

# Scenario Macroeconomico

Servizio Studi e Ricerche

Marzo 2008

# Scenario Macroeconomico

Marzo 2008

<b>Esercizi di equilibrismo</b>	<b>2</b>
<b>Petrolio: rientra la fiammata speculativa</b>	<b>6</b>
<b>Stati Uniti: il salvataggio delle istituzioni finanziarie frenerà la crescita anche nel 2009</b>	<b>7</b>
Fed: interventi a tutto campo per tutelare la stabilità finanziaria	16
<b>Area Euro: con una crescita sotto trend per due anni la BCE adotterà una linea più morbida</b>	<b>18</b>
L'inflazione tornerà verso il 2% solo nel 2009	28
BCE: maturano i tempi per un cambio di linea	32
Germania: sereno variabile	35
Francia: ancora in deficit di crescita rispetto alla media AE	38
Italia: verso una crescita vicina a zero	40
<b>Regno Unito: rischi verso il basso sulla crescita</b>	<b>42</b>
<b>L'Asia</b>	<b>43</b>
Giappone: crescita più bassa, inflazione più elevata, tassi fermi	43
Cina: rallentamento contenuto grazie alla domanda interna	50
<b>Mercati valutari – Il peso del fattore “incertezza” manda a picco il dollaro e fa volare l'euro</b>	<b>56</b>

## Esercizi di equilibrio

Luca Mezzomo

[luca.mezzomo@intesasanpaolo.com](mailto:luca.mezzomo@intesasanpaolo.com)

I dati dei primi mesi di quest'anno hanno più che confermato le preoccupazioni sulla stabilità dell'economia americana, evidenziando anzi i sintomi di una recessione già avviata. Ma più che la recessione in sé, ciò che turba in questo momento è soprattutto la crisi del sistema finanziario statunitense. Negata fino a qualche mese fa, tale crisi è stata poi affrontata dalle autorità, Federal Reserve compresa, ma in modo confuso. Mentre si tagliavano aggressivamente i tassi ufficiali, misura poco incisiva nel momento in cui si manifesta una crisi di liquidità, si interveniva in modo più reattivo che proattivo nell'adeguare gli strumenti di intervento alla situazione di emergenza che si stava creando passo dopo passo e senza un chiaro progetto complessivo. A ben vedere, la veloce risoluzione della crisi di Bear Stearns è stato l'unico intervento che si possa definire davvero tempestivo e di successo. Ora il sistema deve ancora assorbire le conseguenze sui bilanci delle banche del deterioramento nella qualità del credito nei comparti diversi dai mutui *subprime*: credito al consumo e *commercial real estate* in primis, fenomeno destinato a impattare soprattutto sul sistema delle banche locali. La prospettiva che presto o tardi sia necessario un *bail-out* a livello di sistema comincia a essere discussa sempre più apertamente. L'ultimo è avvenuto in epoche tutt'altro che remote: nei primi anni '90, dopo che un altro ciclo di speculazione immobiliare aveva affossato le casse di risparmio. Anche in Europa non mancano i problemi: nonostante un'infrastruttura operativa più moderna e flessibile, infatti, la BCE è riuscita soltanto a tamponare gli effetti della crisi di fiducia nel sistema bancario, senza rimuoverne le cause. E problemi di efficacia della vigilanza, sebbene in ambiti diversi e più limitati, sono emersi anche nell'eurozona.

Il contesto finanziario fragile confonde le prospettive macroeconomiche: non solo non si riesce a valutare adeguatamente la portata del fenomeno, ma dobbiamo fare ipotesi sia sulle implicazioni macroeconomiche, sia sulle possibili reazioni di politica economica. Lo scenario che proponiamo in questo rapporto assume una visione moderatamente pessimistica. Esso è imperniato su una fase prolungata di bassa crescita dell'economia americana, movimentato da un transitorio rimbalzo fra il secondo e il terzo trimestre. La crescita mondiale, rivista ulteriormente al ribasso questo mese, rimane sostenuta dall'espansione della domanda interna nei paesi emergenti. Prese di beneficio sulle materie prime allentano le pressioni inflazionistiche nel corso del 2008.

### La crescita economica per area geografica

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Stati Uniti</b>	3.6	3.1	2.9	2.2	1.4	2.1
<b>Giappone</b>	2.7	1.9	2.4	2.1	1.4	2.3
<b>Area Euro</b>	1.9	1.7	2.9	2.6	1.5	1.6
<b>Europa Orientale</b>	6.8	5.7	6.9	7.2	6.5	5.7
<b>America Latina</b>	6.1	4.5	5.4	5.3	4.6	4.1
<b>OPEC</b>	7.9	7.8	6.1	6.3	5.8	5.1
<b>Asia orientale</b>	8.1	7.8	7.9	9.2	8.0	7.3
<b>Africa</b>	4.9	4.6	5.7	6.2	6.0	5.1
<b>Crescita mondiale</b>	4.9	4.4	4.8	4.8	4.2	4.1

Una volta superata questa fase di emergenza, il che richiederà tempo, le banche centrali si troveranno a gestire un'economia molto diversa da quella che scaturì dalla precedente recessione – e forse anche con opinioni diverse rispetto a qualche anno fa sul rapporto costi-benefici di prolungate fasi di politiche monetarie accomodanti. Due, infatti, sono i rischi che si profilano. In primo luogo,

la normalizzazione dei mercati libererà la liquidità in eccesso che ora è stata risucchiata nei portafogli grazie al diffondersi di comportamenti precauzionali tra le banche e gli investitori. Ciò può alimentare pressioni inflazionistiche o, più facilmente, nuove bolle speculative – come è avvenuto negli Stati Uniti tra il 2003 e il 2006. In secondo luogo, la globalizzazione sta ormai generando più pressioni inflazionistiche attraverso l'aumento dei costi di produzione di quante non ne rimuova con lo spostamento di quote di mercato verso i paesi con basso costo del lavoro. Inoltre, anche gli importatori dei paesi avanzati sono più propensi a trasferire sui prezzi finali eventuali differenze di cambio. Ciò significa che il *trade-off* tra inflazione e disoccupazione sarà più sfavorevole rispetto al decennio 1995-2005. Tutti e due i rischi spingono per politiche monetarie meno accomodanti nel medio termine.

Implicazioni interessanti riguardano anche i mercati valutari. La recessione può ridimensionare lo squilibrio esterno degli Stati Uniti, ma difficilmente lo cancellerà: il ribilanciamento finanziario delle famiglie sarà infatti associato a un peggioramento del saldo finanziario nel settore pubblico. Il paese avrà sempre molto bisogno di attrarre capitali esteri, preferibilmente in forma stabile (investimenti diretti). A tal fine il livello svalutato del dollaro potrebbe costituire un incentivo, purché cali la volatilità dei cambi. A questo punto, ulteriore debolezza del dollaro potrebbe essere addirittura negativa per gli Stati Uniti e non si può escludere che vi sia interesse a smorzare i movimenti con un'azione coordinata.

#### Proiezioni sui prezzi delle materie prime

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Petrolio (Brent, \$/barile)</b>	38.3	54.4	65.4	72.7	95.8	88.0
	+32.7	+42.1	+20.1	+11.1	+31.8	-8.1
<b>Materie prime escl. combustibili (1990=100)</b>	118.5	125.6	154.8	176.5	208.7	198.5
	+15.2	+6.0	+23.2	+14.0	+18.2	-4.9
<b>Metalli (1990=100)</b>	130.3	159.5	249.1	318.2	316.4	268.3
	+34.6	+22.4	+56.2	+27.7	-0.6	-15.2
<b>Agricole (1990=100)</b>	101.0	101.5	110.4	115.9	121.3	123.1
	+4.1	+0.5	+8.8	+5.0	+4.7	+1.5

Livelli e variazioni medie annue

#### Il quadro per area in sintesi

##### Stati Uniti

La combinazione di blocco del credito e prezzi delle materie prime in continuo aumento ha dato il colpo di grazia a un'economia americana resa fragile dalla crisi del settore immobiliare residenziale e dal calo dei prezzi delle case. I nuovi occupati del settore privato di gennaio e febbraio, in territorio ampiamente negativo, segnano una svolta nel ciclo e aprono la strada a una probabile recessione. Il punto rilevante è che si delinea **uno scenario con almeno un trimestre di crescita negativa**. La **revisione allo scenario del 2008 vede una contrazione modesta della crescita del PIL nel primo trimestre**, seguita da una **riaccelerazione nei due trimestri centrali**. Questa riaccelerazione è il frutto degli effetti del pacchetto fiscale sul reddito disponibile e sui consumi delle famiglie. Per questo la crescita complessiva per il 2008 non vede una revisione particolarmente consistente, passando dalla nostra precedente previsione di 1,5% a 1,4%, con un contributo negativo dell'edilizia residenziale e commerciale, e un contributo positivo delle esportazioni nette. L'effetto espansivo di tassi reali negativi e di deprezzamento del dollaro in un'economia globale ancora in crescita sostenuta renderà comunque meno brutale il rallentamento. La vera incognita per le previsioni 2008-09 è se a uno scenario economico deteriorato si sovrapporrà una crisi bancaria a tutti gli effetti. Il nostro scenario centrale vede una crescita

nel 2009 ancora debole (2,1%), per via degli strascichi della crisi del credito; tuttavia non ipotizziamo fallimenti di grandi istituzioni ritenendo che gli interventi delle autorità monetarie e fiscali sia in grado di mantenere una crescita molto modesta ma positiva. I rischi allo scenario sono comunque verso il basso. A fronte di una dinamica della domanda molto debole, sostenuta più che altro dal canale estero, restano comunque forti rischi verso l'alto sull'inflazione, legati al deprezzamento del dollaro e alle pressioni verso l'alto dai prezzi dei beni importati. Anche attraverso questo canale si esercita una pressione di contenimento alla crescita dei consumi nel 2009, dopo l'esaurimento dello stimolo temporaneo derivante dal pacchetto fiscale.

Alla luce degli eventi più recenti, i dati macroeconomici perdono però il ruolo centrale per le previsioni USA. Gli sviluppi nel settore del credito sono ormai l'elemento cruciale sia a breve sia a medio termine. Il salvataggio di Bear Stearns avvenuto il 16 marzo è il segnale che i **problemi di liquidità e di solvibilità** di grandi operatori finanziari saranno il punto centrale nei prossimi mesi. Gli interventi che hanno seguito la crisi di liquidità fatale che ha colpito Bear Stearns mostrano che la Fed è disposta a muoversi aggressivamente non solo con la leva dei tassi ma anche con **strumenti non convenzionali aggressivi**. La riunione del **FOMC del 18 marzo** si è conclusa con un taglio di 75pb per fed funds e tasso di sconto e con una valutazione di rischi verso il basso sulla crescita. I toni del comunicato sono più preoccupati sull'inflazione. Il **cambiamento di tono sull'inflazione** riflette la profonda **spaccatura** all'interno del FOMC riguardo alla strategia di politica monetaria, evidente dai 5 dissensi consecutivi registrati nelle ultime 5 riunioni e dai due dissensi di marzo. La divisione all'interno del Comitato non consente quindi di interpretare il **taglio di 75 pb**, inferiore alle aspettative di mercato per un taglio di 100 pb, come una tendenza a 'risparmiare munizioni', ma piuttosto **come un compromesso fra tesi contrastanti**, una orientata ad offrire il massimo stimolo economico possibile per mitigare la recessione, l'altra più orientata a obiettivi di medio termine. La prospettiva rimane comunque a favore di nuovi tagli dei tassi. Come il mercato, ci attendiamo un **altro taglio di mezzo punto alla riunione del 29-30 aprile**.

