

Scenario Macroeconomico

Servizio Studi e Ricerche

Giugno 2008

Scenario Macroeconomico

Giugno 2008

I nuovi limiti dello sviluppo	2
Petrolio: danni collaterali	5
Stati Uniti - L'economia si piega, ma non si spezza: inversione dei tassi a fine 2008	9
Area euro - Verso un punto di minimo del ciclo a inizio 2009	19
BCE: solo un rialzo "segnalatico"	34
Germania: ancora di buona lena	37
Francia: il rallentamento si consolida	40
Italia: aspettando Godot	42
Regno Unito - La crescita rallenta più del previsto	45
L'Asia	46
Giappone: un'isola di relativa stabilità in un biennio turbolento	46
Cina: crescita più sostenibile	52
Mercati valutari – Il dollaro prova a rialzare la testa: il peggio potrebbe essere passato	58

I nuovi limiti dello sviluppo

Luca Mezzomo

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com

Gli strascichi della crisi finanziaria non sono ancora stati assorbiti: il livello dei tassi Euribor rimane più elevato della norma, le quotazioni dei titoli bancari continuano a registrare performance deludenti e gli organismi di supervisione avvertono della probabilità che si accendano nuovi focolai, per esempio collegati al *deleveraging* tra gli *hedge funds*. Tuttavia, emerge con chiarezza che la risposta del sistema bancario alla crisi è basata soprattutto su operazioni di ricapitalizzazione, che limitano la necessità di liquidare l'attivo; la restrizione del credito è limitata ai comparti dei mutui ipotecari e del *commercial real estate* negli Stati Uniti, e ai soli mutui ipotecari nell'eurozona. Uno dei grandi fattori di rischio dello scenario macroeconomico non si sta perciò materializzando.

Peggior delle previsioni è stato, invece, l'andamento delle quotazioni petrolifere. Le quotazioni in dollari del greggio hanno toccato massimi storici a 140 dollari, mantenendosi poi fra 120 e 140 dollari. Rispetto alla media del primo trimestre, il rincaro è del 30%. Ciò ha portato a tassi di inflazione ovunque molto superiori alle stime, erodendo nel contempo il potere di acquisto delle famiglie e frenando i consumi. Tuttavia, la performance delle principali economie mondiali è stata del tutto in linea con le attese, mediando il rallentamento del secondo trimestre con l'andamento sostenuto del primo. L'aspettativa che il rallentamento degli Stati Uniti non sarebbe stato sufficiente a causare una recessione mondiale si è rivelata corretta. La domanda interna asiatica è robusta, e ammortizza le ripercussioni della debolezza di quella nordamericana. Il rallentamento dell'eurozona è graduale, e la domanda estera non impatta così negativamente come si temeva.

Come tre mesi fa, lo scenario che proponiamo in questo rapporto è ancora imperniato su una fase di bassa crescita dell'economia americana, movimentato da un transitorio rimbalzo fra il 2° e il 3° trimestre. La crescita mondiale rimane sostenuta dall'espansione della domanda interna nei paesi emergenti. Assumiamo per prudenza che le quotazioni petrolifere superino i massimi storici nel corso del 3° trimestre, sicché i prezzi medi risultano più elevati dei futures per tutto il 2° semestre 2008. Il risultato è il persistere di pressioni inflazionistiche nei prossimi mesi.

La crescita economica per area geografica

	2005	2006	2007	2008	2009
Stati Uniti	3.1	2.9	2.2	1.6	1.8
Giappone	1.9	2.4	2.0	1.5	1.4
Area Euro	1.7	2.9	2.6	1.7	1.4
Europa Orientale	5.7	6.9	7.2	6.5	5.7
America Latina	4.5	5.4	5.3	4.6	4.1
OPEC	7.8	6.1	6.3	5.8	5.1
Asia orientale	7.8	7.9	9.2	8.0	7.3
Africa	4.6	5.7	6.2	6.0	5.1
Crescita mondiale	4.4	4.8	4.8	4.2	4.1

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Confermiamo con ancora maggiore convinzione che le banche centrali si troveranno a gestire un'economia molto diversa da quella che scaturì dalla precedente recessione; inoltre, ha già trovato conferma la previsione che l'opinione sul rapporto costi-benefici di prolungate fasi di politiche monetarie accomodanti è radicalmente mutata. L'intervento dimostrativo sui tassi

prospettato dalla BCE, le pressioni all'interno della Fed per correggere una politica monetaria che alcuni ritengono troppo accomodante, il riemergere di spinte per una nuova restrizione monetaria nel Regno Unito segnalano un cambiamento strutturale nella lettura del *trade-off* tra inflazione e disoccupazione. Tuttavia, non è plausibile una stretta violenta, coordinata e immediata delle politiche monetarie: il passaggio dalle minacce alla restrizione effettiva potrebbe essere rallentato dal prevedibile calo dei ritmi di crescita nella parte finale del 2008, dal residuo rischio di instabilità finanziaria e dall'asincronia dei cicli economici. Il grosso della normalizzazione dei tassi negli Stati Uniti, l'evento che ha più probabilità di incidere sulle pressioni inflazionistiche globali, avverrà soltanto nel corso del 2009.

Purtroppo lo sforzo delle banche centrali della vecchia guardia di controllare le aspettative di inflazione rischia di essere vanificato dal persistere di politiche economiche insostenibili in Asia. La focalizzazione dei giganti asiatici sul mantenimento di elevati ritmi di sviluppo, sebbene comprensibile, sta creando pressioni eccessive sui mercati delle risorse naturali, di cui il vertiginoso rincaro delle quotazioni internazionali è uno dei sintomi. Il vincolo fisico sulle risorse, che non ha mai rappresentato un problema nel mondo "vuoto" in cui avvenne l'industrializzazione delle Tigri asiatiche, diventa stringente nel momento in cui centinaia di milioni di persone contemporaneamente elevano il proprio standard di vita. Dati i limiti alla crescita dell'offerta di greggio, la motorizzazione della Cina è compatibile con l'equilibrio del mercato petrolifero soltanto se si verifica un veloce aumento dell'efficienza energetica degli autoveicoli circolanti, ben superiore a quella che storicamente abbiamo osservato. Secondo la IEA, assumendo che i consumi del parco veicoli in Cina calino del 32% dal 2005 al 2030, la domanda di petrolio salirebbe da 327 a 808 milioni di tonnellate (+3,7% a/a medio) fra il 2005 e il 2030: un incremento pari al 10% dei consumi mondiali attuali. L'insostenibilità è aggravata dal fatto che il meccanismo di riequilibrio attraverso il prezzo, che potrebbe calmierare la crescita della domanda, viene ostacolato mediante politiche di controllo dei prezzi di vendita o di sussidio sugli acquisti di carburanti. In molti paesi, sia esportatori sia importatori di petrolio, i prezzi di vendita dei carburanti risultano inferiori al prezzo internazionale. La rimozione di queste anomalie rappresenterebbe un grosso passo avanti per accelerare l'incremento dell'efficienza energetica. La Cina ha compiuto un passo avanti, sebbene non risolutivo, con l'aumento del 20 giugno (+18%). La Cina è anche caratterizzata da tassi reali di interesse troppo bassi, che alimentano dinamiche esasperate del credito e accentuano il rischio di instabilità finanziaria, attualmente contenuto attraverso misure amministrative. Di contro, la restrizione operata attraverso la rivalutazione del renminbi svolge il suo effetto riequilibrante sui flussi commerciali anche agendo sui prezzi all'importazione dei principali partner commerciali della Cina, che vedono così crescere le pressioni inflazionistiche esogene.

Proiezioni sui prezzi delle materie prime

	2005	2006	2007	2008	2009
Petrolio (Brent, \$/barile)	54.4	65.4	72.7	117.2	99.3
	+42.1	+20.1	+11.1	+61.3	-15.3
Materie prime escl. combustibili (1990=100)	125.6	154.8	176.5	208.7	198.5
	+6.0	+23.2	+14.0	+18.2	-4.9
Metalli (1990=100)	159.5	249.1	318.2	316.4	268.3
	+22.4	+56.2	+27.7	-0.6	-15.2
Agricole (1990=100)	101.5	110.4	115.9	121.3	123.1
	+0.5	+8.8	+5.0	+4.7	+1.5

Livelli e variazioni medie annue

Il quadro per area in sintesi

Stati Uniti

Negli **Stati Uniti**, nonostante i venti contrari del credito e dei prezzi delle materie prime e la più grave crisi finanziaria del secondo dopoguerra, l'economia continua a crescere: rivediamo la previsione di crescita per il 2008 verso l'alto a 1,6%, da 1,4% delle previsioni di marzo, riportandola più vicino a dove erano le nostre previsioni di fine 2007 (1,8%). Il supporto congiunto dello stimolo monetario, del deprezzamento del dollaro e dei rimborsi fiscali sta più che controbilanciando l'aumento dei prezzi delle materie prime e della restrizione del credito. Lo scenario macroeconomico americano è migliorato rispetto a tre mesi fa non (sol)tanto in termini di decimi di crescita, quanto soprattutto in termini di rischi di eventi disastrosi. Anche se la crisi del credito non è finita e le banche hanno ancora perdite da scrivere nei loro bilanci, il sentiero delle variabili macroeconomiche sembra meno soggetto a una crisi sistemica alimentata dalla "spirale avversa" fra prezzi degli asset e condizioni economiche al centro delle preoccupazioni della Fed nei primi mesi del 2008. Questa valutazione relativamente più ottimistica delle prospettive del 2008 non modifica però la nostra previsione di medio termine: il biennio 2008-09 rimane caratterizzato da rischi verso il basso sulla crescita e rischi verso l'alto sull'inflazione. Il 2009 rimarrà mediamente al di sotto del potenziale, con una crescita solo poco più elevata rispetto a quella di quest'anno, mentre l'inflazione toccherà un picco nell'estate al di sopra del 4,5% per poi scendere sotto il 3% nella seconda parte del 2009. Questo scenario si basa sull'ipotesi che i prezzi di energia e alimentari si stabilizzino dopo l'estate.

L'economia americana resta fragile e soggetta ad ampi rischi verso il basso sulla crescita e verso l'alto sull'inflazione, ma i rischi catastrofici legati alla spirale avversa credito-prezzi delle case-crescita, che hanno determinato i tagli di emergenza effettuati fra gennaio e marzo, stanno però recedendo. Il ritorno a una politica monetaria basata sui rischi dello scenario centrale, e non più su quelli degli eventi catastrofici, sta alla base del segnale mandato dalla Fed riguardo al futuro dei tassi. La banca centrale per questo sta aprendo la strada per la rimozione di una parte dello stimolo straordinario impresso dai tassi. A partire dall'autunno, la Fed alzerà i tassi. Con il nuovo sentiero, i tassi reali dovrebbero azzerarsi a metà 2009 e avvicinarsi alla neutralità verso la fine dell'anno prossimo.

Area euro

Pur avendo rivisto verso l'alto, all'1,7% dall'1,5% precedente, la nostra stima sulla crescita del PIL nell'**area euro**, riteniamo che il rallentamento ciclico sia solo rimandato. Già il 2° trimestre dovrebbe aver evidenziato un sensibile rallentamento, e la debolezza potrebbe poi proseguire per lo meno fino all'inizio del 2009, anche senza ipotizzare un'evoluzione particolarmente pessimistica della crisi del credito. Solo gli effetti ritardati degli shock verificatisi sinora (soprattutto la salita dei prezzi delle materie prime e quella dei tassi di mercato) sono in grado di frenare la crescita europea nel giro dei prossimi 12 mesi. Rispetto a tre mesi fa, rivediamo verso il basso, dall'1,6% all'1,4%, la nostra stima sul PIL nel 2009. Il punto di minimo per il ciclo dell'area euro sarà probabilmente il 1° trimestre del 2009. La crisi finanziaria e il minor vigore del commercio mondiale potranno pesare in particolare sugli investimenti, la componente di domanda che sta mostrando il maggior dinamismo, mentre il conto più salato dello shock sulle materie prime sarà pagato dai consumatori.

Rispetto allo scenario di marzo rivediamo significativamente al rialzo l'inflazione 2008. Le nostre stime per il 2009 prevedono ancora un rallentamento della dinamica dei prezzi al consumo ma questa rimarrà anche il prossimo anno significativamente al di sopra (2,4%) della soglia tollerata dalla BCE. Riconosciamo che permangono ancora rischi verso l'alto da fattori esogeni; nel contempo non è possibile escludere una dinamica più vivace dei salari in corso d'anno, in quanto l'erosione del potere d'acquisto sta facendo crescere le tensioni sociali. Dato il nostro scenario di crescita

e inflazione, riteniamo che il rialzo sostanzialmente “annunciato” dalla BCE per luglio possa rivelarsi un fenomeno isolato con valenza “segnaletica”

Giappone

L'**economia giapponese** nel biennio 2008-09 registrerà una crescita vicina all'1,5%, al limite inferiore dell'intervallo di stima della crescita potenziale (1,5-2%), e l'inflazione intorno all'1%. In questo quadro di relativa stabilità non mancheranno accelerazioni e frenate su base trimestrale: dopo un 1° trimestre molto brillante, il 2° rallenterà nettamente. L'aumento dell'inflazione è uno dei principali freni alla crescita, con effetti su consumi e investimenti. Anche le esportazioni contribuiranno ancora positivamente, ma in misura minore che a inizio 2008. Tuttavia la tenuta del mercato del lavoro, le condizioni finanziarie accomodanti e la fine della correzione del mercato immobiliare residenziale manterranno la crescita mediamente in linea con il potenziale. La banca centrale rimarrà ferma per tutto l'anno, in attesa di un rientro dei rischi verso il basso sulla crescita.

Cina

Rispetto a marzo manteniamo sostanzialmente invariate le previsioni del profilo di crescita della **Cina** previsto per il 2008 e per il 2009. Il rallentamento degli Stati Uniti e dell'area euro continuerà a contribuire a un graduale rallentamento delle esportazioni cinesi riducendo ulteriormente il contributo del canale estero alla crescita nel 2008. La PBOC comincerà ad affiancare alle misure amministrative di controllo del credito anche interventi sui tassi, in modo da riportare i tassi reali in territorio marginalmente positivo nella seconda metà dell'anno.

Petrolio: danni collaterali

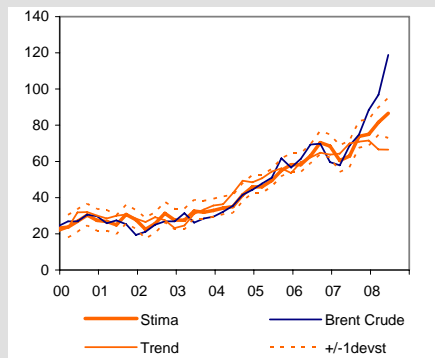
Nelle ultime settimane l'andamento delle quotazioni petrolifere ha registrato un'impennata della volatilità, associata a violenti rialzi che hanno condotto le quotazioni su nuovi massimi storici (138,12 dollari per la prima scadenza del Brent Crude Future e 139,12 dollari per quella del Light Crude). L'ascesa è stata interrotta tra il 22 maggio e il 4 giugno da una transitoria fase di ribasso che ha ridotto le quotazioni di 14 dollari, cancellata poi in soli due giorni di rimbalzo (5-6 giugno). L'evento eccezionale del 5-6 giugno, che ha posto fine a una lenta liquidazione di posizioni lunghe evidente anche nei dati CFTC, è iniziata con il calo del dollaro a seguito dell'annuncio di un futuro rialzo dei tassi ufficiali BCE, ma ha assunto dimensioni parossistiche venerdì 6 per le dichiarazioni di un ministro israeliano sull'ineluttabilità di un attacco alle installazioni nucleari iraniane. Mentre scriviamo, la prevedibile modesta correzione non ha ridotto il rischio di nuovi strappi oltre 140 dollari.

Flussi finanziari e petrolio: è soltanto un caso?

I modelli strutturali continuano a segnalare che è corretto attendersi un trend di rialzo di lungo periodo e tutti gli scenari di lungo termine sul mercato del petrolio, a partire da quello IEA, includono un apprezzamento in termini reali del greggio. Tuttavia, dal 3° trimestre 2007 i valori stimati risultano largamente più bassi rispetto a quelli mediamente osservati nel secondo trimestre e, dopo gli ultimi aumenti, la previsione a 1-3 trimestri implica un calo considerevole (fino al -40%) rispetto ai livelli correnti anche assumendo gli estremi superiori degli intervalli di confidenza generati dal modello.

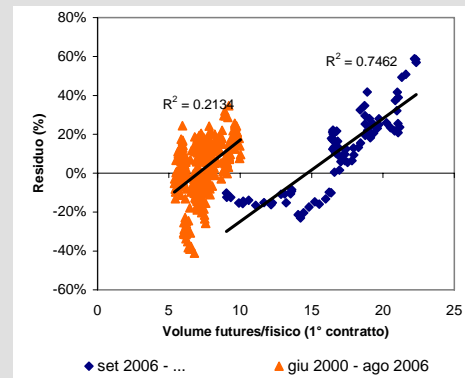
Il divario tra i prezzi osservati e quelli suggeriti dai modelli strutturali è variamente attribuito dagli analisti a 'gestione del rischio' o a distorsioni speculative (indotte cioè da flussi di capitali in ingresso sul mercato dei derivati). Nella prima interpretazione, i mercati incorporano un premio per compensare la probabilità di eventi negativi di offerta, che nelle attuali fasi di bassa disponibilità di capacità produttiva residua difficilmente potrebbero essere contrastati da incrementi produttivi nelle regioni non coinvolte dallo shock. Nella seconda interpretazione, i buoni fondamentali del mercato petrolifero hanno stimolato la domanda di prodotti finanziari di investimento indicizzati al prezzo del petrolio (o a panieri che includono anche il petrolio), creando un eccesso di domanda sui derivati che non ha nulla a che fare né con il bilancio di domanda e offerta di idrocarburi, né con valutazioni di rischio. Il meccanismo sarebbe analogo a quello che ha innalzato il rapporto prezzo/utigli delle società tecnologiche a livelli abnormi nel 1999-2000 o compresso i premi per il rischio di credito fino a livelli insostenibili nel 2006-07. Entrambe le teorie si appoggiano su assunti corretti (il rischio di scarsità di offerta è salito e si è assistito a una proliferazione di prodotti di investimento collegati alle materie prime), e forse ambedue i fattori attualmente contribuiscono ad accentuare la dinamica dei prezzi.

Fig. 1 – Prezzo stimato e osservato del Brent Crude



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Residui e volumi negoziati sui futures



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Data la bassa elasticità di domanda e offerta al prezzo del petrolio, in ogni dato momento l'equilibrio di mercato può essere garantito da un intervallo di prezzi molto ampio. Ci sono varie indicazioni che l'attività finanziaria potrebbe spiegare il repentino peggioramento della performance previsiva. Dal 2006, per esempio, i residui del nostro modello risultano fortemente correlati con l'attività di negoziazione sui futures: una regressione dei residui sul rapporto tra volumi di negoziazione sul primo contratto ICE e NYMEX (in barili) e la produzione media giornaliera di petrolio (sempre in barili) produce un R^2 di 0,74 (fig. 2). Inoltre, anche se non vi sono prove di un legame causale, l'esplosione dei prezzi è coincisa con un periodo di scarse opportunità di rendimento sulle asset class tradizionali.

Nell'ultimo Oil Market Report la IEA giudica la situazione di mercato ancora tesa: il margine inutilizzato di capacità OPEC sarebbe sceso a meno di 2 milioni di barili al giorno in maggio per la prima volta dal 2006, mentre la bassa crescita dell'offerta nel 1° semestre limiterebbe l'accumulo di scorte nel 2° trimestre 2008 a 350 mila b/g invece dei 900 mila mediamente osservati, malgrado il rallentamento della domanda. Nel 2° semestre, comunque, la IEA si attende un incremento dell'offerta non-OPEC (Russia, Canada e Brasile) e un calo della domanda rivolta all'OPEC, sviluppi che potrebbero allentare le tensioni. Tuttavia, vanno considerati anche i soliti rischi legati a una stagione degli uragani nel Golfo del Messico più intensa della norma, che potrebbero vanificare l'effetto ribassista dell'espansione produttiva¹. Anche il fattore geopolitico (in particolare la tesi che si prepari un'azione militare contro l'Iran prima del cambio di amministrazione a Washington) alimenta tensioni².

Tornando ai fondamentali, vi sono crescenti indicazioni che i prezzi elevati stanno incidendo sull'andamento della domanda di carburanti. Nel 1° trimestre la crescita è stimata in 630 mila b/g, ben 370 mila in meno rispetto alle stime iniziali. Nei paesi OCSE la domanda è stabile rispetto allo stesso periodo del 2007 e vi sono segnali di adattamento in corso da parte di consumatori e imprese. Al contrario, la domanda dei paesi non OCSE, più sensibile al ritmo di espansione del PIL che ai prezzi internazionali del greggio continua a crescere: +1,4 milioni di b/g nel 1° trimestre 2008, dovuti per un terzo alla Cina. Oltre il 70% dell'incremento di domanda previsto quest'anno è dovuto all'Asia (fig. 3).

¹ Il NOAA attribuisce probabilità rispettivamente del 65%, 25% e del 10% agli scenari di stagione degli uragani più intensa, in linea o meno intensa della norma. V. <http://www.cpc.noaa.gov/products/outlooks/hurricane.shtml>. L'EIA (Short Term Energy Outlook – June 2008) stima in 11 milioni i barili di petrolio che non saranno estratti tra giugno e novembre a causa degli uragani.

² Da mesi, periodicamente, si riaffaccia la tesi che gli Stati Uniti, Israele o entrambi potrebbero attuare qualche forma di attacco militare all'Iran prima che Bush cessi dall'incarico. Le speculazioni si sono intensificate soprattutto da quando si è saputo dell'attacco israeliano all'installazione nucleare siriana, avvenuto il 6 settembre 2007. L'ultima voce ha avuto come protagonista il ministro per i trasporti (sic) del governo Olmert, Mafuz, il 6 giugno, ma è stata classificata come una manovra orientata all'elettorato interno di Israele.

Fig. 3 – Variazione della domanda di petrolio

	2006	2007	2008
Nord America	-190	225	-494
Europa	30	-338	10
Asia	612	460	581
Ex-URSS	134	62	85
America Latina	233	276	241
Medio Oriente	235	289	332
Africa	26	114	47
Totale	1080	1088	802
	1.3%	1.3%	0.9%

Fonte: IEA, Oil Market Report

Fig. 4 – Prezzi al dettaglio di benzina e diesel

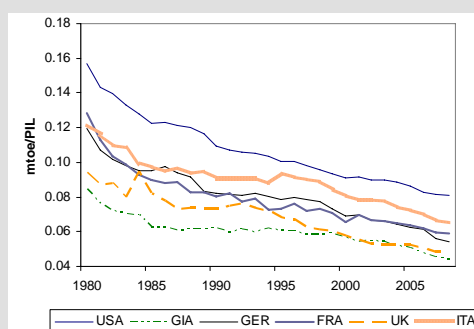
	Benzina	Diesel
Venezuela	0.03	
Indonesia	0.65	0.59
Messico	0.69	0.59
Cina	0.72	0.70
Malesia	0.83	0.80
Vietnam	0.90	0.86
India	1.19	0.81
Brasile	1.50	1.22
Stati Uniti	1.08	1.24
EU-15	2.26	2.22
Mercato internazionale	0.84	0.79

Dati della prima settimana di giugno.
Fonte: Reuters, EcoWin.

L'adattamento dei paesi emergenti al nuovo regime di prezzi petroliferi è ostacolato dalla sopravvivenza di sistemi di sussidio sui prezzi dei carburanti che impediscono un pieno trasferimento ai consumatori finali dei rincari sul greggio (fig. 6). La rimozione dei sussidi è essenziale per incentivare un più rapido aumento dell'efficienza energetica nei trasporti, sviluppo benefico anche per il controllo delle emissioni inquinanti (gas serra in primis). Passi in tale direzione sono stati recentemente compiuti da una serie di paesi (Vietnam, Malesia, Indonesia, Taiwan, India, Brasile), ma soltanto per l'impatto negativo di queste misure sui saldi fiscali, in quanto l'allineamento dei prezzi al dettaglio con quelli internazionali può scatenare proteste di piazza e indebolisce i governi in carica. Purtroppo la Cina, che non patisce al momento problemi di stabilità fiscale grazie al forte aumento delle entrate, anche dopo l'inattesa revisione del 20 giugno mantiene i prezzi domestici dei carburanti sotto i prezzi internazionali. L'onere che ne risulta è sopportato inizialmente dalle società petrolifere locali (Sinopec e Petrochina), ma il governo eroga periodicamente dei trasferimenti compensativi. L'incidenza è stata di 600-700 milioni di dollari all'anno tra il 2006 e il 2007, ma è balzata a quasi un miliardo di dollari nel solo 1° trimestre 2008. Di fronte a queste politiche, l'imposizione di severi standard di emissione agli autoveicoli diventa surreale.

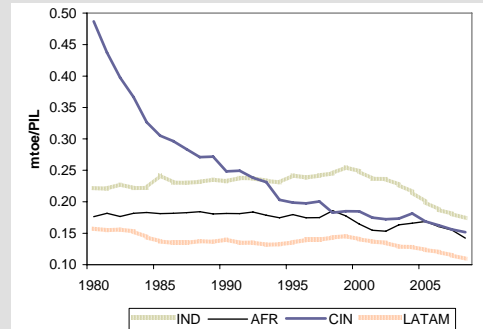
Purtroppo nei paesi industrializzati sono state proposte iniziative di defiscalizzazione dei carburanti per alleviare l'impatto economico dei rincari. Misure di questo tipo risulterebbero accettabili soltanto se il rincaro del petrolio fosse dovuto a fenomeni transitori – il che non è vero; di fronte a un incremento strutturale la defiscalizzazione, frenando il calo dei volumi domandati, non farebbe che aumentare il drenaggio di reddito dai paesi consumatori verso i paesi produttori di greggio. I governi, che negli ultimi anni hanno improvvidamente mancato di favorire con misure strutturali l'aumento dell'efficienza energetica nei trasporti, ora dovrebbero piuttosto lasciar fare al mercato il suo lavoro.

Fig. 5 - Intensità di petrolio: paesi industrializzati



Rapporto fra consumi di petrolio e PIL in dollari costanti.
Fonte: IEA, OEF

Fig. 6 - Intensità di petrolio: paesi emergenti



Rapporto fra consumi di petrolio e PIL in dollari costanti.
Fonte: IEA, OEF.

Fate il vostro gioco

Prescindendo dall'influenza di fattori diversi da quelli connessi all'equilibrio di domanda e offerta, stimiamo un prezzo medio del Brent di 87-109 dollari nel 3° trimestre 2008 e di 75-97 dollari a fine 2008. Se rimanessero in linea con la norma degli ultimi mesi, i fattori "speculativi" potrebbero inserire un cuneo variabile da un minimo di 7 a un massimo di 25 dollari, per un valore a fine anno che potrebbe perciò rimanere sopra i 120 dollari. Uno scenario siffatto di moderata flessione (media 2008: 117 dollari; media 2009: 100 dollari) sarebbe reso più probabile dall'apprezzamento del dollaro e dal rialzo dei tassi ufficiali americani. Per confronto, la EIA stima un prezzo medio di 122 dollari nel 2008 e di 126 dollari nel 2009, mentre i prezzi *futures* sono stabili sopra 130 dollari.

Nonostante l'indicazione di ribasso dei modelli quantitativi strutturali, il rischio di sfondamento al rialzo dei massimi storici nelle prossime settimane è tuttora rilevante e tra giugno e luglio non sono improbabili prezzi tra 140 e 150 dollari. I fattori sfavorevoli a un immediato ribasso sono: la scarsa *backwardation* della curva dei *futures*, il livello contenuto delle posizioni speculative lunghe e l'aumento dell'incertezza sulle prospettive a breve termine della domanda.

