerebbe evitare questa situazione"; poi (il 17/12) ha affermato che i tassi potrebbero scendere anche al di sotto del 2%, anche se "data la mancanza d'esperienza con tassi nominali sotto il 2%, dobbiamo essere molto attenti nell'esplorare questo territorio per un periodo più prolungato". **Stark** (11/12) ha dichiarato che i margini di manovra per ulteriori tagli dei tassi è "molto limitato" e potenzialmente consentirà solo "piccoli passi", aggiungendo che prima di febbraio o marzo difficilmente saranno disponibili nuove informazioni che consentano una valutazione più aggiornata circa i rischi inflazionistici. Diversi esponenti, tra cui Liikanen, Stark e Weber, hanno dichiarato che la BCE dovrà alzare i tassi in fretta, una volta che l'economia abbia iniziato la ripresa.

Queste dichiarazioni suggeriscono che, se lo scenario congiunturale non dovesse portare novità significative e se proseguisse l'avvio di "normalizzazione" dei mercati monetari (un segnale confortante negli ultimi giorni è venuto dal calo dello spread Euribor-OIS), la BCE non esclude di rimandare a febbraio (o al più tardi marzo) un'ulteriore limatura al ribasso dei tassi. Il taglio da 75pb potrebbe dunque rimanere isolato e rispondere all'obiettivo di anticipare lo stimolo monetario, piuttosto che di spostare in basso il punto di arrivo "teorico" del ciclo espansivo che i banchieri centrali hanno in mente. In tal caso, non è da escludere che la BCE porti i tassi al 2% e li si fermi, in attesa di vedere se limare ulteriormente al ribasso il refi (e in quel caso il pavimento si collocherebbe all'1%) o se il massiccio stimolo è in grado di riportare la fiducia tra gli operatori economici.

Italia - Andrà peggio prima di andar meglio

Il persistere della crisi finanziaria e soprattutto le spinte recessive che attraversano ormai non solo le economie sviluppate ma anche diversi Paesi emergenti offuscano le prospettive macroeconomiche per l'economia italiana nel 2009.

Paolo Mameli

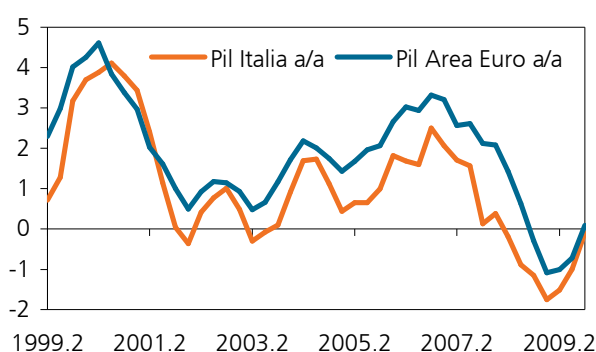
Nel contesto macroeconomico delineato nel presente rapporto (crescita 2009 -1,3% negli USA, -0,7% nell'Eurozona), l'Italia dovrebbe vedere una flessione del PIL di entità superiore a quella prevista per il complesso dell'area dell'euro, visto il più modesto tasso di crescita del PIL potenziale della nostra economia. Tuttavia, **il ritardo di crescita nei confronti dei partner europei potrebbe ridursi** da -1,5% del 2008 a -0,4% nel 2009. Infatti, nel 2008 a frenare la crescita è stata soprattutto la perdita di potere d'acquisto legata all'impennata dei prezzi energetici (e la perdita di competitività dovuta all'apprezzamento dell'euro), mentre nel 2009 peseranno maggiormente gli effetti della crisi finanziaria. Ora, l'Italia risulta più esposta alla prima tipologia di shock (visto il deficit della bolletta energetica e la vocazione esportatrice) che non agli effetti della crisi finanziaria.

Previsioni macro	2007	2008P	2009P	2008				2009P			
				1	2	3	4P	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti, a/a)	1,4	-0,5	-1,1	0,4	-0,2	-0,9	-1,1	-1,8	-1,5	-1,0	-0,1
- t/t				0,5	-0,4	-0,5	-0,7	-0,1	-0,2	0,0	0,2
Consumi privati	1,5	-0,4	-0,1	0,0	-0,3	0,1	-0,3	0,2	-0,1	0,0	0,2
Consumi pubblici	1,3	1,1	0,9	0,5	0,3	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Investimenti fissi	0,8	-1,4	-3,9	-0,2	-0,3	-1,9	-1,1	-1,1	-1,0	-0,6	0,0
Importazioni	4,0	-2,2	-0,4	-1,0	-0,8	-0,5	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,2
Esportazioni	4,5	-0,8	-2,7	1,2	-1,1	-1,6	-0,3	-0,8	-0,6	-0,3	-0,2
Var. scorte (contrib., % PIL)	0,0	-0,5	0,1	-0,2	-0,2	0,1	-0,3	0,2	0,2	0,2	0,1
Partite correnti (% PIL)	-2,4	-2,8	-2,7								
Deficit pubblico (% PIL)	-1,9	-2,6	-3,5								
Debito pubblico (% PIL)	104,0	103,8	104,3								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1,8	3,4	1,6	3,3	3,8	3,8	2,5	1,9	1,3	1,3	1,8
Produzione industriale (a/a)	-0,1	-3,2	-3,7	0,4	-0,8	-2,1	-3,2	0,0	-0,1	0,2	0,0
Disoccupazione (ILO, %)	6,2	6,9	7,8	6,6	6,7	6,7	6,9	7,2	7,4	7,6	7,9

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

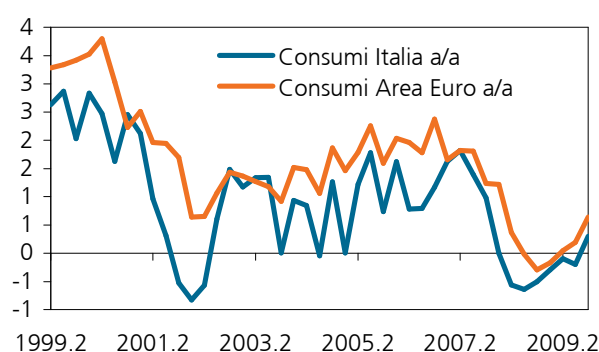
Nel complesso la crescita del PIL, che, dopo un probabile -0,5% nel 2008, avrebbe potuto tornare in positivo l'anno prossimo grazie al calo dei prezzi petroliferi e al deprezzamento dell'euro, mostrerà viceversa un ulteriore aggravamento a causa non tanto degli effetti diretti della crisi (non sembra in atto nel nostro Paese un vero e proprio processo di razionamento del credito), bensì degli **effetti indiretti in termini di calo di fiducia e pesante rallentamento della domanda mondiale.**

PIL (Italia vs. area euro)



Fonte: Istat, Eurostat e previsioni Intesa Sanpaolo

Consumi privati (Italia vs. area euro)

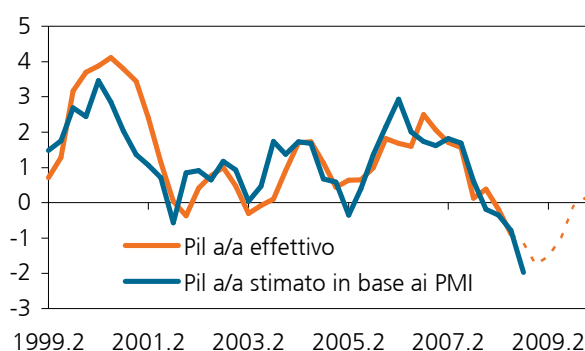


Fonte: Istat, Eurostat e previsioni Intesa Sanpaolo

La nostra stima corrente sul PIL italiano nel 2009 è di -1,1%. Soltanto il 2010 vedrà un ritorno a una crescita positiva, ma ancora al di sotto del potenziale (nostra stima: 0,5%).

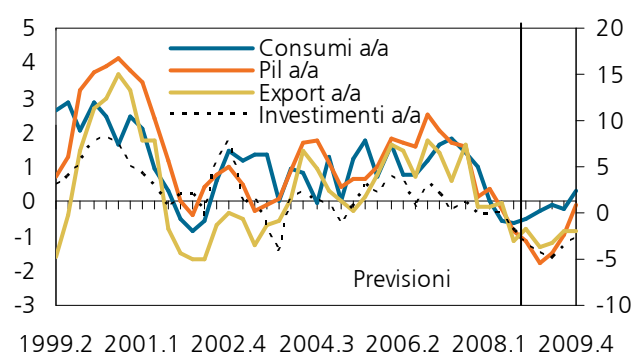
Il profilo sottostante a tale scenario prevede che **il punto di minimo del ciclo in termini di variazione trimestrale del PIL possa essere toccato nel trimestre in corso**, almeno a -0,7% (con rischi verso il basso). La prima metà del 2009 sarà ancora caratterizzata da segni negativi, e il **ritorno a una crescita sopra lo zero** si avrà probabilmente **solo nell'ultimo trimestre del prossimo anno**. In termini di variazione annua, il ciclo potrebbe toccare un minimo nel 1° trimestre 2009 a -1,8% a/a (poco sotto il minimo di -1,5% a/a toccato nel 1° trimestre del 1993).

PIL e fiducia delle imprese



Fonte: Istat, Markit e previsioni Intesa Sanpaolo

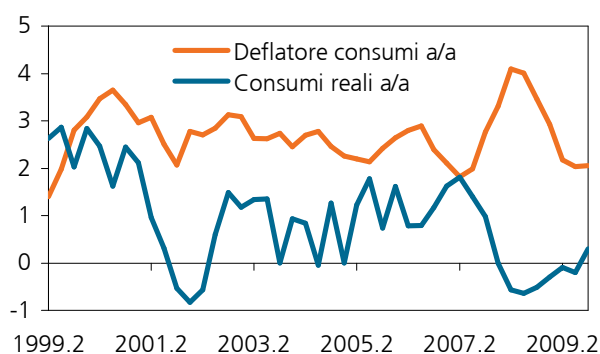
PIL e principali componenti



Fonte: Istat e previsioni Intesa Sanpaolo

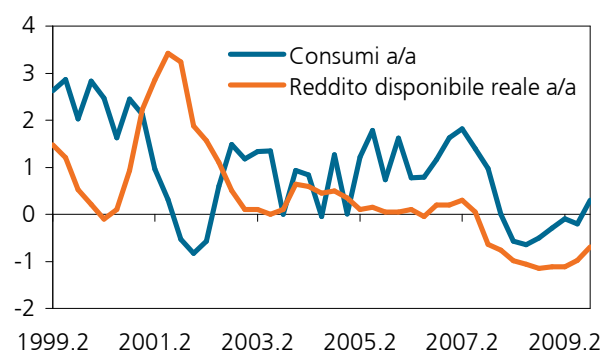
Ci aspettiamo che i consumi non peggiorino ulteriormente rispetto al -0,4% (da noi stimato) di quest'anno, in quanto la salita dell'inflazione che ha caratterizzato buona parte del 2008 ha pesato sul reddito disponibile reale assai più della crisi finanziaria. Stimiamo che l'impatto positivo sul potere d'acquisto dei consumatori derivante dal calo dell'inflazione sia superiore ai benefici che alle famiglie potrebbero venire dal pacchetto fiscale anti-crisi recentemente approvato dal Governo (0,3% contro 0,2% di PIL). Tuttavia, vista l'elevata incertezza che pesa sulla fiducia e che sta inducendo un aumento del tasso di risparmio, riteniamo che i consumi difficilmente torneranno in territorio positivo nel 2009 (nostra stima: -0,1%). I consumi in Italia continueranno dunque a risultare **più stagnanti rispetto al resto d'Europa**, dove peraltro l'unico Paese che mostra una relativa tenuta per la spesa delle famiglie è la Francia, mentre i consumatori tedeschi rimangono tradizionalmente prudenti e quelli spagnoli sono colpiti dall'avvitamento della crisi immobiliare. C'è però da sottolineare che, tenendo conto del rientro in atto dell'inflazione, se il punto di minimo per i consumi reali è stato il 2008, l'anno prossimo rappresenterà un **punto di minimo per i consumi in termini nominali, e, di conseguenza, probabilmente per il fatturato delle imprese**.

Consumi reali e deflatore dei consumi



Fonte: Istat e previsioni Intesa Sanpaolo

Consumi e reddito disponibile reale



Fonte: Istat, OCSE, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Come nel resto dell'Eurozona, **i maggiori rischi in prospettiva 2009 non riguardano tanto i consumi quanto gli investimenti**. Le imprese manifatturiere ed estrattive, secondo l'indagine semestrale ISAE, si attendono una riduzione degli investimenti (in termini nominali) del 6,3% nel 2009 dopo il modesto incremento (+0,6%) di quest'anno. Le imprese più pessimiste sono quelle di dimensione piccola e media, con un calo atteso rispettivamente del 13,6% e del 4,4%, mentre le aziende di grandi dimensioni si attendono una sostanziale stabilità degli investimenti rispetto all'anno precedente. A livello settoriale, la flessione attesa è più marcata per le imprese operanti nel settore dei beni di consumo (-10,6%) che per i produttori di beni di investimento (-4%) e intermedi (-5,6%). Tra i fattori che frenano le decisioni di spesa, le imprese indicano primariamente l'evoluzione della domanda; seguono come importanza la disponibilità di mezzi finanziari e i fattori tecnici legati allo sviluppo tecnologico e alla disponibilità di manodopera. In sintesi, stimiamo una flessione significativa degli investimenti delle imprese, sia in macchinari e attrezzature (-4,8%, terzo anno di calo) che in mezzi di trasporto (-4,4%).

Sulla base di diversi indicatori anticipatori è anche lecito aspettarsi un calo per gli investimenti in **costruzioni**, che, dopo il probabile -0,8% del 2008, dovrebbero toccare un punto di minimo nel 2009 (-2,9%); non si esclude, vista la durata pluriennale dei cicli nel settore e l'attuale disallineamento tra domanda e offerta, un altro segno negativo nel 2010. Al calo delle nuove costruzioni dovrebbe accompagnarsi una flessione sia degli indici di attività che dei prezzi immobiliari, sia pure di entità più contenuta rispetto a quella verificatasi in altri Paesi (anche appartenenti all'area euro come Spagna e Irlanda).