### Area Euro

I rischi che indicavamo alla fine dello scorso anno per la crescita dell'area euro (recessione USA, tensioni sul mercato monetario, calo delle Borse, apprezzamento dell'euro, rincaro del petrolio) si stanno materializzando, sia pure in misura diversa. La crisi americana si sta riflettendo sulla crescita europea non tanto attraverso il canale commerciale quanto tramite il canale finanziario: sebbene il rischio di fallimenti bancari in Europa sia contenuto, le condizioni finanziarie si stanno facendo assai più restrittive e questo non potrà non frenare la domanda domestica. Di conseguenza, rispetto a tre mesi fa rivediamo al ribasso di mezzo punto, all'1,5%, la nostra stima sulla crescita del Pil nel 2008. Vediamo un rimbalzo solo marginale, all'1,6%, nel 2009. Non solo l'export è a rischio, ma anche la domanda domestica. L'incertezza e la crisi sul credito potranno spingere le imprese a rimandare le decisioni di investimento, mentre la spesa per consumi sarà frenata, più che dalla crisi finanziaria, dai rincari dei prezzi al consumo. A ciò si aggiunge il rischio di contrazione degli investimenti in costruzioni in alcuni paesi minori.

Sulla base delle nuove ipotesi su materie prime e cambio abbiamo rivisto le previsioni d'inflazione al 3,0% a/a nel 2008 da un precedente 2,6% a/a. Per il 2009, ci attendiamo un calo al 2,1% a/a.

**Si profila all'orizzonte anche un cambiamento di linea da parte della BCE. Le previsioni di giugno rivedranno ulteriormente la crescita verso il basso rispetto alle stime di marzo (1,6% nel 2008 e 1,8% nel 2009), aprendo potenzialmente la strada ad un taglio già per quella data. Intravediamo**

**quindi ancora due tagli da 25bp entro fine anno che lascerebbero il refi al 3,25%. Non è da escludere, se il ciclo dovesse stentare a riprendersi, che si possano vedere ulteriori ritocchi verso il 3,0% nel 2009.S1.**

Se giugno ci sembra una data probabile per l'inizio di un *easing cycle*, infatti, non è escluso che la BCE voglia attendere segnali di moderazione anche sul fronte dell'inflazione e quindi rimandare il taglio dei tassi all'estate. Dato il ritardo con cui agisce la politica monetaria, circa due trimestri, due-tre tagli di 25 bp tra giugno e dicembre avrebbero un impatto sulla crescita da inizio 2009. Il taglio si estenderebbe al primo semestre del 2009, abbassando il punto di arrivo del refi al 3,0% entro metà 2009. La nostra previsione sconta una crescita annua del Pil in area 1,2-1,4% a/a e della domanda interna intorno all'1,5% a/a tra giugno di quest'anno e marzo 2009. L'inflazione dovrebbe tornare verso il 2,0%. I tassi reali risulteranno quindi moderatamente espansivi da giugno in avanti.

### Giappone

Anche in Giappone, come in gran parte dei paesi industrializzati, il 2008 sarà un anno di crescita in rallentamento e inflazione in aumento rispetto al 2007. Lo scenario giapponese è però moderatamente positivo per due motivi. L'economia non ha squilibri di fondo, a parte i cronici problemi politici. Inoltre, la domanda aggregata è sostenuta da contributi positivi, anche se moderati, di diverse componenti. L'inflazione rimarrà su un trend in rialzo. La banca centrale, una volta superato lo scoglio della nomina di tre nuovi membri del Board, dovrebbe mantenere la politica monetaria invariata. Il tasso di intervento reale dovrebbe restare negativo per gran parte dell'anno e mantenere la politica monetaria in territorio espansivo.

L'economia giapponese è riuscita finora a rimanere in larga misura indenne dalle turbolenze dei mercati finanziari -cambio a parte- e dal rallentamento americano, soffrendo nella seconda metà del 2007 più che altro per problemi idiosincratici legati a politiche domestiche. In Giappone nel 2008 si osserverà una versione annacquata del binomio "crescita in frenata - inflazione in accelerazione" che caratterizza le economie industrializzate. Lo scenario macroeconomico giapponese vede un rallentamento della crescita, ma ancora vicino al potenziale (intorno all'1,5%) e un'inflazione stabilmente positiva, mediamente poco sotto l'1%. Gli effetti di rialzo dei prezzi delle materie prime, apprezzamento del cambio e domanda mondiale più debole si applicano su un'economia che al momento non ha gravi squilibri interni e ha un livello di scorte molto contenuto.

### Cina

I mercati, a partire dall'autunno 2007, si aspettano che la prossima mossa della BoJ sia un taglio dei tassi. Gli OIS a 12 mesi a 0,39% incorporano una probabilità positiva di taglio dei tassi. La nostra previsione continua a indicare che dopo il prolungato periodo di pausa da metà 2007 a fine 2008, la prossima mossa sui tassi sia verso l'alto. Questa previsione è basata sul fatto che l'inflazione sia ormai stabilmente in territorio positivo e richieda, non appena il ciclo mondiale lo consentirà, una normalizzazione dei tassi ufficiali. Attualmente la politica monetaria giapponese è espansiva, con i tassi reali negativi che controbilanciano gli effetti restrittivi dell'apprezzamento del cambio: anche un deterioramento dei dati domestici non dovrebbe portare a una modifica dei tassi di intervento proprio per il livello già estremamente basso dell'overnight e per il persistente e deciso aumento delle aspettative di inflazione. Le previsioni di politica monetaria sono rese tuttavia più incerte dalla scadenza del mandato di Fukui il 19 marzo e dal conflitto politico in corso per la nomina di un suo successore.

Il rallentamento degli Stati Uniti e dell'Area Euro che prevede il nostro scenario continuerà a pesare sulle esportazioni cinesi riducendo ulteriormente il contributo del canale estero alla crescita. La PBOC comincerà ad affiancare alle misure amministrative di controllo del credito interventi più frequenti sui tassi in modo da

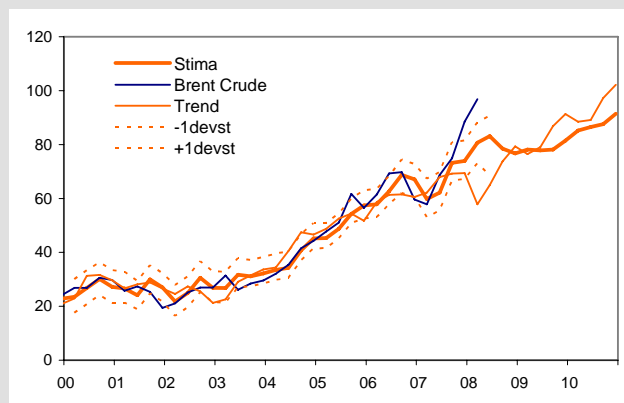
riportare i tassi reali in territorio marginalmente positivo nella seconda metà dell'anno. Prevediamo quindi che il tasso sui prestiti potrà salire al 5% nel terzo trimestre. L'inflazione si manterrà sui livelli elevati almeno fino all'estate per poi scendere nella seconda parte del 2008. Il trend di minor crescita degli investimenti fissi e del saldo di bilancia commerciale che si è visto nell'ultimo trimestre del 2007 proseguirà nel 2008 e sarà parzialmente controbilanciato da un aumento della domanda interna. Rivediamo al ribasso il profilo di crescita previsto per il 2008 a 10,7% da 11,1% portiamo la crescita del 2009 a 8,5% da 8,9%, per un sensibile rallentamento del tasso di crescita degli investimenti.

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. Inoltre il calo dei profitti delle imprese potrebbe essere più brusco del previsto se al calo della domanda globale continuasse ad affiancarsi ancora un forte ribasso dei corsi azionari. Ai motivi prettamente macroeconomiche si aggiunge inoltre il rischio di inasprimento o allargamento delle tensioni sociali interne dal Tibet alle province limitrofe all'avvicinarsi dei giochi olimpici, rischio che non appare del tutto trascurabile.

### Petrolio: rientra la fiammata speculativa

La violenta galoppata dei prezzi petroliferi iniziata in febbraio ha finalmente incontrato una battuta d'arresto. Le quotazioni avevano toccato massimi storici di \$111,8 sulla prima scadenza *future* al Nymex a fronte di un forte accumulo di posizioni speculative. Il mercato si era mostrato poco reattivo sia all'aumento delle scorte americane, sia ai segnali negativi sul fronte della crescita economica. Al momento della chiusura del rapporto, il contratto di maggio del NYMEX quota \$100,99 e minaccia di scendere sotto quota \$100.

Prezzo del Brent Crude, media trimestrale



Il *sell-off* si è manifestato contemporaneamente alla ripresa del dollaro sui mercati valutari e al crescere delle tensioni sulla liquidità; inoltre ha coinvolto anche altre materie prime, dai metalli industriali ai cereali. Il confronto con i valori teorici prodotti dal modello di stima qualificano la correzione come sostenibile e, anzi, incompleta. Dal 2007.T4, infatti, i prezzi osservati risultavano significativamente sopra il valore centrale della stima e generavano un forte segnale ribassista.

Nei prossimi mesi ci attendiamo che l'offerta stabile consenta un modesto accumulo di scorte, allentando ulteriormente la pressione sui prezzi. La media 2008 risulta però di \$95,8, +31% rispetto al 2007, e la flessione si manifesta soltanto nella media 2009. Lo scenario di previsione a lungo termine incorpora un trend crescente del prezzo reale e, quindi, anche del prezzo nominale del petrolio.

## Stati Uniti: il salvataggio delle istituzioni finanziarie frenerà la crescita anche nel 2009

Giovanna Mossetti

[giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com](mailto:giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com)

Alla luce degli eventi degli ultimi giorni, lo scenario macroeconomico perde il ruolo centrale che ha avuto finora: gli sviluppi nel settore del credito sono ormai l'elemento cruciale per le previsioni, sia a breve sia a medio termine. Il salvataggio di Bear Stearns avvenuto il 16 marzo è il segnale che la crisi finanziaria è passata a uno stadio conclamato e che i problemi di liquidità e di solvibilità di molti grandi operatori finanziari dovranno essere affrontati.

Nel quadro generale di grande incertezza ci sono alcuni punti fermi:

- 1) la dottrina del *"too big to fail"* continua a essere valida, pertanto il *bail out* a qualsiasi prezzo è la strategia che verrà seguita dalla Fed;
- 2) nel breve termine, anche per via delle elezioni presidenziali, il salvataggio degli operatori finanziari in difficoltà avverrà con l'intervento della Fed, inizialmente (come ora) a titolo provvisorio, e potenzialmente a titolo definitivo;
- 3) su un orizzonte di un anno, il costo del *bail out* verrà passato, più o meno gradualmente, ai conti pubblici, soprattutto se coinvolgerà banche commerciali, con un potenziale allargamento del deficit federale che potrebbe essere di 2 o 3 punti percentuali nel periodo 2009-2011;
- 4) la restrizione del credito e la necessità di intervenire con fondi pubblici allargando il deficit federale porterà a una crescita durevolmente sotto il potenziale;
- 5) la presenza di un "prestatore di ultima istanza" proattivo (la Fed) e di un'autorità di politica fiscale che alla fine si accollerà gran parte del costo del salvataggio delle banche implica che lo scenario dei prossimi anni, pur essendo potenzialmente negativo, non sarà il *remake* della grande depressione.