(Luca Mezzomo)

Stati Uniti - L'economia si piega, ma non si spezza: inversione dei tassi a fine 2008

Giovanna Mossetti

giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com

- La **crescita USA** rimane positiva, nonostante i freni esercitati dalla restrizione del credito, dalla crisi dei mercati finanziari e dall'aumento dell'inflazione.
- **Rivediamo verso l'alto le previsioni di crescita per il 2008** a 1,6%, ma manteniamo uno scenario di accelerazione modesta nel 2009, a 1,8%. La crescita resterà ampiamente sotto il potenziale nella seconda parte del 2008 e a inizio 2009, per via della fine degli effetti dei rimborsi fiscali sui consumi e per il persistere della correzione sul mercato immobiliare e delle difficoltà dei bilanci bancari.
- **I rischi sulla crescita restano verso il basso**, nonostante l'ampio stimolo offerto da tassi reali negativi e dal deprezzamento del dollaro. I rischi principali sono concentrati nella parte finale di quest'anno, quando i consumi rallenteranno per la fine dello stimolo fiscale. La tenuta discreta che prevediamo per l'economia nel suo complesso dipende anche dall'ipotesi di "normalizzazione" dei prezzi energetici entro fine 2008, che implica un recupero di potere d'acquisto dei redditi da lavoro.
- **Rivediamo anche verso l'alto le previsioni di inflazione**, che in media d'anno dovrebbe toccare il 4,3% nel 2008 e il 3,1% nel 2009. La dinamica dei prezzi dovrebbe toccare il picco ciclico nel 3° trimestre 2008, quando dovrebbe portarsi sopra il 4,5%, per poi scendere sotto il 3% solo nella seconda metà del 2009. **I rischi sull'inflazione sono bilanciati**. Da una parte la nostra ipotesi di base di prezzi del petrolio in calo potrebbe non realizzarsi, portando a un'inflazione che non scende per tutto il 2008. Dall'altra, un rallentamento della crescita mondiale più ampio del previsto o lo sgonfiamento della componente speculativa dei prezzi energetici potrebbe determinare un calo dell'inflazione anche più marcato di quello ipotizzato.
- La **politica monetaria dovrebbe invertire rotta a partire dal 4° trimestre** del 2008 e riportare i tassi verso la neutralità entro il 2009. La banca centrale ha segnalato che stanno recedendo i rischi derivanti dalla spirale avversa fra credito, prezzi delle case e crescita che avevano determinato gli interventi aggressivi sui tassi nel 1° trimestre di quest'anno.

Previsioni – Stati Uniti

	2007	2008	2009	2007		2008				2009	
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (US\$ 1996,a/a)	2,2	1,6	1,8	2,8	2,5	2,5	1,9	1,0	1,1	1,3	1,5
- trim./trim. annualizzato				4,9	0,6	0,9	1,2	1,2	1,3	1,5	2,0
Consumi privati	2,9	1,6	1,4	2,8	2,3	1,0	1,5	1,1	0,5	1,1	1,7
IFL - privati non residenziali	4,7	4,1	3,5	9,4	6,0	-0,3	1,5	5,8	4,6	3,5	2,6
IFL - privati residenziali	-17,0	-20,9	-3,4	-20,5	-25,2	-25,5	-21,5	-14,7	-6,0	-4,0	2,9
Consumi e inv. pubblici	2,0	1,9	1,3	3,8	1,9	2,0	0,8	1,2	1,2	1,3	1,3
Esportazioni	8,1	6,8	6,8	19,1	6,5	2,8	5,4	5,8	6,5	6,7	7,2
Importazioni	1,9	0,8	4,1	4,3	-1,4	-2,6	2,3	5,9	3,4	3,5	4,2
Var. scorte (contrib., % Pil)	-0,3	0,0	0,2	0,2	-0,4	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Partite correnti (% Pil)	-5,3	-4,8	-4,5	-5,2	-5,0	-4,9	-4,8	-4,8	-4,7	-4,6	-4,5
Deficit Federale (% Pil)	-2,1	-3,8	-3,0								
Debito pubblico (% Pil)	63,1	66,7	68,1								
CPI (a/a)	2,9	4,3	3,1	2,4	4,0	4,2	4,1	4,6	4,2	3,9	3,5
Produzione Industriale	1,7	0,6	0,9	3,5	0,2	-0,1	-2,5	2,4	2,2	0,3	0,4
Disoccupazione (%)	4,6	5,3	5,5	4,7	4,8	4,9	5,3	5,5	5,6	5,6	5,5
Federal Funds (%)	5,02	2,37	3,19	5,07	4,50	3,18	2,09	2,00	2,20	2,70	3,10

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

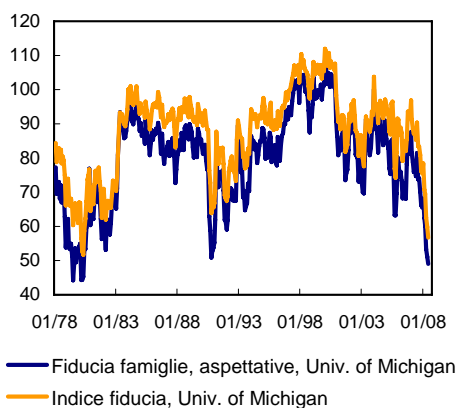
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'economia americana resta fragile e soggetta ad ampi rischi verso il basso sulla crescita e verso l'alto sull'inflazione. Tuttavia stanno recedendo i rischi catastrofici legati alla spirale avversa credito-prezzi delle case-crescita che hanno determinato i tagli di emergenza effettuati fra gennaio e marzo. Il ritorno a una politica monetaria basata sui rischi dello scenario centrale, e non più su quelli degli eventi catastrofici, sta alla base del segnale mandato dalla Fed riguardo al futuro dei tassi. La riunione del 24-25 giugno segnalerà che tali rischi sono minori e aprirà la strada per la rimozione di una parte dello stimolo straordinario impresso dai tassi. La Fed non è pronta a un rialzo imminente e più probabilmente aspetterà l'autunno per iniziare l'inversione della politica monetaria. Con il nuovo sentiero, i tassi reali dovrebbero azzerarsi a metà 2009 e avvicinarsi alla neutralità verso la fine dell'anno prossimo.

Il 2008 doveva essere l'anno della definitiva *débacle* del consumatore americano, abbattuto dall'esplosione del debito e dal crollo del mercato immobiliare. I motivi per far crollare i consumi non mancano e si riassumono chiaramente nel crollo verticale di tutti gli indici di fiducia, sui minimi dall'inizio del 1980, durante la "cura" Volcker e la peggiore recessione degli ultimi 30 anni:

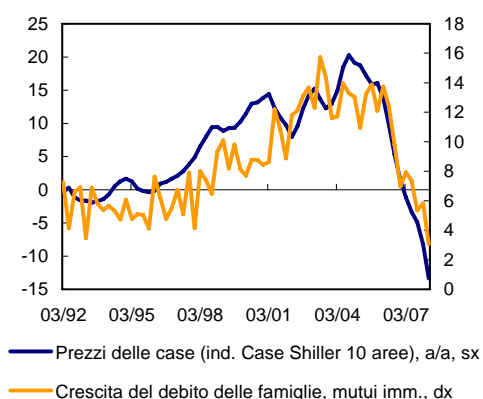
- Il prezzo della benzina è del 35% più alto di un anno fa;
- I prezzi delle case sono del 14,4% più bassi che a marzo 2007;
- La ricchezza netta delle famiglie è scesa di 1000 miliardi di dollari nel 1° trimestre 2008 rispetto a fine 2007;
- Quasi il 70% delle banche sta imponendo standard più restrittivi sul credito alle famiglie, non solo quelle con le finanze più a rischio, ma anche quelle più virtuose;
- Il mercato del lavoro espelle occupati da cinque mesi e il tasso di disoccupazione è tornato ai livelli dell'ottobre 2004.

Fiducia delle famiglie in picchiata



Fonte: Ecowin

Prezzi delle case e mutui delle famiglie



Fonte: Ecowin

Nonostante questi venti contrari e la più grave crisi finanziaria del secondo dopoguerra, l'economia continua a crescere: **rivediamo la previsione di crescita per il 2008 verso l'alto a 1,6%**, da 1,4% delle previsioni di marzo, riportandola più vicino a dove erano le nostre previsioni di fine 2007 (1,8%). Il supporto congiunto dello stimolo monetario, del deprezzamento del dollaro e dei rimborsi fiscali sta più che controbilanciando l'aumento dei prezzi delle materie prime e della restrizione del credito.

Lo scenario macroeconomico americano è migliorato rispetto a tre mesi fa non (sol)tanto in termini di decimi di crescita, quanto soprattutto in termini di rischi di eventi disastrosi. Anche se la crisi del credito non è finita e le banche hanno ancora perdite da scrivere nei loro bilanci, il sentiero delle variabili macroeconomiche sembra meno soggetto a una crisi sistemica alimentata dalla “spirale avversa” fra prezzi degli asset e condizioni economiche al centro delle preoccupazioni della Fed nei primi mesi del 2008.

Questa valutazione relativamente più ottimistica delle prospettive del 2008 non modifica però la nostra previsione di medio termine: **il biennio 2008-09 rimane caratterizzato da rischi verso il basso sulla crescita e rischi verso l'alto sull'inflazione.** Questo conflitto appare particolarmente evidente nella determinazione della politica monetaria e implica che il 2009 rimanga mediamente al di sotto del potenziale, con una crescita solo poco più elevata rispetto a quella di quest'anno. Un miglioramento più marcato dello scenario congiunturale si vedrà nella seconda metà del 2009, quando l'inflazione rallenterà in misura più consistente, riprenderà a crescere il potere d'acquisto delle famiglie, riaccelereranno i profitti delle imprese e il settore dell'edilizia residenziale tornerà a contribuire alla crescita della domanda domestica. Questo scenario si basa sull'ipotesi che i prezzi di energia e alimentari si stabilizzino dopo l'estate.

Una parte dei tagli dei tassi attuati dalla Fed nel 1° trimestre di quest'anno è stata determinata dalla strategia di **gestione del rischio**, in base alla quale la banca centrale fissa i tassi di intervento in modo da ridurre la probabilità di eventi molto costosi anche se poco probabili. **La riduzione del rischio di effetti disastrosi** derivanti dalla crisi del credito e dal calo dei prezzi delle case è **il primo motivo che induce a prevedere che la Fed inizierà a rimuovere una parte di stimolo monetario** (quello determinato dalla situazione di “emergenza”) **nel 4° trimestre 2008**, riportando i tassi verso la neutralità entro il 2009, pur in presenza di un tasso di disoccupazione ancora vicino ai massimi ciclici.

In sintesi, lo scenario macroeconomico nella seconda metà del 2008 e nel 2009 avrà come caratteristiche salienti 1) una crescita dei **consumi** intorno all'1,5%, meno della metà della media del periodo 2003-07 (3,2%), 2) un calo degli **investimenti residenziali** gradualmente meno marcato, 3) un allargamento del **deficit federale**, 4) una stabilizzazione del deficit commerciale, 5) un **rientro dell'inflazione** e 6) una **normalizzazione della politica monetaria**, con un ritorno dei tassi reali in territorio positivo. I maggiori **rischi per questo sentiero** di normalizzazione delle variabili reali e nominali **sono concentrati nella parte finale di quest'anno**, quando saranno terminati gli effetti positivi dei rimborsi fiscali sui consumi delle famiglie e quando si potrebbe vedere che i prezzi delle materie prime restano sul trend degli ultimi trimestri. Questa “coda” della distribuzione di probabilità dei diversi scenari possibili non permette di escludere del tutto un quadro in cui i rialzi dei *fed funds* inizino nel 2009, se pure con una probabilità più ridotta rispetto allo scenario centrale di interventi nel 4° trimestre.

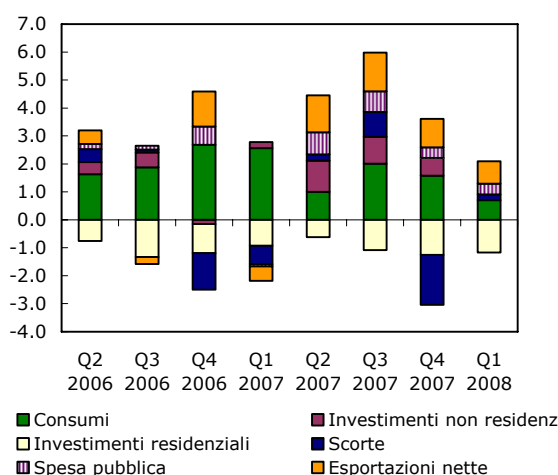
Scenario 2008-09: si riducono i rischi di eventi disastrosi e si avvia il processo di normalizzazione dell'economia

I dati del PIL del 1° trimestre sono stati migliori di quanto previsto qualche mese fa, spinti dal canale estero e da un modesto aumento dei consumi. La **crescita del PIL** nel 1° trimestre è stata di 0,9% t/t ann. (stima *advance*). I **consumi** sono aumentati di 1% t/t ann., un risultato ragguardevole alla luce dell'aumento del prezzo della benzina, della restrizione del credito e del peggioramento della ricchezza netta nel trimestre. Gli **investimenti fissi non residenziali sono stagnanti**, con una variazione rivista da -2,5% della stima preliminare a -0,2% t/t ann. con una crescita positiva delle strutture (+1,1% t/t ann., rivisto da -6,2%) e un calo marginalmente più ampio degli investimenti in macchinari e software (-0,9% da -0,7%). Il contributo degli investimenti fissi delle imprese è stato nullo, a -0,08%. Gli **investimenti residenziali** sono in calo di -25,5 % t/t ann., con un

contributo sempre ampiamente negativo (-1,17%). Come atteso, il **canale estero rappresenta il principale contributo alla crescita (0,8%)**, con importazioni in calo, -2,6%, ed esportazioni in aumento di +2,8%. Infine, le **scorte** registrano un calo di 14,4 miliardi, dalla stima preliminare di +1,8 miliardi e il loro contributo alla crescita passa da 0,8% a 0,2%. I profitti delle imprese sono aumentati di 5,2 miliardi dopo un calo di 52,9 miliardi nel 4° trimestre del 2007. I dati mostrano un calo degli utili delle imprese finanziarie domestiche di 3 miliardi e un aumento di 3,2 miliardi per le imprese non finanziarie domestiche.

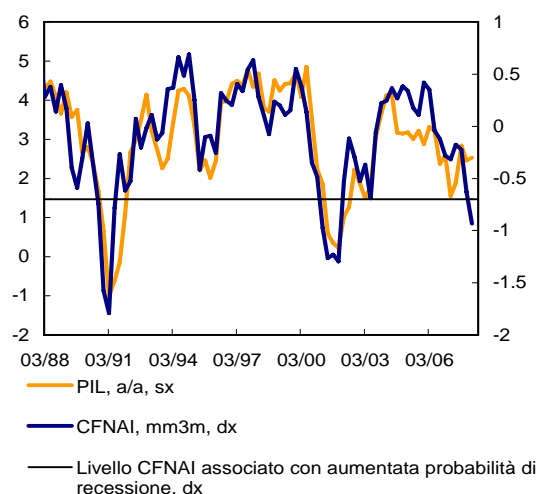
I dati non modificano lo scenario di stagnazione della domanda finale domestica (-0,1%), e per ora non segnalano forte contrazione, nonostante le indicazioni negative che emergono per esempio dall'indice CFNAI della Fed di Chicago (vedi grafico). Il calo delle importazioni e delle scorte segnala che le imprese sono molto caute e non hanno magazzini particolarmente ampi da smaltire. I dati del 2° trimestre saranno difficili da interpretare per via degli effetti dello stimolo fiscale, che è temporaneo e dovrebbe sostenere i consumi anche a fronte di un calo dell'occupazione e di una perdita di potere d'acquisto dovuta all'inflazione elevata. I dati degli ordini di aprile indicano che il 2° trimestre potrebbe vedere ancora investimenti fissi delle imprese deboli, seguito da un miglioramento nel trimestre successivo. I dati del PIL confermano che **i rischi maggiori per lo scenario di crescita negli Stati Uniti sono concentrati sulla parte finale dell'anno** quando gli effetti dello stimolo fiscale saranno conclusi e si sentiranno maggiormente le conseguenze della restrizione del credito soprattutto sulle imprese.

PIL in crescita modesta, ma positiva



Fonte: Ecwin

I rischi per la crescita restano verso il basso

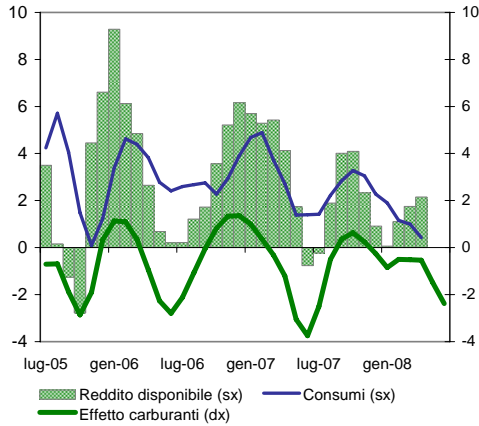


Fonte: Ecwin

I consumi hanno tenuto, nonostante l'aumento di prezzi della benzina. I rischi però aumenteranno di nuovo nel 4° trimestre. Le prospettive per il 2° trimestre sono state sollevate dalle **indicazioni piuttosto positive sui consumi emerse dai dati delle vendite al dettaglio di aprile e maggio**. Pur di fronte ad ampi aumenti dei prezzi, le vendite sono state relativamente sostenute, con un aumento di 1% m/m, contro attese di consenso per 0,5%. Al netto delle auto, le vendite aumentano dell'1,2% m/m. I dati di aprile sono stati rivisti verso l'alto a +0,4% m/m per le vendite totali e a +1% m/m per le vendite al netto delle auto. Una parte dell'aumento delle vendite di maggio deriva dall'aumento del prezzo della benzina: le vendite di benzina crescono del 2,6% m/m. Tuttavia, l'aumento non è solo frutto della benzina: il dato al netto di questa voce mostra un aumento

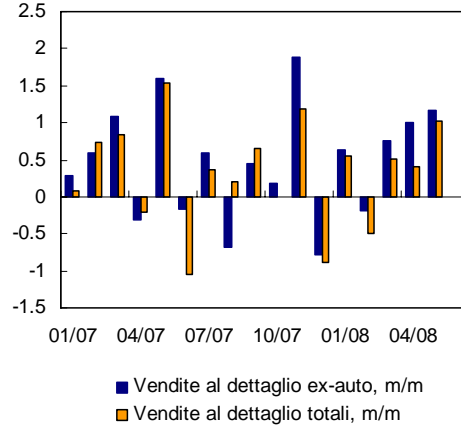
di 0,8% m/m. L'aggregato al netto di auto e materiali da costruzione (usato per il dato dei consumi del PIL) aumenta di 1,1% m/m.

Il prezzo della benzina rallenta i consumi...



Fonte: Ecowin

... ma le vendite al dettaglio non scendono mai

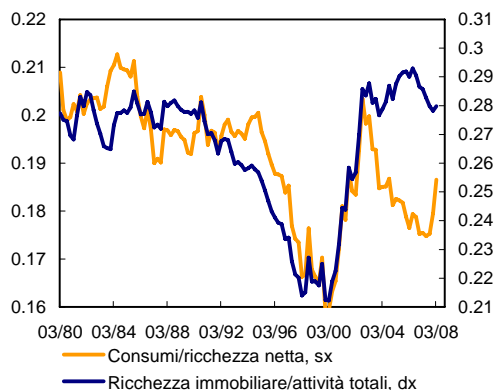


Fonte: Ecowin

Nel nostro scenario, i consumi accelerano all'1,5% t/t ann. nel 2° trimestre, restano solidi nel 3° (+1,1% t/t ann.) e frenano in misura marcata a fine anno (+0,5% t/t ann.), per via della fine dell'effetto dei rimborsi e del mantenimento del tasso di disoccupazione poco sopra il 5,5% per tutto l'anno. Il trend dei consumi, al di là dei movimenti di questi trimestri, rimane decisamente più debole che in passato. I **rimborsi fiscali hanno natura temporanea**. A parte i rimborsi fiscali, le altre variabili che determinano i consumi stanno inequivocabilmente peggiorando: ricchezza netta, restrizione del credito, reddito da lavoro eserciteranno freni congiunti e duraturi. L'effetto ricchezza negativo dai prezzi delle case si manifesterà più nel 2009-10 di quanto non abbia fatto finora.

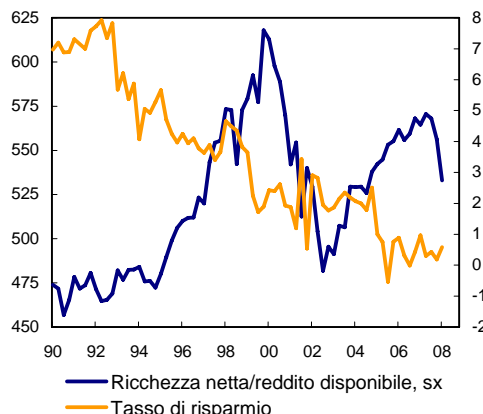
I flussi dei fondi del 1° trimestre hanno registrato un calo del rapporto **ricchezza netta/reddito disponibile** del 4% su base trimestrale e del 5,6% su base tendenziale. Cali di queste dimensioni nella serie si sono visti solo nel periodo seguente lo scoppio della bolla del mercato azionario fra il 2000 e il 2003. L'accelerazione del calo del prezzo delle case (vedi grafico sopra), registrata soprattutto dagli indici che includono nel campione case acquistate anche con mutui *subprime* (indici Case-Shiller), lascia prevedere che nei prossimi trimestri la ricchezza netta delle famiglie registri altre contrazioni. Alla fine del 1° trimestre, la percentuale di ricchezza investita in patrimonio immobiliare è ritornata più vicina alla media storica precedente la bolla delle *dot-com* e quella del mercato immobiliare. L'ultima rilevazione mostra una percentuale di ricchezza immobiliare sulle attività totali pari al 28%, in calo dal picco di metà 2006. La velocità con cui stanno scendendo i prezzi delle case, dovuta anche al forte aumento di pignoramenti e alla volontà delle banche di realizzare vendite in tempi brevi, rende probabili ulteriori riduzioni del valore della ricchezza immobiliare. Rispetto alla crisi di fine anni '80 però appare chiaro che la correzione è più marcata, ma per questo sarà probabilmente anche meno prolungata.

La ricchezza netta scende, i consumi tengono



Fonte: Ecowin

Tasso di risparmio: timido aumento di fronte al forte calo della ricchezza netta

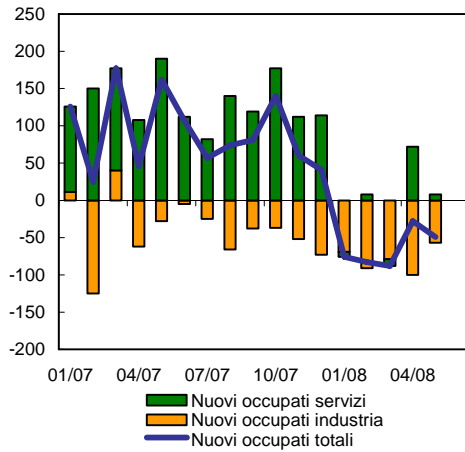


Fonte: Ecowin

Il **mercato del lavoro** resta un punto cruciale dello scenario. Finora le indagini delle imprese non hanno dato indicazioni di necessità di riduzione massiccia di occupati. I dati dell'*employment report* di maggio sono stati misti, con informazioni discordanti fra l'indagine delle famiglie e quella delle imprese. Da un lato negli ultimi mesi il ritmo di espulsione di manodopera ha rallentato, con il calo medio di occupati da -80 mila del 1° trimestre a -38 mila nel 2° trimestre. Dall'altro il tasso di disoccupazione è salito di 4 decimi in un solo mese, a maggio. Il rialzo del **tasso di disoccupazione** è l'effetto combinato di un aumento della partecipazione di 577 mila unità e di un calo di 285 mila posti nell'indagine delle famiglie. Quest'ultima serie è molto volatile e la media a tre mesi della variazione degli occupati è in realtà positiva (+18 mila) indicando che il segnale molto negativo del balzo di 4 decimi del tasso di disoccupazione va preso con cautela. Inoltre, l'aumento della partecipazione di 2 decimi è concentrato sulla fascia di età tra 16 e 20 anni e potrebbe essere dovuto a effetti di calendario legati alla fine dell'anno accademico.

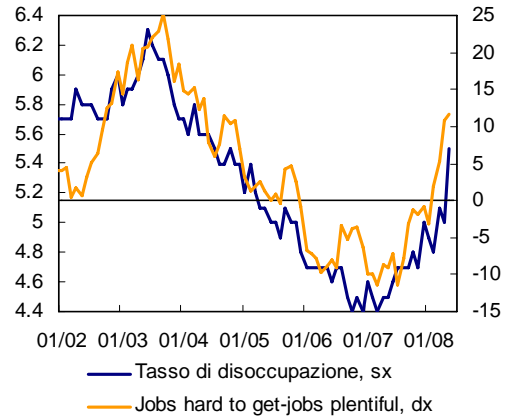
I dati nell'insieme confermano la **debolezza del mercato del lavoro**, ma non indicano un drammatico deterioramento, in linea con le indicazioni del Beige Book e delle indagini presso le imprese. Il sostegno degli ordini dall'estero e la cautela con cui le imprese avevano assunto occupati nella ripresa può spiegare il calo contenuto dei licenziamenti. Dal lato dei sussidi, i nuovi sussidi sono su livelli elevati ma hanno smesso di aumentare negli ultimi due mesi. Il trend verso l'alto dei sussidi esistenti conferma comunque che, a fronte di licenziamenti contenuti, le imprese non stanno aprendo nuove posizioni. Questa situazione non è però generalizzata: al contrario di quanto succedeva nell'ultima recessione ci sono differenze anche marcate nel livello e nella tendenza del tasso di disoccupazione fra stati: la situazione è più negativa negli Stati che hanno registrato la più ampie correzioni del mercato immobiliare (California, Sud-Ovest e Sud-Est). In altre aree non si sono registrati peggioramenti tipicamente associati alle recessioni.

Espulsione contenuta di manodopera



Fonte: Ecowin

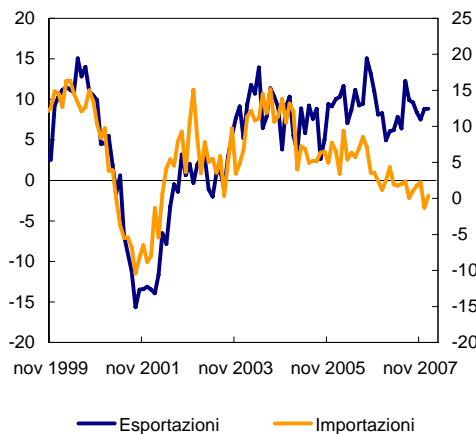
Tasso di disoccupazione in rapido aumento



Fonte: Ecowin

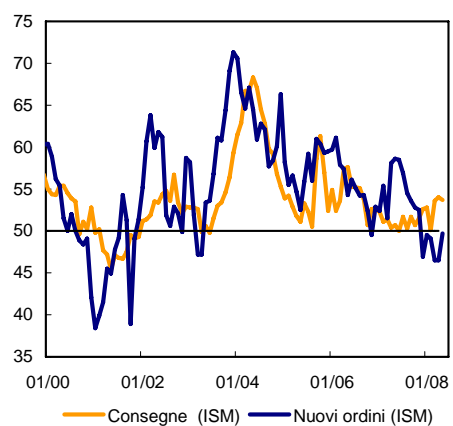
Dal lato degli **investimenti**, per il settore residenziale il 2008 resterà ampiamente negativo (-20%), con una contrazione più modesta nel 2009 (-4%). I prezzi delle case vedranno un peggioramento nei prossimi trimestri (-4,9% per l'anno sull'indice OFHEO), e resteranno in calo ancora l'anno prossimo (-1,5%), ma a partire dalla seconda metà del 2009 dovrebbero stabilizzarsi e ritornare in graduale aumento. Come notato sopra, il forte aumento dei pignoramenti sta dando luogo a una correzione molto rapida sul mercato immobiliare: negli Stati più colpiti dalla crisi, primo fra tutti la California, le vendite di case esistenti cominciano a registrare incrementi, anche marcati in alcune contee, con più della metà degli scambi concentrati su immobili pignorati. Come appare dall'indice di fiducia dell'NAHB ancora in calo a giugno, tuttavia, una ripresa dell'attività di costruzione non si manifesterà prima del 4° trimestre 2009.