Oltre alla domanda interna, **crecenti rischi arrivano anche dall'export**. Infatti la recessione simultanea in atto in diversi Paesi sviluppati e il rallentamento che sta colpendo anche quelle economie che negli ultimi anni hanno visto la maggiore crescita come mercato di sbocco delle merci italiane (Est Europa, Asia, Paesi OPEC) pongono crescenti rischi per le imprese esportatrici. In questo quadro, vista anche la ristrutturazione attuata negli anni scorsi che ha portato il made in Italy a specializzarsi su fasce alte di mercato poco sensibili alla competitività di prezzo, il (pur sensibile) deprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro che si avrà con ogni probabilità nel 2009 rispetto al 2008 potrà offrire solo un marginale supporto alle imprese esportatrici. Stimiamo una contrazione di -2,7% dell'export nel 2009 (dal -0,8% di quest'anno). Anche l'import, vista la debolezza della domanda delle famiglie, subirà una flessione per il secondo anno consecutivo, ma di entità inferiore a quella dell'export (-0,4%), di conseguenza **il commercio con l'estero dovrebbe dare un significativo contributo negativo alla crescita nel 2009**.

È pur vero che i dati aggregati nascondono profonde differenziazioni tra le performance delle singole aziende. È in corso un intenso processo di trasformazione del sistema produttivo italiano che sta imponendo un severo processo di selezione tra le imprese e all'interno dei singoli comparti produttivi. All'interno del settore industriale, in un contesto di recessione severa (stimiamo un calo della produzione di -3,7% nel 2009 dopo il -3,2% del 2008), gli andamenti peggiori dovrebbero riguardare la moda, l'elettronica e gli elettrodomestici, mentre potrebbero sovraperformare la meccanica, il farmaceutico, l'energetico/estrattivo, la metallurgia.

L'**inflazione** ha finalmente imboccato un trend al ribasso, sulla scia del rientro dei prezzi dei prodotti energetici e, in minor misura, alimentari. A questo fattore si aggiungerà nei prossimi mesi l'attenuarsi delle pressioni domestiche derivanti dalla debolezza della domanda. Nell'ipotesi di un prezzo del petrolio medio di 68 dollari nel 2009 (da 98 dollari di quest'anno), stimiamo un'inflazione all'1,6% nel 2009 dal 3,4% di quest'anno. Su questa stima, visto il recente evolversi delle quotazioni internazionali delle materie prime, i rischi sono verso il basso.

Regno Unito - Recessione, tassi verso i minimi storici

Rispetto a tre mesi fa la situazione dell'economia britannica si è deteriorata drasticamente: in questo caso la crisi – finanziaria – ha colpito dall'interno stesso del Paese – dato il peso del settore sull'economia britannica. Abbiamo, quindi, rivisto pesantemente al ribasso le previsioni di crescita, soprattutto sul 2009 (ora atteso negativo). Tutti gli indicatori stanno mostrando un peggioramento dello scenario di crescita. Anche le proiezioni di inflazione - nell'analisi della *Bank of England* - sono state riviste drasticamente verso il basso liberando pieno margine di manovra sul fronte della politica monetaria. Infatti, tra ottobre e dicembre, la BoE ha tagliato in tre riprese di 50-150-100pb rispettivamente portando i tassi al 2,0% - il minimo dal 1951. La contrazione attesa nel 3° trimestre si è verificata, ma è stata molto più pesante delle previsioni: - 0,5% t/t, con contrazione dei consumi e soprattutto degli investimenti e contributo negativo del canale estero nonostante il calo della sterlina, a testimonianza che oltre ai punti di fragilità di origine domestica la crisi incide negativamente anche dall'esterno, attraverso il canale estero (minore domanda di esportazioni: volumi). In ogni caso – anche la stessa BoE vi ha fatto un accenno – sarà proprio dal canale estero, per via del deprezzamento passato, in corso e atteso del cambio che già dal 4° trimestre 2008 dovrebbe derivare un contributo positivo e gradualmente crescente alla crescita. Uno dei fattori che dovrebbe – soprattutto su un orizzonte approssimativamente di 1m-3m – penalizzare la sterlina è la prospettiva di un ulteriore allentamento monetario, esauribile eventualmente già all'interno del 1° quarto del 2009: dal 2% attuale all'1% secondo le nostre aspettative e anche quelle di consenso. Ma il mercato (tassi OIS) attualmente non sconta appieno questo scenario, infatti prezza un allentamento più diluito nel tempo, su un orizzonte di due/tre trimestri. Il raggiungimento di tassi così bassi e in tempi così rapidi dovrebbe gradualmente restituire ossigeno sia sul fronte dei consumi che degli investimenti. Questo comunque rischia di non bastare a evitare che la crescita 2009 abbia segno negativo: con il 4° trimestre atteso ancora in contrazione dopo il 3°, l'economia è entrata in recessione. Il punto di minimo non dovrebbe andare oltre il 1° trimestre 2009. Lo stimolo monetario dovrebbe agevolare un graduale recupero soprattutto nella seconda metà del 2009, con il 4° trimestre che potrebbe tornare a mostrare una crescita positiva. C'è poi il pacchetto di stimolo fiscale di 20 miliardi di sterline annunciato a novembre, che include tra l'altro una riduzione dell'IVA nel 2009 e un incremento della spesa per investimenti. Questo comporterà, tra l'altro, un aumento dell'imposta sui redditi più alti nel 2010. Nel 2009 ci sarà un deterioramento marcato del deficit fiscale.

Asmara Jamaleh

Previsioni macro	2007	2008P	2009P	2008P				2009P			
				1	2	3P	4P	1P	2P	3P	4P
PIL (prezzi cost., a/a)	3,0	0,9	-1,0	2,3	1,5	0,3	-0,6	-1,2	-1,4	-1,1	-0,5
t/t				0,3	0,0	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1	0,2
Consumi privati	3,0	1,8	-1,3	0,8	-0,1	-0,2	-0,3	-0,5	-0,4	-0,2	0,1
Investimenti fissi	7,1	-3,8	-6,0	-2,0	-2,8	-2,4	-1,0	-1,9	-1,4	-1,0	0,1
Consumi pubblici	1,8	2,5	2,1	1,0	0,5	1,0	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
Esportazioni	-4,5	1,3	1,2	0,7	0,0	-0,3	0,4	0,7	0,1	0,3	0,6
Importazioni	-1,9	1,2	0,5	-0,3	-0,5	0,1	0,3	0,2	-0,2	0,3	0,5
Var. scorte (contrib., % PIL)	0,2	-0,6	-0,2	-0,5	0,2	-0,6	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Partite correnti (% PIL)	-3,8	-2,4	-1,9	-1,5	-3,0	-2,7	-2,6	-2,3	-1,9	-1,8	-1,9
Deficit (% PIL)	-2,7	-4,6	-6,7								
CPI (a/a)	2,3	3,7	2,0	2,4	3,4	4,8	4,1	3,0	2,0	1,4	1,5
Produzione Industriale	0,4	-1,7	-3,7	-0,5	-0,7	-1,1	-2,1	-1,0	-0,5	-0,2	0,0
Disoccupazione (%)	2,7	2,8	3,7	2,5	2,6	2,8	3,1	3,3	3,5	3,8	4,2
Eurosterlina a 3 mesi	5,95	5,59	1,53	5,69	5,86	5,81	4,98	2,10	1,50	1,30	1,20
Sterlina/dollaro	2,00	1,86	1,53	1,98	1,97	1,89	1,59	1,46	1,52	1,56	1,59
Cambio effett. (1990=100)	103,5	91,5	82,0	95,6	92,9	91,6	86,0	79,3	81,7	83,3	83,6

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

Fonte: EcoWin, Intesa Sanpaolo

Asia

Giappone

- Il netto peggioramento delle condizioni del credito e della congiuntura internazionale portano a rivedere lo scenario del Giappone, soprattutto per quanto riguarda gli investimenti delle imprese, principali vittime della restrizione del credito e del crollo dell'export.
- Il 4° trimestre 2008 e il 1° semestre 2009 dovrebbero registrare ancora crescita in contrazione, portando la dinamica annuale del **PIL nel 2009 a -0,9%**.
- Anche la politica fiscale, che sembrava avviarsi verso un periodo di dinamica positiva, risentirà delle difficoltà dei mercati e offrirà un contributo meno ampio al sostegno della domanda aggregata.
- L'inflazione dovrebbe scendere all'1% a fine 2008 e tornare temporaneamente negativa nella parte centrale del 2009.
- La banca centrale è tornata a una politica di tassi a (quasi) zero e di stimolo quantitativo, da attuare anche attraverso l'acquisto a titolo definitivo di obbligazioni del settore privato.

Giovanna Mossetti

Previsioni Macro	2007	2008	2009	2008				2009			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti, a/a)	2,4	0,1	-0,8	1,4	0,6	-0,3	-1,1	-1,9	-1,3	-0,4	0,3
- trim/trim annualizzato				2,4	-3,7	-1,8	-1,2	-0,9	-1,2	1,8	1,4
Consumi privati	0,7	0,7	0,2	3,6	-2,6	1,2	-0,4	1,0	-0,6	1,0	0,8
IFL - priv. non residenziali	5,5	-2,4	-4,0	1,4	-8,3	-7,8	-9,0	-2,7	-2,6	2,8	2,3
IFL - priv. residenziali	-9,1	-9,0	0,5	19,9	-10,1	16,5	-5,9	1,2	0,4	-0,4	0,8
Investim. pubblici	-7,0	-5,0	5,7	-19,6	-4,7	1,6	32,9	0,4	0,4	1,2	1,2
Consumi pubblici	2,0	0,4	0,4	-1,5	-3,5	-1,3	-0,8	1,3	1,6	2,1	1,3
Esportazioni	8,4	4,8	-4,0	14,5	-10,1	3,4	-11,8	-3,9	-3,2	0,8	1,2
Importazioni	1,5	0,0	-1,5	4,1	-11,5	9,6	-8,5	-2,0	-1,2	1,2	6,1
Var. scorte (contrib., % Pil)	0,4	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,1	0,1	0,2
Partite correnti (% Pil)	4,8	4,3	6,4	4,3	3,7	2,7	6,4	6,6	6,5	6,4	6,1
Deficit (% Pil)	-6,2	-6,5	-7,0								
Debito/PIL (% Pil)	162,5	166,6	173,8								
CPI (a/a)	0,1	1,4	-0,2	1,0	1,4	2,2	1,0	0,8	0,0	-1,1	-0,3
Produzione Industriale	2,9	-1,4	-5,7	-2,8	-3,3	-5,0	-15,7	-7,2	-1,2	1,5	2,0
Disoccupazione (%)	3,9	4,0	4,0	3,8	4,0	4,1	4,1	4,1	4,0	4,0	3,9
Tasso a 3 mesi - CD (%)	0,71	0,81	1,05	0,80	0,70	0,80	0,95	1,12	0,91	1,02	1,14
Dollaro/Yen (Yen)	117,8	103,2	96,4	105,2	104,7	107,6	95,4	91,9	94,9	98,6	100,3
Cambio effettivo (1990=100)	118,5	133,5	150,2	128,1	126,9	125,8	153,3	160,2	153,9	145,6	141,2

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

Recessione guidata da restrizione del credito e crollo della domanda estera

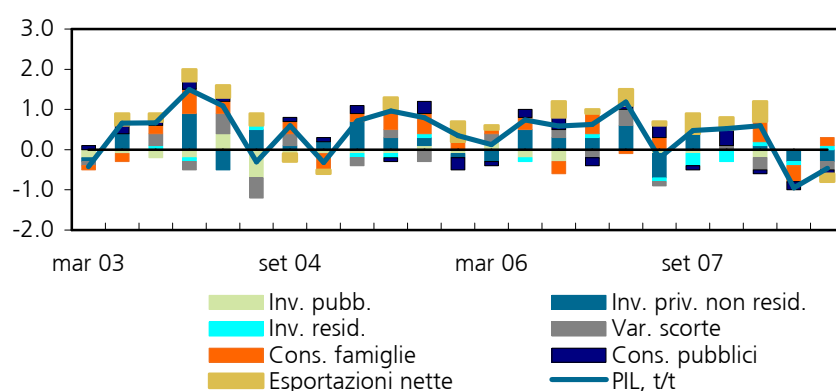
Le condizioni del credito in Giappone si sono deteriorate rapidamente dopo il fallimento di Lehman: il governatore della banca centrale ha paragonato tale deterioramento all'esperienza del periodo 1998-99. Gli effetti della restrizione del credito sugli investimenti delle imprese e il calo generalizzato delle esportazioni spingerà la crescita giapponese in territorio negativo per diversi trimestri. La crescita del PIL resterà probabilmente negativa anche nella prima metà del 2009, per poi riprendersi gradualmente.

L'economia giapponese era passata relativamente indenne attraverso la crisi finanziaria fino a settembre. Il netto peggioramento delle condizioni del credito e della congiuntura internazionale portano a rivedere lo scenario del Giappone, soprattutto per quanto riguarda gli investimenti delle imprese, principali vittime della restrizione del credito e del crollo dell'export. Anche la politica fiscale, che sembrava avviarsi verso un periodo di dinamica positiva, risentirà delle

difficoltà dei mercati e offrirà un contributo meno ampio al sostegno della domanda aggregata. Il 4° trimestre 2008 e il 1° semestre 2009 dovrebbero registrare ancora crescita in contrazione, portando la dinamica annuale del **PIL nel 2009 a -0,9%**.

Il PIL giapponese nel 3° trimestre ha segnato una contrazione di 0,5% t/t (rivisto da -0,1% t/t), il secondo calo consecutivo. I dati del 2° trimestre sono stati rivisti verso il basso portando la crescita a un calo di 0,95% t/t da -0,7% precedentemente stimato. Il calo della crescita nel 3° trimestre è da attribuire al declino degli **investimenti fissi privati** e al contributo negativo delle **esportazioni nette**. I consumi privati hanno ripreso una dinamica discreta, con una crescita dello 0,3% t/t (contributo: 0,2%), dopo il calo di 0,6% del 2° trimestre. Gli investimenti residenziali sono cresciuti del 3,9% t/t (contributo: 0,1%), i consumi pubblici sono scesi di -0,3% t/t (contributo: -0,1%), con gli investimenti pubblici in aumento di 0,4% t/t. Gli investimenti fissi delle imprese sono crollati del 2% t/t (contributo: -0,3%), dopo un 2° trimestre stagnante.