Nelle pagine che seguono delineiamo uno scenario macroeconomico centrale, basato sull'ipotesi che gli sviluppi sul mercato del credito, pur negativi, non diventino incontrollabili; escludiamo perciò l'avvitarsi di panico sui mercati, con corsa sul dollaro. Siamo consapevoli che per questo scenario i rischi sono univocamente verso il basso e includono situazioni apocalittiche di distruzione del sistema finanziario americano. Per ora riteniamo che gli interventi delle autorità, uniti a una dose inevitabile di perdite nel settore bancario, possano essere seguiti da una stabilizzazione dei mercati che permetta una ripresa del normale riequilibrio dei flussi finanziari verso famiglie e imprese.

### Lo scenario macroeconomico: macroeconomia e credito

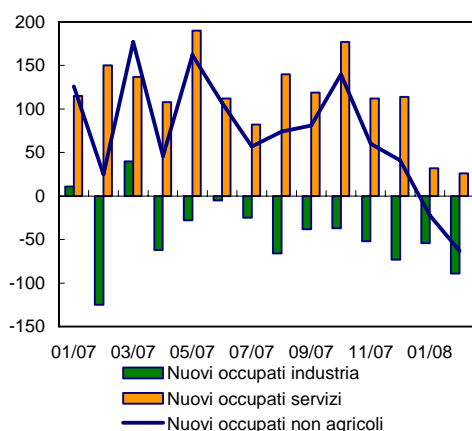
La combinazione di blocco del credito e prezzi delle materie prime in continuo aumento ha dato il colpo di grazia a un'economia americana resa fragile dalla crisi del settore immobiliare residenziale e dal calo dei prezzi delle case. I nuovi occupati del settore privato di gennaio e febbraio, in territorio ampiamente negativo, segnano una svolta nel ciclo e aprono la strada a una probabile recessione. E' inutile entrare nella questione semantica di cosa sia una recessione. Il punto rilevante è che si delinea **uno scenario con almeno un trimestre di crescita negativa** (sapendo che questa è una condizione né necessaria né sufficiente per la definizione di recessione secondo l'NBER). Quello che conta è valutare i rischi che un primo semestre anche peggiore della quasi-stagnazione che avevamo incluso nelle previsioni per il 2008 possa essere



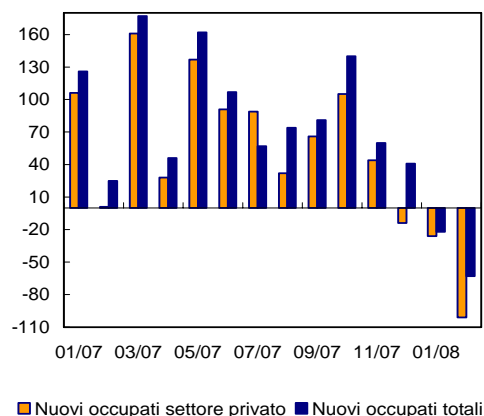
seguito da un ulteriore peggioramento nella parte finale dell'anno, dopo che gli effetti temporanei del pacchetto di stimolo fiscale si saranno esauriti.

La **revisione allo scenario del 2008 vede una contrazione modesta della crescita del PIL nel primo trimestre**, seguita da una **riaccelerazione nei due trimestri centrali**. Questa riaccelerazione è il frutto degli effetti del pacchetto fiscale sul reddito disponibile e sui consumi delle famiglie. Per questo la crescita complessiva per il 2008 non vede una revisione particolarmente consistente: la nostra stima passa da 1,5% a 1,4%, con un contributo negativo dell'edilizia residenziale e commerciale e un contributo positivo delle esportazioni nette. L'effetto espansivo di tassi reali negativi e di deprezzamento del dollaro in un'economia globale ancora in crescita sostenuta renderà comunque meno brutale il rallentamento. La vera incognita per le previsioni 2008-09 è se a uno scenario economico deteriorato si sovrapporrà una crisi bancaria a tutti gli effetti.

**Servizi in frenata**



**Il settore privato elimina occupati**



Fonte: Ecowin

**Nel ciclo attuale, la restrizione della domanda è stata determinata non da tassi di *policy* elevati come nelle recessioni del passato, bensì dal malfunzionamento dei mercati finanziari e da condizioni del credito straordinariamente restrittive sulle famiglie.** Il razionamento dei prestiti attuato attraverso il blocco dei volumi oltre che attraverso rialzi dei tassi, il calo della ricchezza netta e l'erosione del potere d'acquisto delle famiglie derivante dal persistente aumento del prezzo della benzina e degli alimentari amplificheranno gli effetti dell'inversione della dinamica occupazionale sul reddito da lavoro.

**Rischi di breve termine: consumi**

Su questo fronte i dati dei primi due mesi dell'anno indicano un chiaro peggioramento della dinamica occupazionale. Per ora sembra ancora probabile che **la correzione del mercato del lavoro sia meno marcata rispetto a quanto visto in altre fasi di contrazione**. I bilanci delle imprese non presentano squilibri e in questo ciclo si è registrata una crescita degli investimenti contenuta, soprattutto al netto degli investimenti in strutture. L'utilizzo della capacità produttiva è stabile poco sopra la media degli ultimi 20 anni. Come mostra l'indagine NFIB delle piccole imprese a febbraio, pur in presenza di un forte pessimismo sulle prospettive economiche, i piani di assunzione sono ancora positivi per l'anno e per il mercato del lavoro non si è ancora diffusa una "mentalità da recessione". Infatti, dal lato delle imprese i freni alla domanda sono meno significativi rispetto alla situazione delle famiglie, con l'accesso al credito ancora attivo, tassi reali negativi e un massiccio deprezzamento del dollaro. Rispetto al passato, tuttavia, i meccanismi di trasmissione della politica monetaria

sono in parte bloccati e il **malfunzionamento dei mercati è il principale elemento di rischio per la previsione.**

Alla luce dei dati di occupazione e di inflazione di inizio **2008 rivediamo verso il basso il sentiero di crescita dei consumi:** il calo del reddito da lavoro in termini reali (dovuto a calo dell'occupazione e persistente aumento dell'inflazione) e la restrizione del credito saranno un freno più potente di quanto previsto in precedenza sull'andamento dei consumi. Il rallentamento dei consumi è il maggiore rischio per lo scenario di brevissimo termine (T1 e T2). Il pacchetto di stimolo fiscale varato il mese scorso limita però i rischi su un orizzonte che includa la parte centrale del 2008. Il rimbalzo dei consumi nella parte finale del secondo trimestre e nel terzo limita i rischi di stagnazione della spesa delle famiglie nel secondo semestre.

**Rischi di medio termine: peggioramento della crisi del credito con possibili, diffusi fallimenti bancari e interventi pubblici a sostegno delle banche**

**I veri rischi per lo scenario sono concentrati nel mercato del credito e riguardano la seconda metà del 2008 e il 2009.** In assenza del malfunzionamento dei mercati, le politiche economiche in atto e le condizioni dell'economia internazionale sarebbero sufficienti a determinare una previsione di marcato rimbalzo della crescita nel 2009. Utilizzando il modello Oxford Economic Forecasting senza imporre effetti sulla domanda derivanti da qualche forma di *credit crunch*, la previsione per il 2009 sarebbe di forte riaccelerazione al 3,2% il prossimo anno, pur in presenza di un'inflazione ancora sostenuta a fine 2008. Un'economia in cui i canali di trasmissione del credito funzionano normalmente risponderebbe agli effetti espansivi di tassi reali negativi e dollaro in caduta libera con una riaccelerazione della domanda molto sostenuta, senza effetti drammatici e duraturi sul mercato del lavoro. I segnali recenti dai mercati e dal sistema bancario rendono però probabile che i tradizionali meccanismi di aggiustamento dell'economia non siano attivi e che si osservi un rallentamento dei consumi e degli investimenti più marcato per via dell'interruzione di alcuni canali del credito. Per questo, anche in assenza di una crisi bancaria conclamata che si sviluppi nei prossimi trimestri, ipotizziamo nel nostro scenario per fine 2008 e per il 2009 una crescita molto modesta dei consumi spiegata dal blocco del credito e dalla necessità di aumentare il tasso di risparmio. **Il nostro scenario centrale, con una crescita al 2,1% nel 2009, prevede però una graduale anche se lenta normalizzazione del settore del credito nel 2009.**

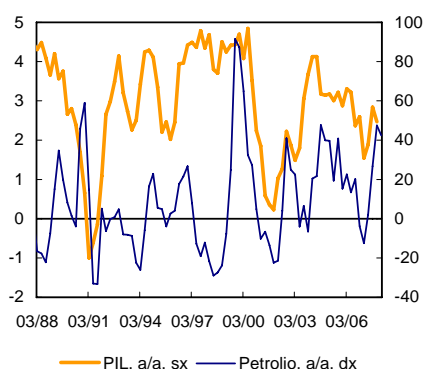
Il deterioramento dei mercati e soprattutto l'emergere di pressioni sul capitale delle banche americane rappresentano il rischio maggiore su un orizzonte di un biennio. Il persistere del malfunzionamento dei mercati finanziari e le ripercussioni di eventuali fallimenti bancari avrebbero effetti restrittivi su un orizzonte che include il 2009. Lo scenario peggiore, che vede interventi della Fed e/o del governo federale per evitare o limitare i danni di fallimenti bancari sul resto dell'economia, con **l'acquisto a titolo definitivo dei titoli *mortgage-backed***, porterebbe con sé una crescita molto modesta nel 2009 determinata direttamente dagli effetti sugli aggregati creditizi. Inoltre, se il governo federale dovrà accollarsi le perdite del settore bancario per evitare una crisi sistemica, la politica fiscale dei prossimi anni potrebbe richiedere tagli alle spese e/o imposte più elevate per finanziare il *bail out* e contenere gli effetti sul deficit federale. La previsione del CBO per il deficit federale a legislazione invariata è già 2,9% del PIL nel 2009.

Un ulteriore deterioramento dei bilanci bancari potrebbe portare lo scenario USA per il 2008-09 a essere una combinazione fra il Giappone degli anni '90 e gli Stati Uniti di fine anni '80. In Giappone, l'intervento a sostegno del sistema bancario venne congiuntamente da governo e banca centrale. La vera differenza rispetto alla situazione del Giappone è che oggi i rischi sui prezzi sono capovolti e la spirale negativa debito-deflazione è sicuramente fuori dallo scenario attuale.

L'aumento dell'inflazione determina una riduzione del valore reale del debito e su questo fronte non sembrano esserci rischi di una "grande depressione 2".