Esportazioni nette: ancora un sostegno alla crescita



Fonte: Datastream

... che attutisce la frenata della domanda domestica



Fonte: Datastream

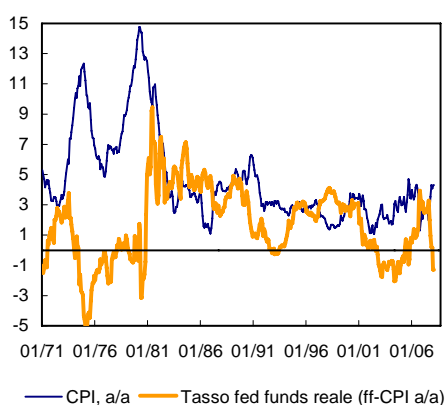
Gli investimenti fissi non residenziali si mantengono molto più positivi di quanto non fosse atteso. Il 1° trimestre ha registrato un incremento degli investimenti, spiegato dalla tenuta delle costruzioni non residenziali, la cui correzione appare rimandata al 2009, quando si manifesteranno gli effetti dell'attesa restrizione del credito sul settore. Il vero sostegno agli investimenti e all'attività delle imprese continua a venire dal dollaro debole e dalle esportazioni nette. Nel nostro

scenario la normalizzazione dei tassi di intervento USA si accompagna a un apprezzamento del dollaro contro euro, ma il cambio si deprezza contro le valute asiatiche mantenendo la crescita delle esportazioni nel 2009 circa in linea con quella del 2008 (6,7-6,8%).

La politica monetaria tornerà a occuparsi dello scenario centrale: tassi in rialzo dal 4° trimestre per contenere i rischi di inflazione importata

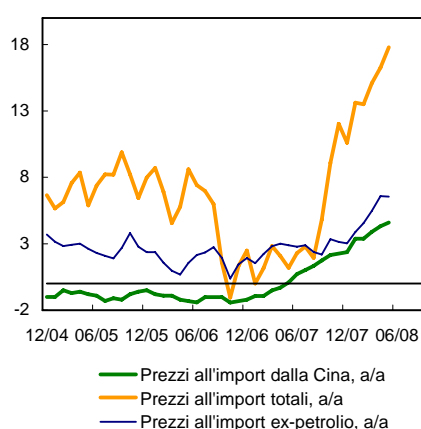
Dall'analisi dell'economia reale sembra ragionevole il messaggio della **Fed**: a fronte di un recedere dei rischi di collasso sistemico, si può segnalare che nell'autunno **la politica monetaria tornerà gradualmente a rispondere allo scenario centrale di crescita modesta e inflazione elevata**. I rischi sui prezzi sono inequivocabilmente verso l'alto, spinti da dollaro e prezzi delle materie prime. Per ora solo una parte contenuta degli aumenti esogeni è stata trasmessa agli altri comparti, se si esclude il trasporto aereo. Inoltre, gli aumenti salariali sono contenuti e negativi in termini reali. Ma come ha detto Bernanke, la prosecuzione di questi comportamenti "non è garantita". La politica monetaria non può controllare l'aumento dell'inflazione determinato da cambi e materie prime, ma può controllare le aspettative e mantenere risorse inutilizzate in termini di domanda domestica in modo da evitare gli errori degli anni '70.

Tassi reali e inflazione: non sono gli anni '70...



Fonte: Ecwin

... ma i rischi aumentano



Fonte: Ecwin

Nel nostro scenario, **l'inflazione tocca il picco sopra il 4,5% nel 3° trimestre e poi scende di 3-4 decimi a trimestre fino a metà 2009**. Nella seconda metà del prossimo anno, grazie a un effetto statistico favorevole, l'inflazione scende fino al 2,4% a fine 2009. Su questo scenario ci sono rischi simmetrici. Il petrolio potrebbe continuare ad aumentare, portando a rischi di inflazione in persistente aumento, ma si potrebbe anche osservare un calo più rapido del prezzo del greggio, in linea con l'ipotesi che una parte dell'aumento degli ultimi trimestri sia di natura speculativa.

L'inversione attesa della politica monetaria è stata segnalata con i verbali e con i discorsi di Bernanke. Nell'ultimo mese si sono ridotti i rischi di un forte rallentamento della crescita, determinato dalla spirale avversa credito-prezzi delle case-economia, che aveva determinato gli interventi di emergenza di febbraio e marzo. Bernanke ha indicato che, nonostante lo spiacevole aumento del tasso di disoccupazione di maggio, i dati recenti "nel complesso" non hanno peggiorato lo scenario: la crescita nel trimestre in corso sarà debole, ma "il rischio che l'economia sia entrata in un sostanziale rallentamento è diminuito nell'ultimo mese". L'inflazione invece è rimasta elevata, in risposta ai forti aumenti dei prezzi delle materie prime. Secondo Bernanke, finora non si sono visti significativi trasferimenti di questi rialzi, in parte per la debolezza della domanda interna. "Tuttavia la prosecuzione di questo sentiero non è garantita" e "la recente tornata di aumenti dei prezzi energetici ha aumentato i rischi verso l'alto sull'inflazione e sulle aspettative di inflazione". La Fed seguirà "con grande attenzione" gli sviluppi

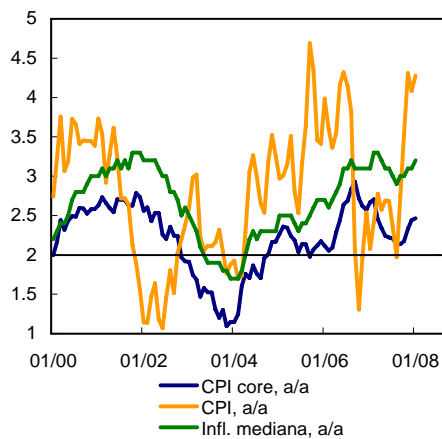
su questo fronte per evitare che gli aumenti dei costi siano trasmessi lungo la catena distributiva e poi ai salari. Secondo Bernanke, il FOMC “si opporrà con forza a un’erosione delle aspettative di inflazione di lungo termine”, che porterebbe a una destabilizzazione delle prospettive dei prezzi e della crescita.

L’indicazione di cambiamento di priorità e di valutazione dei rischi data da Bernanke aveva dato luogo a una violenta correzione delle aspettative di mercato, che vedevano rialzi dei *fed funds* imminenti, addirittura già ad agosto. La Fed ha risposto segnalando indirettamente, attraverso articoli sulla stampa finanziaria, che il mercato ha esagerato nell’interpretare la recente svolta nella comunicazione della banca centrale.

Il messaggio che la Fed manderà con i discorsi, il comunicato della riunione di giugno e successivamente i verbali, è che al momento non c’è un consenso chiaro, e nemmeno una giustificazione forte, a favore di un rialzo così anticipato. Una mossa ad agosto non può essere esclusa del tutto: se si registrassero segnali di evidente miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari e dell’economia reale, alla luce delle crescenti pressioni sui prezzi (come indicato da PPI, CPI e prezzi all’import di maggio), allora la Fed potrebbe muovere i tassi. Tuttavia, la fragilità dell’economia reale resta elevata, come appare dai dati delle indagini di settore e della fiducia delle famiglie.

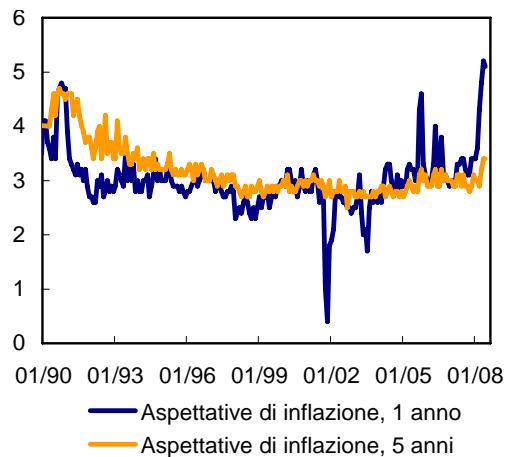
Il FOMC indica che la prossima mossa sarà verso l’alto e non troppo lontana nel tempo. La Fed a fine aprile aveva sospeso il giudizio sul bilancio dei rischi e non affermava più che i rischi verso il basso sulla crescita controbilanciavano quelli verso l’alto sull’inflazione. Con l’evolvere delle condizioni congiunturali, ci saranno indicazioni di rischi prevalenti sull’inflazione, con un messaggio che sottolinei la riduzione dei rischi catastrofici, pur in presenza di “normali” rischi verso il basso sulla crescita. Il messaggio della Fed sull’inflazione, sia nei discorsi, sia nei verbali, e ora anche sulla stampa, è di vigilanza, non di intervento immediato. Occorre comunque ancora qualche mese di dati per convalidare la valutazione di riduzione dei rischi sulla crescita.

Gli aumenti dei prezzi cominciano ad apparire permanenti...



Fonte: Ecwin

... e spingono verso l’alto le aspettative



Fonte: Ecwin

Dopo una tipica recessione, la Fed inizia ad alzare i tassi circa dieci mesi dopo la fine dei tagli, quando il tasso di disoccupazione inizia a scendere. Anche se questa volta la Fed non aspetterà di vedere cali del tasso di disoccupazione per alzare i tassi, saranno comunque necessari dati di almeno un altro trimestre per valutare gli effetti del rialzo dei prezzi delle *commodities* su famiglie e imprese, anche perché il reddito da lavoro in termini reali sta frenando, schiacciato dal calo degli occupati e dei salari reali. Inoltre, l’ultimo taglio dei tassi è stato attuato a

metà marzo e il tasso di disoccupazione ha registrato un aumento molto ampio nel mese di maggio, toccando il 5,5%.

Riteniamo che il primo rialzo possa avvenire in autunno, se la domanda domestica darà segnali di poter reggere anche dopo la fine degli effetti dei rimborsi fiscali alle famiglie. Pertanto, anche dopo la recente correzione, il mercato sembra eccessivamente aggressivo nello scontare rialzi a settembre (80% di probabilità di rialzi, 31,8% di probabilità di rialzi più ampi di 25pb, dati futures del 25/06/08). La comunicazione della Fed sarà più articolata nei prossimi mesi, soprattutto con i verbali, e dipenderà anche dall'andamento delle aspettative di inflazione. Dopo i discorsi aggressivi di Bernanke, le aspettative di inflazione registrate dall'University of Michigan si sono stabilizzate dopo mesi di rialzi. Per ora parlare è servito, come è successo anche in Europa.

In conclusione, il punto centrale dello scenario di politica monetaria è che, **di fronte a una graduale normalizzazione dei rischi, anche i tassi si normalizzeranno. La nostra previsione è che la Fed alzi i tassi di 50pb a trimestre a partire dal 4° trimestre 2008.** I *fed funds* sarebbero così al 3,5% a giugno 2009, per poi salire ancora di 50pb nella seconda metà dell'anno: **il 2009 dovrebbe chiudersi con tassi al 4% in termini nominali e all'1,5% in termini reali, avvicinandosi alla neutralità.**

Area euro - Verso un punto di minimo del ciclo a inizio 2009

Anna Maria Grimaldi

anna.grimaldi@intesasanpaolo.com

Paolo Mameli

paolo.mameli@intesasanpaolo.com

- Pur avendo rivisto verso l'alto, all'1,7% dall'1,5% precedente, la nostra stima sul PIL medio area euro nel 2008, riteniamo che il rallentamento ciclico sia solo rimandato. Già il 2° trimestre dovrebbe aver evidenziato un sensibile rallentamento, e la debolezza potrebbe poi proseguire per lo meno fino all'inizio del 2009, anche senza ipotizzare un'evoluzione particolarmente pessimistica della crisi del credito.
- Solo gli effetti ritardati degli shock verificatisi sinora (soprattutto la salita dei prezzi delle materie prime e quella dei tassi di mercato) sono in grado di frenare la crescita europea nel giro dei prossimi 12 mesi. Rispetto a tre mesi fa, rivediamo verso il basso, dall'1,6% all'1,4%, la nostra stima sul PIL nel 2009. Il punto di minimo per il ciclo dell'area euro sarà probabilmente il 1° trimestre del 2009.
- La crisi finanziaria e il minor vigore del commercio mondiale potranno pesare in particolare sugli investimenti, la componente di domanda che sta mostrando il maggior dinamismo, mentre il conto più salato dello shock sulle materie prime sarà pagato dai consumatori.
- Rispetto allo scenario di marzo rivediamo significativamente al rialzo l'inflazione 2008. Le nostre stime per il 2009 prevedono ancora un rallentamento della dinamica dei prezzi al consumo ma questa rimarrà anche il prossimo anno significativamente al di sopra (2,4%) della soglia tollerata dalla BCE.
- Riconosciamo che permangono ancora rischi verso l'alto da fattori esogeni, nel contempo non è possibile escludere una dinamica più vivace dei salari in corso d'anno. Il permanere della dinamica dei prezzi al consumo al di sopra del target per un periodo prolungato di tempo rischia di compromettere l'ancoraggio delle attese d'inflazione
- Dato il nostro scenario di crescita e inflazione, riteniamo che il rialzo sostanzialmente "annunciato" dalla BCE per luglio possa rivelarsi un fenomeno isolato con valenza "segnalatica".

Previsioni – Area Euro

	2007	2008	2009	2007		2008				2009	
				3	4	1	2	3	4	1	2
Pil (prezzi costanti, a/a)	2.6	1.7	1.4	2.6	2.2	2.2	1.9	1.4	1.3	0.8	1.2
- t/t				0.7	0.4	0.8	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4
Consumi privati	1.5	0.9	1.0	0.5	-0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
Investimenti fissi	4.1	3.4	2.3	1.1	0.8	1.6	0.5	0.4	0.0	0.5	1.0
Consumi pubblici	2.2	1.2	1.6	0.6	-0.1	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
Esportazioni	6.0	3.8	3.3	2.0	0.6	1.9	0.0	0.0	0.9	1.0	1.0
Importazioni	5.1	3.9	3.5	2.4	-0.3	1.8	0.6	0.6	1.0	0.7	0.8
Var. scorte (contrib., % Pil)	0.0	0.2	-0.1	0.2	-0.2	0.2	0.0	0.1	0.1	-0.2	-0.1
Partite correnti (% Pil)	0.3	-0.7	-1	0.4	-0.2	-0.7	-0.6	-0.6	-1.1	-1.4	-1.2
Deficit pubblico (% Pil)	-0.6	-1.2	-1.0								
Debito pubblico (% Pil)	66.4	66.6	65.8								
Prezzi al consumo (IPCA,a/a)	2.1	3.5	2.4	1.9	2.9	3.4	3.6	4.0	3.4	3.0	2.9
Produzione industriale (a/a)	3.5	1.8	1.1	1.4	0.2	0.7	0.3	0.1	0.0	0.3	0.5
Disoccupazione (ILO, %)	7.4	7.2	7.4	7.4	7.2	7.1	7.2	7.2	7.3	7.3	7.4
Euribor 3 mesi	4.28	4.82	4.59	4.8	4.7	4.52	4.88	5.08	4.92	4.69	4.55
EUR/USD	1.37	1.53	1.412	1.37	1.45	1.50	1.56	1.56	1.49	1.44	1.42

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

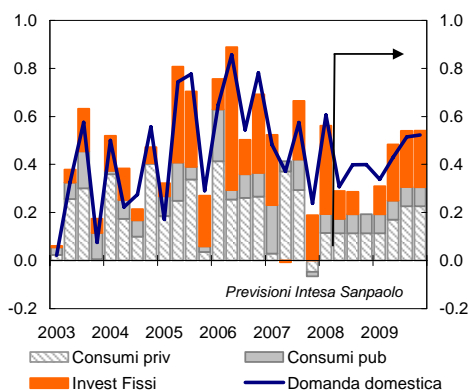
L'economia dell'area euro ha finora mostrato una buona tenuta...

Nel 1° trimestre dell'anno, il PIL dell'area euro ha superato ogni più rosea previsione accelerando ad un ritmo dello 0,8% t/t (il doppio che nel trimestre precedente) e del 2,2% a/a (stabile rispetto ai tre mesi precedenti).

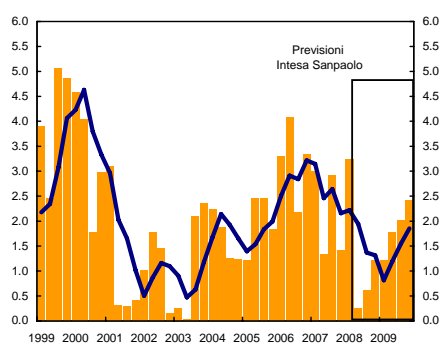
La sorpresa è venuta in particolare dalla Germania, dove il PIL è cresciuto dell'1,5% t/t (massimo da 12 anni) dallo 0,3% t/t precedente e ha accelerato su base annua all'1,8% a/a e al 2,6% a/a se corretto per i giorni lavorativi. L'**effetto-calendario**, dovuto al fatto che il primo trimestre 2008 ha avuto due giorni lavorativi in meno dello stesso trimestre del 2007, **ha avuto un impatto positivo sulla crescita tedesca pari allo 0,8% su base annua**. La crescita tedesca è stata trainata **dagli investimenti**, sia in macchinari e attrezzature (+2,9% t/t) che in costruzioni (+4,5% t/t); questi ultimi sono stati favoriti da un inverno eccezionalmente mite, con temperature di quasi 3 gradi al di sopra della media di lungo termine. Un contributo positivo, anche se inferiore a quello degli investimenti, è anche venuto dai consumi, che hanno fatto segnare un rimbalzo dello 0,3% t/t dopo il calo dello 0,8% t/t fatto registrare nei tre mesi precedenti. Infine, l'export netto ha sottratto due decimi alla crescita nel trimestre, a causa di una crescita dell'import (3,5% t/t) superiore a quella dell'export (2,4% t/t). **Una crescita lievemente superiore al previsto è stata registrata anche in Francia (0,6% t/t, 2,2% a/a) e in Italia (0,5% t/t, 0,3% a/a)**, grazie principalmente al buon andamento dell'export netto, che ha aggiunto tre decimi alla crescita francese e sei decimi a quella italiana. Divergente viceversa l'andamento degli investimenti delle imprese, in accelerazione in Francia e in calo in Italia. Ha deluso invece la Spagna, in rallentamento allo 0,3% t/t (minimo dal 1995) a causa di una frenata degli investimenti e di un contributo negativo dal commercio con l'estero.

Investimenti meno dinamici nei prossimi trimestri

Il minimo del ciclo verrà raggiunto non prima di inizio 2009



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

In sintesi, per l'intera area dell'euro i dati del 1° trimestre mostrano che:

- 1) Gli investimenti delle imprese, nel complesso (con l'eccezione dell'Italia), rimangono robusti** e appaiono la componente più dinamica del ciclo. La spiegazione va probabilmente ricercata nel fatto che **i profitti delle imprese europee rimangono ben impostati**: secondo il consenso di maggio, la crescita dei profitti delle imprese rallenterà in misura solo marginale nel 2008 (al 4% dal 6,9% in Germania, al 4,2% dal 6,4% in Italia, al 5,7% dall'8,7% in Spagna e anzi accelereranno al 3,2% dal 2,9% in

Francia³); di più, la crescita dei profitti risulterebbe ancora maggiore se si escludono le imprese finanziarie che più stanno risentendo dell'attuale crisi;

- 2) **L'export netto, nonostante il rallentamento della domanda dagli Stati Uniti e l'euro forte, sostiene ancora la crescita;** il commercio con l'estero ha aggiunto un decimo al PIL nel 1° trimestre, grazie a un rimbalzo dell'export (1,9% t/t) superiore a quello dell'import (1,8% t/t). In questo caso, la spiegazione va ricercata nella buona tenuta della domanda dai paesi emergenti, poco sensibile all'andamento del cambio: la quota dell'export diretta verso i BRICs e verso i Paesi dell'Europa dell'Est è salita dal 2000 al 2007 rispettivamente dal 6% al 12% e dal 10% al 14% (a fronte di un calo della quota UK e Stati Uniti dal 19% al 15% e dal 17% al 13% rispettivamente);
- 3) I consumi, pur in recupero dello 0,2% t/t, dopo il calo dello 0,1% t/t registrato a fine 2007, restano l'anello debole della domanda interna. Le ragioni di questa debolezza vanno ricercate nell'erosione di potere d'acquisto determinata dall'impennata dell'inflazione (in salita al 3,7% a/a a maggio, ai massimi da 16 anni), in presenza di salari nominali non così dinamici.

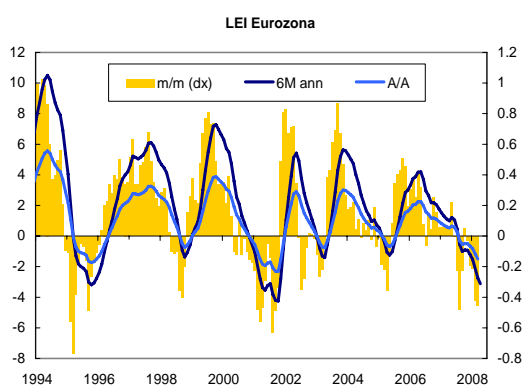
... ma il rallentamento è solo rimandato...

Dopo i dati di contabilità nazionale del 1° trimestre, **abbiamo rivisto verso l'alto all'1,7% dall'1,5% precedente la nostra stima sulla crescita del PIL nel 2008.** Anzi, visto la partenza "forte" nell'anno, su questa stima sembra esserci qualche rischio verso l'alto. Riteniamo però che il rallentamento ciclico sia solo rimandato. Già dal secondo trimestre di quest'anno si potrebbe vedere per l'area dell'euro una crescita prossima a zero. La debolezza potrebbe poi proseguire per lo meno fino all'inizio del 2009, anche senza ipotizzare un'evoluzione particolarmente pessimistica della crisi del credito. Infatti, solo gli effetti ritardati degli shock verificatisi sinora (aumento dei prezzi delle materie prime, aumento dei tassi di mercato, rallentamento del commercio mondiale) sono in grado di frenare la crescita europea nel giro dei prossimi 12 mesi. Riteniamo che in particolare la crisi finanziaria e il minor vigore del commercio mondiale possano pesare in particolare sugli investimenti, la componente di domanda che sta mostrando il maggior dinamismo, mentre il conto più salato dello shock sulle materie prime sarà pagato dai consumatori (già peraltro non particolarmente euforici). Di conseguenza, **rivediamo invece verso il basso, dall'1,6% all'1,4%, la nostra stima sulla crescita del PIL nel 2009.** In sostanza, diversamente che nelle previsioni di 3 mesi fa, il punto di minimo per il ciclo sarà probabilmente non il 2008 bensì il 2009 (la crescita annua tendenziale toccherebbe un minimo poco sotto l'1% a/a nel 1° trimestre 2009).

L'andamento dei principali indicatori anticipatori (vedi figure di seguito) conferma che **il ciclo, dopo aver toccato un punto di massimo a metà 2007, è impostato per un chiaro rallentamento;** l'interrogativo riguarda il momento in cui verrà toccato il punto di minimo dell'attuale ciclo. 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 luglio 2007 e da allora dà indicazioni di rallentamento. Mediamente i mesi necessari per passare dal punto di massimo al punto di minimo di un ciclo per l'area euro sono 23 (quasi due anni). Se si considerano solo gli ultimi 10 anni, i cicli appaiono di durata inferiore, visto che si passa dal "picco" alla "gola" del ciclo mediamente in 16 mesi. Pertanto, sulla base di queste indicazioni **il punto di minimo del ciclo si collocherebbe tra la fine del 2008 e la metà del 2009.**

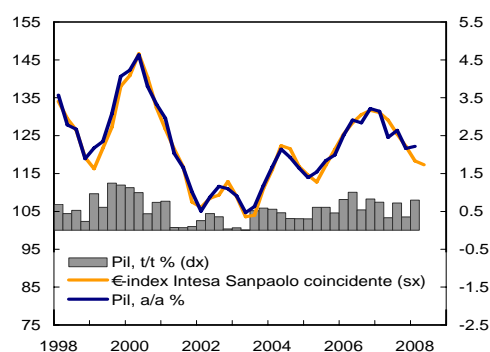
³ Fonte: Consensus Forecast, maggio 2008

Sia l'indice OCSE...



Fonte: OCSE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

... che l'€index segnalano rallentamento



Fonte: Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

... in quanto deve ancora esplicitarsi in toto l'impatto degli shock...

Tra gli shock cui è stata sottoposta l'economia negli ultimi nove mesi, quello rappresentato dal contesto meno favorevole per l'export sembra aver perso parte della sua virulenza. Infatti, il rallentamento della crescita americana è apparso nelle ultime settimane meno drammatico di quanto inizialmente stimato, tanto che, sulla base degli indicatori più aggiornati, è in dubbio se l'economia degli Stati Uniti sia davvero entrata in recessione (e in tal caso si tratterebbe di una delle meno severe della storia). Inoltre, la crescita nei Paesi emergenti e in particolare di quelli coi quali l'area dell'euro ha negli ultimi anni sviluppato i maggiori legami commerciali è risultata ancora molto elevata. La crescita dell'importanza del commercio con questi Paesi, verso i quali la competitività di prezzo riveste un'importanza relativa, ha anche mitigato l'impatto dell'apprezzamento del tasso di cambio (peraltro, anch'esso lievemente rientrato negli ultimi due mesi dai massimi toccati nel corso di aprile). Nel complesso, il quadro degli indicatori sinora disponibili per l'anno in corso sembra confermare che le temute conseguenze sull'andamento delle esportazioni e dell'attività industriale della decelerazione della domanda americana e dell'apprezzamento del tasso di cambio sono risultate mediamente meno gravi.

Viceversa, è anzi aumentata negli ultimi tre mesi l'incidenza assunta dagli altri due shock cui l'economia dell'area euro è soggetta da ormai quasi un anno: 1) l'aumento dei prezzi delle materie prime e in particolare del petrolio; 2) la restrizione monetaria *de facto* derivante dal sensibile aumento dei tassi di interesse di mercato a breve termine.

In base al modello congiunturale Oxford Economic Forecasting, l'impatto di un apprezzamento del 10% del prezzo del petrolio sul PIL dell'area euro è di circa -0,2% su base annua. Quindi la crescita, che ai prezzi oggi impliciti nei future sul *Brent crude* (circa in linea con lo *spot*, sopra 130 dollari) stimiamo all'1,4% l'anno prossimo, sarebbe più alta dello 0,4% ipotizzando un prezzo medio del petrolio l'anno prossimo a 100 dollari. In altri termini, **il rallentamento della crescita l'anno prossimo appare legato in maniera cruciale al mantenimento sugli attuali livelli del prezzo delle materie prime**, in assenza del quale il PIL non rallenterebbe affatto rispetto al 2008. Viceversa, in caso di salita del prezzo del *Brent* a 150 dollari, la crescita sarebbe pari a 1,2%. Nel complesso, la salita di quasi il 50% del prezzo medio del petrolio registrato nell'ultimo anno (rispetto all'anno precedente) sottrae (applicando l'elasticità di cui sopra) ben sette decimi alla crescita (tab. 1). Queste simulazioni fanno luce sul fatto che, nel contesto dell'elevata volatilità attuale, **la variazione dei prezzi delle commodities costituisce forse il più importante fattore di rischio per l'economia dell'area euro.**

L'altro fattore di rischio che già si è concretizzato, ma di cui non si sono ancora dispiegati in pieno gli effetti sulla crescita, è quello rappresentato dalla restrizione monetaria di fatto conseguente alla salita dei tassi di interesse di mercato a breve termine. La crisi sul mercato dei crediti ha creato un consistente *gap* tra tassi sul mercato monetario e tassi ufficiali, che non accenna a rientrare e che anzi si è ulteriormente allargato negli ultimi mesi. La scarsa liquidità sul mercato interbancario ha fatto sì che il tasso interbancario a un anno salisse addirittura sopra il 5,4% (dal punto di minimo al 4,1% di inizio febbraio). Il tasso Euribor a 3 mesi, che rappresenta il principale *benchmark* per l'indicizzazione dei prestiti nel sistema economico, ha superato il 5% e risulta perciò ai massimi dal 2000. Dalla metà di agosto, dal momento cioè dello scoppio della crisi finanziaria, il valore medio registrato dal tasso Euribor è stato pari al 4,75% a fronte di un *refi* fermo al 4%. Da notare che, dopo che la BCE ha a giugno sostanzialmente annunciato un rialzo di 25pb a luglio, gli *spread* non si sono normalizzati e risultano perciò ancora incoerenti anche con un tasso *refi* al 4,25%. In sintesi, il fatto che il tasso Euribor negli ultimi nove mesi sia stato più alto di almeno mezzo punto percentuale rispetto al livello coerente con il *refi* non potrà, a nostro avviso, non avere impatto sulla crescita e in particolare sugli investimenti delle imprese, la componente finora più dinamica del ciclo.

In base al modello congiunturale Oxford Economic Forecasting, l'impatto di un rialzo di mezzo punto percentuale del tasso Euribor sul PIL area euro è anch'esso di circa -0,2% su base annua. Quindi se lo *spread* fra tasso Euribor e tasso *refi* rimanesse quello attuale (ipotizzando che un rialzo del *refi* al 4,25% sia sostanzialmente già scontato dal mercato e nel nostro scenario centrale in cui la BCE non decida altre strette dopo quella di fatto già annunciata per luglio) ovvero **se l'Euribor rimanesse al 5% per l'orizzonte di previsione, la crescita dell'area euro risulterebbe dell'1,0-1,1% l'anno prossimo** (l'impatto sarebbe dunque di tre decimi, vedi tab. 1). Dunque anche questo *shock* risulta poter avere un peso di non poco conto nello scenario congiunturale attuale.