Contributi alla crescita del PIL: un aiuto solo dai consumi privati nel 3° trimestre

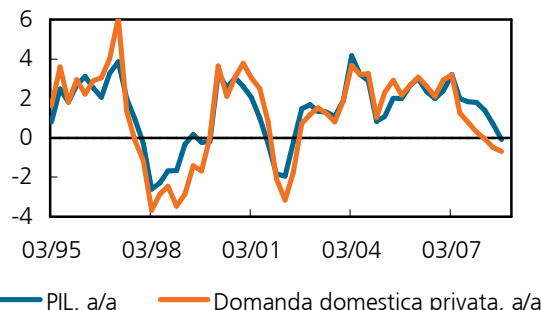


Fonte: Ecwin

I temi di fondo emersi con i dati del 3° trimestre resteranno validi nei prossimi trimestri: le uniche voci positive resteranno i consumi e la spesa pubblica (in arrivo pacchetti di stimolo), con il contributo degli investimenti fissi residenziali in graduale riduzione, una volta eliminati del tutto gli effetti di trascinamento dopo il crollo visto nel 2007. **Le imprese e il canale estero saranno ancora un freno per gran parte del 2009.**

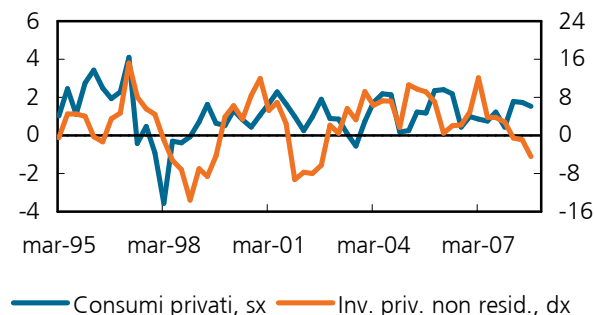
Il Tankan si è deteriorato con la stessa rapidità con cui sono peggiorate le altre indagini. L'indagine **Tankan** per le grandi imprese manifatturiere è scesa a -24 da -3 a settembre (-21 punti); per le grandi imprese non manifatturiere, l'indice scende a -9 da 1. Le imprese manifatturiere sono colpite dal calo della domanda internazionale e dall'apprezzamento del cambio: lo scenario dei profitti vede un calo record. L'outlook crolla a -36 e -14 per la grandi imprese manifatturiere e non manifatturiere, rispettivamente, indicando che le imprese ritengono che il peggio si debba ancora vedere. I piani di investimento sono stati rivisti ampiamente verso il basso: per le grandi imprese la spesa in conto capitale è prevista in calo di 0,2% (una revisione verso il basso di 1,8%) nell'anno fiscale in corso. Le proiezioni per il tasso di cambio alla fine dell'anno fiscale sono per una media di 101 Yen/USD, relativamente ottimistiche rispetto al livello corrente del tasso di cambio. Gli indici di prezzo confermano la totale inversione del trend sui prezzi, con indicazioni di prezzi di vendita in calo, supportati anche da un aumento della capacità produttiva inutilizzata. Anche per il mercato del lavoro si vede per la prima volta da anni un'indicazione di risorse in eccesso, anche se solo marginalmente.

La crescita ha bisogno di uno stimolo fiscale...



Fonte: EcoWin

... per contrastare investimenti e export in flessione

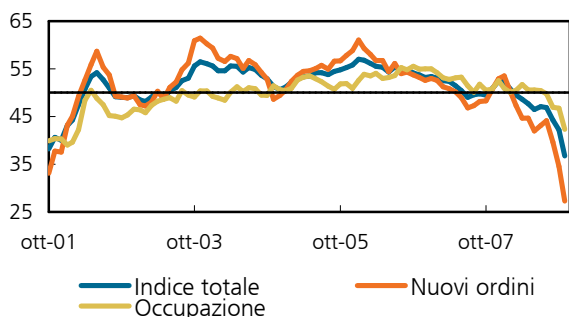


Fonte: EcoWin

La **domanda domestica** è stata debole per gran parte dell'ultimo anno, e rimarrà tale nel futuro prevedibile, pur con interventi di politica fiscale aggiuntivi annunciati dal governo da attuare nella prima parte del 2009.

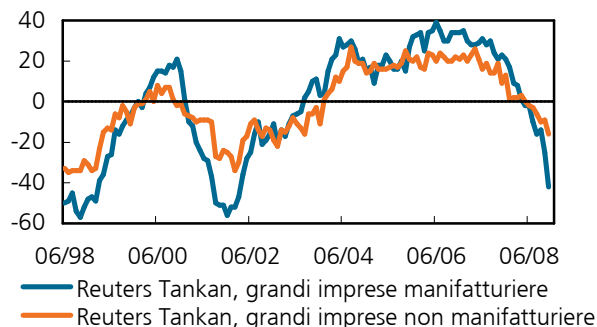
Gli investimenti fissi non residenziali hanno segnato un'accelerazione del ritmo di contrazione: da -1,4% t/t del 2° trimestre a -1,7% t/t nel 3°. Il trend di ordini, consegne e produzione industriale sono ampiamente negativi. La **produzione industriale** ha registrato un calo record a ottobre, -3,1% m/m e l'indagine **METI vede ulteriori forti riduzioni dell'output nei due mesi successivi: -6,4% a novembre e -2,8% a dicembre**. La variazione a tre mesi è di -3,7%. Le scorte sono aumentate in misura sostenuta, +2% a settembre, +1,7% a ottobre, confermando l'aspettativa di un calo di produzione nei prossimi mesi per far fronte al rallentamento della domanda. Un segnale in contrasto con gli altri dati viene dai dati di ordini di ottobre, in aumento di 5,5% (di per sé solo un parziale rimbalzo dopo il crollo del 10% visto nei tre mesi precedenti), che indicano una previsione di aumenti per il trimestre in corso (+1,2%). Tuttavia, tutti gli altri dati puntano omogeneamente a un duraturo calo degli investimenti. Le indagini di settore segnalano un netto peggioramento della domanda e dell'attività nel 4° trimestre, oltre a un deterioramento marcato delle esportazioni. Gli **investimenti fissi delle imprese** dovrebbero vedere altri tre trimestri di contrazione analoga a quella vista nel 3°, con cali compresi fra -1,5% e -2% t/t, e una stabilizzazione intorno a zero nella seconda parte dell'anno. Per il 2009 il calo dovrebbe essere del 5,5%. Per quanto riguarda gli investimenti residenziali, i nuovi cantieri si sono stabilizzati e gli ordini per costruzioni restano positivi, in linea con l'aspettativa di spesa per investimenti residenziali in crescita nella seconda parte dell'anno. Nel 2009, gli investimenti nell'edilizia residenziale dovrebbero vedere un aumento del 3,4%.

PMI imprese manifatturiere: pesano gli ordini dall'estero



Fonte: EcoWin

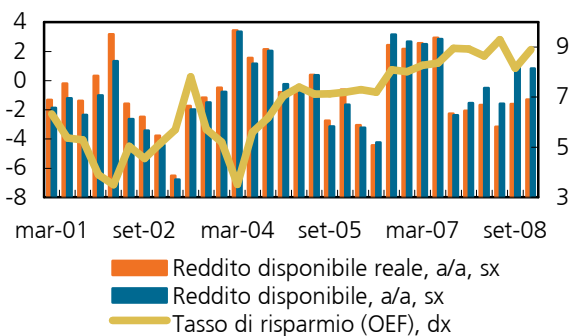
La fiducia crolla in tutti i settori



Fonte: EcoWin

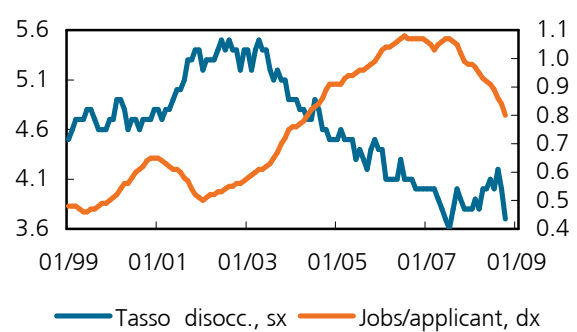
Sul fronte dei **consumi**, il freno maggiore alla spesa delle famiglie è stato finora rappresentato dall'aumento dell'inflazione e dalla stagnazione dei salari, a fronte dell'eliminazione di alcuni tagli di imposta ereditati dagli interventi della recessione precedente. Il **reddito disponibile** è in calo da un anno. Il **tasso di risparmio** ha sempre offerto un ammortizzatore per i consumi. Come appare dal grafico qui sotto, negli anni del "decennio perduto" il tasso di risparmio era sceso al 3,5% nel 2002 e nel 2004, da una media vicina all'11% all'inizio degli anni '90. Su base storica, i consumi in Giappone hanno segnato una contrazione a/a soltanto nel 1998, in seguito agli effetti della tassa sui consumi, benché il reddito disponibile sia stato negativo molto più di frequente: l'elevato tasso di risparmio ha permesso di contenere ampiamente le fluttuazioni dei consumi anche in fase di recessione e deflazione. Dai minimi del 2004, il tasso di risparmio è tornato a salire e nell'ultimo anno ha oscillato intorno all'8% dal 2007. Con il rientro dell'inflazione in atto a partire dall'estate, il reddito disponibile reale è tornato a crescere. Il rallentamento della dinamica occupazionale farà da freno al reddito nel 2009, ma i consumi dovrebbero continuare a mantenersi mediamente positivi (0,2%), se pure in rallentamento dopo il +1,7% del 2007, attraverso una probabile riduzione del tasso di risparmio.

Il tasso di risparmio contribuirà a mantenere positivi i consumi



Fonte: Ecwin

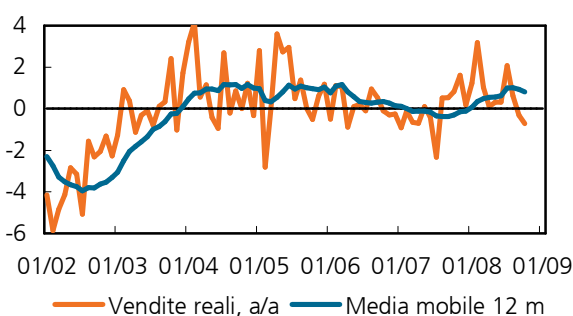
Il calo della forza lavoro contiene la disoccupazione



Fonte: Ecwin

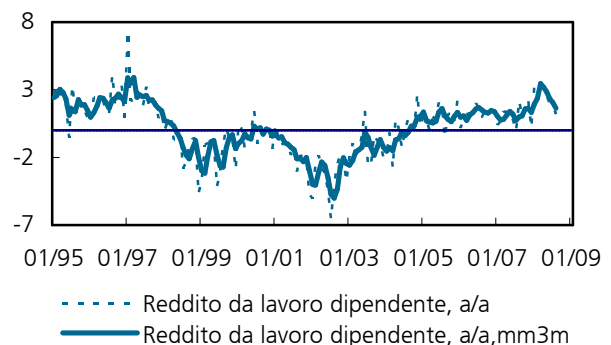
La dinamica del **mercato del lavoro** risente della debolezza della domanda: la crescita degli occupati è diventata negativa su base mensile a partire da metà 2008, con contrazioni degli occupati a tempo pieno, anche se su base tendenziale la dinamica dell'occupazione rimane superiore all'1% (1,2% a ottobre, da 2% a marzo). Le tendenze demografiche (calo della forza lavoro per invecchiamento della popolazione) rendono caute le imprese nelle politiche di riduzione degli occupati. Il tasso di disoccupazione è tornato a scendere a ottobre (al 3,7% da 4% a settembre e 4,2% ad agosto), per effetto del calo della forza lavoro e di un aumento dello 0,1% m/m degli occupati. Nel 2009 il tasso di disoccupazione dovrebbe salire, nonostante il trend di calo dell'offerta di lavoro.

I consumi deboli per via dell'effetto inflazione...



Fonte: EcoWin

... ma finora supportati dal reddito da lavoro

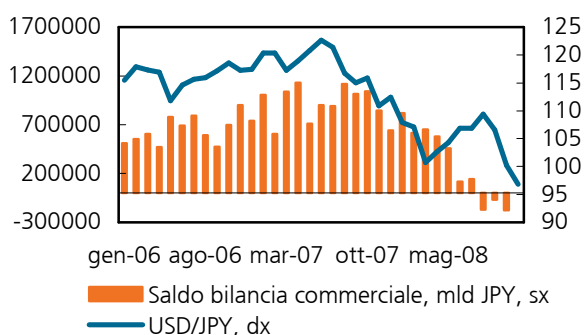


Fonte: EcoWin

Le vicende sul fronte politico segnalano che è probabile un'inversione di rotta per il trend negativo o al massimo piatto degli **investimenti pubblici**. Il budget approvato a ottobre aveva incorporato una manovra di 1,8 tln Yen. Il Governo ha approvato, il 2 dicembre, un **budget supplementare con misure di stimolo per 5 tln di Yen (1% del PIL)**: questo pacchetto verrà discusso dalla Dieta a gennaio. Una parte delle misure saranno interventi infrastrutturali. Il Governo ha dilazionato il raggiungimento del pareggio di bilancio dal 2011 al 2012. Il 12 dicembre, il governo ha annunciato un ulteriore intervento portando la manovra di stimolo fiscale a 6 tln di Yen. Il Ministro dell'Economia Yosano ha preso posizioni molto prudenti sulla dimensione del sostegno fiscale da attuare, segnalando i rischi di un massiccio allentamento fiscale per un paese come il Giappone che ha un debito pari al 180% del PIL.