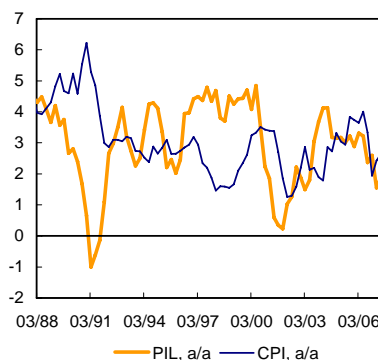
Le analogie del caso attuale sono maggiori con la situazione degli **USA alla fine degli anni '80**. La crisi del settore bancario fu determinata da deregolamentazione ed espansione incontrollata del credito da parte di istituzioni diverse dalle banche commerciali, concentrata inizialmente nel settore immobiliare. L'inflazione era in aumento a fine anni '80, dall'1,1% dell'85 al 6,2% dell'87, il dollaro si deprezzava (-46% nel periodo 85-87 per il cambio effettivo), e il prezzo del petrolio era in aumento (da 20 \$/bl in media in 1990.S1 al picco di 40\$/bl a ottobre '90).

**Crescita e prezzo del petrolio**



Fonte: Ecowin

**I prezzi potrebbero rispondere più a petrolio e dollaro che al rallentamento della domanda**



**Analogie con il ciclo di fine anni '80**

La reazione delle autorità fu su due linee, con tagli dei tassi di 675 pb e spesa pubblica in aumento di circa 2 pp di PIL. Per quanto riguarda la **politica monetaria**, anche allora la Fed privilegiò i problemi del sistema bancario rispetto ai rischi sull'inflazione. I fed funds raggiunsero il picco ciclico di 9,75% a febbraio 1989 e a maggio iniziarono i tagli che portarono i tassi di intervento al 3% a settembre '92, azzerando i tassi reali, senza però mai portarli in territorio negativo. Lo shock petrolifero del 1990, essendo legato alla guerra del Golfo, era un chiaro shock all'offerta anche a livello mondiale e si rivelò velocemente di natura temporanea: il prezzo del petrolio tornò ai livelli di inizio 1990 entro 12 mesi. Pertanto non si osservò un chiaro conflitto fra gli obiettivi della banca centrale, come invece appare evidente oggi. Il sostegno della politica monetaria alla domanda aggregata fu affiancato da un ampio intervento della **politica fiscale** che dovette sostenere il costo di istituire la Resolution Trust Corporation con il compito di far fronte al rimborso dei depositi delle istituzioni fallite (il costo dei fallimenti fu vicino a 160 mld, di cui 125 circa a carico del governo federale). Il deficit federale si allargò nei primi anni '90 di circa 2 pp di PIL. La crisi bancaria di fine anni '80 si concluse con una recessione pesante e con un trasferimento di una parte dei debiti del settore privato al settore pubblico.

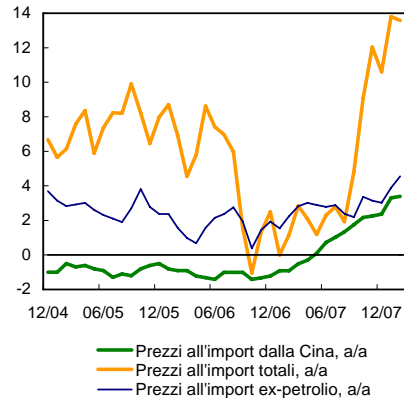
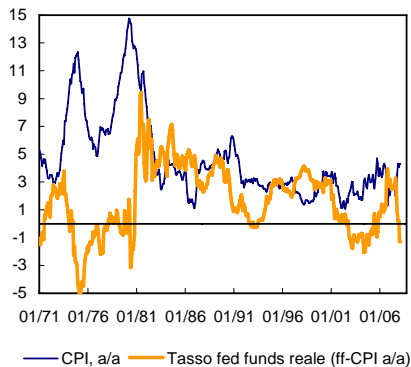
**L'inflazione rappresenta un rischio soprattutto per il 2009**

Il **trend dell'inflazione** è un nodo centrale dello scenario 2008-2009. Come si osserva dai grafici qui sopra, a fine anni '80 e a fine anni '90 il controllo dell'inflazione non rappresentava un problema centrale per le politiche economiche attuate per far fronte alla recessione. Questo invece non è il caso del ciclo attuale. Per l'inflazione il parallelo più calzante è con gli anni '70: la Fed lo sa ma sceglie al momento di ignorarlo. Lo scenario mondiale dei prezzi oggi è un effetto collaterale della globalizzazione: il recente rialzo dell'inflazione globale è il

risultato di uno shock da domanda a livello mondiale ed è solo indirettamente influenzato dal rallentamento della domanda americana. Lo statuto della Fed attribuisce alla banca centrale tre obiettivi, su crescita, prezzi e mercati finanziari. La Fed sta segnalando un **ordinamento di priorità che privilegia crescita e mercati finanziari rispetto all'inflazione**. Se la politica monetaria manterrà come obiettivi prioritari la crescita e il sostegno a sistema bancario e mercati, anche a scapito dello scenario di inflazione, le perdite di famiglie e banche saranno in parte trasferite sul settore pubblico e in parte inflazionate via da una politica monetaria molto accomodante anche a fronte di un'inflazione quasi impermeabile rispetto al rallentamento della domanda domestica.

**Tassi reali e inflazione: rischi da anni '70...**

**... aggravati da deprezzamento del dollaro e aumento dell'inflazione mondiale**



Fonte: Ecowin

**Una politica monetaria mirata a sostenere il sistema bancario e i prezzi degli asset potrebbe portare a inflazione stabilmente elevata, comprimendo la crescita dei consumi nel 2009**

La banca centrale sta concentrando i propri interventi per contenere i rischi sul sistema bancario. Un ulteriore peggioramento della situazione patrimoniale delle banche potrebbe portare a ulteriori **interventi di politica economica non convenzionali**. L'annuncio della nuova *lending facility* offerta dalla Fed in aggiunta alla TAF istituita in autunno è un nuovo movimento lungo il sentiero degli strumenti non convenzionali. La Fed ha annunciato l'istituzione della Term Securities Lending Facility (TSLF) che offrirà titoli del Tesoro USA per un ammontare fino a \$200mld per una durata di 28 giorni in cambio di altri titoli, fra cui debito delle agenzie, e MBS sia delle agenzie sia di altre istituzioni private con rating AAA. In precedenza la Fed non accettava quest'ultima tipologia di titoli. Lo scopo del nuovo strumento è rendere più liquido il mercato MBS e dare supporto al funzionamento dei mercati finanziari. I titoli verranno offerti ai *primary dealers* in aste settimanali, con inizio il 27 marzo 2008.

**Nuovi interventi hanno seguito la crisi di liquidità fatale che ha colpito Bear Stearns**, costretta a ricorrere all'aiuto della New York Fed (che ha attivato la procedura per il credito di emergenza, sostenendo il rischio delle garanzie) e di JP Morgan (utilizzato come intermediario per motivi tecnici, e ora destinato ad assorbire Bear Stearns). Secondo quanto annunciato dallo staff della Federal Reserve, l'intervento della banca centrale ha lontani precedenti negli anni '60 e negli anni '30. Il credito apparirà nelle statistiche sull'uso della finestra di sconto.

In un'ottica di puro *disaster recovery*, la **Fed** si spinge sempre più avanti nell'utilizzo di strumenti non convenzionali. Venerdì 14 marzo per far fronte ai problemi di Bear Stearns la Fed aveva esteso credito direttamente a un operatore non bancario utilizzando una clausola di emergenza contenuta nel Federal

Reserve Act. Domenica 16 marzo ha istituito un nuovo strumento operativo, la **Primary Dealer Credit Facility (PDCF)**, mirato a “migliorare la capacità dei *primary dealers* di fornire finanziamento ai partecipanti ai mercati delle cartolarizzazioni e a promuovere il funzionamento ordinato dei mercati finanziari in generale”. Con la PDCF la Fed offre finanziamenti *overnight* ai *primary dealers*, in cambio di un ampio spettro di *collateral*. La banca centrale si spinge molto avanti nel definire i titoli accettati per i finanziamenti e segnala di essere disposta ad accollarsi direttamente rischio di credito in una fase in cui gli operatori non sono più disposti a farlo a nessun prezzo. Insieme all’istituzione della PDCF, la Fed ha allungato la durata dei finanziamenti ottenibili alla finestra di sconto da 30 a 90 giorni e ha anche **tagliato il tasso di sconto** di 25 pb dal 3,50 al 3,25%.

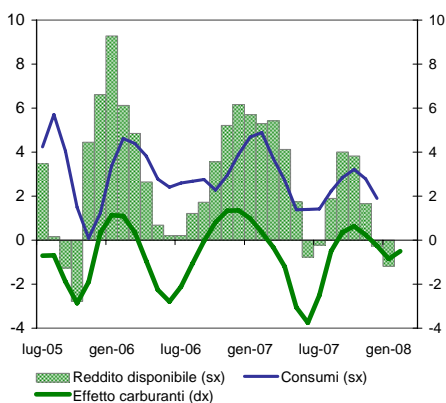
Se le misure adottate finora non daranno risultati apprezzabili, il passo successivo potrebbe essere decisamente più rischioso: la Fed potrebbe considerare l’acquisto diretto di titoli delle agenzie o il prestito diretto a istituzioni non bancarie. A queste alternative si potrebbe affiancare l’intervento del governo federale. Secondo il WSJ, Dodd, presidente della Commissione bancaria al Senato, ha proposto di istituire un veicolo per l’acquisto di MBS finanziato con fondi pubblici. Questo sarebbe l’equivalente della RTC istituita dopo la crisi delle *savings and loans* a fine anni ‘80.

### Lo scenario 2008-09

#### Consumi schiacciati da inflazione in aumento e reddito reale in calo, ma sostenuti dai rimborsi fiscali

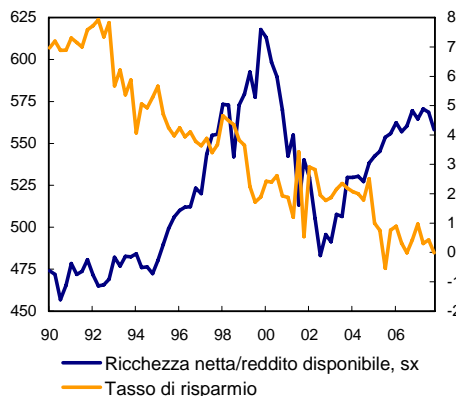
I **consumi** a inizio 2008 hanno rallentato in misura marcata in risposta all’aumento dell’inflazione (in particolare del prezzo della benzina), al calo del reddito disponibile reale e al blocco del credito. Nel primo trimestre, la crescita prevista è praticamente nulla (+0,2% t/t ann.), a fronte di un calo atteso del reddito disponibile reale su base trimestrale di circa 0,2%. Nel primo trimestre pesa in misura rilevante l’effetto benzina (v. grafico sotto), anche se si cominciano a vedere effetti sui volumi. La domanda di benzina da parte delle famiglie è calata del 3,7% nella prima settimana di marzo rispetto all’anno precedente, segnalando che le famiglie stanno cominciando a percepire gli aumenti del prezzo della benzina come permanenti e a reagire, come avvenne per esempio negli anni ‘80.