... che possono pesare anche sulla crescita potenziale

Di più, gli *shock* dal lato dell'offerta che si stanno producendo sui mercati internazionali delle materie prime e del credito – *shock* che peraltro risultano difficilmente controllabili dalle politiche economiche domestiche vista la loro natura per così dire esogena – sembrano poter avere in questa fase un impatto non solo sul ciclo ma anche sulla crescita potenziale.

L'OCSE (le cui stime di PIL potenziale e *output gaps*, pur con tutte le cautele del caso, sono considerate di gran lunga le più affidabili) stima l'impatto di questi due *shock* sulla crescita potenziale dei paesi sviluppati⁴.

Per quanto riguarda le materie prime e in particolare l'energia, poiché essa costituisce un importante *input* dei processi produttivi, un livello permanentemente più elevato del suo prezzo implica, *ceteris paribus*, un più basso livello di equilibrio dell'*output*. Considerando come livello di equilibrio del greggio 120 dollari al barile (ipotizzando dunque che alla speculazione di breve termine siano imputabili una dozzina di dollari sul prezzo attuale), il prezzo dell'energia in termini reali ovvero rispetto a quello dell'*output* (in altri termini deflazionato per il deflatore del PIL) sarebbe per l'area dell'euro di circa il 70% al di sopra della media storica degli ultimi vent'anni. Questo differenziale, nel modello OCSE, riduce il PIL potenziale dell'area euro dello 0,1% nei primi anni dell'aggiustamento. Da notare il fatto che l'impatto nell'area dell'euro è inferiore a quello che si registra negli Stati Uniti (0,2%) per due motivi: 1) il rialzo del prezzo dell'energia negli Stati Uniti è stato maggiore (140% sopra la media storica)

⁴ OECD Economic Outlook, Chapter 3 ("The implications of supply-side uncertainties for economic policy"), giugno 2008.

perché esacerbato dal dollaro debole; 2) la quota di petrolio e gas naturale nella produzione è pari al 2,1% nell'area euro contro il 3,2% negli Stati Uniti.

Per quanto riguarda l'impatto della crisi finanziaria, anche in questo caso un livello permanentemente più elevato del costo del capitale rispetto a quello dell'*output* riduce inevitabilmente il livello di equilibrio del PIL. La crisi finanziaria iniziata ad agosto 2007 ha causato un aumento del costo dei prestiti sia per i consumatori che per le imprese (con l'eccezione di quelle con il rating più elevato) quantificabile in circa mezzo punto percentuale per l'area dell'euro (per l'esattezza, in termini reali il rialzo medio dei tassi sui mutui è stato pari allo 0,4%, quello dei tassi sui prestiti alle imprese dello 0,6%). Il risultato ottenuto nel modello di stima OCSE è un impatto sul PIL potenziale area euro di -0,2% (sempre nei primi anni dell'aggiustamento). In questo caso, l'impatto nell'area euro è superiore a quello negli Stati Uniti in quanto lo *shock*, inizialmente partito oltreoceano, è stato poi attenuato dalla risposta di politica monetaria espansiva attuata dalla Federal Reserve (e non verificatasi invece nell'Eurozona).

In sintesi, i due *shock* prodottisi simultaneamente sarebbero in grado, nelle stime OCSE, di determinare una minor crescita potenziale nell'area euro di tre decimi di punto. In altri termini, rispetto al PIL potenziale usualmente stimato per l'area (2,25%), tali shock spingerebbero la crescita di lungo termine al di sotto del 2%.

Impatto sul PIL area euro degli shock dell'ultimo anno

	Ciclo*	Trend**
Aumento del prezzo del petrolio	-0.7%	-0.1%
Aumento dei tassi di interesse di mercato	-0.3%	-0.2%
<i>Impatto complessivo</i>	-1.0%	-0.3%

*Fonte: stime Intesa Sanpaolo dell'impatto nel modello OEF sul PIL dell'aumento del 50% del prezzo del Brent e dell'aumento di 75pb del tasso Euribor registrato nell'ultimo anno.

**Fonte: stime OCSE dell'impatto sul PIL potenziale dell'aumento del rialzo sopra la media storica registrato dai prezzi dell'energia e della salita dei tassi reali applicati a imprese e consumatori.

Inversione a U per il mercato immobiliare

Il mercato immobiliare ha contribuito in maniera decisa alla crescita del PIL negli ultimi anni. Tra il 2003 e il 2006 gli investimenti residenziali, grazie a una crescita media superiore al 3% a/a, hanno visto il loro contributo alla crescita salire a due decimi di punto, circa il doppio della media storica. Ciò significa che il 10% del PIL aggiuntivo è stato creato nel settore. Questo trend sembra aver raggiunto un picco all'inizio del 2007, quando la crescita degli investimenti residenziali ha toccato il 6,6% a/a. Da allora si è avuta una significativa decelerazione, fino a una crescita nulla a fine 2007. Dunque già il 2007 è stato l'anno dell'inversione del mercato immobiliare. Le prime indicazioni per il 2008 segnalano una ulteriore decelerazione di questo trend in molti Paesi. In particolare in alcune economie – Spagna e Irlanda – si registrano fenomeni che assomigliano molto allo scoppio di una bolla speculativa.

Al di là dell'impatto diretto sulla crescita (che non potrà più godere dei due decimi di punto di contributo del settore residenziale del periodo 2003-06), il rallentamento del mercato residenziale avrà degli impatti indiretti sul ciclo: 1) un impatto sull'occupazione, viste le caratteristiche altamente *labour-intensive* del settore delle costruzioni; ancora una volta, questo impatto sarà particolarmente marcato in Spagna, dove quasi il 50% dei nuovi posti di lavoro creati negli ultimi 10 anni sono collegati al mercato immobiliare; questo impatto

sembra già in corso visto che il tasso di disoccupazione spagnolo è salito al 9,6% nel 1° trimestre 2008 dall'8% di solo sei mesi prima; **2) un impatto sul reddito e la ricchezza dei consumatori e dunque sui consumi.** Per valutare questo tipo di impatto è cruciale capire quale sarà l'entità della correzione. **Ribadiamo la tesi secondo cui il mercato residenziale europeo subirà un ridimensionamento ma non un crollo comparabile a quello sperimentato negli Stati Uniti.** Infatti, a fronte di paesi come la Spagna, che hanno evidenziato una crescita molto sostenuta negli ultimi anni, vi sono economie che non hanno registrato affatto una crescita nel settore, come Portogallo, Germania e Austria; una situazione intermedia è rappresentata da Italia, Francia e Olanda. Nel complesso, l'area euro ha registrato una crescita dell'1,7% nel periodo 1996-99, dell'1% tra il 2000 e il 2003 e del 3,3% nel periodo 2004-2007 (vedi figura pagina seguente).

Che cosa spiega la divergenza tra i mercati residenziali dei principali Paesi dell'area euro? Principalmente due fattori: 1) l'evoluzione della politica monetaria, che in alcuni paesi ad alta crescita ha favorito, dopo l'ingresso nell'area dell'euro, un sensibile calo dei tassi di interesse reali (tuttora, i tassi a 10 anni in Spagna, visto il più alto livello dell'inflazione, sono di circa un punto inferiori a quelli prevalenti in Germania, Francia e Italia) - se questa lettura è corretta, si tratterebbe di un fattore *una tantum*, non in grado di condizionare in maniera così sensibile l'evoluzione futura; **2) fattori demografici o socio-economici,** come i flussi migratori o la struttura delle famiglie, che hanno favorito un aumento della domanda di abitazioni; **3) infine, in Francia e Spagna si sono anche verificati rilevanti afflussi di investimenti diretti esteri.**

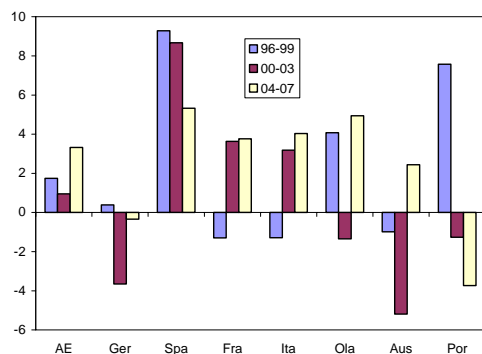
A questo punto occorre domandarsi da che cosa prenda origine la correzione in atto nel mercato immobiliare. Principalmente, a nostro avviso, da due fattori: 1) la risalita dei tassi di interesse (vedi figura pagina seguente); 2) l'aumento dei prezzi delle case, nella misura in cui entrambi questi fattori sono andati a impattare il cosiddetto *affordability ratio*, ovvero il rapporto tra il costo dell'acquisto di un'abitazione (ivi compreso il costo del finanziamento) e il reddito disponibile. Per quanto riguarda i prezzi, anche in questo caso si registra una notevole divergenza tra Paesi. Guardando all'evoluzione dei prezzi tra il 2000 e il 2007, si possono individuare tre gruppi: in Spagna e Irlanda i prezzi delle case sono raddoppiati (contro un deflatore del PIL in aumento del 22% e del 31% rispettivamente); in Francia, Olanda e Finlandia i prezzi sono saliti del 10-20% al di sopra del deflatore del PIL; infine, in Italia, Austria, Germania, Grecia e Portogallo si registra una crescita in linea col livello generale dei prezzi.

Successivamente, i prezzi immobiliari hanno iniziato a decelerare già nella seconda parte del 2007, e in alcuni tra i maggiori Paesi (Francia e Spagna) prevediamo un calo dei prezzi quest'anno. Il trend potrebbe continuare l'anno prossimo. Al rallentamento dei prezzi si aggiunge quello dei volumi. L'andamento degli indici di fiducia a inizio 2008 conferma il trend di rallentamento, con Spagna e Irlanda a contribuire maggiormente. Viceversa, in Germania si registra un'espansione, che attenuerà decisamente l'entità del rallentamento per l'intera Eurozona.

In sintesi, i motivi per cui non ci aspettiamo un crollo del mercato immobiliare europeo sono: 1) solo alcuni paesi hanno mostrato negli ultimi anni eccessi da correggere, e l'economia più "virtuosa" in tal senso è stata proprio la maggiore dell'area, quella tedesca; 2) il mercato dei mutui è in larga parte incentrato su mutui di tipo tradizionale; 3) il sistema bancario appare decisamente meno a rischio che negli Stati Uniti, in quanto se è vero che gli investimenti delle banche continentali in *mortgage-backed securities* sono stati di entità rilevante, tuttavia l'impatto dovrebbe essere limitato a poche banche, sia pure non piccole;

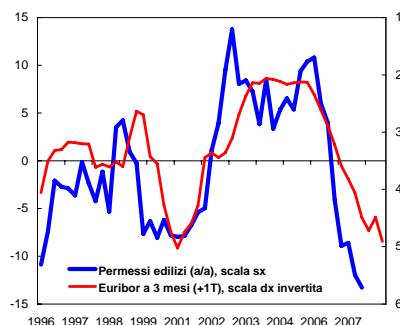
inoltre, la *deregulation* nel settore bancario è stata assai meno diffusa che oltreoceano, e ciò, diversamente che negli Stati Uniti, ha impedito fenomeni di eccesso di credito facile.

Crescita degli investimenti residenziali nell'area dell'euro (1996-2007)



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Permessi edilizi e tassi di interesse nell'area dell'euro (1996-2007)



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I consumi, l'anello debole della catena

Il conto più salato dell'aggiustamento in corso sarà con ogni probabilità pagato dai consumatori, dopo che peraltro, i consumi non erano decollati nemmeno nel biennio 2006-07, quando la crescita del PIL era stata in media del 2,7% e la spesa delle famiglie si era attestata all'1,6%, ben al di sotto dei ritmi superiori al 3% messi a segno nel triennio 1998-2000.

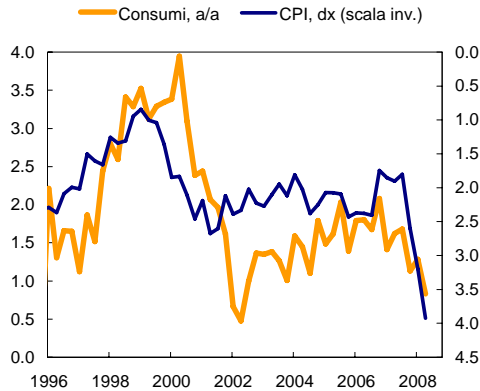
L'elemento che sembra pesare maggiormente sulle prospettive per i consumi delle famiglie è l'aumento dell'inflazione, che in questa fase sta sottraendo quasi un punto percentuale al potere d'acquisto dei consumatori.

I rincari dei prezzi stanno avendo un impatto non trascurabile sui redditi reali, il che ha causato un sensibile deterioramento della fiducia dei consumatori a maggio. La minor fiducia si sta riflettendo nei comportamenti di spesa, visto che le vendite al dettaglio sono calate per il terzo mese consecutivo ad aprile. La debole (e probabilmente negativa) crescita dei salari reali continuerà nel breve termine a pesare sui consumi.

Se si tiene conto del fatto che l'inflazione raggiungerà il suo punto di massimo per lo meno a estate inoltrata e che ci può essere un ritardo nella trasmissione dell'impatto sulle famiglie, **ci aspettiamo che il tasso di crescita dei consumi non superi un ritmo dello 0,2% t/t fino all'inizio del 2009 compreso**. Ne deriva un tasso di crescita annuo di poco inferiore all'1% nel biennio in corso.

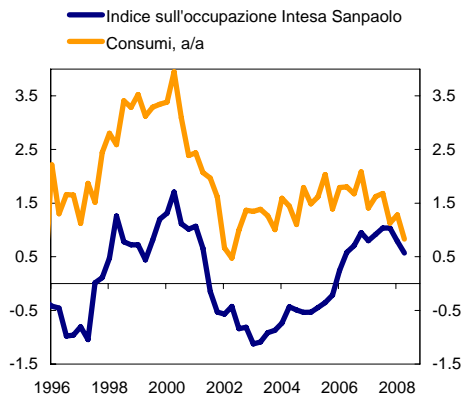
A parziale compensazione potrà intervenire la tenuta del mercato del lavoro, che però è l'elemento di maggiore rischio dello scenario domestico. Limitato, riteniamo (tranne che in Spagna), sarà invece il supporto della politica fiscale (vedi sotto).

L'aumento dell'inflazione pesa sui consumi reali delle famiglie



Fonte: Eurostat

Finora il mercato del lavoro ha fatto da supporto, ma ci sono segnali di inversione



Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

Pericolosi segnali di inversione del mercato del lavoro

Al di là degli *shock* di origine esogena che hanno colpito l'economia (i rialzi del costo del credito e delle materie prime prodottisi sui mercati internazionali), il rischio maggiore (non quanto a probabilità della sua realizzazione ma quanto a sua incidenza in caso si realizzi) ci sembra quello di un significativo deterioramento del mercato del lavoro.

Già negli ultimi mesi si sono moltiplicati alcuni primi segnali di inversione del mercato del lavoro. In particolare, nei Paesi più in difficoltà nell'attuale ciclo, il tasso di disoccupazione è già salito sensibilmente dai minimi: in Spagna il tasso dei senza lavoro, dopo aver toccato un minimo all'8% a metà 2007, è salito al 9,6% a inizio 2008; nello stesso periodo la disoccupazione in Italia è salita dal 6,1% al 6,5%. Anche per il complesso dell'area euro, in aprile si è registrato un lieve aumento della disoccupazione e le intenzioni di assunzione delle imprese sono scese decisamente a maggio sia nel settore manifatturiero che in quello dei servizi. In ogni caso, le condizioni del mercato del lavoro restano buone e ci aspettiamo solo un modesto aumento della disoccupazione nei prossimi trimestri. In sostanza, **l'aggiustamento a uno scenario di inflazione più alta e crescita più bassa avverrà probabilmente più tramite un calo dei salari reali che un sensibile aumento della disoccupazione.**

Scarsi margini di manovra per la politica fiscale

L'attuale fase di (moderato, per ora) indebolimento dell'attività economica nell'area euro ben difficilmente potrà contare, a differenza che oltreoceano, sul supporto di politiche economiche anticicliche. Infatti, se la politica monetaria appare ben lontana da una svolta accomodante (anzi la BCE ha annunciato di voler ritoccare al rialzo i tassi di interesse), anche la politica fiscale sembra poter contare su margini di manovra molto limitati, almeno nei principali Paesi. Nel complesso le politiche economiche, dopo un massimo di espansione coordinata nel 2004, si sono mosse progressivamente in senso meno accomodante, fino a diventare restrittive nel biennio 2007-08 (vedi figura sopra).

Prendendo in esame la sola politica fiscale, la prospettiva di un significativo pacchetto espansivo che supporti la crescita appare limitata. A dire il vero, un appetito per pacchetti fiscali espansivi si è manifestato sia in Francia che in Italia, ma in entrambi i Paesi risulta di difficile attuazione visto che il deficit è già pericolosamente non distante dal valore soglia del 3%. In entrambi i Paesi, annunci di politiche fiscali espansive hanno concorso a formare aspettative di ripresa dell'economia, ma a conti fatti i rischi di un deterioramento dei conti a causa del peggioramento del ciclo fanno prospettare l'eventualità di una

restrizione della politica fiscale, sostanzialmente già annunciata in Italia (per un'entità pari a 13 miliardi ovvero lo 0,8% del PIL) e probabile anche Oltralpe.

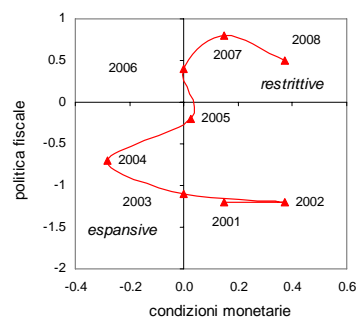
Visto il pareggio di bilancio raggiunto nel 2007, i tagli fiscali sarebbero viceversa attuabili in Germania, dove tuttavia sembra mancare un consenso politico a misure di stimolo. Probabilmente nella maggiore economia dell'area si registrerà un leggero peggioramento del saldo di bilancio sulla scia dell'azione degli stabilizzatori automatici e degli aumenti salariali nel pubblico impiego, ma non una significativa azione di politica fiscale in senso anticiclico. Gli unici paesi nei quali la politica fiscale interverrà a sostegno della crescita saranno probabilmente Spagna e Irlanda, che sino al 2007 hanno conseguito posizioni di avanzo e che stanno evidenziando una più accentuata debolezza ciclica in relazione allo sgonfiamento della bolla immobiliare. In sintesi, **per l'intera area dell'euro vediamo il deficit riallargarsi da -0,6% del 2007 a -1,1% quest'anno, e peggiorare ancora lievemente l'anno prossimo a -1,2%** (vedi tabella di seguito).

Solo in Spagna la politica fiscale si sta muovendo significativamente in senso anticiclico

	Deficit/PIL		
	2007	2008	2009
Area Euro	-0,6	-1,2	-1,0
Francia	-2,7	-2,8	-2,7
Germania	-0,1	-0,5	-0,3
Italia	-1,9	-2,5	-1,8
Spagna	2,2	-0,3	-0,7

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Le politiche economiche non appaiono di supporto alla crescita



Note: *Politica fiscale: variazione cumulativa del saldo strutturale del bilancio pubblico, stima OCSE. Condizioni monetarie: variazione cumulativa degli indici di condizioni monetarie Intesa Sanpaolo dal 2000 al 2007*

Scenari alternativi di politica monetaria

Con riguardo alla politica monetaria, ci si può chiedere: **che cosa succederebbe se la BCE portasse il tasso refi al 5% per fine anno** (con un rialzo a trimestre), anziché effettuare una sola stretta "segnalatica" a giugno come nel nostro scenario centrale? Questo scenario, visti i toni ancora aggressivi mantenuti dai principali esponenti del Consiglio Direttivo e visti i persistenti rischi verso l'alto sull'inflazione, non può essere a priori escluso. Simulando questo scenario nel modello Oxford Economic Forecasting, otteniamo che **il PIL crescerebbe di appena l'1,1% nel 2009**, anziché dell'1,4% come nello scenario centrale.

Si può anche provare a considerare un secondo scenario alternativo (ad oggi dalla probabilità inferiore al primo) in cui la BCE, dopo il rialzo sostanzialmente annunciato per luglio, decida di tornare sui suoi passi a inizio 2009, tagliando i tassi fino al 3,25% alla fine dell'anno prossimo (anche in questo caso con una mossa a trimestre). Ne deriverebbe una crescita nel 2009 all'1,7% in linea con quanto registrato quest'anno. Dunque, **la politica monetaria non sembra in grado di mutare la direzione del ciclo l'anno prossimo, che appare impostato per un rallentamento rispetto a quest'anno.**

La crescita secondo il modello strutturale

Il nostro modello strutturale semplificato, che stima la crescita sulla base del PIL Stati Uniti, del PIL mondiale, dell'offerta di moneta reale e del tasso di cambio, proietta una crescita del PIL dell'1,4% l'anno prossimo (vedi figure seguenti). Le ipotesi sottostanti includono una crescita del PIL mondiale come stimata dall'OCSE (1,7% l'anno prossimo), una crescita dell'offerta di moneta reale in rallentamento (al 5% a fine 2008 dal 6,9% attuale) e PIL Stati Uniti e tasso di cambio in linea con quanto risultante dalle nostre previsioni.

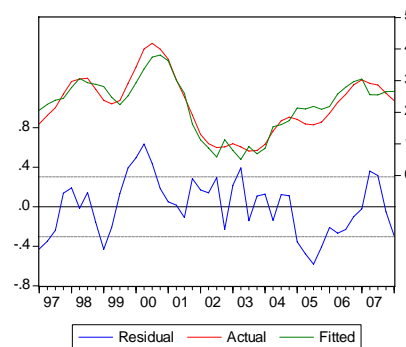
Anche il nostro modello congiunturale (più di breve termine) che utilizza la struttura di Oxford Economic Forecasting giunge in realtà alle stesse conclusioni: nell'ipotesi di una crescita americana all'1,6% quest'anno e all'1,8% il prossimo, con un cambio euro/dollaro in media a 1,56 quest'anno e a 1,47 il prossimo e agli attuali valori dei prezzi delle materie prime, la crescita dell'area dell'euro rallenta dal 2,6% del 2007 all'1,7% del 2008 e all'1,4% del 2009.

Il modello strutturale sul PIL area euro

Variabili esplicative	Elasticità	Valori 2009
PIL USA a/a (-1a)	0,41	1,6
PIL mondiale (-1t)	0,45	1,7
M3 reale a/a (-1a)	0,22	5,0
Tasso di cambio a/a (-1a)	-0,03	-2,0
<i>PIL AE stimato</i>		1,4

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

La capacità previsiva del modello



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

In aumento la dispersione tra Paesi

L'aumento della dispersione all'interno dell'area euro che si registra nell'attuale fase congiunturale è la logica conseguenza del tipo di shock che hanno investito l'economia.

Spicca la *sovrapformance* della **Germania**, nonostante il fatto che potenzialmente il sistema bancario tedesco possa essere considerato il più esposto ai venti della crisi finanziaria internazionale. Le ragioni della *performance* tedesca sono a nostro avviso sostanzialmente due: 1) un andamento ancor molto vivace delle esportazioni che sostiene l'attività industriale, grazie ancora una volta al dinamismo dell'export soprattutto di macchinari verso i paesi asiatici e dell'Europa dell'Est, che dipende relativamente poco dalla competitività dei prezzi; in tal senso, finché la congiuntura nei Paesi emergenti resterà robusta, c'è da aspettarsi che continui il trend di *sovrapformance* delle esportazioni tedesche rispetto a quelle degli altri paesi dell'area euro; 2) in secondo luogo, la Germania appare nettamente il paese che in Europa è più immune da rischi di *hard landing* del mercato immobiliare, visto che il settore in Germania non ha condiviso la forte crescita, sia in termini di volumi che di prezzi, registrata non solo negli Stati Uniti ma anche in altre economie dell'area dell'euro.

All'estremo opposto si colloca la **Spagna**, il paese che ha visto il più rilevante peggioramento nei più recenti indicatori congiunturali. La frenata iberica è da ricondursi all'inversione di tendenza nel settore immobiliare, che riveste un peso rilevante sia sul Prodotto Interno Lordo che sull'occupazione. I dati più recenti confermano non solo che il rallentamento nel settore è in corso, ma che esso sta

avendo importanti ripercussioni sul resto dell'economia, come visibile dal deterioramento assai più marcato che negli altri paesi dell'area degli indicatori qualitativi di fiducia di imprese e consumatori. Nonostante i timori sul fronte bancario siano in Spagna decisamente inferiori che nel caso americano, nondimeno il forte aumento dell'indebitamento delle famiglie evidenziato negli ultimi anni, specie a tasso variabile, segnala rischi di rilevanti ripercussioni sulla domanda interna.

Una situazione per certi versi intermedia è quella della **Francia**, più vicina alla Germania che non alla Spagna in quanto gli indicatori congiunturali, come nel caso tedesco, non hanno evidenziato un deterioramento troppo pronunciato. Si segnala comunque anche in Francia un aumento dei rischi per il mercato immobiliare, evidenziato dall'andamento recente di diversi indicatori relativi all'attività delle costruzioni.

Infine, più vicina alla Spagna che non alla Germania è l'**Italia**, che però a differenza dell'economia iberica è gravata più da problemi strutturali (il tasso di crescita potenziale, all'1,25%, è il più basso tra i Paesi OCSE) che non ciclici. Anche i rischi legati al mercato immobiliare o alle ripercussioni della crisi finanziaria appaiono in Italia meno sensibili che altrove.

**Crescita del PIL 2008–09
per i principali paesi dell'area euro**

	PIL %			
	2006	2007	2008	2009
Area Euro	2,9	2,6	1,7	1,4
Belgio	2,9	2,8	1,8	1,7
Francia	2,4	2,1	1,7	1,4
Germania	2,9	2,5	2,2	1,4
Italia	1,9	1,4	0,5	1,0
Olanda	3,0	3,5	2,4	1,9
Spagna	3,9	3,8	2,0	1,5

Fonte: Eurostat e previsioni Intesa Sanpaolo

Inflazione vittima delle oscillazioni delle commodity

L'inflazione nell'Eurozona ha toccato il 3,7% a/a a maggio, il massimo assoluto degli ultimi 16 anni. **Il picco si vedrà solo in agosto al 4,1% a/a.** Ancora una volta energia ed alimentari sono largamente responsabili delle pressioni verso l'alto, mentre l'inflazione *core* rimane per il momento sotto controllo all'1,7% a/a.

Le aspettative di una moderazione dei prezzi delle materie prime sono state deluse negli ultimi mesi e le stime di inflazione sistematicamente riviste al rialzo. Il consenso vede ormai la dinamica dei prezzi al consumo al di sopra del 2,0% anche il prossimo anno.

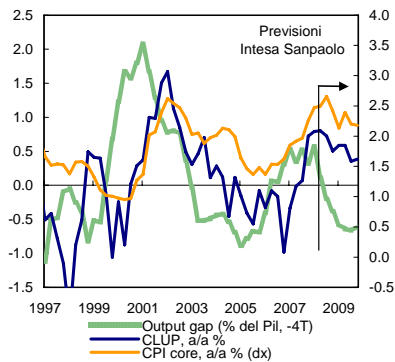
Le nostre ultime previsioni, in linea con le stime BCE di giugno, sono anche più pessimistiche dal momento che vedono l'inflazione 2009 al 2,4% dal 3,6% previsto per il 2008. Il nostro scenario centrale sconta un parziale rientro delle tensioni sul greggio verso i 100 dollari al barile in media il prossimo anno ed un cambio che torna a 1,39 per fine 2009.

In questa fase lo scenario d'inflazione dipende in modo cruciale dalle ipotesi sul prezzo del greggio e delle commodity.

Il rallentamento ciclico frenerà, infatti, solo in parte la dinamica sottostante dei prezzi al consumo. L'output gap è sì atteso tornare in territorio negativo già dall'estate di quest'anno ma non è più negativo di quanto stimavamo a marzo, dal

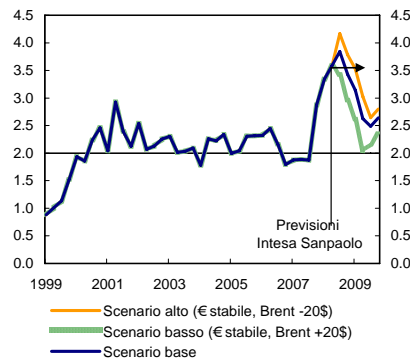
momento che abbiamo limato solo marginalmente le stime di crescita del PIL all'1,4% da un precedente 1,5%. Nel contempo rivediamo verso l'alto il profilo per il costo unitario del lavoro che non eserciterà un effetto disinflazionistico fino alla seconda metà dell'anno (vedi figura sotto). Per maggiori dettagli sulle recenti evoluzioni e prospettive per il costo del lavoro si veda il riquadro di testo alla fine di questa sezione.