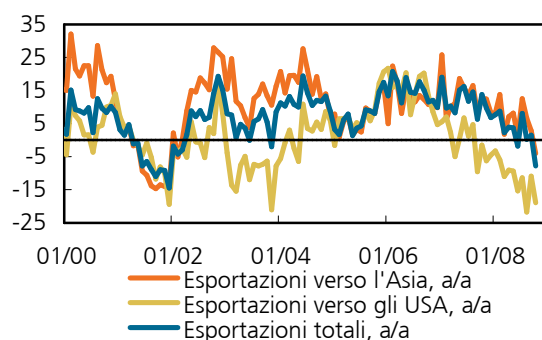
La **domanda estera** aveva sostenuto la crescita giapponese a partire da metà 2007. Dal 2° trimestre 2008 si è segnata una svolta evidenziata dal crollo dell'avanzo commerciale, spiegato dal rallentamento congiunto dell'export verso gli Stati Uniti e verso l'Asia. Da agosto il saldo della bilancia commerciale è diventato negativo in termini nominali, ed è rimasto tale anche a settembre e ottobre. Con i dati di ottobre si è registrata una marcata accelerazione del calo delle esportazioni in termini reali (-6,1% a/a, dopo -0,2% di settembre), con contrazioni verso tutte le principali aree: Stati Uniti, -16,9%, Asia, -1,8% a/a, EU, -10,3%. Il 4° trimestre dovrebbe vedere il 3° trimestre consecutivo di contributo negativo del canale estero.

L'avanzo commerciale diventa un deficit ...



Fonte: EcoWin

... e risente del calo dell'export verso USA e Asia



Fonte: EcoWin

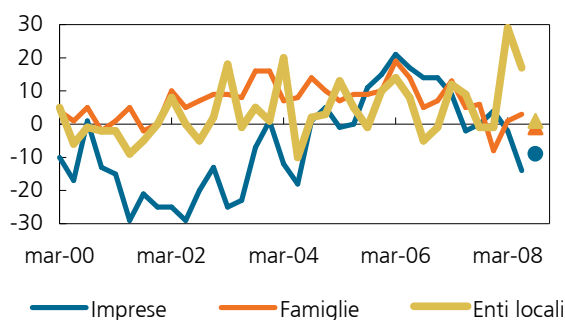
L'**inflazione** sta gradualmente rientrando, dal picco del 2,3% di agosto. Con i dati di ottobre, il CPI a/a è sceso a 1,7% e il CPI ex alimentari freschi a 1,9%. L'inflazione dovrebbe scendere all'1% a fine 2008 e tornare temporaneamente negativa nella parte centrale del 2009. Nello scenario macroeconomico semestrale la BoJ ha una previsione centrale di inflazione a zero per il 2009, con un intervallo di previsione compreso fra -0,2 e +0,2%. La banca centrale sottolinea che le aspettative di inflazione delle famiglie rimangono elevate, ma il calo dei prezzi delle commodities e l'aumento delle risorse inutilizzate prevarranno nella determinazione del trend inflazionistico.

Politica monetaria

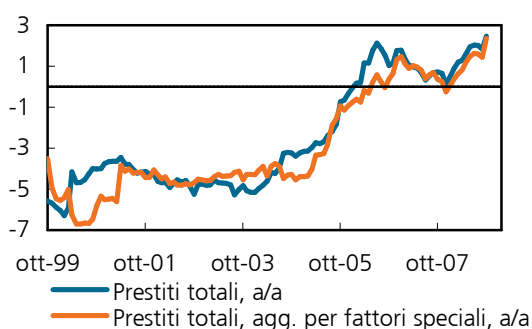
Per far fronte a condizioni finanziarie diventate "complessivamente meno accomodanti", **la BoJ ha annunciato un allargamento dei criteri per la stanziabilità dei titoli nelle operazioni di rifinanziamento**. La banca centrale accetta ora titoli con rating BBB e superiore e avvierà una nuova lending facility per la carta commerciale a partire da gennaio. La banca centrale ha anche detto che offrirà fondi illimitati al tasso ufficiale alle banche commerciali, contro i titoli *corporate* stanziati. Le misure annunciate oggi saranno in vigore fino ad aprile 2009. Le misure corrispondono a un'estensione di finanziamenti per circa 3 tln di Yen. La banca centrale aveva già introdotto il pagamento degli interessi sulle riserve in eccesso, sulla falsariga di quanto fatto dalla Fed il mese scorso. Per ora le riserve in eccesso sono un ammontare limitato nel bilancio della banca centrale.

Shirakawa aveva detto a inizio dicembre che le misure varate sono il meglio che la banca centrale può offrire di fronte all'aumento di restrizione del credito, e che un ulteriore taglio dei tassi potrebbe nuocere al funzionamento del mercato monetario. Il governatore aveva sottolineato che la banca centrale considera tutte le opzioni disponibili di fronte a un netto peggioramento dei dati di produzione, consumi e mercato del lavoro. Le difficoltà di accesso al credito da parte delle imprese stanno aumentando a ritmi crescenti e il congelamento dei fondi sarebbe addirittura paragonabile alla situazione giapponese della fine degli anni '90, dopo l'ondata di fallimenti bancari del 1997-99. Shirakawa ha indicato che **le condizioni del credito in Giappone sono radicalmente mutate dopo il fallimento di Lehman**. Per quanto riguarda il **costo dei fondi**, la decisione di tagliare i tassi ufficiali a fine ottobre non ha avuto effetti di rilievo sul mercato monetario. I tassi sui prestiti alle imprese restano relativamente contenuti, ma i tassi sulla carta commerciale e sui *corporate bonds* sono in aumento e riflettono il forte aumento dell'avversione al rischio: anche se i tassi restano ancora relativamente bassi, **il ritmo di aumento è simile a quello visto durante il credit crunch del 1998-99**. Indicazioni fortemente restrittive appaiono anche in termini di **disponibilità dei fondi**. Fino al fallimento di Lehman, la carta commerciale esistente aumentava a ritmi vicini al 10% a/a, ora la variazione è negativa in termini tendenziali. Le imprese riportano accumulazione di fondi per motivi precauzionali, con effetto di freno alla spesa per investimenti. Sul fronte dei prestiti bancari si registra un persistente incremento, con variazioni tendenziali in aumento (+2,45 a/a a ottobre) dai minimi di fine 2007. In realtà questo trend negli ultimi mesi è sostenuto dall'utilizzo da parte delle imprese di linee di credito già in essere (+21,4% a ottobre da 3,9% di agosto). Inoltre l'estensione di linee di credito è in calo da settembre a ritmi crescenti: a ottobre l'ammontare di linee di credito estese era in calo del 2,9% a/a e il numero di imprese a cui vengono estese le linee continua a calare (da 9200 a marzo a 8720 a ottobre).

Indagine del credito: domanda di prestiti



I prestiti continuano a crescere, grazie all'utilizzo delle linee di credito



Fonte: EcoWin. Indici di diffusione calcolati dalla BoJ sulla percentuale netta di banche che vedono variazioni di domanda di prestiti. Ultimo punto: previsione per i tre mesi successivi

Il messaggio della BoJ è che, con i mercati bloccati, la politica monetaria attuata attraverso interventi sui tassi ufficiali è probabilmente inefficace (come era stato a novembre, dopo il taglio dei tassi a 0,3%), e potrebbe essere anche dannosa. Shirakawa ha affermato che "in termini di garanzia di un funzionamento efficiente del mercato monetario a breve termine, c'è la possibilità che ulteriori tagli dei tassi possano causare dei problemi in condizioni così accomodanti". La banca centrale ha segnalato di volersi concentrare su **misure che aumentino la disponibilità di fondi alle imprese, più che sul livello dei tassi ufficiali**.

Tuttavia, nella riunione di dicembre, la **Banca del Giappone** ha tagliato il tasso overnight da 0,3% a 0,10% con un 7 voti favorevoli e uno contrario. La banca centrale ha anche annunciato operazioni (votate all'unanimità) che confermano l'inizio di una nuova stagione di *quantitative easing* anche in Giappone. La banca centrale ha deciso di:

1) aumentare gli acquisti a titolo definitivo di JGB da 14,4 a 16,8 tln Yen all'anno e espandere le tipologie di titoli da acquistare (incluso il 30 anni e gli indicizzati);

2) introdurre un programma per facilitare il finanziamento delle imprese attraverso acquisto a titolo definitivo di debito delle imprese (inclusa carta commerciale).

Le decisioni di dicembre, in particolare il taglio dei tassi, sono in parte la reazione all'esito della riunione della Fed del 16 dicembre (con conseguente apprezzamento del cambio) e in parte la risposta al netto deterioramento delle condizioni del credito in Giappone. L'obiettivo della BoJ al momento è fare affluire credito alle imprese, assumendo rischio nel bilancio della banca centrale. Anche in Giappone, come negli Stati Uniti, la politica monetaria agirà attraverso l'espansione e la modifica della composizione del bilancio della banca centrale.

Cina

- Il marcato rallentamento della domanda mondiale e degli indicatori del settore manifatturiero negli ultimi mesi puntano ad una contrazione della produzione industriale e delle esportazioni nel 1° trimestre del 2009. Il rallentamento del mercato del lavoro, che comincia a preoccupare le autorità per la nascita di tensioni sociali, inciderà negativamente sui consumi privati.
- La mancanza di sufficienti dettagli sul pacchetto fiscale rende ancora difficile una valutazione precisa dell'impatto sulla crescita nel 2009, dove gli investimenti e consumi pubblici avranno un ruolo dominante ma non saranno sufficienti a compensare il rallentamento nel settore minerario e manifatturiero dove si concentrano anche gran parte degli occupati.
- Il pacchetto fiscale non appare sufficiente ad evitare un rallentamento dell'economia su ritmi che potrebbero portarsi poco al di sotto del 7% nel 2009.

Silvia Guizzo

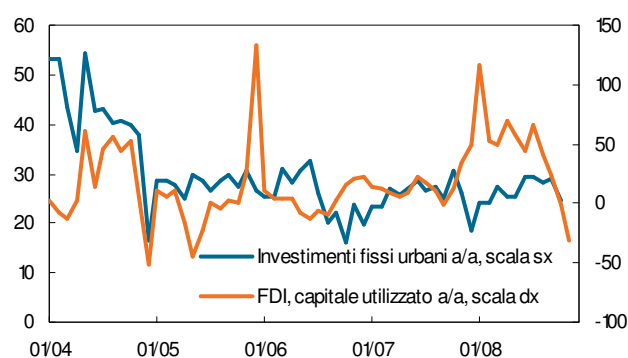
Previsioni macro	2005	2006	2007	2008	2009	2010
PIL (prezzi costanti)	10,4	11,6	11,9	9,0	6,7	8,8
Consumi privati	7,9	9,6	10,2	9,4	8,8	9,9
Consumi pubblici	12,7	11,2	11,2	10,8	11,4	10,1
Investimenti fissi	13,1	12,8	12,8	9,3	6,7	9,5
Esportazioni	20,3	21,2	18	11,1	2,8	5,9
Importazioni	7	11,8	13,6	9,5	5,3	8,5
Produzione industriale	11,7	13	13,4	9	7	8,7
Inflazione (CPI)	1,8	1,8	4,8	5,8	0,9	2,6
Tasso di disoccupazione	4,2	4,1	4	4	4,6	4,6
Salari medi	12,4	13,1	14,3	14	13,2	11,5
Tasso sui prestiti a 1 anno	5,6	5,9	6,7	7,2	4,6	4,8
Cambio USD/CNY (media)	8,2	8,0	7,6	7,0	6,7	6,4
Saldo delle partite correnti	1317,9	1992,3	2828,6	2690,6	2891,2	2533,6
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	7,4	9,8	11,8	9,4	9,4	7,3
Saldo di bilancio in % del PIL	-1,3	-0,8	0,7	1,3	-0,8	-0,9

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

Rallentamento marcato della crescita nel 4° trimestre 2008 e nella prima metà del 2009

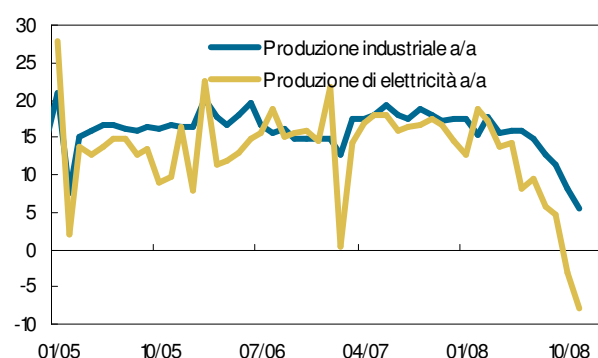
La produzione industriale è salita dell'8,2% a/a in ottobre, il tasso più basso dal 2001, fugando ogni dubbio che il rallentamento estivo potesse essere imputabile in gran parte alla chiusura di molte industrie pesanti durante il periodo delle olimpiadi, e in novembre ha continuato a rallentare con un tasso di crescita del 5,4% a/a. La produzione di acciaio, ferro e ghisa mostra variazioni negative da tre mesi. I PMI della CFL (*China Federation of Logistics*) in ottobre sono scesi oltre il livello di agosto, più che erodendo il balzo di settembre, e in novembre hanno registrato un altro ampio calo in particolare per le componenti dei nuovi ordini e degli ordini dall'estero.

Gli investimenti cominciano a rallentare, in particolare gli FDI



Fonte: Bloomberg

Produzione industriale in rallentamento

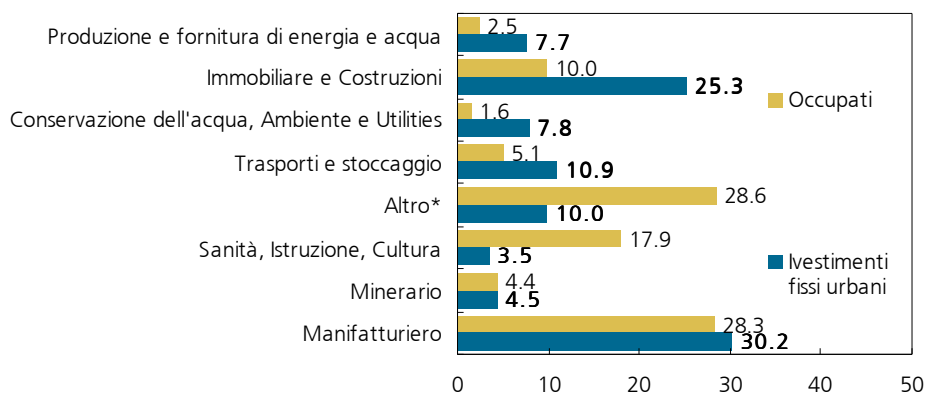


Fonte: Bloomberg

Una dinamica simile, ma senza il balzo di settembre, hanno mostrato i PMI di CLSA. Il PMI potrebbe scendere ulteriormente almeno fino a inizio 2009. Questo, insieme al rallentamento della produzione di elettricità, che ha registrato una variazione negativa del 4%a/a in ottobre e del 9,6% in novembre secondo l'Ufficio Statistico, puntano ad una contrazione della produzione industriale nei prossimi mesi.