Consumi schiacciati dalla benzina



Fonte: Ecowin

Tasso di risparmio ancora in calo: il trend potrebbe invertirsi per effetto della restrizione del credito

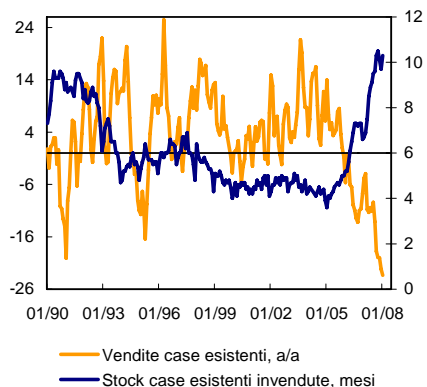


Manteniamo la previsione di netta riaccelerazione della spesa personale in risposta all’aumento del reddito disponibile indotto dai rimborsi fiscali per circa 104 mld \$ che verranno accreditati e/o spediti alle famiglie a partire da inizio

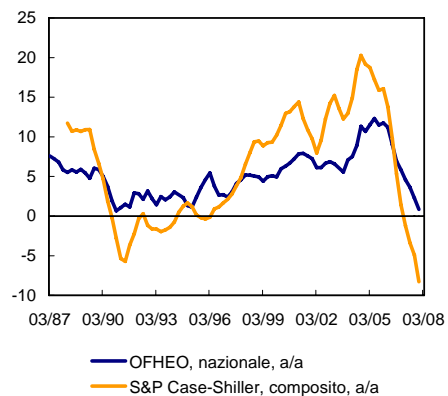
maggio. Al momento l'ipotesi è che lo stimolo fiscale sia temporaneo e percepito come tale dalle famiglie (per un'analisi dettagliata degli effetti del pacchetto di stimolo, v. *Weekly Economic Monitor*, 15/02/2008). Trasferiamo sul 2009 gli effetti di una duratura restrizione del credito che porti le famiglie ad aumentare il tasso di risparmio. La ripresa dei consumi dovrebbe avvenire nonostante il peggioramento previsto per il mercato del lavoro, che dovrebbe portare a un rialzo del tasso di disoccupazione verso il 5,3-5,4% per fine 2008. Nel nostro scenario i **consumi crescerebbero nel 2009 a un ritmo analogo a quello visto nel 2008, all'1,7%. I rischi alla previsione sui consumi per il 2009 sono a nostro giudizio bilanciati.** Da un lato un peggioramento della situazione delle banche potrebbe portare a un aggravarsi del razionamento del credito con possibili pressioni verso il basso sui consumi. Dall'altro però riteniamo che proprio un deterioramento della situazione del sistema bancario con effetti rilevanti sulla domanda aggregata indurrebbe l'introduzione di un altro pacchetto fiscale a sostegno del reddito disponibile delle famiglie, e possibilmente anche l'estensione dei tagli delle imposte oltre il 2010, rendendo più efficace lo stimolo fiscale.

Dal lato degli investimenti, **l'edilizia** resta un freno pesante per la crescita anche nel 2008. Gli effetti del congelamento delle cartolarizzazioni e dell'estensione di credito alle famiglie, il forte aumento dei pignoramenti e il persistente aumento dello stock di case invendute, rendono ancora ampiamente negativa la previsione del contributo delle **costruzioni residenziali** alla crescita del PIL. Anche in assenza di crisi bancarie diffuse, il mercato del credito immobiliare rimarrà ingessato per gran parte dell'anno, e non si può al momento prevedere un'inversione dell'attività del settore costruzioni fino al prossimo anno. Alla debolezza persistente della componente residenziale, nel 2008 si aggiungerà il contributo negativo delle costruzioni commerciali e industriali. Il primo segnale di cedimento si è visto con il calo della spesa privata per **costruzioni non residenziali** a gennaio 2008. Su questo comparto peserà quest'anno la restrizione del credito, come viene evidenziato dall'indagine dei Senior Loan Officers. Tipicamente in recessione il settore (che ora pesa per circa la metà del totale della spesa in costruzioni) registra una contrazione ritardata rispetto alle altre componenti, e questa volta non sarà un'eccezione. Ipotizziamo che in seguito a condizioni del credito restrittive e a un'espansione pressoché ininterrotta dal 2003, la spesa per strutture arrivi a registrare un calo fra il 15 e il 20% a/a per il 2009. Alla luce dell'andamento dei mercati finanziari, difficilmente il settore si riprenderà prima di fine 2009.

**Difficile una ripresa dell'attività fino a inizio 2009...**



**... anche per via della spirale negativa sostenuta da prezzi e pignoramenti**



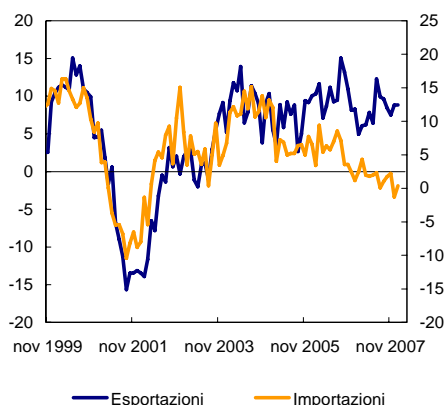
Fonte: Ecowin

Per quanto riguarda gli **investimenti fissi al netto delle costruzioni**, il sentiero rimane modestamente positivo: le indicazioni dal lato degli ordini e delle indagini del settore manifatturiero non sono particolarmente negative. Le imprese restano sostenute dal contributo del dollaro debole e dei tassi reali negativi, nonostante la turbolenza dei mercati. Nelle indagini di settore la disponibilità e le condizioni del credito sono solo in debole peggioramento. I circa 40 mld \$ del pacchetto fiscale che scade a fine 2008 potrebbero fare accelerare temporaneamente la dinamica degli investimenti, a scapito della crescita nel 2009.

**Canale estero spinto da differenziali di crescita e cambio: ancora un contributo positivo alla crescita nel 2008**

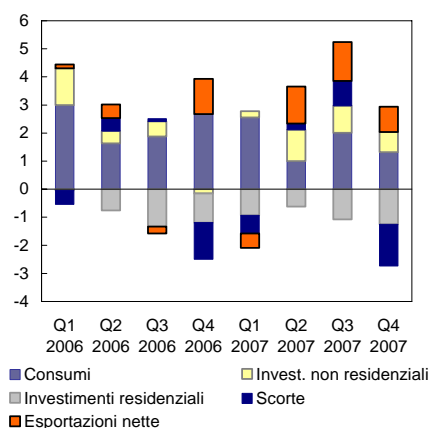
Il **canale estero** è tornato a dare un contributo stabilmente positivo alla crescita del PIL nel 2007 e continuerà a farlo nel 2008. A sostenere il ridimensionamento del deficit commerciale contribuiscono sia un differenziale di crescita negativo fra USA e resto del mondo sia il deprezzamento del cambio, spinto anche dalla politica monetaria aggressiva della Fed. Lo scenario dell'economia mondiale rimane positivo nonostante la crisi americana, con una crescita attesa nel 2008-09 appena sopra il 4%. Il rallentamento atteso per la crescita mondiale quest'anno rispetto al 4,8% stimato per il 2007 è concentrato negli USA e interessa solo molto modestamente i grandi paesi emergenti che sono stati i motori della crescita dello scorso biennio. La previsione per il 2008 vede una dinamica dell'export vicina a quella sostenuta del 2007, a fronte di un ulteriore rallentamento delle importazioni.

**Il resto del mondo cresce più degli USA...**



Fonte: Datastream

**...e attutisce la frenata della domanda domestica**



**Inflazione: a rischio la stabilità delle aspettative**

In un'economia globale in cui il 2008 sarà caratterizzato da crescita in rallentamento e inflazione in accelerazione, gli Stati Uniti sono sicuramente il paese più penalizzato. Dal lato della crescita il rallentamento è sicuramente più marcato che altrove, e le pressioni sui prezzi sono aggravate dal deprezzamento del cambio e da un'espansione monetaria che non si vedeva da 30 anni. Il significativo e duraturo rallentamento della domanda domestica americana nei cicli del passato veniva seguito da un'inversione del trend dell'inflazione. La previsione per il 2008 vede **un'inflazione elevata per gran parte dell'anno**, con un trasferimento persistente degli aumenti dell'inflazione *headline* di fine 2007-inizio 2008 anche sui prezzi *core*. L'inflazione *headline* spinta da petrolio, alimentari e dollaro, rimarrà vicina al 4% per gran parte dell'anno, scendendo al 3,2% a fine 2008. L'inflazione *core* accelererà gradualmente chiudendo il 2008 intorno al 2,7-2,8%, circa un punto percentuale sopra la definizione di stabilità dei prezzi implicita nelle proiezioni macroeconomiche dalla Fed.

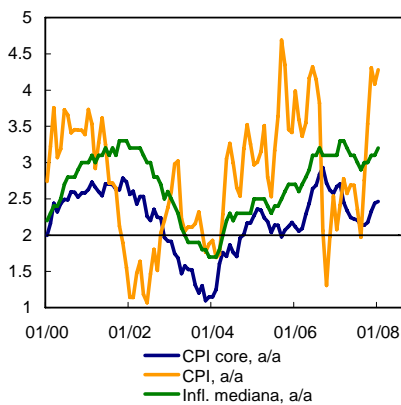


**La politica monetaria sta seminando le basi per l'instabilità dei mercati finanziari del prossimo biennio**

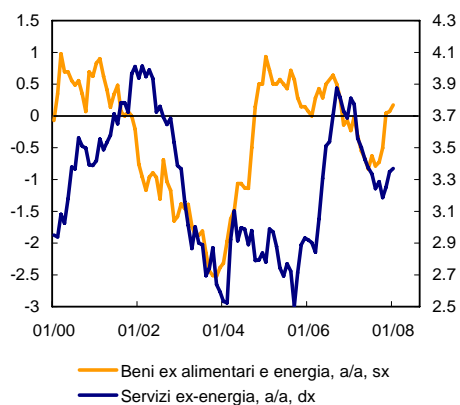
La ripresa dell'inflazione è un fenomeno globale evidente e non risponde al rallentamento di un singolo paese per quanto grande sia. Perciò, in questo ciclo l'inflazione, che non è stata e non è spinta da pressioni da domanda domestica, resterà più elevata più a lungo rispetto ai cicli degli anni '90 in poi. La Fed sta indicando senza esitazione che prima si occuperà dei problemi di crescita e instabilità finanziaria, poi dei prezzi. Come ha detto recentemente Poole, "periodi del passato - e ce ne sono stati negli anni '60 e '70 - in cui le autorità hanno risposto principalmente al problema numero 1 del giorno", cioè la disoccupazione, hanno dato luogo successivamente a "rimpianto per aver agito in quel modo". Per la prima volta dopo l'era Volcker i mercati iniziano a mettere in dubbio la determinazione dalla banca centrale a controllare l'inflazione. Il rialzo delle aspettative di inflazione presente sia nelle indagini presso le famiglie e gli analisti sia implicite nei TIPS è ignorato dalla Fed, che continua ad affermare che le aspettative restano ancorate.