I fondamentali eserciteranno un limitato effetto disinflazionistico



Fonte: Eurostat, BCE e stime Intesa Sanpaolo

La nostra modellistica suggerisce che l'inflazione potrebbe rimanere al 3% anche nel 2009



Fonte: Eurostat, e stime Intesa Sanpaolo

La nostra modellistica, basata sulla dinamica trimestrale del costo del lavoro, una misura di output gap e la nostra ipotesi centrale per petrolio e EUR/USD, suggerisce rischi verso l'alto alle nostre previsioni d'inflazione.

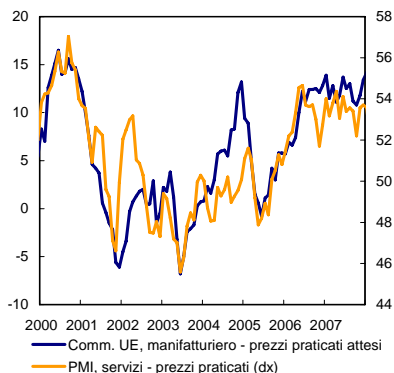
Se, invece, il petrolio si mantenesse sui livelli attuali, l'inflazione rischierebbe di rimanere intorno al 3% anche nel 2009.

Ma anche con prezzi del petrolio in calo i rischi per la dinamica dei prezzi al consumo rimangono comunque verso l'alto.

- 1. Le pressioni disinflazionistiche dalla globalizzazione sono state già in larga misura digerite**, come suggerisce la recente accelerazione dei prezzi all'import di beni manufatti e beni di consumo durevoli da paesi extra-area euro. La BCE stima che l'impatto netto della globalizzazione sui prezzi domestici è stato moderatamente disinflazionistico fino al 2005. Da allora ha prevalso l'impatto dello shock sui prezzi delle materie prime derivante dalla partecipazione delle economie emergenti ed è andato scemando l'effetto calmierante delle produzioni a basso costo di beni manufatti.
- 2. Le pressioni che continuano ad accumularsi a monte della catena produttiva sono state traslate solo in parte ai prezzi finali di vendita.** Nonostante un parziale rientro a maggio scorso, l'indice dei prezzi pagati è rimasto su livelli molto elevati negli ultimi mesi sia nel manifatturiero che nei servizi. L'indice dei prezzi praticati è salito meno in termini relativi. Potrebbe, quindi, essere solo una questione di tempo prima che **le pressioni accumulate a monte vengano traslate a valle. Vi è spazio limitato per un'internalizzazione degli aumenti di costo dato il calo dei margini aziendali a fine 2007.** Le imprese hanno del resto manifestato l'intenzione di aumentare i prezzi di vendita. La dinamica del PPI beni di consumo suggerisce rischi per la dinamica dei prezzi dei beni, al netto dell'energia, nei prossimi mesi (vedi figure sotto).
- 3. Per il momento i salari contrattuali hanno visto un'accelerazione contenuta.** Tuttavia, non possiamo escludere che l'erosione di potere

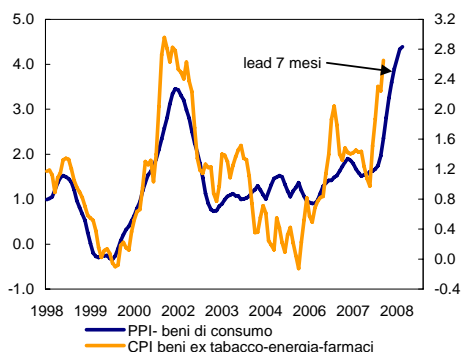
d'acquisto, che sta già causando tensioni sociali, induca a rivendicazioni più significative nei prossimi mesi innescando aumenti più cospicui dei salari almeno nei settori protetti. In alcuni paesi – come la Spagna – l'accelerazione dei salari è automatica dal momento che scatteranno le clausole di indicizzazione.

Le imprese intenzionate a scaricare a valle gli aumenti di costo



Fonte: Commissione UE e ricerca NTC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

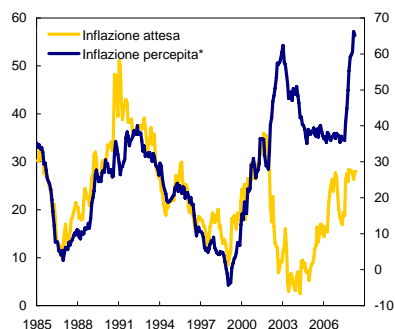
Rischi per la dinamica del CPI beni



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

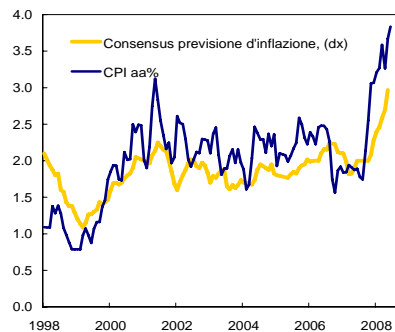
4. Più l'inflazione rimane al di sopra del target, più cresce il rischio che le attese scappino di mano. Per il momento le attese dei consumatori a 12 mesi si sono mantenute più o meno stabili, ma l'aumento dell'inflazione percepita sui massimi assoluti dal 1985 non fa ben sperare. Le attese degli economisti sono risultate in netto aumento negli ultimi mesi. (vedi figure sotto).

Attese delle famiglie più o meno stabili. Preoccupa l'aumento dell'inflazione percepita



Fonte: Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

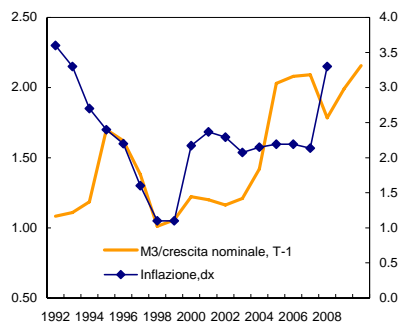
Economisti più allarmati



Fonte: Eurostat, Consensus ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

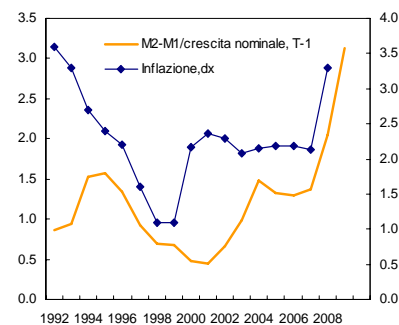
5. La dinamica degli aggregati monetari continua a rappresentare un elemento di rischio per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Sebbene la Bank Lending Survey di maggio scorso segnalava una frenata del credito i dati effettivi indicano una crescita di M3 ancora largamente in eccesso rispetto alla crescita del PIL nominale e il divario è anche più impressionante se si guarda a M2-M1. In aprile, M3 ha finanche riaccelerato al 10,7% a/a, anche se la media mobile a 3 mesi ha rallentato marginalmente. Soltanto M1 ha rallentato il passo.

Aggregati monetari ancora fuori controllo



Fonte: BCE, Eurostat

In particolare se guardiamo a M2 – M1



Fonte: BCE, Eurostat

In conclusione, rispetto allo scenario di marzo rivediamo significativamente al rialzo l'inflazione 2008. **Le nostre stime per il 2009 prevedono ancora un rallentamento della dinamica dei prezzi al consumo ma questa rimarrà anche il prossimo anno significativamente al di sopra (2,4%) della soglia tollerata dalla BCE.** Riconosciamo che permangono ancora rischi verso l'alto da fattori esogeni, nel contempo non è possibile escludere una dinamica più vivace dei salari in corso d'anno. Il permanere della dinamica dei prezzi al consumo al di sopra del target per un periodo prolungato di tempo rischia di compromettere l'ancoraggio delle attese d'inflazione.

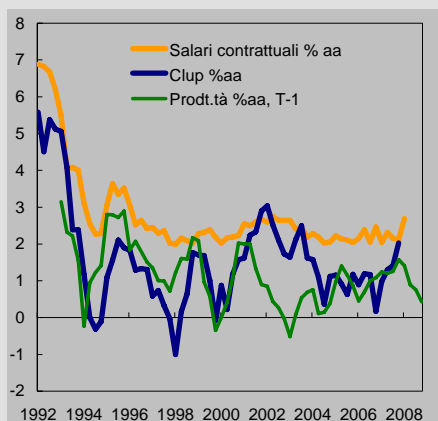
Recenti evoluzioni della dinamica del costo del lavoro in Eurozona

Il costo del lavoro nell'Eurozona ha seguito un trend di moderazione negli ultimi anni, sostanzialmente grazie alla disinflazione salariale in Germania. Tuttavia, nel 2007, il costo del lavoro, come misurato dalla BCE, ha accelerato al 2,0% dall'1,0% di fine 2006, per effetto del rallentamento della dinamica della produttività.

A livello settoriale l'accelerazione del costo del lavoro ha interessato in particolare il settore dei servizi dove la dinamica della produttività è stata piuttosto modesta. L'accelerazione nei servizi è in larga misura riconducibile alla dinamica delle retribuzioni nei servizi finanziari.

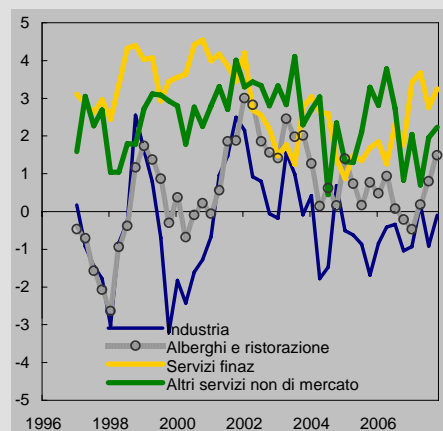
L'aumento del costo del lavoro è atteso proseguire nel corso del 2008 per effetto del venir meno di politiche volte a ridurre i contributi sociali e previdenziali e per effetto di una sia pure modesta accelerazione dei salari. Nel 1° trimestre di quest'anno, i salari contrattuali hanno accelerato al 2,7% a/a da un precedente 2,2% a/a. L'accelerazione è stata la più marcata dal 1990. Il rialzo è stato causato dagli aumenti contrattuali accordati in Germania, Italia e Olanda. Il miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro aumenta il potere contrattuale dei lavoratori e dei sindacati soprattutto a fronte dell'elevata crescita dei profitti aziendali negli ultimi anni. In alcuni paesi dell'area, come la Spagna, il meccanismo di indicizzazione che caratterizza più della metà dei contratti di categoria innescherà una marcata accelerazione salariale nella seconda metà dell'anno. Non possono, inoltre, escludersi anche in altri paesi rivendicazioni più significative data l'erosione di potere d'acquisto generata dall'aumento dei prezzi delle materie prime.

Il costo del lavoro ha già accelerato nel 2007 ed il trend si consoliderà



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I salari sono cresciuti in particolare nei servizi finanziari e di ristorazione



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

BCE: solo un rialzo “segnalatico”

Rispetto allo scenario di marzo scorso rivediamo sensibilmente il sentiero per i tassi BCE. Allora davamo come possibile un taglio dei tassi nel caso di un periodo prolungato di crescita al di sotto del potenziale e di rientro delle pressioni esogene sulla dinamica dei prezzi al consumo. Negli ultimi tre mesi, il quadro di crescita si è indebolito ma non più di quanto ci si attendeva anzi i dati per il 1° trimestre hanno significativamente sorpreso verso l'alto. Rimane un notevole grado di incertezza sulla durata della crisi finanziaria e delle ripercussioni della stessa sull'economia reale. Tuttavia, per molte asset class le tensioni sono in parte rientrate. Il quadro per gli Stati Uniti sembra più disteso.

La novità è la continua sorpresa sul fronte dell'inflazione. Le pressioni sul prezzo del greggio sono tutt'altro che rientrate. **La BCE, diversamente da altre banche centrali, di fronte al rischio che lo shock sui prezzi delle materie prime si radica tramite un rialzo delle attese d'inflazione ha dichiarato possibile un rialzo dei tassi a luglio.** La comunicazione ha spiazzato il consenso degli economisti che vedeva ancora un taglio per fine anno, non il mercato che, a fine maggio, già scontava un rialzo per inizio 2009. La BCE sostanzialmente ha voluto del tutto eliminare le attese di una politica più morbida e piuttosto segnalare l'intenzione di difendere strenuamente il suo ruolo di guardiano della stabilità dei prezzi.

Lo scenario di previsione di giugno della BCE giustifica le preoccupazioni per la dinamica inflazionistica nel medio periodo. La stima d'inflazione 2009 è salita, infatti, al 2,4% da un precedente 2,1% a/a, dal 3,4% a/a stimato per il 2008. La crescita è stata sì limata verso il basso di tre decimi ma all'1,5% esclude una recessione nell'area euro. Del resto, la BCE reputa che, sebbene in rallentamento, la crescita nell'area euro sia ancora solida. Vi è certo il rischio che la crisi finanziaria abbia ripercussioni più serie sulla crescita. Nel contempo, è aumentato il rischio di pesanti ripercussioni economiche dello shock sui prezzi delle materie prime. Al momento sono maggiori i rischi di effetti di seconda battuta e quindi del radicarsi di un'inflazione sopra target. La BCE, memore della dura lezione degli anni '70, ritiene che la stabilità delle attese d'inflazione sia assolutamente prioritaria. Del resto il Bollettino di maggio aveva ampiamente elaborato il rischio di una deviazione duratura della dinamica inflazionistica

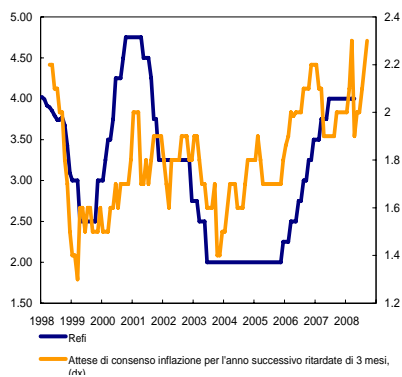
dall'obiettivo di medio periodo per la crescita. In questa fase, la BCE ha optato per il minore dei due mali nel medio periodo. Il costo opportunità di un rallentamento ciclico più marcato oggi è minore di un radicarsi della dinamica inflazionistica nel medio periodo.

C'è da chiedersi se il rialzo in sostanza annunciato per luglio sarà un fenomeno isolato o l'inizio di un ciclo. Se è vero che in passato la BCE difficilmente ha optato per ritocchi isolati dei tassi di policy, questa volta potrebbe essere diverso. Innanzitutto, per quanto i fondamentali dell'area euro siano ancora solidi, il ciclo è entrato innegabilmente in una fase più debole. Tassi di policy al 4,25% con un'inflazione in media al 2,4% sarebbero neutrali se la crescita frenerà all'1,4%. Va peraltro considerato che il fixing dell'Euribor continua ad aggirarsi intorno al 5%, circa un punto secco al di sopra del refi. Se lo spread refi-Euribor non dovesse stringersi nei prossimi mesi e i tassi impliciti nei futures dovessero prevalere sulla politica monetaria, i tassi reali risulterebbero moderatamente restrittivi.

Dato quindi il nostro scenario di crescita e inflazione riteniamo che il rialzo di luglio potrebbe rivelarsi un fenomeno isolato Del resto Bini Smaghi, membro del Consiglio Direttivo BCE, ha indicato che *“un rialzo di 25pb dovrebbe essere sufficiente a riportare l'inflazione al 2,0% per fine 2009”*. Chiaramente la dichiarazione non vuole far riferimento a possibili elasticità teoriche dell'inflazione ai tassi ufficiali ma è piuttosto volta a ridimensionare le attese aggressive di rialzo dei tassi incorporate dal mercato. Tuttora gli OIS scontano a pieno 60pb di rialzi per il 2° trimestre 2009, uno scenario che ci sembra quanto mai improbabile soprattutto a fronte di un rallentamento del ciclo.

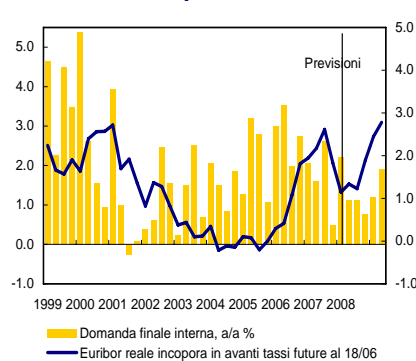
Tuttavia, **l'ipotesi di un rialzo isolato con valenza segnaletica dipende in modo cruciale dall'evolvere dei prezzi delle materie prime e degli aggregati monetari di qui a inizio autunno**. Se le pressioni sul greggio e le commodity alimentari non dovessero rientrare e nel contempo gli aggregati monetari dovessero vedere ancora una crescita sostenuta, la BCE potrebbe anche spingersi al 4,5% per fine anno per evitare che le attese d'inflazione scappino di mano.

Tassi in salita a luglio per ancorare le attese d'inflazione



Fonte: BCE, Consensus Economics

I tassi potrebbero diventare restrittivi se non si chiude lo spread Euribor-refi



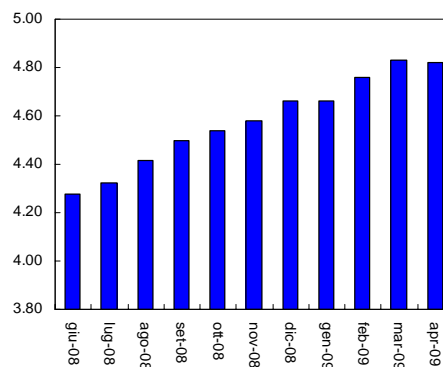
Fonte: Reuters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fino ad oggi la BCE è riuscita a guadagnare una credibilità come guardiano dell'inflazione. Un recente studio di Benati⁵ mostra che prima dell'inizio dell'Unione Monetaria le fluttuazioni dei prezzi al consumo avevano per lo più una

⁵ Luca Benati, "Investigating inflation persistence across monetary regimes", ECB Working Paper no 851, Febbraio 2008.

natura permanente. Circa il 43% delle fluttuazioni dell'inflazione avevano una ripercussione sul trend d'inflazione. Da quando la BCE ha preso in mano la conduzione della politica monetaria, le oscillazioni dei prezzi al consumo avrebbero assunto una natura temporanea.

Il mercato OIS sconta a pieno 50pb di rialzi per la prossima primavera



Fonte: Reuters

Se la BCE riuscirà nell'intento di stabilizzare le attese d'inflazione in assenza di un rientro dei prezzi delle materie prime tramite uno o più rialzi dei tassi dipenderà non solo dal costo in termini di crescita domestica che la BCE riuscirà ad imporre, ma anche **dalle preferenze delle altre banche centrali**. In un mondo progressivamente più integrato, l'inflazione è sempre più un fenomeno globale. Stabilizzare quindi le attese d'inflazione dipende da quali preferenze, tra inflazione e crescita, prevalgono nel resto del mondo. Per il momento la BCE sembra l'unica delle banche centrali dei Paesi sviluppati pronta all'azione. La Fed non può ignorare il massiccio rialzo delle attese d'inflazione ma per il momento la fragilità dello scenario macro suggerisce che un rialzo prima dell'autunno è difficile. In ogni caso anche se la Fed dovesse portare i tassi di policy al 4% per fine 2009, i tassi resterebbero comunque accomodanti in molti Paesi emergenti dove le politiche monetarie sono sacrificate alla stabilizzazione del cambio contro il dollaro.

Nel 2009, il corso della politica monetaria sarà determinato ancora una volta dalle pressioni sui prezzi al consumo derivanti da fattori esogeni e dall'andamento degli aggregati monetari. Il ciclo economico giocherà un ruolo più importante nella seconda parte dell'anno. Anche la BCE si attende uno scenario di crescita dimessa fino alla primavera 2009. Se nel secondo semestre 2009 si dovesse vedere un recupero deciso del ciclo nel caso di un rientro ordinato delle tensioni internazionali, si potrebbe rendere necessario un ritocco dei tassi.

Germania: ancora di buona lena

Anna Grimaldi

anna.grimaldi@intesanpaolo.com

Come già nello scenario di marzo scorso confermiamo la tenuta dell'economia tedesca nel biennio in corso. Nel 2008 ci attendiamo una crescita del 2,2% grazie alla sorprendente apertura d'anno. Nel 2009 vediamo un'economia che avanza dell'1,4% in linea con la media europea.

Nel 1° trimestre, il PIL è balzato dell'1,5% t/t, più del doppio rispetto alle stime di consenso. Effetti di calendario inusuali, legati alla cadenza delle festività pasquali spiegano parte della sorprendente performance dell'economia tedesca. Si è aggiunto un clima particolarmente mite, che ha consentito un avanzamento dei cantieri del tutto eccezionale per i mesi invernali. Gli investimenti in costruzioni sono stati, infatti, il vero protagonista con un aumento del 4,5% t/t. Anche gli investimenti in macchinari hanno contribuito significativamente nel 1° trimestre. I consumi delle famiglie sono cresciuti di appena lo 0,2% t/t ma rispetto al calo di fine 2007 hanno comunque visto un recupero importante. È più che probabile che i mesi primaverili vedano un rientro dei fattori eccezionali che hanno caratterizzato la dinamica di inizio anno ed una modesta contrazione del PIL. **Sul fronte della domanda**, la spesa in macchinari risentirà in parte del clima meno favorevole, crescendo su ritmi più modesti. Gli investimenti in costruzioni rallenteranno sensibilmente anche se gli ordinativi non residenziali suggeriscono una discreta tenuta della componente progetti. I consumi in linea di principio dovrebbero ritrovare un po' di smalto grazie al miglioramento del reddito disponibile anche a fronte di una dinamica dei prezzi sfavorevole. Il mercato del lavoro ha tenuto più che discretamente negli ultimi sei mesi, in parte sostenuto dalle costruzioni. I salari hanno visto una crescita ben al di sopra di quella accordata nei cinque anni precedenti⁶. Nel complesso, secondo la Bundesbank⁷, nel 1° trimestre i salari sono cresciuti del 2,3% a/a, circa il doppio che a fine 2007. Nel settore industriale i salari sono cresciuti finanche del 3,4% a/a. Tuttavia, l'esperienza insegna che la spesa per consumi è soggetta a rischi verso il basso dal momento che sembra essere aumentata la componente di risparmio precauzionale.

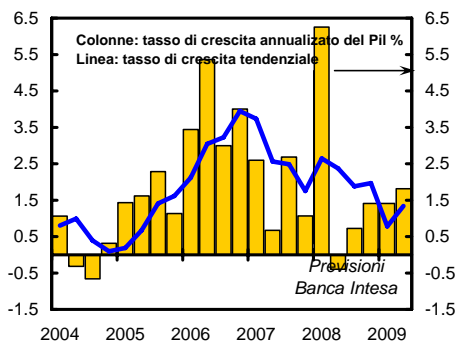
Al di là delle fluttuazioni trimestrali, il momento ciclico per l'economia tedesca rimane ancora robusto e sicuramente più solido che nel resto dell'Eurozona. Le prospettive per i prossimi tre-sei mesi sono per un rallentamento dell'economia tedesca ma da livelli molto elevati. L'indice IFO nei mesi primaverili si è assestato solo un punto al di sotto del livello dei mesi invernali e rimane ancora sensibilmente al di sopra della media di lungo termine. L'utilizzo della capacità produttiva è rimasta sui massimi degli ultimi 15 anni. Gli ordini di beni capitali dai paesi extra-UE hanno rallentato ad aprile ma su base annua continuano a crescere del 16,8% ad aprile e fanno sperare in una tenuta ancora discreta delle esportazioni anche a fronte di un rallentamento significativo degli ordinativi dal resto dell'Eurozona. **Le indicazioni sul fronte dell'offerta**

⁶ Nel settore pubblico dopo circa tre anni di blocchi, sono stati firmati accordi per un aumento del 3,1% a/a a gennaio 2008 più un aumento di 300 euro annuo. All'inizio del 2009, i salari vedranno un aumento del 2,8% a/a. La settimana lavorativa è stata allungata a 39 ore per i dipendenti delle amministrazioni locali. Aumenti simili sono stati accordati a medici e paramedici. Nel settore chimico sono stati accordati aumenti del 4,4% per circa 25 mesi e a partire dal 14° mese è previsto un ulteriore aumento del 3,3%. Aumenti significativi sono stati negoziati anche nell'acciaio (+5,2% a/a per 13 mesi unitamente ad un one-off di 200 euro mensili). Nell'industria tessile si sono visti aumenti più modesti (3,6% a/a), nell'industria della carta (3,9% a/a) e per gli albergatori (3,0% a/a per 27 mesi). Deutsche Post e il sindacato dei Verdi hanno spuntato un aumento lineare del 4%, congiuntamente ad un one off di 200 euro.

⁷ Si veda il Bollettino di maggio 2008 pp. 58 – 59.

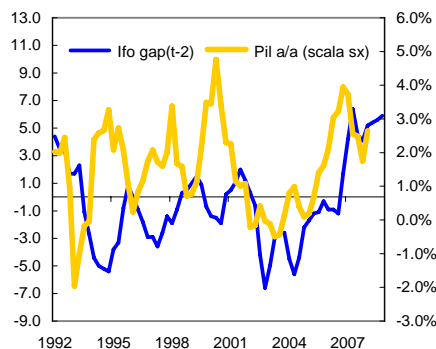
sembrano indicare una maggiore resilienza dell'industria e dell'economia tedesca, rispetto ad altri paesi dell'Eurozona.

Dopo la brillante apertura d'anno si rallenterà già dal 2° trimestre



Fonte: FSO e previsioni Intesa Sanpaolo

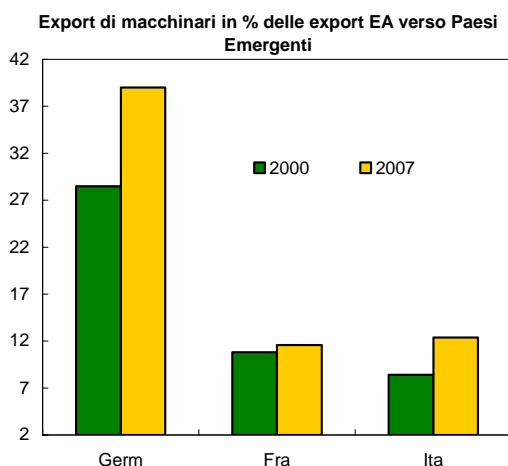
Il momento ciclico rimane ancora solido



Fonte: IFO, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

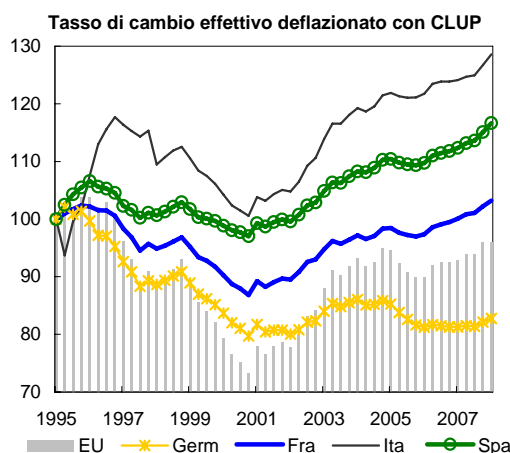
La crescente presenza in mercati emergenti, quali Asia, Europa Orientale e Medio Oriente, e la minore presenza in mercati maturi, quali Stati Uniti e Gran Bretagna, unitamente alla specializzazione in produzioni di macchinari e beni capitali e al forte recupero di competitività di costo messo a segno negli ultimi anni, dovrebbero garantire una tenuta discreta dell'export anche a fronte di un rallentamento della domanda mondiale. Va inoltre considerato che, stando ad un recente studio del Ministero dell'Economia, circa l'80% dell'export è fatturato in euro e solo il 13% in dollari. Il che può spiegare parte della resilienza dell'export tedesco.