La crescita degli investimenti fissi urbani è scesa da 27,6% a/a in settembre a 26,8% a/a in novembre in termini cumulati e da 29,0% a/a a 23,8% a/a su base mensile. Un rallentamento molto più marcato hanno invece mostrato gli investimenti stranieri che in sono scesi dello 0,7% a/a in ottobre e del 30,7%a/a in novembre. Dopo tre trimestri del 2008 di crescita degli investimenti fissi urbani a ritmi superiori al 20% a/a, nel 4° trimestre la crescita potrebbe scendere intorno a 14%. I 120 miliardi di yuan allocati dal pacchetto fiscale nel 4° trimestre di quest'anno (vedi pag. 55) infatti, difficilmente genereranno un aumento di spesa già nel trimestre in corso. È più ragionevole pensare che gli effetti non si cominceranno a vedere prima del 2° e 3° trimestre del 2009 e che la contrazione del settore immobiliare continui. Secondo i dati del 2007, gli investimenti nel settore immobiliare e nel settore dei trasporti (ferrovie, autostrade, aeroporti e acquedotti, gestione delle traffico urbano), su cui si concentrano le azioni del pacchetto fiscale costituiscono insieme il 36,3% del totale (34,8% con i dati a ottobre 2008). E' difficile però pensare che l'aumento degli investimenti in questi settori riesca a compensare completamente il rallentamento di quelli nel settore minerario (4,5%) e manifatturiero (30,2%) che costituiscono insieme un altrettanto ampio 34,7% (36,7% con i dati a ottobre 2008), con un indotto molto più diffuso soprattutto del manifatturiero dove poi si concentra il 28,3% degli occupati.

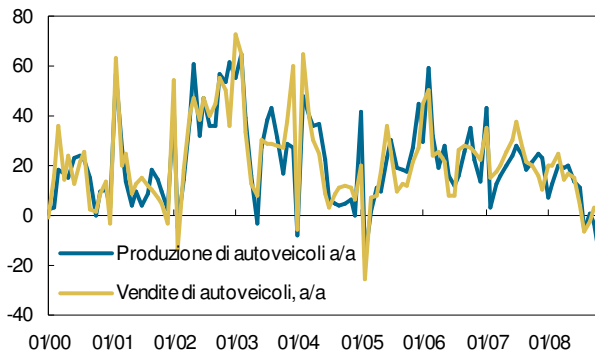
Investimenti fissi urbani e occupati per settore (a dicembre 2007)



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Ecwin * La voce altro include i servizi e l'amministrazione pubblica. Gli occupati nell'amministrazione pubblica sono pari al 10,6%

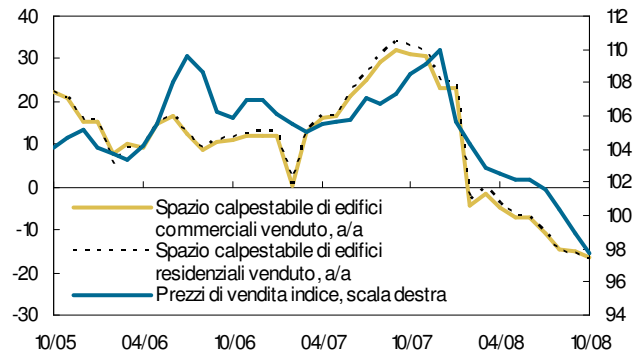
Dal lato dei consumi, le vendite al dettaglio hanno continuato a tenere anche se mostrano un graduale rallentamento. In novembre la crescita nominale è scesa a 20,8% da 22% in ottobre e 23,2% in settembre, con rallentamenti concentrati nei comparti dell'abbigliamento, sport e articoli ricreativi, prodotti di elettronica e apparecchi per le telecomunicazioni. Le vendite di automobili hanno mostrato variazioni negative sia in agosto che in settembre e la produzione è scesa del 17% a novembre. Il rallentamento delle vendite in questi settori, e quello della fiducia dei consumatori che prosegue da inizio anno, puntano ad un ridimensionamento delle vendite al dettaglio nei prossimi mesi.

Le vendite di auto calano



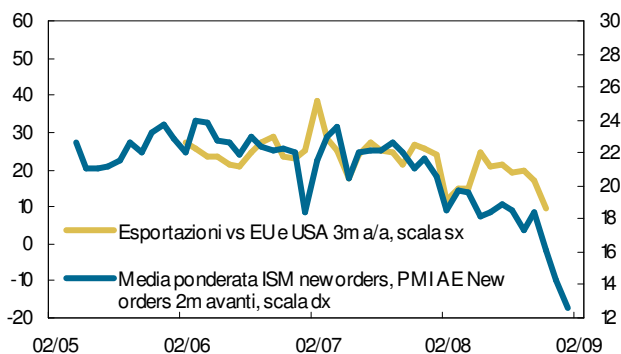
Fonte: Ecowin

Mercato immobiliare in crisi



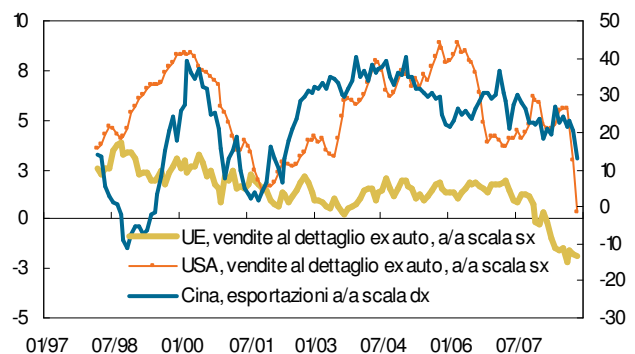
Fonte: Bloomberg

Il calo degli indici nel settore manifatturiero dei paesi industrializzati e ...



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e Ecowin

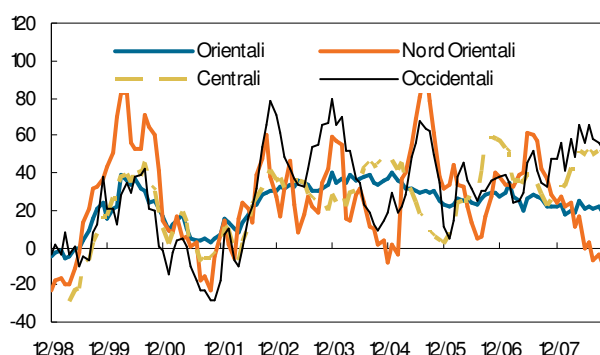
... il vistoso rallentamento delle vendite al dettaglio stanno cominciando a pesare sulle esportazioni cinesi



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

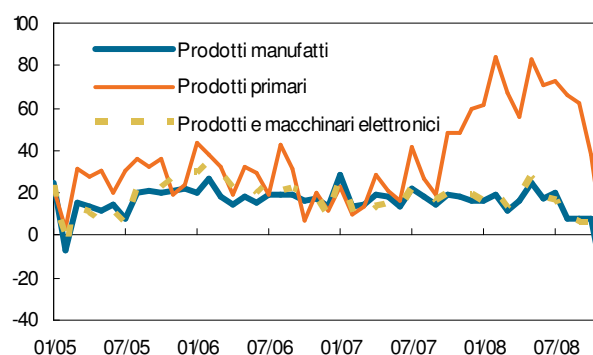
Lo stesso ci si può aspettare dalle esportazioni. La brusca decelerazione delle vendite al dettaglio negli Stati Uniti, nonché il calo nell'area euro come pure il calo degli indici manifatturieri nei due paesi in particolare nella componente nuovi ordini, continuerà ad avere effetti negativi sulle esportazioni che a novembre hanno registrato una contrazione del 2,2%. Il calo delle esportazioni ha fin dall'estate maggiormente colpito le regioni nord orientali (Mongolia Interna, Jilin e in particolare lo Heilongjiang) ossia regioni di produzione di cereali, materie prime energetiche e metalli, dove il calo dei prezzi delle materie prime ha influito notevolmente sommandosi alle misure di ristrutturazione delle industrie pesanti e di chiusura durante il periodo delle olimpiadi. Le regioni orientali, che fino ad ora hanno retto bene e le cui esportazioni costituiscono il 92% delle esportazioni totali, non saranno comunque immuni dalla crisi come già segnalano la contrazione delle esportazioni e delle importazioni di motori e generatori elettrici e di attrezzature elettroniche, di cui la Cina è paese assemblatore. Anche se il governo sembra determinato a rallentare, almeno nel breve periodo, l'apprezzamento dello yuan, le prospettive per le esportazioni rimangono deboli nei prossimi mesi. Le importazioni sono scese del 17,9% nello stesso mese, non solo per il rallentamento del prezzo delle materie prime. Le importazioni di beni manufatti a novembre sono infatti scese del 21,4% e quelle di macchinari e attrezzature elettroniche del 21,1%. Non si registravano variazioni negative dal '99.

Esportazioni 3m a/a per gruppi di regioni



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Ecowin

Importazioni a/a, per gruppi di prodotti



Fonte: Ecowin

Politica monetaria espansiva ma per ora poco efficace

Tra settembre e ottobre la PBOC ha effettuato tre tagli di 27pb sul tasso sui prestiti, portandoli da 7,47% a 6,66% e due tagli di 27pb sul tasso sui depositi, portandoli da 4,14% a 3,60%. La banca centrale ha inoltre ridotto di complessivi 150pb il coefficiente di riserva obbligatoria per le banche piccole e di 50 pb per le banche più grandi, portandoli rispettivamente a 16% e a 17%. Con l'intervento sui tassi più ampio dall'ottobre del 1997⁴, il 26 novembre la PBOC ha ridotto i tassi nuovamente di 108 pb portando tasso sui prestiti a 5,58% e quello sui depositi a 2,52% e ha inoltre annunciato un'ulteriore riduzione di 100pb del coefficiente di riserva obbligatoria per le grandi banche e di 200pb per le banche più piccole dal 5 dicembre. Secondo le agenzie di stampa la Banca Centrale intende così assicurare ampia liquidità al sistema finanziario e assecondare la crescita del credito in vari settori. L'unico settore in cui la PBOC mantiene in atto le restrizioni è quello delle industrie altamente inquinanti e ad altro consumo di energia nonché in sovra capacità.

Le dichiarazioni ricalcano i toni del comunicato del 10 ottobre anche se si sottolinea maggiormente il ruolo attivo della politica fiscale e della politica monetaria piuttosto che solamente il carattere moderatamente espansivo di quest'ultima evidenziato nel precedente comunicato. Il calo dell'inflazione negli ultimi mesi è stato veloce e ciò ha paradossalmente portato i tassi reali in territorio positivo, mentre i tassi reali sui depositi continuano ad essere negativi.

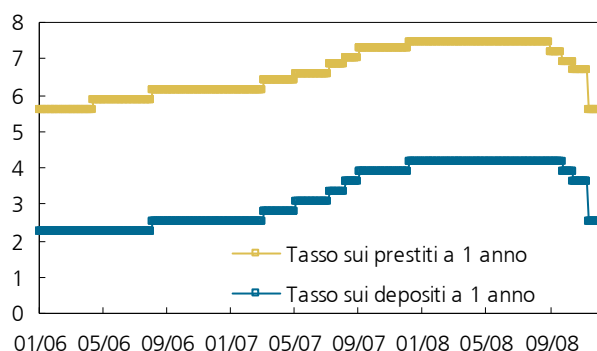
L'inflazione totale è infatti scesa a 2,4% a novembre rispetto al 4,6% di settembre e al picco di 8,7% di febbraio e l'inflazione core è scesa allo 0,6% grazie al crollo dei prezzi delle materie prime e degli alimentari. Il calo altrettanto marcato che ha riguardato i prezzi alla produzione sia degli input che degli output punta a un ulteriore rallentamento dell'inflazione nei prossimi mesi, lasciando spazio alla PBOC per proseguire nell'allentamento della politica monetaria.

I tagli dei tassi avranno effetto soprattutto sulla fiducia degli operatori economici nella capacità dello Stato di far fronte alla crisi con misure immediate. L'impatto diretto sugli investimenti rischia di essere invece poco significativo, in quanto gli investimenti sono finanziati per il 76% da mezzi propri e solo per il 16% da prestiti bancari (dati dell'ufficio statistico per il 2006). Inoltre la solvibilità delle imprese statali e la loro maggior connessione agli ambienti politici le rende target preferiti del credito bancario a discapito delle piccole e medie imprese, che tuttavia sono il vero motore della crescita e dell'occupazione cinese.

⁴ Nell'ottobre del 1997, in piena crisi asiatica, la PBOC ridusse i tassi sui prestiti a un anno di 144pb, portandoli da 10,085 a 8,64.

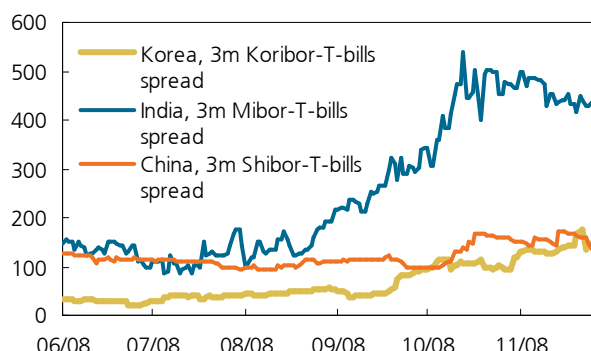
L'effetto dei tagli dei tassi non si è ancora visto né sulle variabili monetarie né su quelle creditizie, entrambe in rallentamento. Su queste tuttavia dovrebbe avere maggiore impatto un ulteriore allentamento delle restrizioni quantitative del credito, dopo quelle approvate in agosto dal Consiglio di Stato per il 2008, che aumentavano i target sul credito nell'ordine del 5% per le banche commerciali nazionali e del 10% per le banche locali.