Nonostante i rischi di inflazione riteniamo che la Fed prosegua sul nuovo corso della politica monetaria, molto più aggressivo di quanto mai visto nella storia della banca centrale. Il peggioramento dei dati macroeconomici e gli scricchiolii dai bilanci bancari manterranno i membri del Board sul sentiero di tagli dei tassi determinati come "assicurazione" contro gli eventi con i costi maggiori. Il dissenso resterà un fattore costante anche per le prossime riunioni, alla luce dei rischi sui prezzi visti con maggiore preoccupazione dai presidenti delle Fed regionali. Tuttavia il dissenso non ha frenato la linea dei membri del Board e lo farà ancora meno ora che il rischio della crisi bancaria si è fatto più concreto. Rivediamo ancora verso il basso la previsione del punto di arrivo dei fed funds, con un ulteriore taglio di 50 pb a fine aprile. Con i tassi sui fed funds all'1,75% a fine aprile e l'inflazione al 4%, i tassi reali sarebbero a 2,25%, livello che non si era mai visto dopo la fine degli anni '70.

**Aumenti dei prezzi diffusi: in dubbio la credibilità di un obiettivo sull'inflazione core**



**Trend verso l'alto per beni e servizi**



Fonte: Ecowin



## Previsioni – Stati Uniti

	2007	2008	2009	2007			2008				2009
				2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi 1996, a/a)	2,2	1,4	2,1	1,9	2,8	2,5	2,4	1,6	0,7	1,0	1,7
t/t ann.				3,8	4,9	0,6	-0,5	0,2	2,3	2,6	1,6
Consumi privati	2,8	1,6	1,7	1,4	2,8	1,9	0,2	1,6	3,5	1,8	1,1
Investimenti privati non residenziali	4,8	4,7	2,9	11,0	9,3	6,9	1,0	3,3	2,4	7,0	1,0
Investimenti privati residenziali	-17,0	-20,3	-3,6	-11,8	-20,5	-25,2	-26,6	-19,8	-10,0	-5,0	-2,0
Consumi e inv. pubblici	2,1	2,0	1,3	4,1	3,8	2,2	1,6	1,2	1,2	1,3	1,4
Esportazioni	8,0	7,5	7,1	7,5	19,0	4,8	4,2	7,9	7,8	5,0	6,8
Importazioni	1,9	2,1	3,4	-2,7	4,3	-1,9	3,6	3,6	2,5	3,4	3,5
Var. scorte (contrib., % Pil)	-0,2	0,0	0,0	0,2	0,9	-1,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Partite correnti (% Pil)	-5,5	-5,1	-5,1	-5,5	-5,1	-5,1	-5,2	-5,2	-5,1	-5,0	-4,8
Deficit (% Pil)	-2,0	-2,5	-3								
Debito (% Pil)	62,6	64,4									
CPI (a/a)	2,90	3,90	2,30	2,6	2,4	4,0	4,3	4,0	4,0	3,2	2,5
Produzione Industriale tt%	1,9	1,7	0,4	3,6	3,5	-1,0	2,1	3,2	1,1	-1,1	-2,1
Disoccupazione (%)	4,6	5,2	5,4	4,5	4,7	4,8	4,9	5,2	5,4	5,4	5,5

Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato.

## Fed: interventi a tutto campo per tutelare la stabilità finanziaria

La preoccupazione per la recessione americana, il malfunzionamento dei mercati e il deterioramento dei bilanci bancari continuerà a determinare le mosse di politica monetaria della Fed. **La riunione del FOMC del 18 marzo si è conclusa con un taglio di 75pb per fed funds e tasso di sconto e con una valutazione di rischi verso il basso sulla crescita.** Il voto registra ben due dissensi, di Fisher e Plosser, che avrebbero voluto “un’azione meno aggressiva a questa riunione”. Il differenziale fra tasso di sconto e fed funds si riduce così a 25 pb, poichè il tasso di sconto era stato tagliato di 25 pb il 16 marzo (vedi sezione precedente). Nella valutazione dei rischi si riconosce che la crescita ha ancora rallentato dall’ultima riunione e si mantiene alta la preoccupazione per gli effetti congiunti di mercati finanziari “sotto considerevole stress”, restrizione del credito e contrazione del settore immobiliare. Sui prezzi, rimane l’aspettativa che “l’inflazione si moderi nei prossimi trimestri”, grazie a una stabilizzazione attesa dei prezzi delle materie prime e alla “riduzione delle pressioni sull’utilizzo della capacità produttiva”. Tuttavia i toni del comunicato sono più preoccupati rispetto al passato: si riconosce non solo che l’inflazione è “elevata”, ma anche che l’incertezza sullo scenario dei prezzi è cresciuta e che “alcuni indicatori di aspettative di inflazione sono aumentati”.

Il cambiamento di tono sull’inflazione riflette anche **la profonda spaccatura** all’interno del FOMC riguardo alla strategia di politica monetaria, evidente dai cinque dissensi consecutivi registrati nelle ultime cinque riunioni: non si era mai vista una così lunga serie ininterrotta di dissensi da quando viene pubblicato il registro dei voti. La spaccatura è anche confermata dalla presenza di due dissensi: più di un dissenso è un evento rarissimo (l’ultimo fu nel 2002). Il voto del 18 marzo, in una fase di emergenza sui mercati, è un segnale di opinioni contrarie rispetto alla linea aggressiva del Board, molto forti e diffuse, e probabilmente riflette l’opinione di un ampio numero di membri non votanti del FOMC. Il taglio del tasso di sconto di 50 pb è stato attuato su richiesta di solo tre banche regionali (Boston, New York e San Francisco), quelle i cui presidenti (Rosengren, Geithner e Yellen) sono maggiormente allineati con le posizioni dei membri del Board. Come appariva dai discorsi dei vari presidenti, le altre banche regionali sono molto più preoccupate delle conseguenze sull’inflazione derivanti da tassi reali negativi e dall’enorme deprezzamento del dollaro. La spaccatura del

Comitato non consente quindi di interpretare il taglio di 75 pb, inferiore alle aspettative di mercato, come una tendenza a 'risparmiare munizioni', ma piuttosto come un compromesso fra tesi contrastanti, una orientata ad offrire il massimo stimolo economico possibile per mitigare la recessione, l'altra più orientata a obiettivi di medio termine.

La posizione dei membri dissenzienti è ben riassunta da un recente commento di Poole (il cui mandato di presidente della St Louis Fed è scaduto a marzo): è successo spesso in passato che, dopo essersi concentrati esclusivamente sul "problema n. 1" del giorno, si rimpiangono poi amaramente le conseguenze di decisioni che hanno trascurato il problema apparentemente meno pressante, cioè l'inflazione. Fino ai primi anni 2000, il trend mondiale dei prezzi era caratterizzato da una generalizzata disinflazione, che aveva portato a una convergenza verso il basso dei tassi di inflazione di tutte le aree economiche. L'analisi economica non è in grado di determinare se la disinflazione degli anni '90 è il risultato della globalizzazione o delle politiche monetarie. Sicuramente entrambi i fattori hanno lavorato nella stessa direzione rafforzandosi a vicenda. Nel ciclo attuale questi due elementi si rinforzano di nuovo a vicenda, ma nella direzione opposta. I dati degli ultimi anni mostrano che il trend in calo dell'inflazione mondiale è storia: in tutte le aree, sia industrializzate sia emergenti, l'inflazione è in ripresa. Su base mondiale questo è uno shock da domanda, che determina una ripresa della crescita dei prezzi al consumo ma anche un'accelerazione della crescita dei prezzi delle commodity. Se lo shock è permanente, per i paesi consumatori di materie prime l'aumento dei prezzi di energia e alimentari richiede una redistribuzione di risorse a favore dei paesi produttori se l'inflazione aggregata deve rimanere stabile. Questa è la posizione generale della BCE per esempio, ma non è quella della Fed.

**Le politiche monetarie a livello mondiale variano oggi molto più che nell'ultimo ciclo.** Il risultato è che il differenziale dei tassi, effettivi e attesi, aumenta il **deprezzamento del dollaro** e delle valute agganciate al dollaro, esacerbando i **rischi locali di inflazione**. Questo risultato è evidente dai dati dell'inflazione americana. Il deprezzamento del dollaro sta filtrando in modo marcato sui prezzi alle importazioni, in aumento del 13,8% a/a a febbraio, il massimo da quando esiste la serie. L'inflazione importata dalla Cina è passata in territorio positivo a partire da metà 2007, dopo essere stata negativa dal 2004 (inizio della serie). La presenza di ampi margini per le imprese e la volontà di mantenere quote di mercato aveva limitato il trasferimento dell'inflazione importata negli USA ("Exchange Rate Pass-Through to Export Prices", R. Vigfusson, et al., International Finance Discussion Papers, 2007-902, Federal Reserve), ma la diffusione del deprezzamento del dollaro e l'aumento dell'inflazione nei principali paesi esportatori si manifesta ormai chiaramente nella svolta dei prezzi all'import.

Il disagio di una parte consistente del FOMC di fronte alla politica monetaria super-aggressiva degli ultimi sei mesi, insieme all'ormai bassissimo livello dei tassi di intervento, rende probabile che i tagli dei tassi siano quasi finiti. Prevediamo, come il mercato, **un altro taglio di 50 pb a fine aprile, ma riteniamo anche che dopo il secondo trimestre la frangia dissenziente all'interno del Comitato pretenda di aspettare a vedere gli effetti dei tagli prima di attuare altri interventi**. Come ha detto Plosser, "ignorare la stabilità dei prezzi in periodi di debolezza economica rischia di minare la nostra capacità di raggiungere la crescita economica nel lungo termine; (e) crea il rischio di (...) ricorrenti cicli *boom/bust*".

## Area Euro: crescita sotto trend nel biennio in corso. BCE verso un'inversione di rotta

Anna Maria Grimaldi

[anna.grimaldi@intesanpaolo.com](mailto:anna.grimaldi@intesanpaolo.com)

Paolo Mameli

[paolo.mameli@intesanpaolo.com](mailto:paolo.mameli@intesanpaolo.com)

■ I rischi che indicavamo alla fine dello scorso anno per la crescita Area Euro si stanno materializzando, sia pure in misura diversa.

■ Tagliamo di mezzo punto, rispetto a tre mesi fa, la nostra stima sul Pil medio Area Euro nel 2008, all'1,5%. Nel 2009, vediamo un rimbalzo solo marginale, all'1,6%. Non solo l'export è a rischio, ma anche la domanda domestica.

■ L'incertezza e la crisi sul credito potranno spingere le imprese a rimandare le decisioni di investimento. I consumi risentono dell'erosione di potere d'acquisto. A ciò si aggiunge il rischio di contrazione degli investimenti in costruzioni in alcuni Paesi minori.

■ Lo shock sui prezzi delle materie prime si è rivelato più persistente del previsto e ha spinto l'inflazione a febbraio sui massi 3,3%aa da quando l'euro ha avuto inizio. Rivediamo al media 2008 al 3,0% da un precedente 2,6%a/a

■ Nel corso del 2009 per effetto del graduale rientro dei prezzi delle materie prime e di minori pressioni domestiche su scia del rallentamento ciclico stimiamo che l'inflazione possa tornare verso la soglia di tolleranza BCE.

■ Uno scenario di crescita al di sotto del potenziale di più di mezzo punto per due anni dovrebbe contribuire ad eliminare le pressioni sulla dinamica dei prezzi al consumo e aprire la strada ad un'inversione di rotta della politica monetaria.

■ Rivediamo quindi il punto di arrivo per i tassi BCE al 3,25% a fine 2008 un ulteriore ritocco al 3,0% potrebbe aversi nella prima metà del 2009.