Leadership nell'export di beni capitali verso Paesi emergenti



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Importante recupero di competitività dal 2000 ad oggi



Fonte: Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Vi sono altri motivi per ritenere che la Germania possa consolidare il suo vantaggio rispetto alle altre economie mature dell'Eurozona. **Le famiglie e le imprese in Germania sono meno sensibili che altrove all'aumento dei tassi a breve visto negli ultimi sei mesi.** I prestiti alle famiglie sono per lo più

indicizzati ai tassi a lungo termine (che hanno visto un calo significativo negli ultimi 5 mesi e che sono attesi risalire solo marginalmente). La quota principale di spesa delle imprese è soddisfatta tramite l'autofinanziamento. **Il mercato immobiliare tedesco rimane immune da fenomeni di sopravvalutazione.** Se per il biennio in corso le prospettive rimangono discrete, il contesto politico limita la possibilità di riforme aggressive nel medio periodo o comunque paragonabili a quelle avute a inizio nel 2001. La capacità della Germania di consolidare i guadagni di competitività e il processo di trasformazione iniziato cinque anni fa dipenderanno più dalle forze di mercato che non dal contesto istituzionale.

La dinamica inflazionistica rimarrà in media al 3,0% nel 2008, per effetto del perdurare di pressioni su energia ed alimentari, che hanno più che contrastato l'effetto base favorevole derivante dal riassorbimento dell'aumento di IVA visto nel 2007. I prezzi all'import sono aumentati sensibilmente da fine 2007 nonostante l'apprezzamento dell'euro, le pressioni non derivano solo da energia e alimentari ma anche dai prezzi all'import dei durevoli. Al di là delle componenti esogene, pressioni sulla dinamica dei prezzi al consumo sono derivate dall'aumento delle tasse universitarie. **L'inflazione dovrebbe cominciare a calare nella seconda metà del 2008, avvicinandosi rapidamente nel 2009 all'1,8% medio.** L'accelerazione salariale vistasi nel 1° trimestre del 2008 desta preoccupazioni per la dinamica dei prezzi al consumo anche se la stessa Bundesbank nota che parte degli aumenti sono stati accordati tramite misure *una tantum*.

Nel corso del 2008 è probabile che si vedrà un deterioramento dei saldi di finanza pubblica, dopo il miglioramento degli ultimi anni e il pareggio di bilancio raggiunto nel 2007. Il contesto ciclico ha continuato ad avere un impatto positivo ad inizio anno. Il peggioramento atteso dei saldi ha più che altro una natura strutturale e deriva dai tagli di imposte e di contributi sociali. A ciò si aggiungono probabili minori ricavi dalla tassazione sui profitti. La turbolenza sui mercati finanziari introduce un ulteriore margine d'incertezza sulla tassazione degli istituti di credito e delle attività finanziarie. La spesa pubblica crescerà più rapidamente anche se continuerà a scendere in percentuale del PIL, per effetto tra l'altro dei cospicui aumenti salariali accordati nel settore pubblico. In media nel 2008, vediamo un deficit dello 0,5% del PIL. Nel 2009, si potrebbe vedere un parziale rientro del deficit allo 0,3% del PIL. Il debito dovrebbe continuare a calare fino a toccare il 63,2% a fine 2009.

Germania – Previsioni

	2006	2007	2008	2009	2007		2008				2009			
					3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi 2000, a/a)	3.1	2.6	2.2	1.4	2.5	1.7	2.6	2.4	1.9	2.0	0.8	1.3	1.7	1.9
t/t					0.7	0.3	1.5	-0.1	0.2	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
Consumi privati	1.1	-0.5	0.2	0.8	0.3	-0.8	0.3	-0.2	0.3	0.3	0.1	0.2	0.3	0.3
Investimenti fissi lordi	7.0	5.3	5.8	2.8	0.7	1.6	3.7	0.3	0.8	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9
Consumi pubblici	0.9	2.1	2.3	2.0	0.4	-0.6	1.3	1.0	1.0	0.3	0.5	0.5	0.2	0.3
Esportazioni	12.9	8.0	5.7	5.2	2.5	1.3	2.4	0.3	0.6	1.0	1.3	1.7	1.9	1.9
Importazioni	11.5	5.0	4.8	4.0	2.9	0.2	3.5	-0.5	0.4	0.8	1.0	0.6	2.8	1.8
Var. scorte (contrib., %Pil)	-0.2	-0.3	-0.3	-0.9	0.3	-0.1	0.6	-0.6	-0.5	-0.1	-0.2	-0.5	0.3	0.0
Partite correnti (%Pil)	5.2	6.9	7.2	7.3										
Deficit (%Pil)	1.6	0.1	0.5	0.3										
Debito (%Pil)	67.6	65.0	64.8	63.5										
CPI (a/a)	1.8	2.3	3.1	1.9	2.2	3.1	3.1	3.0	3.4	2.8	2.5	2.2	1.6	1.5
Produzione Industriale	5.9	6.0	3.1	3.0	2.1	0.7	2.2	-1.1	-0.1	0.3	0.6			
Disoccupazione (%)	10.8	9.0	8.0	8.3	9.0	8.5	8.2	7.9	8.0	8.2	8.3	8.3	8.3	8.3

Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Francia: il rallentamento si consolida

Anna Grimaldi

anna.grimaldi@intesianpaolo.com

La Francia è cresciuta al di sotto della media europea nel 2007. Nell'edizione di marzo di questo editoriale avevamo segnalato il rischio di una sottoperformance dell'economia francese dato il deficit di competitività accumulato negli ultimi cinque anni, in particolare rispetto alla Germania. Tra la fine del 2007 e l'inizio del 2008, gli indicatori dal lato dell'offerta si erano mantenuti ben al di sopra della media. Da marzo in avanti si è visto quindi un calo a filo di piombo degli indici di fiducia sia nel manifatturiero che nei servizi. La forte entrata nell'anno (0,5% t/t) dovrebbe garantire un tasso di crescita media nel 2008 di 1,7-1,8%, ma escludiamo che il quadro possa rivelarsi più roseo di quanto anticipavamo tre mesi fa. **Il PIL è atteso in frenata verso 0,2% t/t già nel 2° trimestre. Nel corso del 2009, la crescita si aggirerà in media all'1,3-1,4%**, con una modesta accelerazione solo verso la fine dell'anno. **La crescita sarà ancora sostenuta dalla domanda interna anche se questa è attesa crescere su ritmi ben più modesti nel biennio in corso. Ci aspettiamo una dinamica meno vivace dei consumi.** L'erosione del potere d'acquisto, una dinamica meno vivace dell'occupazione, l'indebolimento del mercato immobiliare e il rallentamento del credito spiegano il tracollo della fiducia dei consumatori a maggio e giustificano l'andamento deludente delle vendite al dettaglio nei mesi invernali. Le misure di stimolo fiscale adottate dal governo Sarkozy serviranno solo a poco. Sul fronte degli investimenti privati l'ultima indagine pubblicata dall'INSEE segnala un rallentamento rispetto al 2007 ma ancora una crescita positiva in media annua. In Francia, la dinamica della spesa aziendale rallenterà più che in Germania dal momento che l'industria francese e il suo indotto vedranno sorti peggiori di quella tedesca. Una restrizione delle condizioni al credito applicate alle imprese potrebbe prolungare la debolezza degli investimenti industriali anche nella seconda metà del 2008-inizio 2009, dal momento che le imprese francesi hanno ridotto sensibilmente il ricorso all'autofinanziamento negli ultimi anni. Per quel che concerne gli investimenti in costruzioni c'è da aspettarsi una frenata degli investimenti in progetti dal momento che il prossimo ciclo elettorale è lontano. Ci attendiamo un soft landing per il mercato immobiliare dal momento che le tensioni sui prezzi sembrano essere in parte rientrate. **Il commercio estero continuerà a pesare negativamente sulla crescita. Le esportazioni in volumi sono viste in rallentamento quest'anno e solo in modesta ripresa nel 2009 quando si vedrà un marginale stimolo dal cambio.**

La dinamica dei prezzi al consumo ha accelerato sensibilmente dall'estate fino a toccare il 3,7% a/a a maggio, sulla misura armonizzata da un minimo dell'1,2% a/a a luglio scorso. Per il momento il rialzo della dinamica dei prezzi al consumo riflette esclusivamente pressioni da alimentari ed energia, mentre l'inflazione nei beni e servizi al netto dell'energia è rimasta più o meno stabile grazie alle misure introdotte per aumentare il grado di apertura del mercato dei prodotti. In media annua l'inflazione dovrebbe toccare il 3,6% nel 2008 e calare al 2,2% nel 2009.

Sul fronte della finanza pubblica, dopo anni di sforzi di consolidamento dei conti pubblici nel 2007, si è visto un peggioramento del rapporto deficit/PIL al 2,7%. Per il 2008, la Legge di Finanza non prevede alcun miglioramento del deficit strutturale dal momento che le misure fiscali rivolte in particolare alle famiglie compensano la restrizione di spesa prevista a livello centrale (è fissato un tetto di crescita in termini reali all'1,4%, che produrrebbe un calo della spesa in percentuale del PIL di circa 6 decimi al 52,6% del PIL). Alla luce delle revisioni alle nostre previsioni di crescita ci attendiamo che il deficit possa toccare il 2,9% nel 2008 e che il debito vada in salita al 64,6% sui livelli dello scorso anno. Nel

2009, non prevediamo miglioramenti di rilievo e manteniamo il deficit al 2,7% e il debito ancora in lieve salita.

Francia – Previsioni

	2007	2008	2009	2007				2008				2009				
				4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi 2000, a/a)	2.1	1.7	1.4	2.2	2.2	1.8	1.4	1.3	1.0	1.3	1.6	1.8				
t/t				0.3	0.6	0.1	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5				
Consumi privati	2.5	1.2	1.5	0.6	0.1	-0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6				
Investimenti fissi lordi	5.0	2.8	2.2	1.1	1.2	0.0	0.0	0.6	0.5	0.6	1.0	1.0				
Consumi pubblici	1.3	1.1	1.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3				
Esportazioni	3.1	2.7	3.0	-0.2	3.1	-1.4	-0.5	0.4	1.0	1.4	1.6	1.6				
Importazioni	5.9	2.8	4.1	-1.1	1.9	-0.5	1.0	0.8	0.7	1.6	1.6	1.6				
Var. scorte (contrib., % Pil)	0.3	0.3	0.3	0.3	-0.6	0.4	0.6	0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.1				
Partite correnti (% Pil)	-1.3	-1.8	-1.9													
Deficit (% Pil)	-2.7	-2.8	-2.7													
Debito (% Pil)	64.2	64.6	64.9													
CPI (a/a)	1.6	3.6	2.2	1.4	2.5	3.3	3.7	4.0	3.4	2.9	2.3	1.9				
Produzione Industriale	1.6	1.5	1.0	0.0	0.6	-0.4	0.5	0.4	0.1	0.2	0.4	0.6				
Disoccupazione (%)	8.1	7.4	7.7	7.53	7.3	7.3	7.433	7.5	7.6	7.8	7.8	7.8				

Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Italia: aspettando Godot

Paolo Mameli

Paolo.Mameli@intesasapaolo.com

Confermiamo le nostre stime sull'economia italiana nel biennio in corso: vediamo un PIL in crescita dello 0,5% nel 2008 e dell'1% nel 2009. Il rallentamento del 2008 nelle nostre stime è dovuto a una crescita vicina a zero della domanda interna, con riferimento sia ai consumi (in rallentamento a 0,3% da 1,5% del 2007) che agli investimenti (a 0,1% da 0,8% dello scorso anno). Ci aspettiamo un contributo negativo anche dalle scorte di magazzino, mentre l'export netto, grazie al vigoroso andamento nel primo trimestre dell'anno, ha smentito ancora una volta attese di un contributo negativo al PIL, e anzi aggiungerà oltre mezzo punto alla crescita nell'anno. Guardando al 2009, il rimbalzo all'1% è dovuto anche in questo caso a un recupero della domanda interna, con consumi e investimenti entrambi in ripresa verso un tasso di crescita annuo di poco inferiore all'1%. Anche le scorte di magazzino potrebbero tornare a dare un contributo positivo. Viceversa, il commercio con l'estero, visto il ridursi del differenziale di crescita tra l'Italia e i nostri principali partner commerciali, dovrebbe dare un contributo negativo di un paio di decimi di punto al PIL.

Gli ultimi indicatori congiunturali segnalano che il ciclo non va deteriorandosi ulteriormente. La crescita rimarrà debole ancora probabilmente per tutto il 2008, ma è possibile una ripresa, sia pure su valori ancora inferiori al potenziale, nel 2009, in attesa di riforme che allevino le fragilità strutturali del nostro Paese e innalzino la crescita potenziale, oggi di circa un punto inferiore a quella dell'Eurozona (1,25% contro 2,25%).

La diffusione del profilo trimestrale delle stime sul PIL, dopo la profonda revisione attuata dall'ISTAT, ha finalmente colmato il gap informativo sull'andamento del ciclo a cavallo d'anno. Il PIL, dopo essersi contratto dello 0,4% t/t a fine 2007, ha visto un rimbalzo dello 0,5% t/t nei primi tre mesi del 2008. La ripresa è dovuta a un recupero di consumi ed export, che, dopo il segno negativo registrato a fine 2007, hanno recuperato all'incirca quanto perso nel trimestre precedente (rispettivamente, a +0,1% t/t da -0,4% t/t e a +1,4% t/t da -1,2% t/t). Anche la spesa pubblica ha accelerato (+0,4% t/t da +0,1% t/t). Viceversa, gli investimenti sono tornati in negativo a -0,2% t/t da +0,5% t/t, frenati in particolare dagli investimenti in mezzi di trasporto (-3,4% t/t da +0,3% t/t). Si tratta della quarta contrazione negli ultimi cinque trimestri. Il rimbalzo del PIL nel 1° trimestre è dovuto interamente al contributo del commercio con l'estero, che, avendo visto non solo un rimbalzo dell'export ma anche un calo per il 2° trimestre consecutivo dell'import (-0,5% t/t da -1% t/t), ha dato un contributo dello 0,6% t/t al PIL. Dunque la domanda interna ha registrato un calo dello 0,1% t/t. Poiché le scorte hanno sottratto due decimi alla crescita, la domanda finale interna (ovvero al netto delle scorte) ha fatto segnare un +0,1% t/t. In sintesi, **il dato sul PIL nel 1° trimestre non ha cambiato, a nostro avviso, lo scenario di crescita, in quanto mostra luci (recupero di export e, in misura a dire il vero modesta, consumi) e ombre (calo degli investimenti). In prospettiva l'export, probabilmente sostenuto nel 1° trimestre dalle esportazioni di beni strumentali verso la Germania, potrebbe subire un ridimensionamento nei mesi primaverili, quando la crescita tedesca, dopo l'eccezionale +1,5% t/t di inizio anno, dovrebbe mostrare una sostanziale stagnazione.**

Motivi di minor pessimismo sulla crescita arrivano, oltre che dal dato sul PIL nel 1° trimestre, dalla ripresa inaspettata della produzione industriale nel mese di aprile (+0,7% m/m) – accompagnata da un recupero anche più vigoroso di ordini e fatturato – dopo la debolezza registrata nei due mesi precedenti. Il rimbalzo è stato guidato, in particolare, dalla produzione di beni di consumo, il settore che più aveva sofferto nei mesi scorsi. In ogni caso, sulla

base del dato di aprile, la produzione industriale, dopo il rimbalzo registrato nel 1° trimestre dell'anno (+0,9% t/t, rivisto al rialzo da +0,7% t/t precedente), manterrà probabilmente un segno positivo anche nei mesi primaverili, ma registrerà un tasso di crescita pari a circa la metà di quello di inizio anno. Il rimbalzo della produzione resta coerente con la nostra stima di +0,1% t/t sul PIL italiano nel 2° trimestre (da +0,5% t/t precedente), che abbiamo mantenuto nonostante nelle ultime settimane diversi previsori formulassero stime di PIL negativo, e rispetto alla quale semmai ora i rischi sono verso l'alto. Nel complesso dell'anno, rivediamo al rialzo la stima sulla produzione industriale (a -0,2% da -0,6%), ma manteniamo la previsione di 0,5% sul PIL medio annuo nel 2008 (che incorpora una crescita media di 0,2% t/t nella seconda metà dell'anno). Le nostre previsioni su produzione industriale e PIL sono ora entrambe al di sopra di quelle del consenso (rispettivamente -0,5% e 0,4%). Nel complesso, se valutato in base al tasso di crescita annuo, il punto di minimo per il PIL potrebbe essere stato a fine 2007.

Una importante novità dello scenario è costituita dall'inversione in corso del mercato del lavoro. Rivediamo al rialzo, dal 6,1% al 6,6%, la stima sul tasso di disoccupazione medio nel 2008; un'ulteriore, marginale crescita potrebbe evidenziarsi anche l'anno prossimo. Il tasso dei senza-lavoro è infatti salito bruscamente al 6,5% nel 1° trimestre dal 6,2% (rivisto verso l'alto) del 4° trimestre 2007. L'aumento è dovuto al fatto che il numero degli occupati ha registrato solo un modesto rimbalzo (+0,1% t/t) dopo il calo (-0,3% t/t) di fine 2007, a fronte di una crescita assai più sensibile (+0,4% t/t) delle forze di lavoro (da -0,2% t/t precedente). Il modesto aumento degli occupati è dovuto a una contrazione nel Mezzogiorno (-0,3% t/t) a fronte di un aumento sia al Nord (+0,2% t/t) che al Centro (+0,4% t/t). Dal punto di vista tendenziale, la crescita occupazionale rimane positiva (all'1,4% a/a), in virtù dei progressi messi a segno nella parte centrale del 2007; il dettaglio per settore mostra una contrazione nell'industria (-1,1% a/a) e nell'agricoltura (-2,2% a/a) mentre l'occupazione continua a crescere nei servizi (+2,8% a/a). Si conferma la minor crescita dei lavoratori indipendenti (+1% a/a) rispetto ai lavoratori dipendenti (+1,6% a/a). A fronte di occupati a tempo pieno circa stabili rispetto a un anno prima (+0,3% a/a), gli occupati a tempo parziale (sia dipendenti a tempo indeterminato che dipendenti a termine e indipendenti) sono cresciuti del 9% a/a; nel complesso, l'incidenza dell'occupazione a orario ridotto è passata dal 13,2% del 1° trimestre 2007 al 14,2% attuale. In sintesi, il dato segna una decisa inversione di tendenza rispetto all'espansione consistente degli ultimi anni. Il trend appare già in corso da alcuni trimestri: la revisione dei dati precedenti mostra che il punto di massimo per l'occupazione si è registrato (in termini variazione annua) a metà 2006 e il punto di minimo per il tasso di disoccupazione è stato a inizio 2007 (al 6,1%). Dunque **il rallentamento del ciclo ha cominciato ad avere un impatto sul mercato del lavoro e questo trend potrà proseguire nei prossimi trimestri.**

I dati più recenti hanno anche evidenziato un deciso rimbalzo della fiducia di consumatori e imprese nel mese di maggio. Il rimbalzo riguarda più i giudizi sulla situazione economica del Paese che non sulla situazione individuale degli intervistati, più le aspettative che non la condizione corrente, più la fiducia dei consumatori (ai massimi dell'anno) che non quella delle imprese (che mantiene un trend in calo). Queste considerazioni segnalano che il miglioramento è legato al mutato clima politico (le indagini di maggio hanno incorporato per la prima volta pienamente il risultato elettorale), che ha visto la fine dell'incertezza degli ultimi anni con la prospettiva di una stabilità di governo, e la speranza nell'attuazione di misure espansive (tagli fiscali) e di riforme economiche e istituzionali. Ai fini di valutarne l'effetto sulla performance economica futura, occorre tuttavia rilevare che: 1) si tratta di un recupero dai minimi, e la fiducia sia delle famiglie che delle

imprese rimane (in entrambi i casi di circa un punto) al di sotto della media storica; 2) non si vede per il momento un miglioramento dei fondamentali che sia in grado di cambiare il trend congiunturale, ancora caratterizzato da una diffusa incertezza circa l'evoluzione della domanda sia sul mercato domestico, dove i consumi ristagnano, sia sui mercati esteri, con il rischio di un'ulteriore frenata del commercio internazionale.

Sulla fiducia delle famiglie dovrebbe continuare a pesare l'elevata inflazione, che ha toccato un nuovo massimo al 3,6% a/a a maggio e che ci attendiamo non rientri dagli attuali livelli fino all'autunno. **Rispetto a tre mesi fa, rivediamo al rialzo, dal 2,8% al 3,4%, la stima sui prezzi al consumo nel 2008; l'anno prossimo l'inflazione calerà, rimanendo però sopra il 2% (al 2,5% nelle nostre stime)**. Le pressioni inflazionistiche, pur rimanendo confinate nei capitoli energetico e alimentare, non accennano a smorzarsi. Anzi a luglio il nuovo incremento delle tariffe di elettricità e gas porrà ulteriori rischi al rialzo sui prezzi. Solo negli ultimi mesi dell'anno potrebbe esserci una lieve decelerazione, che però manterrà il CPI a nostro avviso vicino al 3%. In questo scenario, le aspettative inflazionistiche di famiglie e imprese, che avevano evidenziato negli ultimi mesi qualche segnale di rientro dai massimi, rischiano di mostrare un'ulteriore fiammata, creando un clima generale favorevole a rischi di trasmissione dei rincari dai settori energetico e alimentare agli altri comparti merceologici.

La politica fiscale, nonostante le prime misure economiche approvate dal Governo siano state di segno espansivo, non sembra in grado di sostenere significativamente la crescita. Il pacchetto espansivo costituito da taglio dell'ICI, detassazione degli straordinari e ristrutturazione dei mutui potrà incidere al massimo, a regime (cioè nel 2009), per un paio di decimi di punto sulla crescita, ma il segno complessivo della manovra annunciata dal Governo per il 2009 è restrittivo. Infatti la manovra incide per 13,1 miliardi di euro (ovvero lo 0,8% del PIL), di cui 3,5 di maggiori entrate e il resto di minori uscite. **Gli obiettivi programmatici indicati dal Governo** (deficit al 2,5% quest'anno e all'1,8% nel 2009) **ci sembrano raggiungibili** (le ipotesi sul PIL, visto allo 0,5% quest'anno e allo 0,9% il prossimo, sono sostanzialmente in linea con le nostre), con rischi di sfioramento limitati a qualche decimo di punto. Ciò implica che la politica fiscale l'anno prossimo non sarà di supporto alla crescita.

Italia – Previsioni

	2007	2008	2009	2007		2008				2009			
				3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi 2000, a/a) t/t	1.4	0.5	1.0	1.6	0.1	0.3	0.4	0.4	1.0	0.7	0.9	1.0	1.1
Consumi delle famiglie	1.5	0.3	1.0	0.2	-0.4	0.5	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
Consumi collettivi	1.3	1.0	1.0	0.3	0.1	0.4	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
Investimenti fissi	0.8	0.1	0.9	-0.1	0.5	-0.2	-0.1	0.2	0.3	0.1	0.3	0.4	0.4
Importazioni	4.0	0.3	3.8	1.2	-1.0	-0.5	0.5	1.0	1.2	0.0	1.8	1.4	0.8
Esportazioni	4.5	2.6	3.2	2.3	-1.2	1.4	1.0	0.8	1.0	0.8	0.5	0.7	1.0
Var. scorte (contrib., %PIL)	0.0	-0.5	0.2	-0.3	-0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.0	-0.2	0.5	0.2	-0.1
Partite correnti (% Pil)	-2.4	-2.7	-2.3	-1.2	-2.6	-3.8	-2.9	-1.1	-2.9	-4.1	-2.5	-0.6	-2.0
Saldo di bilancio della PA (% Pil)	-1.9	-2.5	-1.8										
Debito (% Pil)	104.0	103.9	102.6										
Fabb. del settore statale mld €	29.6	-32.1	-33.7										
Prezzi al consumo (a/a)	1.8	3.4	2.4	1.7	2.6	3.3	3.7	3.7	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
Produzione Industriale	0.0	-0.2	0.6	0.5	-2.1	0.9	0.5	0.1	-0.1	0.2	0.2	0.3	0.2
Disoccupazione (%)	6.1	6.6	6.7	6.2	6.2	6.5	6.6	6.6	6.7	6.7	6.7	6.8	6.8

Regno Unito - La crescita rallenta più del previsto

Asmara Jamaleh

asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com

Rivediamo al ribasso il profilo di crescita dell'economia britannica dal 2,0% all'1,7-1,8% quest'anno, ma soprattutto dal 2,4% all'1,7% circa il prossimo, ovvero due anni consecutivi di crescita sotto il potenziale. Infatti gli effetti negativi della crisi partita dai *subprime* USA – attraverso la restrizione *de facto* delle condizioni monetarie e creditizie – se a inizio anno erano apparsi abbastanza modesti, nel corso del secondo trimestre sono invece diventati decisamente più evidenti. Dove si stanno osservando i segnali più chiari della criticità della situazione è nel settore immobiliare. Il numero di mutui approvati continua a scendere ed è precipitato ai minimi storici (oltre due deviazioni standard sotto la media) da che la serie viene registrata. **I prezzi delle abitazioni sono crollati:** secondo l'indice di Nationwide il tendenziale in maggio ha registrato un -4,3% contro il +10,5% di maggio 2007. Già questo dovrebbe produrre un **impatto negativo sui consumi**. Si aggiunga poi che ultimamente si sta registrando un chiaro deterioramento anche delle condizioni del mercato del lavoro con aumento della disoccupazione da quattro mesi consecutivi e stabilizzazione/decelerazione della dinamica delle retribuzioni. La fiducia dei consumatori (indice Gfk) è scesa ai minimi dal novembre del 1990. Inoltre, a restringere significativamente il potere d'acquisto dei consumatori è la forte ulteriore ascesa dell'**inflazione**, che a maggio è **tornata a superare il limite massimo consentito della banda obiettivo** (3,0%) raggiungendo il 3,3% a/a. Il governatore della Banca d'Inghilterra (BoE) Mervyn King ha scritto la lettera di giustificazione al Cancelliere dello Scacchiere, dichiarando esplicitamente di aspettarsi che l'inflazione si attesti sopra la soglia massima anche nei prossimi mesi. Questo appare sufficiente a far considerare **concluso il ciclo di tagli dei tassi** che la BoE ha attuato tra dicembre e aprile. Al momento però non appare sufficiente a giustificare l'avvio di un ciclo restrittivo, sia perchè l'origine dell'inflazione è prevalentemente esogena, sia perchè l'economia sta rallentando, probabilmente più del previsto, e il rallentamento potrebbe protrarsi per più tempo. La chiusura "anticipata" del ciclo di tagli dei tassi renderà ancora più **critico anche il quadro degli investimenti**, che nel primo trimestre sono crollati e resteranno probabilmente deboli a lungo, come parrebbero suggerire anche l'evoluzione dei PMI e le pressioni crescenti sui margini registrate da tali indicatori. **Un pò di fiato alla crescita potrebbe invece provenire dal canale estero**, sia per via del deprezzamento recente e atteso della sterlina sia per effetto del rallentamento delle importazioni associato a quello della domanda interna.

Previsioni – Regno Unito

	2007	2008	2009	2007		2008				2009	
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi cost., a/a) t/t	3.0	1.8	1.7	3.1	2.8	2.5	1.9	1.5	1.3	1.2	1.6
Consumi privati	3.0	2.3	1.2	0.8	0.1	1.3	0.3	0.1	0.2	0.3	0.4
Investimenti fissi	6.2	1.1	0.7	2.1	1.8	-1.6	0.7	0.0	0.1	0.2	0.3
Consumi pubblici	1.9	2.0	1.9	0.6	-0.5	1.0	0.6	0.6	0.6	0.5	0.4
Esportazioni	-5.3	1.5	4.0	1.4	-0.5	0.0	0.5	0.8	0.9	1.0	1.0
Importazioni	-2.9	1.2	3.0	4.3	-1.0	-0.6	0.5	0.4	0.5	0.9	0.8
Var. scorte (contrib., % Pil)	0.3	-0.4	0.1	0.7	0.1	-0.6	-0.2	0.0	0.0	0.1	0.0
Partite correnti (% Pil)	-4.2	-4.1	-2.9	-5.5	-2.4	-4.4	-4.3	-4.1	-3.7	-3.3	-3.1
Deficit (% Pil)	-3.0	-2.5	-3.2								
RPIX (a/a)	2.3	3.2	2.8	1.8	2.1	2.4	3.2	3.4	3.8	3.5	3.1
Produzione Industriale	0.3	0.2	0.8	-0.3	0.2	-0.2	0.0	0.2	0.3	0.2	0.2
Disoccupazione (%)	2.7	2.6	2.9	2.7	2.6	2.5	2.5	2.6	2.7	2.8	2.8
Eurosterlina a 3 mesi	5.95	5.74	5.29	6.30	6.31	5.69	5.88	5.75	5.65	5.55	5.40
Sterlina/dollaro	2.00	1.96	1.86	2.02	2.04	1.98	1.97	1.97	1.93	1.89	1.86
Cambio effett. (1990=100)	103.5	92.2	91.1	104.1	101.2	95.5	92.0	90.8	90.3	90.6	90.8

Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'Asia

Giappone: un'isola di relativa stabilità in un biennio turbolento

Giovanna Mossetti

giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com

- L'economia giapponese nel biennio 2008-09 registrerà una crescita vicina all'1,5%, al limite inferiore dell'intervallo di stima della crescita potenziale (1,5-2%).
- La domanda domestica dovrebbe vedere un contributo positivo dei consumi e un indebolimento degli investimenti fissi. Il canale estero sarà meno positivo di quanto riscontrato negli ultimi due trimestri.
- L'inflazione è soggetta a rischi verso l'alto, ma dovrebbe rimanere vicina all'1%.
- La banca centrale rimarrà ferma per tutto l'anno, in attesa di un rientro dei rischi verso il basso sulla crescita, pur mantenendo una retorica preoccupata per l'aumento delle aspettative di inflazione.