Tassi ufficiali, si prospettano altri tagli



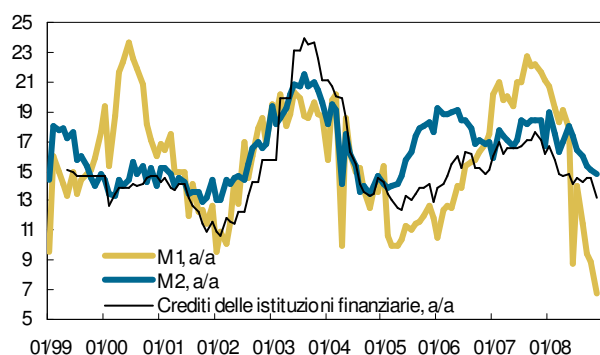
Fonte: Bloomberg

Spread tassi a tre mesi e T-bills di corrispondente scadenza



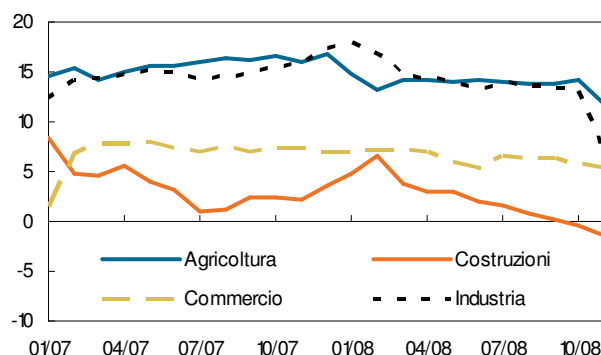
Fonte: Bloomberg

Offerta di moneta in rallentamento



Fonte: Bloomberg, Monetary and Financial Institutions Survey

Crediti delle istituzioni finanziarie per settore



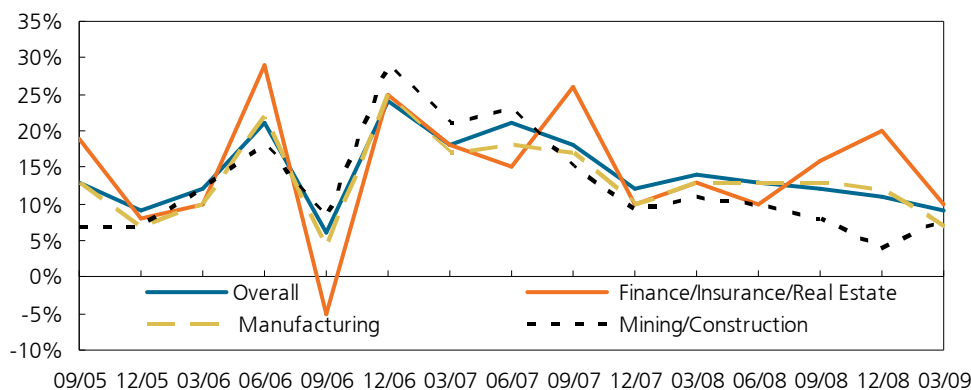
Fonte: Ecwin, Monetary and Financial Institutions Survey

Il mercato del lavoro va peggiorando

L'indagine Manpower vede la percentuale netta di imprese che intendono assumere in calo dal 1° trimestre del 2008 sia nel settore delle costruzioni sia in quello del commercio al dettaglio e all'ingrosso. Per il 1° trimestre del 2009 anche il settore dei servizi finanziari e assicurativi, che finora era stato in controtendenza rispetto ai paesi industrializzati, registra una diminuzione delle imprese che intendono assumere mentre accade il contrario per il settore costruzioni.

Il ministro delle Risorse Umane e dell'Assistenza Sociale (Human Resources and social Security) si aspetta che nel 2009 il tasso di disoccupazione nelle aree urbane, a settembre pari al 4%, salga ben oltre il target di 4,5% e che possa essere già salito dal 2° trimestre 2008. Il tasso di nuovi occupati, infatti, secondo il Ministro è sceso a 8% in ottobre da una media di 9% tra gennaio e settembre. Inoltre, la situazione del mercato del lavoro potrebbe essere peggiore di quella che emerge dal tasso di disoccupazione, perchè quest'ultimo non include i 120 milioni di lavoratori migranti che si sono spostati verso le città, data la difficoltà di tenere traccia della loro mobilità. Solo recentemente il governo ha iniziato ad implementare un sistema di registrazione per i lavoratori migranti.

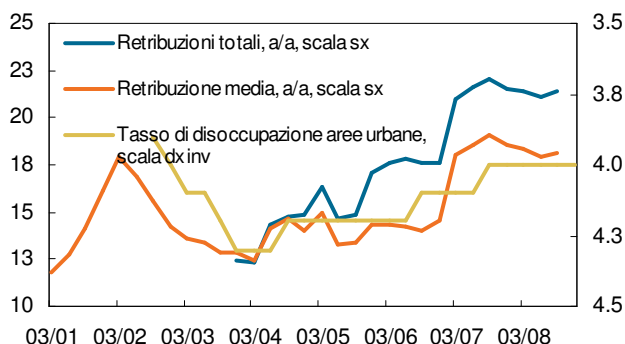
Indagine Manpower



Fonte: Bloomberg

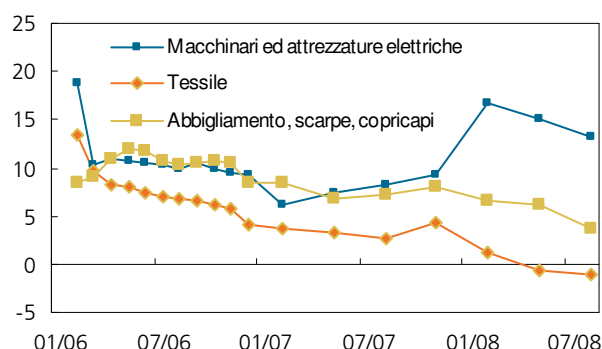
Secondo le agenzie di stampa negli ultimi mesi sono fallite o hanno dovuto ridurre drasticamente la produzione migliaia di piccole e medie imprese nei settori ad alta intensità di lavoro trainati dall'export, in particolare quelli del tessile e abbigliamento nella provincia meridionale del Guangdong. Centinaia di migliaia di lavoratori migranti stanno ritornando nelle campagne nonché organizzando varie proteste, cosa che comincia a preoccupare non poco le autorità.

Andamento dei salari e del tasso di disoccupazione



Fonte: Bloomberg

Tasso di occupazione nel settore manifatturiero in calo



Fonte: Ecowin

A ciò si aggiunge il numero crescente di laureati che ogni anno si affacciano sul mercato del lavoro che, secondo il Ministro, sarà di 5,59 milioni nel 2008 e 6,1 milioni nel 2009 in un paese che ha circa 24 milioni di persone all'anno che cercano lavoro ma è in grado di creare occupazione solo per la metà di loro.

Lo stimolo fiscale è fortemente sbilanciato verso le infrastrutture

Il piano di stimolo fiscale recentemente varato dalla Cina prevede lo stanziamento di 4 trilioni di yuan tra il 2008 e il 2010 da investire in 10 aree individuate come prioritarie. La valutazione dell'impatto della nuova spesa sul bilancio statale nonché sulla crescita è molto difficile in quanto il governo non ha specificato quanta parte dei 4 trilioni era già presente nell'11° piano quinquennale e/o nel bilancio programmatico del 2008 quindi già allocata e quanta parte è invece aggiuntiva. Il vice direttore della Commissione Nazionale per lo Sviluppo e le Riforme ha

recentemente ⁵ precisato che 1,18 trilioni proverranno dal bilancio del governo centrale, mentre la restante parte proverrà dalle imprese governative e dai governi locali. A metà dicembre, il Ministero delle Finanze è stato autorizzato ad utilizzare una parte di fondi prima della revisione ed approvazione del bilancio centrale che avverrà a marzo, anche se non ci sono dettagli a riguardo.

L'aumento della spesa pubblica avrà l'effetto di portare il saldo del bilancio statale dal surplus di 0,7% del PIL nel 2007 a un deficit di 0,4% nel 2008 e a 2,6% nel 2009 secondo le previsioni della Banca Mondiale, mentre EIU rimane più ottimista con delle previsioni di un surplus di 0,2% nel 2008 e un deficit di 1,7% nel 2009.

Nel **4° trimestre del 2008** le spese aggiuntive certe rispetto al piano quinquennale e al budget 2008 sono di **120 miliardi di yuan**, di cui **20 anticipati dal 2009** dall'allocazione del *Disaster Relief and Reconstruction Work Fund*. Il governo si aspetta che questa spesa possa stimolare investimenti totali per 400 miliardi di yuan nel trimestre corrente, ossia il 5% del pil nominale del 4° trimestre 2007 e l'8% degli investimenti fissi totali del 4° trimestre del 2007. Le fonti governative segnalano che 20 miliardi saranno destinati a progetti per la conservazione dell'acqua e 10 milioni per la costruzione di infrastrutture ai trasporti.

Per il 2009 è stata recentemente approvata una spesa di **205 miliardi di yuan** per progetti nel campo dell'energia e infrastrutture⁶. Si è poi parlato di accelerare i **progetti di ricostruzione delle aree colpite dal terremoto** del 12 maggio. Rispetto alle stime iniziali sui danni diretti che erano nell'ordine dei 400-500 miliardi di yuan il documento del Consiglio di Stato⁷ per la Pianificazione dei lavori ha stimato che **la domanda totale di capitale per la ricostruzione sia di 1 trilione di yuan** e ha indicato al governo centrale di creare un fondo per la ricostruzione nell'ordine del 30%. Il restante 70% dovrebbe essere reperito dai governi locali, dal settore privato e attraverso le donazioni. Il fondo complessivo del governo centrale per la ricostruzione dovrebbe dunque aggirarsi su 330-340 miliardi di yuan **da spendere tra il 2008 e il 2010**. Secondo il premier Hu Jintao i lavori di ricostruzione dovrebbero essere completati per il 2010 e nel 2008 il governo centrale aveva stanziato 70 miliardi a cui si aggiungono i 20 miliardi citati sopra anticipati dal 2009. Per il 2009 è probabile che vengano anticipati fondi dal 2010. Le **spese per la ricostruzione**, che diventano prioritarie secondo le linee guida dello stimolo fiscale, possono considerarsi comunque **denaro già incluso nei 4 trilioni**. Secondo i dettagli delle agenzie di stampa governative resi noti a dicembre, come spesa per la ricostruzione viene allocato 1 trilione di yuan. Ci si chiede dunque se il governo centrale abbia aumentato il fondo per la ricostruzione facendosi carico di tutta la stima iniziale o se i 4 trilioni includano, come spese per la ricostruzione, anche i fondi dei governi locali.

La **State Grid Corporation of China**, la maggiore fornitrice di energia elettrica, ha annunciato inoltre di voler duplicare gli **investimenti previsti nella costruzione di elettrodotti per il 2009 e il 2010**, portandoli dai 550 miliardi di yuan previsti a **1,16 trilioni di yuan**. Secondo le agenzie di stampa⁸ inoltre, altri 400 miliardi sarebbero allocati per la costruzione di 50 nuovi aeroporti e il restauro di 90 esistenti tra il 2009 e il 2010, anche se non si chiarisce se si tratta di investimenti aggiuntivi o già pianificati.

⁵ Vedi www.english.gov.cn, "China planner offers details on 4 trln yuan stimulus package", 14 novembre 2008.

⁶ Per maggiori dettagli sui progetti e sulle aree di intervento del piano vedi Cina Update del 03/12/08 o WEM del 05/12/08.

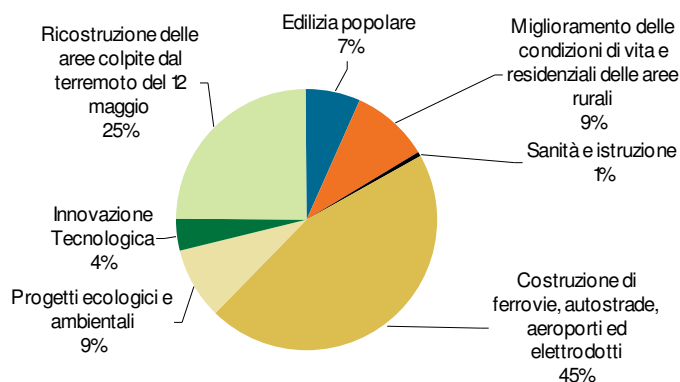
⁷ Circolare 31/2008 :State Council Circular on Printing and Distributing the Overall Planning for Post-Wenchuan Earthquake Restoration and Reconstruction.

⁸ <http://www.china.org.cn> e Xinhua <http://www.chinaview.cn/>.

A fine ottobre il Consiglio di Stato ha approvato **investimenti nelle rete ferroviaria per 2 trilioni di yuan**. A fine novembre il Ministero delle Ferrovie ha spiegato che si tratta di una **revisione del Mid-Term and Long-Term Railway Network Scheme (RNS)** approvato nel 2004, dove si stimava che gli investimenti necessari alla costruzione della rete ferroviaria **tra il 2004 e il 2020** secondo i target stabiliti fossero nell'ordine dei 2-2,5 trilioni di yuan. Gli investimenti sullo stesso periodo sono stati ora rivisti a 5 trilioni di yuan. Secondo il sito ufficiale del governo, inoltre, l'11° piano quinquennale allocava per il quinquennio 2006-2010 1,25 trilioni di yuan. **Non è comunque ancora chiaro se i 2 trilioni siano una revisione al rialzo della cifra allocata dal piano quinquennale per il periodo 2006-2010 e dunque riguardino il periodo 2009-2010 o se siano aggiuntivi al piano quinquennale e riguardino il periodo 2009-2020**. In ogni caso, ipotizzando di dividere le cifre per gli anni di competenza, l'aumento degli investimenti nella rete ferroviaria nei prossimi due anni sarebbe come minimo del 50% rispetto a quanto allocato dall'11° piano quinquennale. Le agenzie governative riportano 600 miliardi di yuan come cifra allocata per il 2009 e dichiarano che gli investimenti finali potrebbero superare anche i 2 trilioni. Lo stesso governo locale del Guangdong ha dichiarato che il 30% circa dei 1.16 trilioni di spesa per i prossimi cinque anni saranno allocati alla rete ferroviaria.