■ Ci aspettiamo che la BCE adotti toni più morbidi già dalla riunione di aprile. A giugno si vedrà una revisione alle previsioni di crescita aprendo la strada ad un taglio dei tassi già per quella data. Tuttavia, non è da escludere che la BCE voglia aspettare l'estate per accertarsi che il rallentamento prenda piede.

### Previsioni – Area Euro

	2007	2008	2009	2007			2008				2009
				2	3	4	1	2	3	4	1
Pil (prezzi costanti, a/a)	2.6	1.5	1.6	2.4	2.6	2.2	1.8	1.7	1.2	1.2	1.2
- t/t				0.3	0.7	0.4	0.4	0.3	0.2	0.4	0.4
Consumi privati	1.4	1.2	1.3	0.6	0.5	-0.1	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
Investimenti fissi	4.8	2.4	2.6	0.0	1.2	0.8	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
Consumi pubblici	2.1	1.1	1.6	0.2	0.7	-0.1	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
Esportazioni	5.9	2.7	3.3	0.8	2.1	0.5	0.8	0.0	0.0	0.9	1.0
Importazioni	5.2	3.1	3.5	0.3	2.5	-0.4	1.1	0.6	0.6	1.0	0.7
Var. scorte (contrib., % Pil)	-0.1	0.2	0.0	-0.3	0.2	-0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	-0.1
Partite correnti (% Pil)	0.2	-0.3	-0.2	0.3	0.4	-0.2	-0.6	-0.5	0.2	-0.2	-0.3
Deficit pubblico (% Pil)	-1.0	-1.1	-1.0								
Debito pubblico (% Pil)	66.9	65.7	65.8								
Prezzi al consumo (IPCA,a/a)	2.1	3.0	2.2	1.9	1.9	2.9	3.3	3.1	3.2	2.6	2.3
Produzione industriale (a/a)	3.4	1.9	1.8	0.5	1.5	0.2	0.9	-0.5	0.4	1.1	1.3
Disoccupazione (ILO, %)	7.4	7.1	7.2	7.5	7.4	7.2	7.0	7.0	7.1	7.1	7.2
Euribor 3 mesi	4.28	4.07	3.12	4.2	4.8	4.7	4.52	4.05	3.67	3.41	3.16

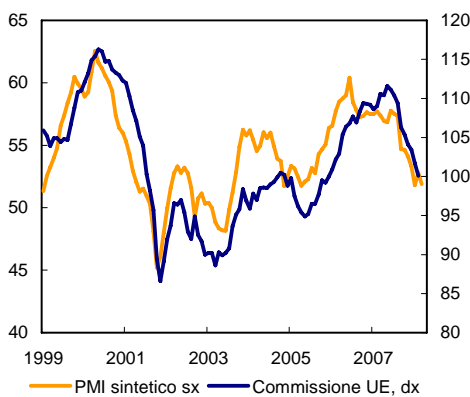
Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato.

**I rischi sulla crescita che indicavamo a dicembre si stanno materializzando**

Alla fine dello scorso anno indicavamo cinque principali rischi sulla crescita per l'Area dell'Euro: **1) recessione USA**; in caso di crescita americana nel 2008 pari a 0,5% (che equivarrebbe ad una recessione assai severa), indicavamo un possibile impatto di 4 decimi di punto sul Pil Area Euro; **2) ritorno di tensioni sul mercato monetario**: nell'ipotesi di un tasso Euribor a 3 mesi che tornasse sui massimi di dicembre (5%) e vi restasse per tutto l'anno, indicavamo un impatto negativo di due decimi sulla crescita; **3) calo del 20% dei prezzi di Borsa nel 2008** (ne sarebbero derivati due decimi in meno di crescita); **4) apprezzamento dell'euro** (a 1,50 contro dollaro per tutto il 2008, il che avrebbe sottratto un decimo di punto rispetto allo scenario base); **5) prezzo del petrolio a 100\$ per tutto l'anno (che avrebbe sottratto uno 0,1% al Pil).**

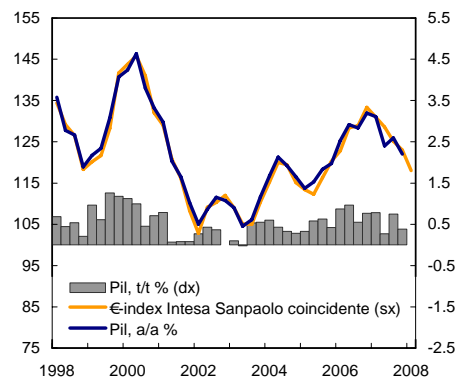
**Tutti questi rischi si stanno materializzando, sia pure in misura diversa.** La probabilità di una recessione negli Stati Uniti è decisamente salita. Continuiamo a credere che essa non sarà così severa da portare il Pil Usa nel 2008 sotto l'1%, ma essa sta portando con sé due spiacevoli corollari: il rischio di rilevanti fallimenti bancari e il rischio che il rallentamento economico sia più prolungato di quanto stimato inizialmente e che dunque, dopo il temporaneo sollievo ai consumi derivante dai rimborsi fiscali (che sosterranno la crescita in particolare nel terzo trimestre), si possa assistere a una rinnovata debolezza a cavallo tra fine 2008 e inizio 2009. Il mercato monetario è tornato a mostrare tensioni, con il tasso Euribor a 3 mesi che, dopo essere sceso dal 5% di metà dicembre al 4,35% un mese dopo, è da allora tornato a salire ed è oggi tornato sopra il 4,7%. Le principali Borse europee hanno subito forti perdite, facendo segnare finora nel 2008 un calo pari a circa il 20%. Il cambio euro/dollaro ha anche superato la soglia di 1,50, e nel nostro scenario centrale incorporiamo oggi proprio 1,50 come valore medio per il 2008 (ipotizzando per fine anno un rientro dall'1,55 attuale). Infine, il petrolio ha anch'esso raggiunto la soglia indicata (100\$ al barile). **In sintesi, tenendo conto dell'entità in cui tali rischi si sono finora verificati (che, nel caso dei primi due "scenari avversi", è inferiore rispetto alle simulazioni fatte a dicembre), stimiamo che ciascuno dei cinque rischi indicati possa sottrarre circa un decimo di punto al Pil Area Euro nel 2008. Ciò giustifica un taglio di mezzo punto della nostra previsione: stimiamo un Pil medio AE all'1,5% nel 2008 dal 2% di tre mesi fa.**

**Fig. 1 – Si accentua il calo della fiducia**



Fonte: Ntc Research, Commissione Europea

**Fig. 2 - L'€index segnala una crescita sotto il 2%**



Fonte: Ntc Research, IFO, ISM, Commissione Europea, elaborazioni Intesa Sanpaolo

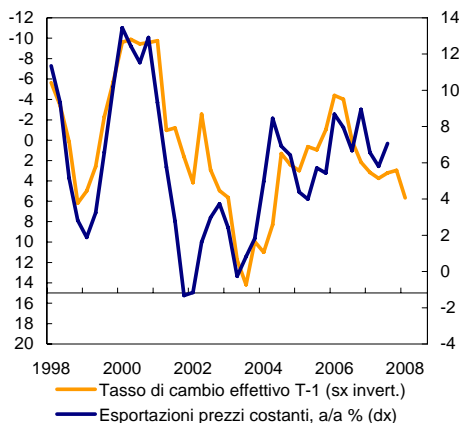
### I canali del contagio della crisi americana

Riteniamo che il sistema bancario nell'Eurozona sia solido. Le banche della *core Europe* hanno comunicato nelle loro trimestrali svalutazioni dovute a perdite sui crediti di entità assai modesta e non paragonabile non solo alle banche americane ma nemmeno alle banche d'affari inglesi e svizzere. Certamente la crisi in corso ha un impatto sulla liquidità delle banche e sul costo di accedere al mercato per il finanziamento. **Ma riteniamo che, a differenza che negli Stati Uniti, i rischi di insolvenza o di fallimenti di banche nell'Eurozona sia assai limitato.**

**Piuttosto, i canali di contagio della crisi in corso per l'Area Euro sono rappresentati da: 1) rischi di tenuta dell'export;** tali rischi derivano sia dal già avviato rallentamento della domanda mondiale – gli USA hanno già visto le loro importazioni calare in due degli ultimi tre trimestri (l'ultimo periodo di calo prolungato dell'import USA fu tra fine 2000 e fine 2001) ed anche la domanda dall'Asia e dall'Est Europa, pur rimanendo vigorosa, sembra offrire minor supporto – sia dall'impatto, che dispiegherà in pieno i suoi effetti con un ritardo di qualche trimestre, della recente accelerazione nell'apprezzamento del cambio; abbiamo perciò rivisto a -0,1% da zero il contributo del commercio con l'estero alla crescita Area Euro nel 2008; **2) un aumento dei rischi sulla domanda interna,** che giustifica la maggior parte del taglio della stima di crescita. Il minor vigore della domanda interna è dovuto all'effetto-contagio dagli USA sugli indici di fiducia degli operatori economici, e soprattutto al fatto che le condizioni finanziarie anche (e soprattutto) in Europa sono diventate decisamente più restrittive, a causa della salita dei tassi sul mercato monetario e dei corporate spread (e in generale degli spread sui mercati periferici) oltre che del calo dei mercati azionari.

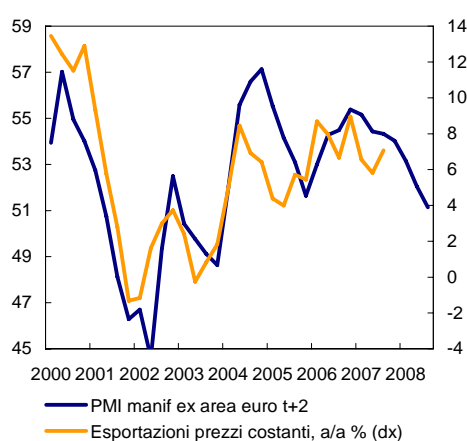
**In sintesi, sull'onda di un impatto sia sul canale estero che sulla domanda interna, si sta materializzando lo scenario di rischio che avevamo indicato nella pubblicazione di dicembre, che vedeva un Pil 2008 rallentare all'1,5%. In particolare siamo meno ottimisti sull'andamento nella seconda metà dell'anno,** in quanto il prolungarsi della debolezza negli USA e della crisi finanziaria collegata sposta in avanti il momento della ripresa anche per l'Area Euro, che avverrà con tutta probabilità solo nella seconda parte del 2009.