Previsioni – Giappone

	2007	2008	2009	2007		2008				2009	
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2,0	1,5	1,4	1,8	1,4	1,3	1,6	1,7	1,2	0,8	1,4
- trim/trim annualizzato				0,9	2,9	4,0	-1,2	1,2	1,0	2,2	1,0
Consumi privati	1,5	1,4	1,3	0,2	1,5	3,3	0,1	1,0	1,5	1,4	0,9
IFL - priv. non residenziali	1,9	0,5	3,6	3,3	4,8	0,7	-3,8	1,6	3,5	4,8	4,7
IFL - priv. residenziali	-9,3	-6,8	4,0	-28,4	-31,9	19,5	5,6	1,7	2,7	5,4	5,2
Investim. pubblici	-2,5	-1,6	-0,2	-5,4	2,3	5,5	-9,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Consumi pubblici	0,7	1,2	1,5	0,4	3,4	-1,7	3,7	1,3	1,3	1,3	1,3
Esportazioni	8,6	8,8	4,8	11,9	10,8	17,1	2,3	2,7	2,8	8,2	2,0
Importazioni	1,8	2,7	7,7	-0,2	3,9	5,6	-1,6	2,0	8,6	9,3	8,3
Var. scorte (contrib., % Pil)	0,1	-0,4	-0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,4	0,0	-0,1	0,0	0,0
Partite correnti (% Pil)	4,8	3,5	3,3	4,9	4,8	4,4	4,1	2,9	2,6	2,8	3,3
Deficit (% Pil)	-6,2	-5,8	-5,3								
Debito/PIL (% Pil)	162,6	167,3	169,8								
CPI (a/a)	0,1	0,9	0,3	-0,1	0,5	1,0	0,9	1,1	0,8	0,9	0,5
Produzione Industriale	2,8	2,0	1,0	6,1	7,5	-1,9	0,8	0,9	0,5	1,3	0,8
Disoccupazione (%)	3,9	3,9	3,9	3,8	3,8	3,8	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9

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

Il Giappone condivide con le altre economie del mondo le caratteristiche principali dello scenario macroeconomico per il biennio 2008-09: crescita in rallentamento, inflazione in aumento. Rispetto agli altri paesi industrializzati, però, lo scenario giapponese appare meno a rischio: **la crescita dovrebbe rimanere vicina al potenziale, intorno all'1,5%, e l'inflazione, pur in aumento, dovrebbe stabilizzarsi vicino all'1%**. In questo quadro di relativa stabilità non mancheranno accelerazioni e frenate su base trimestrale: dopo un 1° trimestre molto brillante, il 2° rallenterà nettamente. L'aumento dell'inflazione è uno dei principali freni alla crescita, con effetti su consumi e investimenti. Anche le esportazioni contribuiranno ancora positivamente, ma in misura minore che a inizio 2008. Tuttavia la tenuta del mercato del lavoro, le condizioni finanziarie accomodanti e la fine della correzione del mercato immobiliare residenziale manterranno la crescita mediamente in linea con il potenziale. Con queste prospettive, **la politica monetaria rimarrà ferma**, mantenendo condizioni finanziarie accomodanti e sostenendo la crescita nella fase di aggiustamento dell'economia mondiale. I tassi di intervento reali sono stati vicini a zero per gran parte del 2007 e sono diventati negativi da un paio di trimestri. La banca centrale

ha segnalato un cambiamento di stanche, che è diventata “neutrale” e ha eliminato, almeno per ora, l’indicazione che i tassi devono salire, riconoscendo i rischi verso il basso sulla crescita legati al rallentamento dell’economia globale e all’aumento persistente dei prezzi delle materie prime. La Banca del Giappone però ha anche indicato che l’aumento dell’inflazione e delle aspettative rappresenta una preoccupazione centrale per la politica monetaria. Di conseguenza, il messaggio per ora rimane di stabilità dei tassi per il futuro prevedibile, con un bias per tassi più alti nel 2009, quando i rischi sulla crescita mondiale saranno rientrati.

Il Giappone ha risentito in misura marginale delle turbolenze dei mercati e ha compensato il rallentamento dell’economia americana con la buona tenuta dell’export verso l’Asia. Nella parte finale del 2007 e all’inizio del 2008 le esportazioni nette sono tornate a contribuire positivamente alla crescita, mentre si è registrato un rallentamento della dinamica degli investimenti fissi delle imprese. I consumi si sono rivelati finora relativamente solidi, nonostante il crollo della fiducia delle famiglie dovuta in gran parte alle preoccupazioni legate all’aumento dei prezzi. Dal lato delle imprese si osserva però un peggioramento dei margini e dell’attività, anche in risposta all’aumento delle pressioni sui prezzi. Nei mesi più recenti l’avanzo commerciale si è ridotto, sulla scia di un rallentamento dell’export.

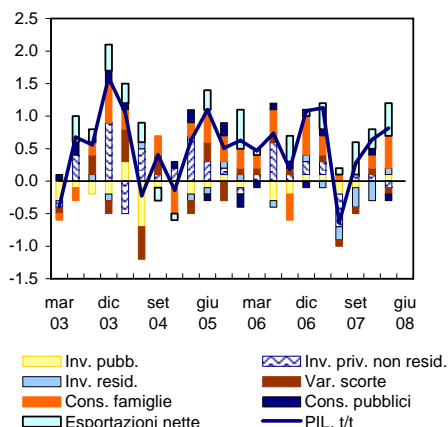
I dati di inizio 2008 sono stati sorprendentemente forti e con la revisione del PIL del 1° trimestre la crescita è stata portata all’1% t/t. Il 2° trimestre si è aperto con dati deboli e ha confermato il graduale rallentamento che già era emerso nel corso dei primi mesi dell’anno: **la crescita nella parte centrale dell’anno sarà decisamente meno brillante che nel 1° trimestre, con la possibilità di stagnazione o anche modesta contrazione.** Tuttavia, la crescita dovrebbe riaccelerare nella seconda metà dell’anno e mantenersi **vicina a 1,4-1,5% nel 2008.**

La crescita prosegue, sostenuta dal canale estero e dai consumi

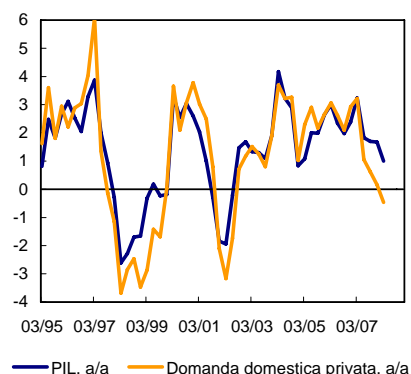
La crescita del PIL nel 1° trimestre è stata di 1% t/t (4% t/t ann, 1,3% a/a), rivista da 0,8% t/t della stima preliminare. Due componenti sono alla base della dinamica solida della crescita: consumi (+0,8% t/t, con un contributo di 0,5% alla crescita) ed esportazioni nette (contributo di 0,5%); investimenti fissi non residenziali, che nella prima stima erano in calo di 0,9% t/t e sono ora stimati in crescita di 0,2%. L’indagine del Cabinet Office sulla spesa in conto capitale aveva già indicato una stima degli investimenti più favorevole rispetto a quella preliminare del PIL. Dopo la revisione, la domanda domestica contribuisce per 0,5pp alla crescita, in misura uguale al contributo del canale estero. I consumi restano la voce positiva della domanda interna nel 1° trimestre. La crescita nel 2° trimestre rallenterà in misura marcata dopo l’eccellente performance di inizio anno. In media nel 2008 la crescita dovrebbe rimanere vicina a 1,5%, in linea con il potenziale.

Gli investimenti residenziali hanno invece registrato un sorprendente recupero, con una crescita di 4,6% t/t (contributo+0,1%), indicando un’inversione di segno anticipato rispetto alle aspettative che vedevano ancora il 1° trimestre negativo per questa voce.

2008: un inizio soddisfacente grazie a consumi e canale estero



Domanda domestica frenata dagli investimenti

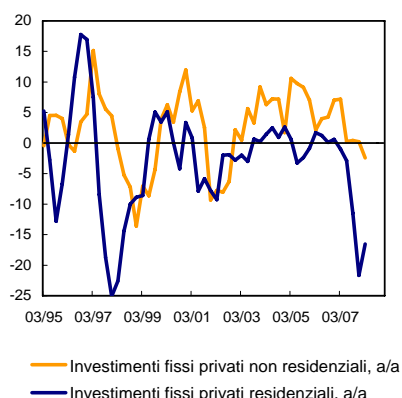


Fonte: Ecowin

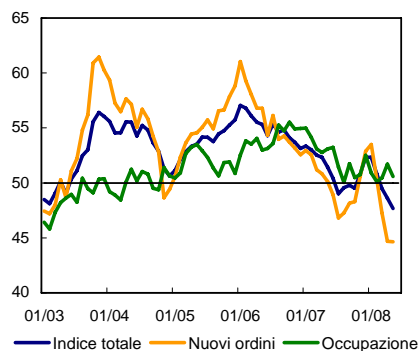
Dal lato delle imprese, lo scenario per il 2008 è sicuramente meno brillante rispetto al 2007. Il rialzo dei prezzi delle materie prime mette sotto pressione i margini e riduce le prospettive degli investimenti fissi. L'indicazione negativa emersa con la prima stima del PIL del 1° trimestre, che ha registrato un calo degli investimenti fissi non residenziali di 0,9%, potrebbe essere ridimensionata con la pubblicazione della stima finale (10/06/08). Infatti l'indagine del Ministero delle Finanze (MoF) sulla spesa in conto capitale delle imprese mostra un dato decisamente meno pessimistico rispetto a quello incluso nei dati di PIL. Sulla base dell'indagine del MoF, la variazione degli investimenti fissi non residenziali dovrebbe essere rivista verso l'alto e diventare positiva (da -0,9% t/t della prima stima). Questa revisione porterebbe ad alzare la **stima della crescita del PIL da 0,8% ad almeno 0,9% t/t**.

Per il **2° trimestre** si prevede un netto rallentamento, in linea con le indicazioni delle indagini e degli ordini. La **produzione industriale** ad aprile è scesa dello 0,3% m/m dopo il -3,4% di marzo. Le proiezioni del METI per il prossimo mese vedono un rimbalzo di +4,7% (rivisto verso l'alto da una previsione di +3,4%), seguito da un modesto calo atteso per il mese di giugno. Le scorte sono scese dello 0,9% e le consegne sono aumentate dello 0,7% m/m. Le indagini congiunturali restano omogeneamente deboli: il **PMI manifatturiero** è sceso a 47,7 a maggio, da 48,6 di aprile. Lo spaccato dell'indagine è piuttosto negativo, con segnali di peggioramento per ordini, output e occupazione e conferme di un rallentamento atteso nella parte centrale dell'anno. Gli **investimenti fissi**, dopo una frenata nel 2° trimestre, dovrebbero essere in aumento nel 2008 fra il 2 e il 2,5%, dopo il +2,1% del 2007. Per quanto riguarda l'**edilizia residenziale**, che ha contribuito negativamente alla crescita per tutto il 2007, dopo il rimbalzo registrato nel 1° trimestre si dovrebbe vedere una graduale normalizzazione dell'attività con contributi positivi ma modesti su base trimestrale nel corso del 2009. I nuovi cantieri e gli ordini per il settore costruzioni stoneranno gradualmente sui livelli precedenti la primavera 2007.

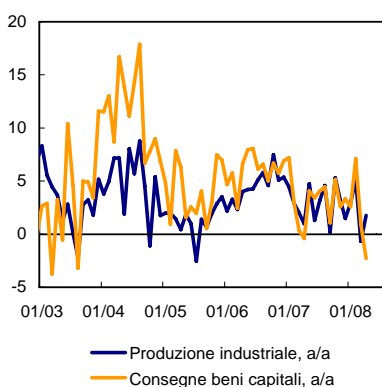
Investimenti deboli, l'edilizia residenziale migliora



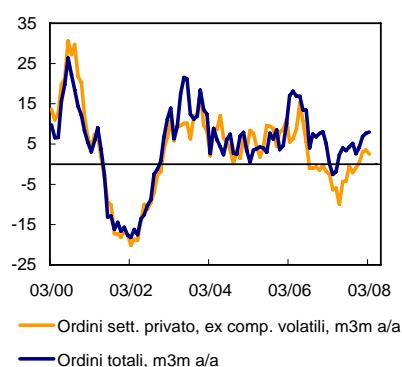
PMI settore manifatturiero: netta contrazione



Produzione industriale e consegne rallentano...



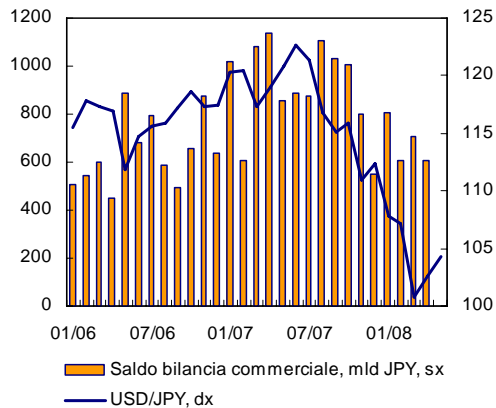
... e gli ordini sono deboli



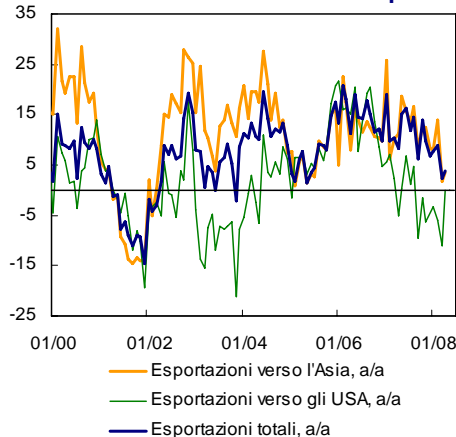
Fonte: Ecwin

Il canale estero nel 1° trimestre ha contribuito per 0,5% alla crescita complessiva. I dati della bilancia commerciale segnalano che il meglio è alle spalle: l'avanzo commerciale si sta riducendo e questo appare chiaramente determinato dal rallentamento della dinamica dell'export. Tuttavia, il trend, pur se più debole, rimarrà verso l'alto. Nello scenario della BoJ per il 2008-09 si continua a prevedere che le esportazioni del Giappone verso un "ampio spettro di economie mantengano un trend positivo e continuino a dare supporto all'economia" anche se restano dei rischi verso il basso derivanti dai possibili sviluppi dell'attuale rallentamento americano e europeo.

L'avanzo della bilancia commerciale scivola...



... con il rallentamento dell'export

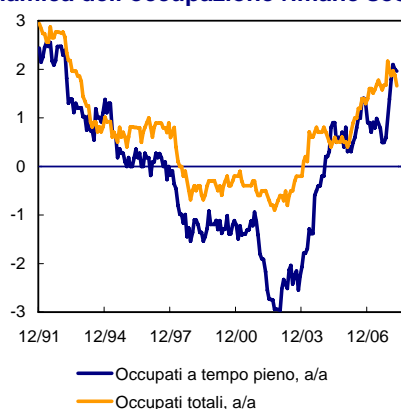


Fonte: Ecwin

Il **mercato del lavoro** rimane in piena occupazione, pur dando segnali di indebolimento. Il tasso di disoccupazione è risalito negli ultimi mesi e la domanda di occupati rallenta. Ad aprile il **tasso di disoccupazione è salito al 4%, contro attese per 3,9%** da 3,8% di marzo. I dati di aprile hanno registrato un deterioramento della domanda di occupati, pur sempre però su ritmi sostenuti (1,6% a/a). Nonostante i segnali di rallentamento dal lato della domanda di lavoro, evidente anche nel trend verso il basso del jobs/applicant ratio (confermato ad aprile con un calo a 0,93), l'aumento della quota di lavoratori a tempo pieno sul totale e l'accelerazione della crescita dei salari spiegano la buona performance dei consumi nella parte iniziale del 2008.

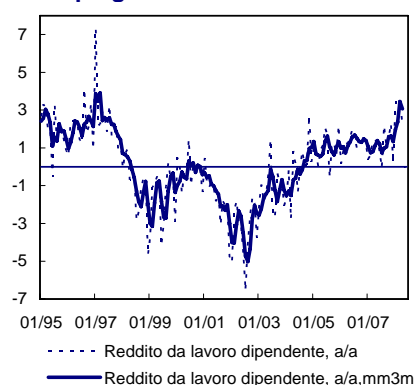
I **consumi** nel 2° trimestre saranno probabilmente più deboli che nel primo, ma sempre in crescita: con l'aumento dell'inflazione degli ultimi mesi il reddito reale è in calo (-0,1% t/t ad aprile, anche se in accelerazione su base tendenziale) e i consumi di aprile sono molto più deboli di quanto rilevato nel 1° trimestre. Nel corso dell'anno, la crescita trimestrale dei consumi dovrebbe essere mediamente intorno a 0,3%, con una media d'anno vicina a 1,2%, poco sotto l'1,5% del 2007. Un sostegno al potere d'acquisto delle famiglie è venuto con la riduzione dell'imposta sulla benzina attuata a partire da inizio aprile.

La dinamica dell'occupazione rimane sostenuta...



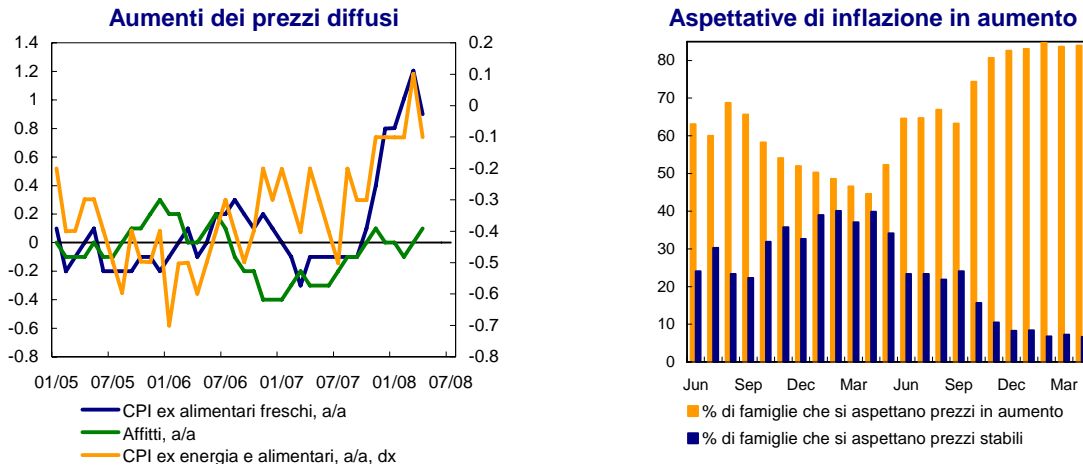
Fonte: Ecwin

... e spinge ancora i redditi da lavoro



Il persistente aumento dell'inflazione è un elemento di preoccupazione per i consumatori, come appare evidente dalle indagini di fiducia delle famiglie, in continuo calo. Nell'indagine del Cabinet Office, si osserva che il trend positivo dell'inflazione è ormai radicato e si registra un netto incremento delle aspettative sui prezzi, come nota con preoccupazione la BoJ. Nell'indagine di aprile sulle aspettative a 12 mesi, il 16% delle famiglie si aspettava aumenti di prezzo fra 0 e 2%, il 38% aumenti fra 2 e 5% e il 30% aumenti oltre il 5%.

L'**inflazione** nazionale ad aprile è scesa più del previsto, a 0,8%, da 1,2% di marzo. Anche l'inflazione al netto degli alimentari freschi è scesa sotto l'1%, passando a 0,9% a/a da 1,2% a/a di marzo. A marzo, l'indice al netto di alimentari ed energia era passato in territorio positivo (+0,1% a/a), ma ad aprile ha segnato un calo a -0,1% a/a. I dati per Tokio a maggio segnano una riaccelerazione e confermano che il **trend rimane verso l'alto, spinto dagli aumenti dei prezzi delle commodities. I prezzi alla produzione sono in accelerazione e gli aumenti dei prezzi al consumo sono diffusi** a gran parte delle categorie di beni e servizi, con l'esclusione degli affitti che restano stagnanti nonostante l'aumento dei prezzi degli immobili e dei terreni. L'inflazione media nel 2008 dovrebbe passare dallo 0,1% del 2007 allo 0,8% medio.



Fonte: Ecwin

La **Banca del Giappone** rimane in fase di attesa, e segnala che la politica monetaria rimarrà accomodante fino a quando non saranno rientrati rischi per la crescita originati dal rallentamento degli Stati Uniti e dalla restrizione generalizzata del credito. Con l'inflazione vicina all'1% e il tasso *overnight* allo 0,5%, i tassi di intervento reali sono negativi.

Nella riunione di fine aprile la banca centrale ha rivisto **verso il basso le previsioni di crescita per il 2008 a 1,5%**, da 2,1% previsto a ottobre scorso. Per il 2009, la crescita è in marginale accelerazione a 1,7%. La crescita dovrebbe quindi rimanere all'interno dell'intervallo di stima della crescita potenziale (1,5-2%). L'inflazione al netto di alimentari freschi è prevista dalla BoJ all'1,1% per il 2008 (da una precedente previsione a 0,4% formulata a ottobre 2007) e all'1% nel 2009. Le previsioni della banca centrale vedono un rallentamento dell'inflazione alla produzione domestica da 2,5% previsto per il 2008 all'1,5% atteso nel 2009. Con questo scenario, la Banca del Giappone ha segnalato di avere un atteggiamento "flessibile" di fronte ai rischi verso il basso sulla crescita e verso l'alto sull'inflazione.

La **valutazione congiunturale** a giugno è rimasta invariata, con il riconoscimento che l'economia sta rallentando, per via degli effetti degli elevati prezzi di energia e materie prime. La previsione però è che la crescita seguirà un sentiero moderatamente positivo. La banca centrale ha sottolineato che la dinamica delle esportazioni e degli utili delle imprese ha rallentato, anche per via del peggioramento della ragioni di scambio; gli utili potranno riprendere a crescere quando si ridurranno le pressioni derivanti dai prezzi delle materie prime. Per quanto riguarda la domanda domestica, la BoJ prevede una buona tenuta di consumi e investimenti, con una graduale riduzione del contributo positivo degli investimenti residenziali. Rimane elevata la preoccupazione per le pressioni inflazionistiche derivanti dalle materie prime. Il messaggio della banca centrale non è cambiato: la politica monetaria rimane flessibile e nei prossimi trimestri i tassi resteranno fermi in attesa di vedere gli sviluppi della crescita. Se l'economia seguirà il sentiero indicato dalle previsioni della banca centrale, si potrebbe avere una ripresa del processo di normalizzazione dei tassi di intervento nel 2009. Per il momento, la BoJ non si unisce al coro delle banche centrali che segnalano rialzi dei tassi imminenti, anche perchè le pressioni inflazionistiche in Giappone non stanno minacciando la stabilità dei prezzi. La politica monetaria resterà in un atteggiamento di "wait and see" nei prossimi trimestri, e **non sembra che i rialzi scontati dagli OIS entro fine anno siano per ora giustificati dallo scenario economico o dai segnali della banca centrale.**

Per il 2008, i tassi dovrebbero quindi rimanere fermi allo 0,5%. Lo scenario della banca centrale è coerente con l'aspettativa che nel 2009 riprenda il sentiero di graduali rialzi dei tassi di intervento e la normalizzazione della politica monetaria.

Cina: crescita più sostenibile

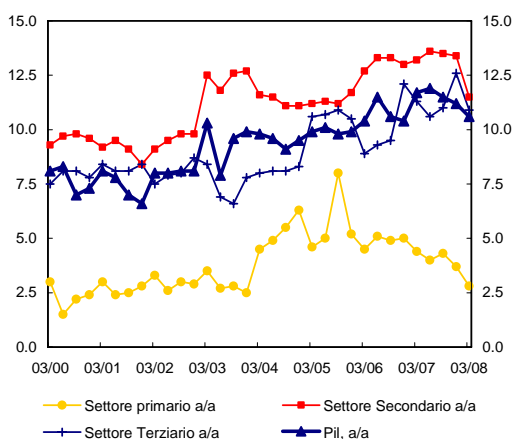
Silvia Guizzo

silvia.guizzo@intesasanpaolo.com

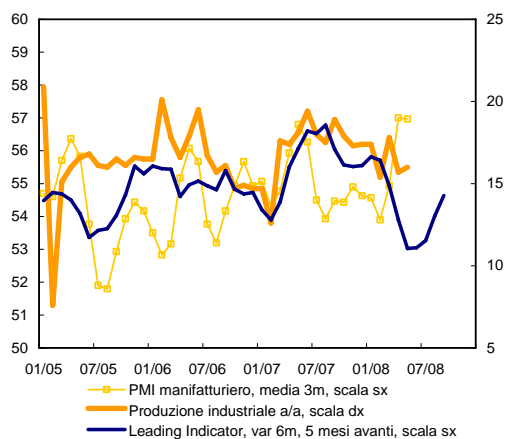
La crescita del PIL nel 1° trimestre del 2008 è stata del 10,6% a/a, in rallentamento rispetto all'11,9% del 2007, rivisto al rialzo in aprile da un precedente 11,6% insieme alla crescita del 2006. Sul primo trimestre dell'anno ha probabilmente influito il rallentamento della crescita mondiale il cui impatto è stato accentuato dagli effetti del forte maltempo di febbraio. Il settore dei servizi ha registrato un minimo rallentamento rispetto al 1° trimestre del 2007 (+10,9% vs. +11,3%), mentre il rallentamento è stato più marcato nel settore dell'agricoltura (2,8% vs. 4,4%) e dell'industria (11,5% vs. 13,2%).

La produzione industriale ha rallentato rispetto ai picchi di metà 2007 (19,4% a/a a giugno 2007), ma ha mantenuto comunque solidi ritmi di crescita intorno al 16,5% medio nei primi 5 mesi dell'anno, in linea con il miglioramento del PMI manifatturiero nei mesi di marzo ed aprile. Il miglioramento del *leading indicator* dei mesi scorsi e della media mobile del PMI, nonostante il calo della rilevazione mensile di maggio, puntano al mantenimento di questi ritmi di crescita anche nel corso del 3° trimestre del 2008.