Tenendo conto delle spese già previste per la ricostruzione del terremoto allocate al governo centrale (340 miliardi ca) e degli investimenti già previsti sulla rete elettrica (550 miliardi) e ferroviaria (500-600 miliardi ca) per il periodo 2009-2010, si può affermare che, allo stato attuale dei dettagli pubblicati, **almeno un terzo del pacchetto fiscale del governo centrale è fatto di spese già previste**.

Composizione del pacchetto fiscale



Fonte: <http://www.gov.cn>

Il vice ministro Li Keqiang ha dichiarato che la **protezione dell'ambiente, l'efficienza energetica e le "industrie che risparmiano energia" devono diventare "i nuovi fari della crescita economica"** ("Environmental protection and energy-saving industries should become the new highlights of economic growth in this round of investment to boost domestic demand") nell'ambito di questo pacchetto fiscale e il ministro dell'Ambiente, Zhou Shengxian, ha sottolineato che **nei prossimi tre anni 1 trilitone di yuan sarà devoluto a investimenti nel campo ambientale**. Il concetto di *energy-saving* e di sviluppo sostenibile sembra per ora rivolgersi principalmente alle grandi opere in campo energetico. L'ente per l'energia atomica (China Atomic Energy Authority) ha infatti annunciato la costruzione di 9 centrali nucleari nei prossimi due anni e l'accelerazione dei lavori nelle 4 già in costruzione. Inoltre, sono stati, recentemente

approvati 254,6 miliardi da allocare al progetto di diversione nord-sud delle acque⁹ sui versanti orientali e centrali. La cifra specificatamente allocata dal piano alla voce progetti ambientali ed ecologici è di 350 miliardi di yuan, ossia l'8,8% del totale, poco in confronto al 45% delle infrastrutture. Tuttavia, i gravi problemi ambientali del paese e l'enfasi sulle tematiche ambientali e di efficienza energetica data nuovamente sia nell'incontro di dicembre dello *Strategic Economic Dialogue* con gli Stati Uniti sia al *Council for International Cooperation on Environment and Development*, ci fa ritenere che gli investimenti in campo ambientale riguarderanno anche voci quali l'edilizia popolare, le infrastrutture e energia, la ricostruzione e le nuove tecnologie, **con una forte ricaduta positiva per il settore.**

Il piano di stimolo fiscale potrebbe fornire alla Cina l'opportunità di ribilanciare la crescita economica, passando da un'economia prevalentemente guidata da investimenti, esportazioni e industria ad una con un ruolo più ampio per consumi e servizi in linea gli obiettivi dell'11° piano quinquennale. Le aree di intervento dello stimolo fiscale riguardano infatti non solo le infrastrutture ma anche l'istruzione e la sanità, l'ambiente, i redditi e il sistema finanziario. Il piano avrà dunque un ruolo chiave per la crescita del 2009. Secondo le stime della Banca Mondiale gli investimenti influenzati dalle politiche governative e i consumi pubblici riceveranno un forte stimolo nel 2009 e contribuiranno per un 4% alla crescita del PIL, l'1,5% in più rispetto al 2007, ma la crescita è comunque destinata a rallentare al 7,5% nel 2009 da 9,4% nel 2008.

Il premier, sia nella *Central Economic Work Conference* che si è tenuta nella prima settimana di dicembre e la National Conference of Economic Planners di metà dicembre, ha ribadito l'importanza di mantenere una crescita economica stabile attraverso l'espansione della domanda domestica e la ristrutturazione economica (maintaining a stable and healthy economic growth through domestic demand expansion and economic restructuring) secondo i principi dell'approccio scientifico" allo sviluppo¹⁰. (Scientific Outlook on Development).

Fino ad ora, però, le sole **misure a favore dei consumatori** annunciate sono state una minor riduzione del tasso sui depositi rispetto a quello sui prestiti e la sospensione dell'imposta del 5% sugli interessi sui depositi, nonché qualche riduzione alle imposte sull'acquisto della prima casa¹¹.

Il piano, nonostante le 10 aree di intervento dichiarate, **allo stato** dei dettagli disponibili resi noti a metà dicembre, **privilegia fortemente gli investimenti in infrastrutture energetiche e nella rete ferroviaria**, per l'effetto di traino che questo potrebbe avere sulla domanda di materie prime come l'acciaio e il cemento. La produzione e l'esportazione di questi materiali ha infatti giocato un ruolo chiave nella crescita economica cinese ma ha risentito in maniera marcata del rallentamento del settore immobiliare e della domanda mondiale. La principale preoccupazione del governo è infatti quella di stimolare la domanda attraverso un aumento degli investimenti per **arginare l'aumento del tasso di disoccupazione**. Questo è in linea con la reintroduzione di alcuni rimborsi fiscali e tagli ai dazi per le esportazioni di acciaio e altri prodotti chimici che erano stati espressamente introdotti a metà 2007 con lo scopo di ridimensionare le industrie pesanti e più inquinanti. Ai 4 trilioni di yuan del pacchetto del governo centrale, secondo la televisione di

⁹ Progetto idraulico per la diversione delle acque dal fiume Yangtze (o fiume Azzurro) al fiume Giallo, finalizzato al riequilibrio della disponibilità di acqua tra il sud e il nord del paese, che continua a sollevare non pochi quesiti di sostenibilità ambientale.

¹⁰ L'approccio è stato iscritto nella costituzione del Partito in occasione del 17esimo Congresso lo scorso anno ed è al centro della campagna educativa per i membri e i funzionari lanciata a settembre.

¹¹ Per maggiori dettagli sulle misure fiscali intraprese vedi Cina Update del 03/12/08 o WEM del 05/12/08.

stato¹² sembra si debbano **aggiungere altri 10 trilioni di yuan che saranno spesi principalmente in opere infrastrutturali dai governi locali anche se alla notizia non è stato dato seguito.**

Tutto ciò se da una lato può aiutare a mantenere un tasso di crescita elevato nel breve periodo nel lungo periodo rischia di rallentare notevolmente il processo di ribilanciamento a favore dei consumi di cui il paese necessita per raggiungere una crescita più equilibrata. Riteniamo tuttavia che l'aumento del tasso di disoccupazione e la recente preoccupazione espressa da varie esponente governativi potrebbe costringere il governo a ribilanciare il piano con interventi a sostegno dei redditi nei prossimi mesi. Secondo la stampa cinese¹³ la Commissione per lo sviluppo nazionale e le riforme (*National Development and Reform Commission*, NDRC) starebbe già vagliando un piano per altri tagli fiscali, aumenti dei salari e raddoppio dei sussidi per le abitazioni.

Conclusioni

La mancanza di sufficienti dettagli sul pacchetto fiscale rende ancora difficile una valutazione precisa dell'impatto sulla crescita nel 2009, dove gli investimenti e consumi pubblici avranno un ruolo dominante. In considerazione del marcato rallentamento degli indicatori del settore manifatturiero negli ultimi mesi e della domanda mondiale, il pacchetto fiscale non appare sufficiente ad evitare un rallentamento dell'economia nel 2009.

La crescita del 2008, precedentemente stimata al 10% potrebbe risultare in calo al 9,0% con una stima per la crescita del 4° trimestre del 2008 del 7,3%. Rivediamo al ribasso la crescita per il 2009 a 6.7% dalla precedente stima di settembre (8,9%) con un rallentamento piuttosto marcato concentrato nei primi due trimestri del 2009, che potrebbero vedere delle variazioni tendenziali rispettivamente del 4,2% e del 6,2% e un miglioramento, dovuto all'effetto ritardato del taglio dei tassi e degli investimenti solo nella seconda parte dell'anno. La crescita per il 2010 è prevista tornare poco al di sotto del 9%. I rischi sulla crescita rimangono al ribasso.

¹² Bloomberg, 24 novembre 2008

¹³ Bloomberg, 24 novembre 2008

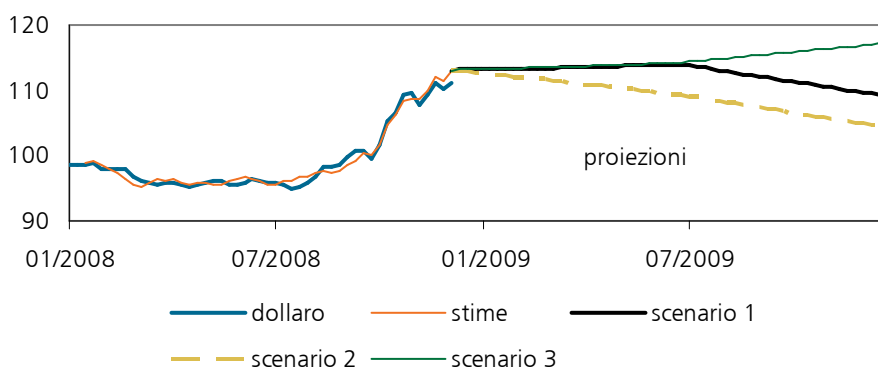
Mercati valutari - Crisi acceleratrice di aggiustamenti dovuti tra valute destinati a evolversi nel 2009

DOLLARO

Asmara Jamaleh

Il 2008 è stato un anno di importanti cambiamenti per i mercati valutari: è stato l'anno in cui il dollaro (cambio effettivo nominale *broad*, Fed) ha invertito la tendenza ribassista che era in corso dal 2002. Paradossalmente, ma è un paradosso solo in apparenza, si può dire che la crisi economico-finanziaria globale abbia fatto da catalizzatore di un aggiustamento (l'inversione rialzista del dollaro appunto) che come espresso nei numeri precedenti ritenevamo almeno in parte "dovuto", ma che immaginavamo dipanarsi in tempi più lunghi. Tra le variabili che sintetizzano il trasferimento della crisi all'economia reale, quelle che meglio hanno guidato gli andamenti valutari sono state la dinamica delle *commodities* e quella della volatilità (*risk aversion*). Si tratta di fattori con una valenza soprattutto di breve/medio periodo, spesso legati a situazioni o ad eventi di carattere straordinario – come la crisi – che però in alcuni casi possono marcare significativamente la transizione tra un ciclo e il successivo. Non sono comunque venuti meno i fattori più strettamente fondamentali (crescita e tassi *in primis*). Solo in alcune fasi sono passati in secondo piano rispetto ai *drivers* su menzionati. Tali *drivers* potrebbero continuare ad esserlo per una buona parte del 2009, complice il permanere dei pesanti strascichi della crisi da cui tutto ha cominciato a muoversi. Nel 2008 il dollaro è tornato protagonista, ma nel senso che i movimenti dei cross sono stati perlopiù movimenti "di" dollaro. La rimonta avviata dal 3° trimestre rappresenta il recupero di parte dell'eccessivo deprezzamento subito negli ultimi anni (a propria volta parziale riflesso dell'*overshooting* di altre valute). Questo è avvenuto grazie all'effetto contagio della crisi al di fuori dei confini USA e al *flight-to-quality* generatosi successivamente. Il giro di boa del dollaro potrebbe essere considerato persistente: in tal caso i minimi dell'estate 2008 sarebbero alle spalle. Tuttavia questo non implica che debba ripristinare il primato del passato proseguendo su un durevole trend rialzista verso i massimi del 2002.

Fig. 1



Fonte: Ecowin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Abbiamo stimato la relazione che quest'anno ha reso *commodities* e volatilità (*risk aversion*) le principali determinanti della dinamica del dollaro. La capacità esplicativa del modello è elevata (v. *fitting* in Fig. 1). Dopodiché abbiamo ipotizzato oltre al nostro scenario centrale (scen. 1) per le variabili esplicative (*commodities* ancora in calo per almeno i primi mesi del 2009 e successivamente in moderata ripresa, nonché graduale normalizzazione della *risk aversion*), anche due scenari alternativi, uno sfavorevole al dollaro (scen. 2) ed uno favorevole (scen. 3). La conclusione comune che si trae dalla comparazione delle tre ipotesi alternative è che comunque

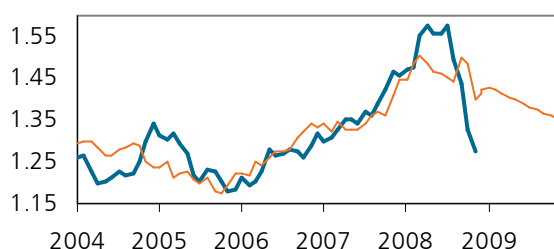
il dollaro dovrebbe assestarsi nel 2009 su livelli più elevati di quelli registrati in media nell'ultimo biennio.

Per passare dal dollaro (che svolge comunque ancora un ruolo di pivot nei vari cross) alle altre valute, le tendenze del 2009 potrebbero sintetizzarsi in: prima parte (approssimativamente) all'insegna della continuità con il 2008, e seconda/ultima parte in cui dovrebbero rientrare in gioco altri fattori già noti. Ovvero: finché gli strascichi più pesanti della crisi non iniziano a venire riassorbiti, dovrebbe permanere un'elevata volatilità con *risk aversion* ancora elevata seppure forse gradualmente decrescente e *commodities* ancora impostate su un trend decrescente almeno nel 1° quarto del 2009. Questo agevolerebbe la tenuta del dollaro, contenendo, seppure in diversa misura, l'*upside* delle altre principali valute. Successivamente, sotto ipotesi che la *risk aversion* scenda tornando verso livelli di normalità, le *commodities* risalgano leggermente e il ciclo globale di espansione monetaria volga al termine, il livello dei tassi e i differenziali di tasso dovrebbero tornare al centro del processo di selezione tra valute, con una maggiore attenzione però, rispetto al passato, per i fondamentali delle singole economie.