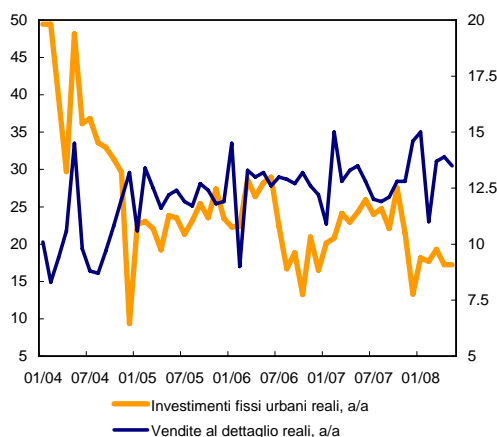
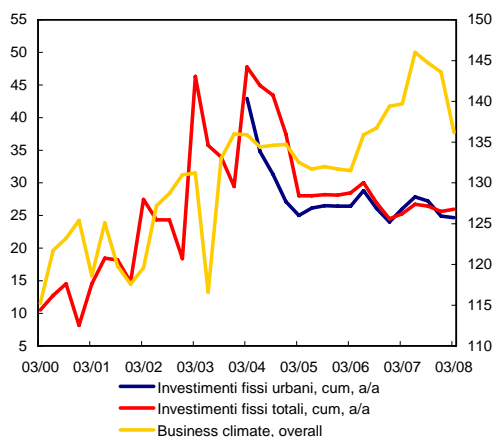
La crescita economica è stata poco al di sotto dell'11% nel 1° trimestre del 2008



La produzione industriale rimane stabile dopo il rallentamento rispetto ai picchi di metà 2007

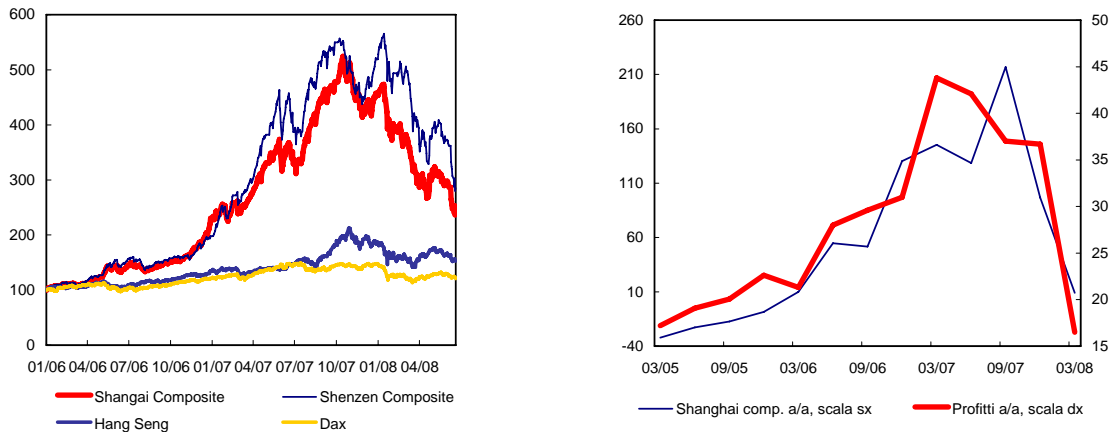


Gli investimenti fissi reali* si sono stabilizzati su tassi di crescita robusti ma inferiori rispetto al 2007 e le vendite al dettaglio non sembrano scalfite dall'inflazione



*Gli investimenti e le vendite sono deflazionati rispettivamente con i prezzi alla produzione e i prezzi al dettaglio
Fonte: Bloomberg

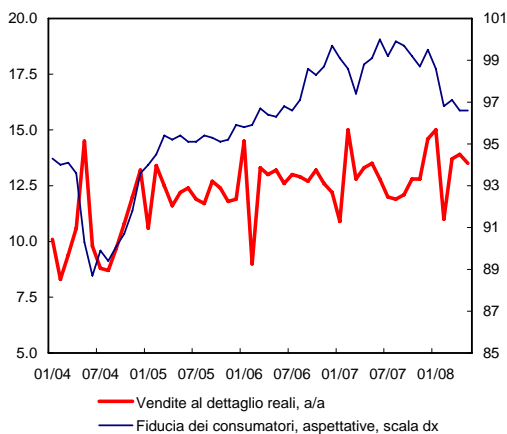
Il crollo della borsa sta pesando molto negativamente sui profitti delle imprese



Fonte: Bloomberg

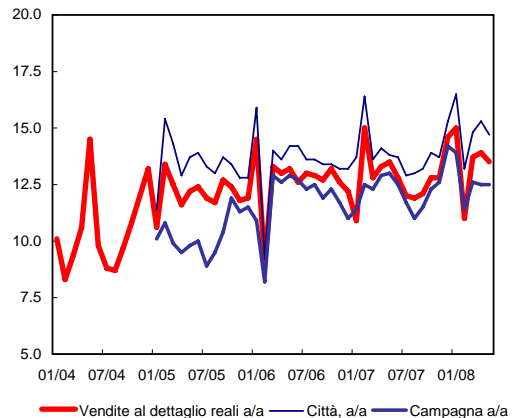
Gli investimenti fissi urbani reali si sono stabilizzati in media su tassi di crescita del 17,9% nei primi cinque mesi del 2008, rispetto a tassi medi mensili del 23% nel 2007. Il rallentamento del tasso nominale di crescita dopo il picco di marzo (+27,3%) e il lieve aumento dell'inflazione dei prezzi alla produzione si sono tradotti in un rallentamento del tasso di crescita reale degli investimenti fissi reali urbani (17,2% a maggio vs. 19,3% a marzo). Il calo dell'indice di business climate, che prosegue da giugno dell'anno scorso e che è stato particolarmente brusco per il settore costruzioni tra l'ultimo trimestre del 2007 e il 1° trimestre del 2008 (da 146,4 a 136,7), punta ad un ulteriore ridimensionamento degli investimenti nei prossimi mesi. Dopo il massimo relativo di metà maggio la borsa ha ripreso a scendere bruscamente, arrivando a perdere il 22% sulla piazza di Shanghai e il 30% su quella di Shenzhen. La perdita, dall'inizio del 2008, si aggira in media al 46% e si è riflessa in un rallentamento della crescita dei profitti delle imprese, passata da 36,7% nel 4° trimestre del 2007 a 16,5% nel 1° trimestre del 2008. Anche su questo fronte, dunque, i segnali sono di un rallentamento degli investimenti nei prossimi mesi.

Fiducia dei consumatori su livelli elevati ma in calo



Fonte: Bloomberg

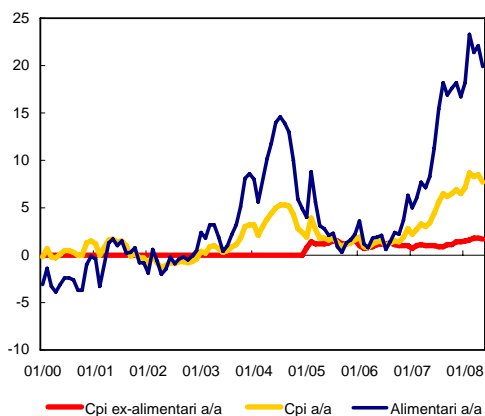
In campagna l'inflazione si fa sentire



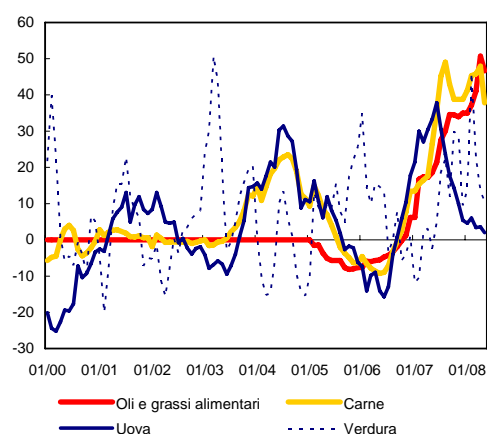
Le vendite al dettaglio reali, allo stesso tempo, hanno tenuto bene il passo nonostante l'aumento dell'inflazione, crescendo in media del 13,5% nei primi cinque mesi del 2008. Le vendite reali delle città, dopo l'anomalia di febbraio legata al maltempo, hanno recuperato molto di più di quelle in campagna dove i

prezzi al dettaglio sono saliti di più (9,2% vs. 7,3% in aprile). La fiducia dei consumatori, pur rimanendo su livelli elevati, è in calo da fine anno sia per la componente aspettative sia per la componente corrente, influenzata non solo dal maltempo e dal devastante terremoto, ma anche dal continuo aumento dell'inflazione.

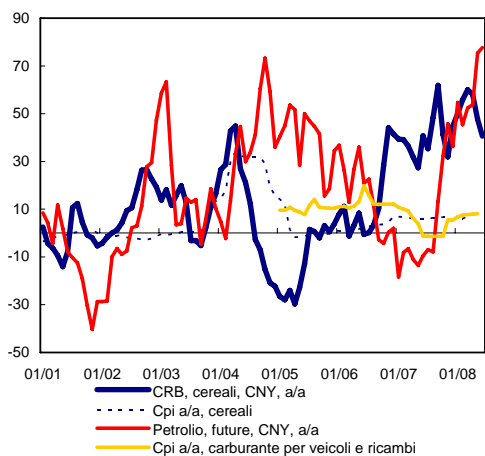
L'inflazione core per ora rimane contenuta



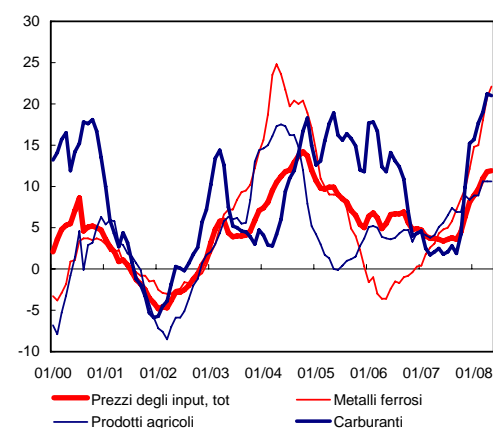
I prezzi degli alimenti sembrano aver toccato il picco



Alcuni prezzi rimangono ancora distanti dal mercato internazionale



Ma i prezzi degli input continuano a salire

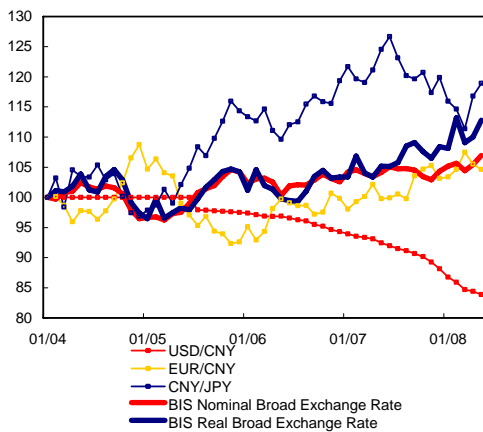


Fonte: Bloomberg

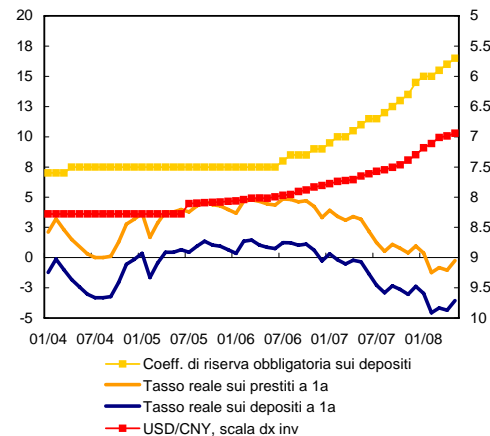
L'inflazione a maggio è stata pari a 7,7% a/a, in rallentamento rispetto al picco di 8,7% di febbraio, con una variazione negativa dello 0,4% m/m secondo l'ufficio statistico. La componente alimentari è salita del 19,9% a maggio, in rallentamento rispetto al 22,1% di aprile, grazie al calo delle voci di oli e grassi alimentari, carne e verdure, che avevano guidato in gran parte il forte aumento nei mesi precedenti. Altre voci, come i prodotti ittici e i cereali, hanno invece registrato degli aumenti. Il prezzo dei cereali, a differenza degli altri prodotti alimentari, è stato tenuto artificialmente basso rispetto all'andamento dei mercati internazionali attraverso restrizioni alle esportazioni e altre misure amministrative. Anche il prezzo dei carburanti è regolamentato ma l'impatto del costo dei sussidi sulla spesa pubblica, nonché il razionamento fisico dei carburanti e le proteste dell'industria hanno indotto il governo ad un cambio di rotta dopo l'ultimo aumento del 10% di fine 2007. Il governo ha infatti approvato un aumento dei prezzi al

dettaglio dei carburanti in media del 18% in vigore dal 20 giugno e un aumento del costo dell'elettricità del 4,5% al kWh che entrerà in vigore dal 1° luglio. A maggio, inoltre, i prezzi alla produzione sia degli output che degli input hanno continuato, se pur lievemente, a salire. E' probabile che la decisione del governo di aumentare i prezzi dei carburanti dipenda dall'ottimismo sul sentiero d'inflazione nei prossimi mesi. Pur riconoscendo che l'effetto base contribuirà a far scendere l'inflazione nei prossimi mesi, riteniamo che l'aumento dei prezzi alla produzione e gli ultimi aumenti dei prezzi dei carburanti mitigheranno questo effetto nel breve periodo.

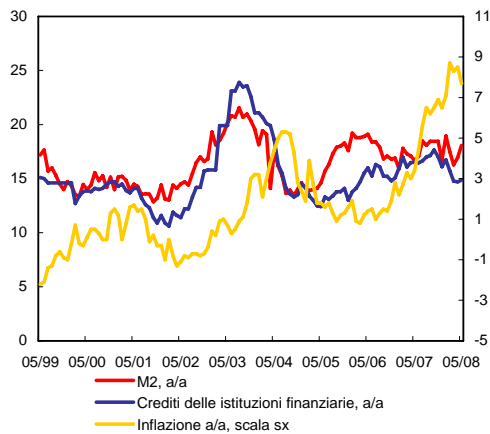
La velocità di apprezzamento del cambio è aumentata



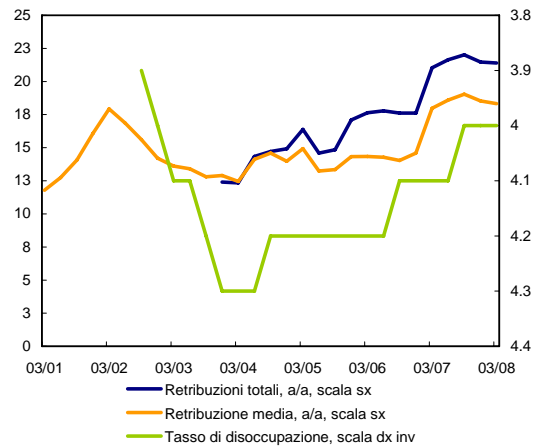
L'aumento dell'inflazione ha reso vani gli interventi sui tassi, portando in territorio negativo i tassi reali



Il credito sembra essersi stabilizzato...



... ma i salari potrebbero salire ancora



Fonte: Bloomberg

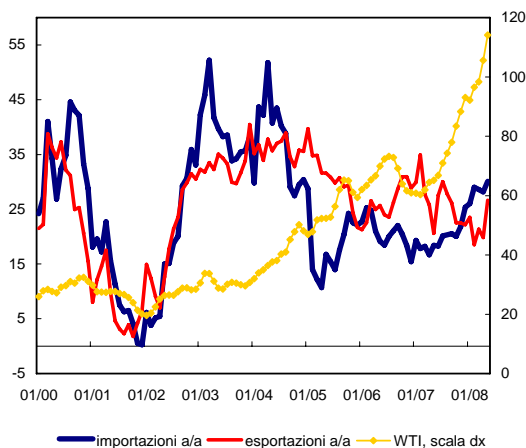
La banca centrale continua a preferire l'aggiustamento del cambio e il coefficiente di riserva obbligatoria ai rialzi dei tassi di riferimento come strumenti per contrastare l'inflazione. Il cambio ha continuato nel sentiero di graduale apprezzamento nei confronti del dollaro anche se a un passo più contenuto rispetto ai primi mesi dell'anno (2,5% rispetto a tre mesi fa, vs. 4,5% nei tre mesi precedenti). Il tasso di cambio effettivo reale, inoltre, ha continuato ad apprezzarsi più del nominale anche nel 1° semestre del 2008.

Da metà marzo la People Bank's of China (PBOC) ha attuato altri quattro rialzi del coefficiente di riserva obbligatoria, di cui due recentemente approvati, portandolo da 15% a 17,5%, lasciando invariati i tassi di riferimento di prestiti e

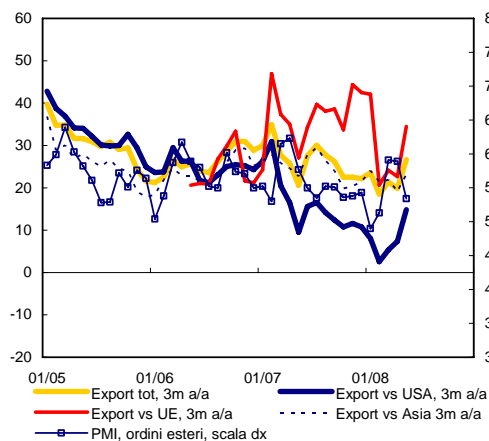
depositi rispettivamente a 7,47% e a 4,14%. I crediti del settore finanziario sono saliti del 14,9% in aprile, in rallentamento rispetto a 16,7% di gennaio e la crescita di M2 rimane stabile. I tassi reali rimangono però ancora in territorio negativo, nonostante l'ultimo dato d'inflazione.

La crescita delle importazioni, in parte gonfiate dall'aumento del prezzo del petrolio, ha contribuito a mitigare la crescita del surplus della bilancia commerciale che è stato pari a 78 miliardi di dollari nei primi cinque mesi del 2008, rispetto agli 85 miliardi nello stesso periodo del 2007. Il saldo delle partite correnti, che continua ad essere ampiamente positivo (372 miliardi di dollari o 11,3% del PIL nel 2007) si aggiunge il saldo positivo del conto finanziario (90 milioni di dollari o 2,7% del PIL nel 2007) alimentato dagli investimenti di portafoglio e dagli IDE che sono saliti del 55% nei primi cinque mesi del 2008 rispetto allo stesso periodo dell'anno scorso. Questo continua ad alimentare l'accumulo di riserve, che hanno raggiunto la cifra record di 1,76 trilioni di dollari nei primi quattro mesi del 2008 rispetto a 1,53 a fine 2007, complicando la gestione della liquidità e ponendo dubbi sull'intento speculativo di molti investimenti.

La crescita delle esportazioni migliora ma ..



... potrebbe essere temporanea



Fonte: Bloomberg

Conclusioni

Il rallentamento degli Stati Uniti e dell'area euro continuerà a contribuire a un graduale rallentamento delle esportazioni cinesi riducendo ulteriormente il contributo del canale estero alla crescita nel 2008. Crediamo che la PBOC comincerà ad affiancare alle misure amministrative di controllo del credito anche interventi sui tassi in modo da riportare i tassi reali in territorio marginalmente positivo nella seconda metà dell'anno. Prevediamo quindi che il tasso sui depositi potrà salire al 4,68% a fine anno e quello sui prestiti a 7,83%. L'inflazione, pur beneficiando dell'effetto base e della stabilizzazione dei prezzi di alcuni alimentari, rimarrà elevata almeno nel brevissimo termine per effetto dell'aumento dei prezzi dei carburanti e dei prezzi alla produzione che potrebbero passare lungo la filiera. I rischi sui prezzi alimentari, inoltre, continuano a rimanere al rialzo nel breve periodo, dopo i gravi danni causati dalla recente alluvione nelle province meridionali. L'inflazione dovrebbe cominciare a scendere più velocemente dopo l'estate. Il trend di minor crescita degli investimenti fissi e del saldo di bilancia commerciale, che si è confermato anche nella prima parte del 2008, proseguirà gradualmente e sarà parzialmente controbilanciato da un aumento della domanda

interna. Rispetto a marzo manteniamo quindi sostanzialmente invariate le previsioni del profilo di crescita previsto per il 2008 e per il 2009.

I rischi sullo scenario rimangono al ribasso e provengono da un rallentamento più profondo della domanda mondiale che potrebbe intaccare anche gli altri paesi asiatici pesando sugli scambi intra-Asia che finora, insieme a quelli con la UE, hanno supportato le esportazioni cinesi.

Mercati valutari – Il dollaro prova a rialzare la testa: il peggio potrebbe essere passato

Asmara Jamaleh
asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com

DOLLARO

Se, nel corso del 1° trimestre, il dollaro (cambio nominale effettivo) è andato deprezzandosi, durante il 2° ha intrapreso – seppure con difficoltà – la via della rimonta. Ad aiutarlo è stato, in un primo momento, il farsi strada dell'idea che i rischi verso il basso sulla crescita – che inizialmente sembravano interessare “solo” gli Stati Uniti – in realtà potevano riguardare anche altre aree. In un secondo momento, soprattutto ultimamente, ha contribuito invece il formarsi di aspettative di inversione della politica monetaria USA con avvio di un ciclo restrittivo nell'ultimo trimestre di quest'anno. Quest'ultima novità dovrebbe agevolare il consolidamento del sentiero di recupero del biglietto verde, anche se probabilmente si tratterà di un recupero graduale e, almeno nel breve, non esente da – seppur temporanee – fasi ribassiste. Infatti la Fed non può permettersi di iniziare ad alzare i tassi subito e ci potrà ancora essere qualche altro dato debole dal lato della crescita degli Stati Uniti. Il *downside* però dovrebbe essere di entità limitata, non estendendosi oltre i minimi di marzo in termini di cambio effettivo. Al momento infatti il problema principale, sia negli Stati Uniti sia nel resto del mondo, è l'inflazione. E la novità interessante delle ultime settimane è che da dichiarazioni rilasciate disgiuntamente da Bernanke e Paulson è emersa una sostanziale convergenza di vedute tra Fed e Tesoro americano circa il fatto che “sostenere” una politica del dollaro forte rappresenta uno dei punti su cui far leva per contrastare l'inflazione.

EURO

Da inizio anno fino ad aprile inoltrato il *trend* dell'euro è stato rialzista e il *range* di oscillazione molto ampio, circa diciassette figure, da un minimo di 1,4364 il 22 gennaio fino al massimo storico di 1,6018 EUR/USD esattamente tre mesi dopo, il 22 aprile. Da qui è scattata una correzione con l'avvio di una fase laterale all'interno del canale 1,52-1,58. In quest'ultimo periodo il *driver* principale del cambio EUR/USD sono state le aspettative sui tassi USA: al montare di attese particolarmente aggressive di rialzo dei Fed Funds l'euro ha perso cinque figure in cinque giorni scendendo da 1,58 a 1,53.

La prospettiva che la Fed intraprenda un ciclo di restrizione monetaria già dal quarto trimestre di quest'anno e lo porti avanti lungo tutto il 2009 dovrebbe fornire una prima motivazione “attendibile” per ipotizzare un'inversione ribassista dell'euro con avvio compreso tra il terzo e il quarto trimestre. Secondo le nostre stime, in termini di equilibrio di lungo periodo, per ogni punto percentuale di tassi USA in più l'euro dovrebbe assestarsi circa 4-5 figure più in basso.

Nel breve però l'avvio di una fase correttiva più marcata e che porti al di sotto di quelli che sono stati i minimi recenti viene probabilmente evitato. A riprendere infatti il campo in questo momento è la BCE che, stando alle recenti dichiarazioni di Trichet, potrebbe alzare i tassi già a luglio. Questo potrebbe agevolare una rimonta dell'euro verso 1,58-1,60. Se poi la BCE non lasciasse intendere chiaramente che si tratterebbe di una mossa isolata, ma restasse il dubbio che un altro intervento potrebbe eventualmente seguire – seppure non a stretto giro di boa – l'*upside* potrebbe estendersi verso nuovi massimi storici poco sopra 1,60.

Tale movimento sarebbe però da interpretarsi come uno sviluppo temporaneo. Le variabili che incidono maggiormente determinando la dinamica sottostante e quella di medio/lungo termine del cambio EUR/USD sarebbero infatti le aspettative di crescita, nell'area euro e negli Stati Uniti. Secondo le nostre stime mezzo punto percentuale di crescita in meno nell'area euro e altrettanto ma in più negli Stati Uniti corrisponderebbero – in equilibrio di lungo termine – ad un abbassamento del profilo di cambio EUR/USD di circa 13 figure.

Poiché, secondo il nostro scenario macro centrale, tra il 2008 e il 2009 si andrebbe profilando un quadro di rallentamento della crescita nell'area euro e contemporaneamente di ripresa negli Stati Uniti, questo dovrebbe giustificare una svolta ribassista dell'EUR/USD fra il terzo e il quarto trimestre di quest'anno. Se l'eventuale stretta BCE venisse recepita come una mossa isolata e intanto si consolidassero le aspettative che la Fed possa iniziare ad alzare i tassi già nel 4° trimestre, l'avvio della svolta (con correzione che proseguirebbe sotto quota 1,50 entro fine anno) potrebbe aversi già nel terzo trimestre. Dal punto di vista tecnico il fronte ribassista più significativo – quello che riporterebbe il cambio sotto quota 1,50 – dovrebbe venire segnalato dallo sfondamento in senso proprio del corridoio 1,5363-1,5319. Nel breve invece il ripristino del fronte rialzista (temporaneo) in caso di aumento dei tassi BCE scatterebbe allo sfondamento della fascia 1,5625-1,5669.

STERLINA

Nel secondo trimestre la sterlina si è mediamente indebolita rispetto al primo: **la correzione media è stata maggiore contro euro (-4,5% circa) e molto inferiore contro dollaro (-0,4% circa).** **Questo si spiega perlopiù con la divergenza delle politiche monetarie:** dopo che la Fed ha iniziato a tagliare i tassi anche la Banca d'Inghilterra (BoE), seppure con circa tre mesi di ritardo, ha seguito l'esempio, intervenendo a dicembre 2007 e poi quest'anno di nuovo a febbraio e ad aprile, laddove invece la BCE non solo ha mantenuto i tassi fermi, ma non ha neppure mai concesso aperture a favore di un possibile allentamento monetario.

Ora però l'inflazione britannica è tornata di nuovo sopra il limite superiore della fascia obiettivo, costringendo il governatore BoE Mervyn King a scrivere una lettera di giustificazione al Cancelliere dello Scacchiere. Da tale lettera emerge che nei prossimi mesi il rischio è che l'inflazione resti o si riporti ancora al di sopra della soglia massima consentita, il che ha generato aspettative di mercato di rialzo dei tassi anche nel Regno Unito. Questo dovrebbe "dichiarare" concluso il ciclo di allentamento monetario BoE. **Tuttavia, alla luce del forte rallentamento in atto della crescita britannica** – che dovrebbe restare sotto il potenziale sia quest'anno sia il prossimo – **parrebbe prematuro inserire già previsioni di rialzo dei tassi** come invece il mercato ha iniziato a scontare. **E la debolezza dell'economia dovrebbe porre un downside sulla sterlina.**

Contro dollaro tuttavia qualche ulteriore tentativo di recupero – limitato e temporaneo – potrebbe ancora verificarsi se si acuissero le aspettative di possibile intervento rialzista sui tassi BoE, ma la tendenza dovrebbe essere complessivamente ribassista, anche oltre il breve termine. Contro euro invece, soprattutto se a luglio la BCE alzasse effettivamente i tassi, la divisa britannica potrebbe indebolirsi ulteriormente nel breve termine, per poi avviare una graduale e contenuta rimonta "aiutata" anche dalla contestuale correzione attesa del cambio EUR/USD.

YEN

Durante il secondo trimestre lo yen è tornato a indebolirsi. Parte di questo comportamento si spiega con il rientro della *risk aversion* che sull'onda della crisi dei *subprime* nei mesi precedenti aveva invece fatto apprezzare significativamente la divisa nipponica. Ma in parte, soprattutto ultimamente, sono tornate ad incidere le dinamiche attese dei differenziali di tasso d'interesse. Sia negli Stati Uniti sia nell'area euro si vanno profilando, seppure con modalità e tempistiche differenti, scenari di restrizione monetaria.

In Giappone invece le incertezze sulle prospettive di crescita portano la BoJ a "cercare di prevenire" il formarsi di aspettative di aumento dei tassi domestici e sulla stessa linea d'onda all'ultimo G8 anche il ministro delle finanze Nukaga ha dichiarato che nonostante i rischi globali il Giappone non si trova ancora a fronteggiare un vero e proprio "allarme" inflazione. Questo, considerando anche il basso livello dei tassi giapponesi in termini assoluti, dovrebbe esporre lo yen ad ulteriore debolezza nel breve sia contro dollaro sia contro euro, portando a rinviare ulteriormente nel tempo l'avvio della fase di rimonta (forse più significativa contro euro che contro dollaro) che rimane lo scenario centrale di medio-lungo termine.

SERVIZIO STUDI E RICERCHE**Responsabile**

Gregorio De Felice

Gruppo di lavoro:

Luca Mezzomo	International Economics Silvia Guizzo	
Macroeconomia Anna Maria Grimaldi Paolo Mameli Giovanna Mossetti	Mercati valutari Asmara Jamaleh	Nucleo Editoriale Cristina Baiardi Monica Bosi Raffaella Caravaggi Sonia Papandrea
	Database Management Simonetta Melotto	

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.

Nel caso di una short note, consigliamo agli investitori di fare riferimento allo studio più recente pubblicato dal Research Department di Intesa Sanpaolo S.p.A per un'analisi completa della metodologia di valutazione, con particolare riferimento ai rischi e alle valutazioni degli utili. La ricerca è disponibile sul sito web di Banca IMI (www.bancaimi.com) o contattando il sales di riferimento.