EURO

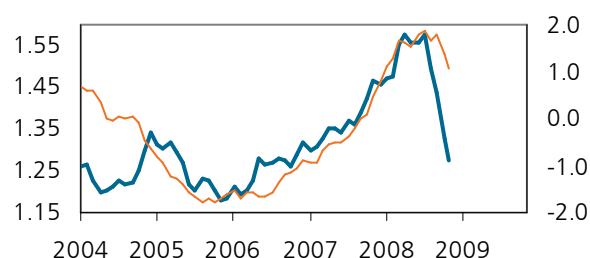
Il riaggiustamento – per quanto accelerato – che la crisi ha consentito al dollaro si è visto in modo particolarmente evidente per l'euro. L'EUR/USD ha aperto il 2008 a 1,45 inerpicandosi fino al proprio massimo storico il 15 luglio a 1,6038, da cui poi è precipitato fino al minimo di 1,2328 il 28 ottobre, bruciando in appena più di tre mesi il 30% e tornando a livelli abbandonati nella primavera del 2006. Se il *rally* a 1,60 era soprattutto il riflesso della generalizzata debolezza del dollaro nella prima parte dell'anno all'ombra del rischio crisi/recessione, il crollo successivo è stato ancora in buona parte un riflesso del generalizzato – corretto – riscatto del dollaro, ma finalmente in parte ha contribuito anche la conferma di una recessione incipiente anche nell'area euro. Una crisi di gravità eccezionale che era nata negli Stati Uniti non poteva non espandersi per contagio più o meno indiretto anche al di fuori dei confini USA, soprattutto in un contesto mondiale sempre più globalizzato. E così, tornando ad osservare l'evoluzione dei fondamentali, abbiamo stimato la relazione tra il cambio EUR/USD e i differenziali di rendimento, il PMI e l'ISM manifatturieri. Le stime, credibili (v. *fitting* in Fig. 2a), suggerivano un avvio di correzione già da aprile-maggio, che se si fosse guardato questa volta più ai fondamentali europei (v. crollo dei PMI: Fig. 2c) perlomeno si sarebbe potuto ipotizzare che tra 1,55 e 1,60 l'euro era sopravvalutato e alla luce di una certa piega che avrebbe potuto prendere (anche) la crescita dell'area euro, quei livelli non sarebbero potuti durare a lungo.

Fig. 2a



— EUR/USD (scala sin.) — stime/proiez.

Fig. 2b



— EUR/USD (scala sin.) — spread rend. EUR-USD

Fig. 2c

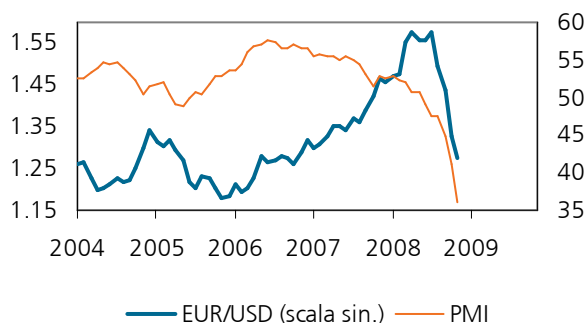
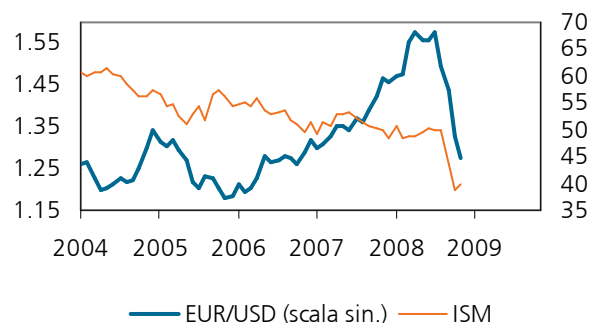


Fig. 2d



Fonte: Ecowin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

In linea quindi con l'evoluzione dei fondamentali USA, dell'area euro e degli effetti più lampanti della crisi (discesa delle *commodities* e ascesa dell'avversione al rischio) l'euro ha finalmente realizzato quell'inversione ribassista attesa da tempo (anche se prima del tempo, poiché la crisi ha fatto da acceleratrice del processo di aggiustamento).

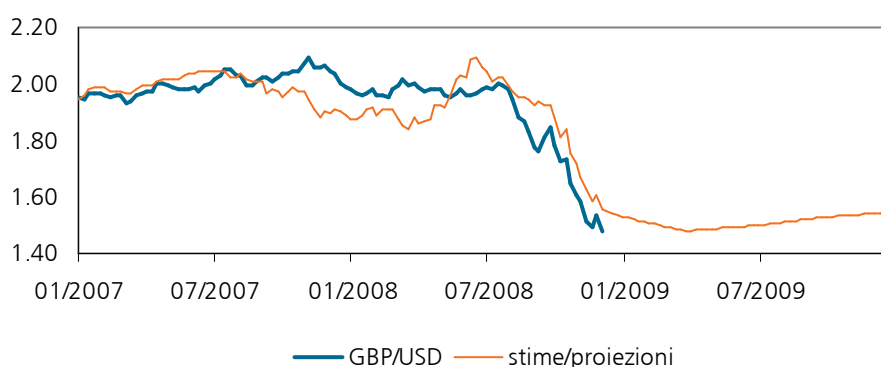
La rimonta tra 1,30 e 1,47 intrapresa dal 10 dicembre in poi è stata invece esclusivamente un riflesso di un improvviso netto deterioramento delle prospettive economiche degli Stati Uniti, o meglio di una nuova presa di coscienza della gravità della situazione indotta da un cumularsi di eventi sfavorevoli (dati USA negativi, mancata concessione del pacchetto di aiuti al settore auto USA in crisi, attese di un taglio Fed che poi è stato ancora più estremo del prevedibile e dichiarazioni di fonti BCE che parevano lasciar trapelare l'ipotesi che a gennaio la BCE potrebbe preferire non tagliare i tassi) che in un mercato che volge verso il fine anno hanno esasperato un movimento rialzista che non sembra destinato a durare.

L'evoluzione attesa dei differenziali (variabile chiave dell'evoluzione del cambio, v. Fig. 2b) – soprattutto sull'orizzonte a 1m-3m circa, con la Fed che di fatto è arrivata allo zero, laddove i tassi BCE hanno ancora spazio per scendere – dovrebbe far rientrare almeno in parte il rally recente. Tecnicamente l'ingresso nel fronte rialzista si ha solo allo sfondamento in senso proprio del corridoio 1,4647-1,4801. In caso contrario l'euro, sempre sotto il profilo tecnico, ma anche coerentemente con i fondamentali, più o meno sullo stesso orizzonte temporale potrebbe ancora tornare verso l'area 1,30-1,25. Successivamente invece, sull'orizzonte annuale e poco oltre, la tendenza prevalente potrebbe essere quella di una graduale ripresa, per l'atteso venir meno dei fattori che quest'anno hanno favorito enormemente la rivincita del dollaro (evoluzione *commodities* e avversione al rischio), ma anche perchè verso fine 2009-inizio 2010 il prezzo da pagare per le spese sostenute dal governo USA per affrontare la crisi genererà nuovi problemi all'economia USA. E se in quest'ultimo biennio una stima plausibile di *fair value* dell'EUR/USD potrebbe collocarsi all'interno di un range 1,25-1,35 (in salita rispetto agli anni precedenti) nel medio/lungo termine l'euro potrebbe più tendere a collocarsi in area di sopravvalutazione rispetto a valori di equilibrio che non in zona sottovalutazione. Data la permanenza di fattori strutturali sfavorevoli all'economia USA – seppure diversi rispetto al passato (il disavanzo delle partite correnti che gli anni scorsi veniva impropriamente additato a principale responsabile della necessità di forte deprezzamento del dollaro grazie alla recessione sta andando riducendosi, ma tenderà ad esplodere il deficit fiscale e l'indebitamento) – gli investitori internazionali (istituzionali e non) potrebbero diversificare con maggiore attenzione ai fondamentali effettivi delle varie economie con un *bias* verso scelte più prudente che nel confronto diretto tra Stati Uniti e area euro potrebbero tendere a favorire quest'ultima.

STERLINA

La prima parte del 2008 è passata piatta per la sterlina: contro dollaro stretta tra 1,93 e 2,03 GBP/USD e contro euro tra 0,73 e 0,81 EUR/GBP. Un trend chiaro ha cominciato ad impostarsi solo nel 3° trimestre, con il deflagrare della crisi e la comparsa dello spettro recessione. Il tutto ha indotto la BoE a tagliare i tassi di 300pb tra ottobre e dicembre soltanto portandoli al 2,0%, il minimo dal 1951 (v. scheda Regno Unito). Con la recessione e il crollo dei tassi dietro il crollo della sterlina abbiamo stimato la relazione tra cambio GBP/USD e rendimenti sia GBP sia USD separatamente (v. Fig. 3). Ne deriva, proiettando sul 2009 lo scenario centrale, che in fase di taglio dei tassi BoE un valore congruente della sterlina può collocarsi in un intorno di 1,45 GBP/USD mentre poi esaurita la fase espansiva il cambio dovrebbe gradualmente riprendersi trovando un equilibrio verso 1,55-1,60 GBP/USD sull'orizzonte annuale.

Fig. 3



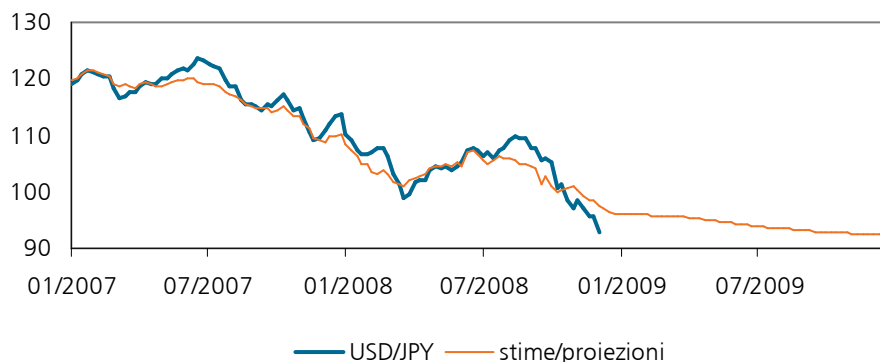
Fonte: Ecowin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nel lungo termine questo potrebbe implicare un *fair value* stimato di EUR/GBP fluttuante all'interno di un range 0,90-0,80 EUR/GBP. Con tassi BoE che volgono ai minimi storici verso 1,0% nel breve lo scenario di rischio potrebbe incorporare un temporaneo calo della sterlina verso nuovi minimi sotto 1,45 GBP/USD e oltre il nuovo minimo storico appena raggiunto contro euro a 0,95 EUR/GBP (verso la parità): si dovrebbe trattare comunque, qualora accadesse, soprattutto contro euro di una *spike* di brevissimo termine. Successivamente, una volta concluso il ciclo di tagli dei tassi, prenderebbe avvio la fase di graduale e modesta ripresa.

YEN

Nel 2008 lo yen contro dollaro ha proseguito la tendenza di fondo rialzista dell'anno precedente, aprendo l'anno in area 112 USD/JPY (che è stato anche il minimo 2008) fino ai massimi recenti sotto quota 90 USD/JPY, con un'escursione tra minimo e massimo del 30% circa. Il trend rialzista vero, quello continuativo e robusto, è partito nel 3° trimestre, contestualmente al momento di deflagrazione della crisi economico-finanziaria globale. Questa infatti, al crescere dell'avversione al rischio, ha scatenato non solo la liquidazione dei *carry-trades* da parte degli investitori internazionali, ma anche il rimpatrio di capitali da parte di quelli giapponesi. Da agosto in poi lo yen è l'unica valuta che è andata apprezzandosi esattamente in linea con il dollaro (correlazione oltre il 95%): minimo comune denominatore la *risk aversion*.

Fig. 4



Fonte: Ecwin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Ultimamente però con l'avvio dei cicli di espansione monetaria quasi ovunque il generalizzato restringersi dei differenziali di tasso è andato ad inserirsi come un ulteriore fattore favorevole per lo yen (v. *fitting* Fig. 4). Valutando quindi la relazione di equilibrio tra USD/JPY e differenziali di rendimento nel medio/lungo termine, risulta che l'equilibrio stimato potrebbe collocarsi proprio tra 100 e 90 USD/JPY (vicino ai livelli recenti).

Ma nel più breve periodo (approssimativamente sullo scavalco tra 1° e 2° trimestre) al ridursi della *risk aversion* e al volgere a termine delle politiche monetarie espansive altrove (orientativamente verso 2° trimestre/metà anno) – poiché a guidare la dinamica dello yen non sono soltanto i differenziali ma anche il livello assoluto dei tassi e rendimenti giapponesi - lo yen potrebbe temporaneamente correggere prima di riprendere il sentiero di equilibrio rialzista su cui infatti si è immesso stabilmente da metà 2007. Un tale ritracciamento ribassista lo riporterebbe su valori più coerenti anche con i fondamentali in senso proprio dell'economia giapponese, entrata di nuovo nel tunnel della recessione e con una crescita fortemente penalizzata dall'effetto negativo dell'apprezzamento del cambio sulle esportazioni.

L'eventualità di un intervento diretto sui mercati da parte delle autorità nipponiche per indebolire lo yen non è infatti da escludersi, soprattutto in caso di raggiungimento/stabilizzazione su livelli compresi probabilmente tra 85 e 80 USD/JPY. La tendenza sul fine 2009 - inizio 2010 sarebbe però verso il recupero, con re-immissione sul sentiero di equilibrio rialzista di lungo periodo.

Intesa Sanpaolo Servizio Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice		
Tel. 02 879+(6)		
Macroeconomic & Fixed Income Research		
Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
Fixed Income Strategist		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasanpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasanpaolo.com
Macroeconomia - Area euro		
Anna Maria Grimaldi	62118	anna.grimaldi@intesasanpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Macroeconomia - Stati Uniti		
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com
Bond Analyst		
Enrico Bernini	62057	enrico.bernini@intesasanpaolo.com
Research Assistant		
Serena Fumagalli	62118	
Simonetta Melotto	62102	simonetta.melotto@intesasanpaolo.com
International Economics		
Economista Macro - Asia Emergenti		
Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasanpaolo.com

Appendice

Certificazione degli analisti

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

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

Comunicazioni specifiche:

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

Comunicazioni importanti

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

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

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Metodologia di valutazione

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

Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

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