**Fig. 3 - Il PMI globale segnala che aumentano i rischi sulla domanda**



Fonte: NTC, Eurostat e elaborazioni Intesa Sanpaolo. Nota: Il PMI resto del mondo è la media pesata degli indici PMI manifatturieri esistenti esclusa l'area euro. I pesi sono le quote di esportazioni dell'area euro verso ciascuno dei paesi inclusi nell'indice

**Fig. 4 – Si accentua l'apprezzamento del cambio effettivo e aumentano i rischi sull'export**



Fonte: NTC, Eurostat e elaborazioni Intesa Sanpaolo

## Un percorso a ostacoli per la crescita nel corso dell'anno

**Il sentiero per la crescita del Pil nel corso dell'anno potrà risultare piuttosto irregolare. Il primo trimestre dovrebbe risultare ancora abbastanza positivo** (non ci aspettiamo una decelerazione rispetto allo 0,4%/t di fine 2007), grazie al rimbalzo messo a segno a inizio anno sia dalla produzione industriale in tutti i principali Paesi che dai consumi in particolare in Germania. La domanda domestica sosterrà dunque la crescita pur in presenza di un probabile minor impulso dal canale estero, che a fine 2007 aveva dato un contributo assai positivo (senza il quale il Pil avrebbe registrato una crescita zero) non grazie alla crescita delle esportazioni (anzi in frenata a 0,5%/t da 2,1%/t) ma grazie al calo delle importazioni (-0,4%/t da +2,5%/t). Già alla fine dell'anno scorso dunque i flussi commerciali non erano stati mai così deboli da quasi tre anni. I dati di gennaio sul commercio con l'estero hanno evidenziato un deciso rimbalzo (+7,4%/m/m) sia per l'import che per l'export. **Le indicazioni provenienti dall'Euro-Index coincidente di Intesa Sanpaolo sono coerenti con una crescita ancora soddisfacente (0,4%/t) nel primo trimestre dell'anno.**

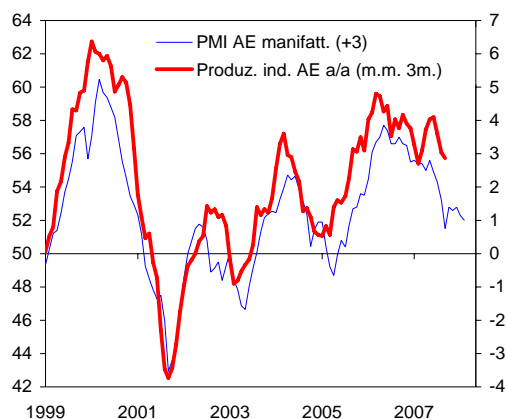
**L'attività economica dovrebbe però tornare ad indebolirsi nei mesi primaverili**, come segnalano gli indici anticipatori: il PMI composito, che anticipa di 3 mesi l'andamento del Pil con una correlazione vicina al 90%, dovrebbe toccare un punto di minimo proprio tra gennaio ed aprile, facendo del secondo trimestre dell'anno quello più a rischio per la crescita.

Un rimbalzo dovrebbe poi evidenziarsi nei mesi estivi, sulla scia del sostegno che verrà ai consumi americani e quindi alla domanda di prodotti europei dai rimborsi fiscali che sono attesi proprio nel terzo trimestre esplicitare il massimo degli effetti sulla spesa. Successivamente, una rinnovata debolezza dovrebbe manifestarsi a fine anno, quando tra l'altro si esplicheranno massimamente gli effetti in termini di perdita di competitività che seguono (nelle nostre stime, con un ritardo di quasi un anno) l'apprezzamento del cambio. Il taglio della nostra stima sul Pil medio Area Euro 2008 deriva proprio da una revisione al ribasso delle stime sulla crescita del PII nella seconda metà dell'anno, anche in conseguenza del fatto che la crescita americana, dopo il temporaneo supporto offerto dal pacchetto fiscale, potrebbe successivamente incorrere in un *double-dip*.

**Nel complesso, non ci sono più a nostro avviso le condizioni per uno sganciamento del ciclo europeo da quello statunitense. Infatti, storicamente negli ultimi decenni tutte le fasi di svolta del ciclo americano (particolarmente in caso di recessione) sono state seguite, pur con ritardi temporali variabili, da movimenti nella stessa direzione del ciclo europeo. Nel ciclo attuale, nonostante la minor rilevanza del canale commerciale come meccanismo di trasmissione vista la crescita degli scambi con i Paesi emergenti, il contagio è avvenuto tramite il canale finanziario in quanto la stretta integrazione tra i sistemi finanziari sulle due sponde dell'Atlantico fa sì che la crisi sul mercato dei crediti e il rischio di fallimenti bancari negli USA non possano non avere ripercussioni anche al di qua dell'Oceano.**

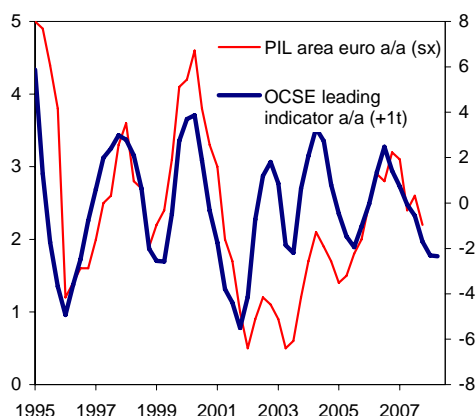
**I principali indici coincidenti e anticipatori (oltre all'Euro-Index Intesa Sanpaolo, gli indicatori dell'OCSE) sono concordi nel segnalare che il rallentamento del ciclo nell'Eurozona è iniziato a fine 2006 e proseguirà almeno fino a metà 2008. Tuttavia, tali indicatori segnalano che la crescita non scenderà sotto l'1,5%.**

**Fig. 5 – C'è ancora *downside* per l'attività industriale**



Fonte: Ntc, Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 6 – L'indice anticipatore dell'OCSE segnala che il ciclo è destinato a rallentare**



Fonte: OCSE, Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Dove andrà la crescita nel 2009?

**Più importante dell'evoluzione di breve termine, soprattutto con riferimento alle conseguenze richieste in termini di politica monetaria, ci appare la direzione di medio termine. La questione centrale dello scenario macroeconomico nell'Area dell'Euro è: dopo il rallentamento di circa un punto della crescita nel 2008, si assisterà a un significativo recupero nel 2009 o la crescita rimarrà significativamente al di sotto del potenziale?**

**Pur attribuendo una probabilità assai modesta ad una recessione per l'Area dell'Euro nell'orizzonte di previsione, ci sentiamo di sposare al momento la seconda tesi.** Al fine di stimare la crescita nel 2009 sulla base delle determinanti di medio termine e non di indicatori di breve termine (quali sono gli indici di fiducia), abbiamo costruito un semplice modello econometrico strutturale (*top-down*) per spiegare la crescita media annua del Pil AE. Sulla base dei dati degli ultimi dieci anni, **la crescita economica nell'AE può essere spiegata ricorrendo a tre variabili fondamentali: 1) la politica monetaria; 2) la crescita mondiale; 3) la dinamica del tasso di cambio dell'euro.** È interessante notare come le variabili di politica fiscale (abbiamo provato a inserire nel modello sia il saldo di bilancio che il saldo corretto per il ciclo) non emergano come variabili fondamentali per spiegare la crescita del Pil nell'Area Euro. Ne deriverebbe che l'allentamento fiscale in atto in due delle tre principali economie della regione (Germania e Italia) avrebbe effetti limitati sull'attività economica.

Per quanto riguarda la politica monetaria, la variabile più affidabile per formulare previsioni sul PIL AE sembra essere il tasso di crescita dell'aggregato M3 reale (M3 a/a al netto dell'IACP), che pare più efficace dei tassi d'interesse (o dello spread sui tassi d'interesse) nel catturare gli effetti della leva monetaria sull'attività economica. La dinamica dell'aggregato ampio M3 in effetti fa da anello di congiunzione tra la politica monetaria e il ciclo, quindi è sensato ricavare che la politica monetaria della BCE abbia un impatto sulla crescita soprattutto se impatta la crescita dell'offerta di moneta (e dei prestiti in particolare). In tal senso, finché la crescita dell'offerta di moneta rimane vivace, la BCE avrebbe buon gioco nel non essere eccessivamente preoccupata per il rallentamento della crescita. Solo in presenza di una decisa frenata della moneta si materializzerebbero rischi in questa direzione.



La seconda variabile dalla quale pare dipendere la crescita economica dell'AE è la crescita mondiale. Oltre al PIL mondiale, risulta significativa tra le variabili indipendenti, la crescita del Pil USA (nel modello, con un ritardo di un anno), non solo in quanto principale partner commerciale ma in virtù della stretta integrazione tra i sistemi finanziari delle due maggiori aree mondiali.

L'ultima variabile per chiudere il modello è il tasso di cambio. La scelta migliore per garantire semplicità e significatività è considerare il cambio dell'euro rispetto al dollaro USA (un cross rate utile per spiegare l'andamento del commercio non solo con gli Stati Uniti ma con tutti gli altri Paesi le cui valute sono direttamente o indirettamente collegate al biglietto verde). Abbiamo scelto di inserire nel modello il tasso di crescita annua del cambio EUR/USD. Sarebbe stato più opportuno il tasso di cambio reale effettivo dell'euro, ma la scelta è dettata da criteri di semplicità e dalla maggiore affidabilità delle previsioni sul cambio euro/dollaro che non sul cambio reale effettivo.

Il modello è utile a nostro avviso per anticipare l'evoluzione della crescita non nel breve ma nel medio termine. **Guardando al 2009, incorporando le nostre stime sul Pil USA e mondiale e sul tasso di cambio e ipotizzando un rallentamento di M3 reale dall'8,2% attuale al 6,2%, il tasso di crescita medio annuo del Pil reale dovrebbe risultare pari all'1,6% nel 2009 ovvero in recupero solo marginale rispetto all'1,5% da noi stimato per il 2008.**

### **L'incertezza e la crisi sul credito frenano gli investimenti delle imprese**

**I segnali di rallentamento della domanda interna per le economie dell'Area Euro appaiono sinora relativamente contenuti.** La produzione industriale ha frenato decisamente a fine 2007, soprattutto in alcuni Paesi come Italia e Spagna, salvo recuperare parzialmente a inizio 2008. **Il recupero dell'output a inizio anno segnalerebbe che la frenata precedente potrebbe essere stata dovuta al fatto che le imprese, data la situazione di crescente incertezza sulla futura evoluzione della domanda, abbiano scelto di intaccare le scorte piuttosto che di incrementare la produzione. Le imprese infatti continuano ad attendersi un'espansione dei piani di produzione.** La *survey* di gennaio della Commissione europea sui piani di investimento delle imprese mostra che le aziende intendevano ridurre in misura non drammatica gli investimenti. Anzi si nota che, a fronte di un taglio degli investimenti per la sostituzione della capacità produttiva e per la razionalizzazione degli impianti, le imprese puntano invece ad aumentare la capacità esistente.

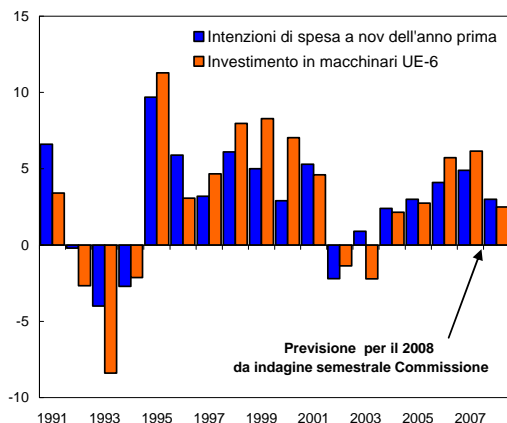
**Un altro segnale che le imprese potrebbero ritenere l'attuale situazione di crisi come transitoria è che esse continuano a segnalare aspettative di incremento dei livelli occupazionali,** soprattutto in Germania. Infine, le indicazioni delle imprese in merito agli ordini dall'estero hanno fatto segnare un deterioramento tutto sommato limitato. Ciò si spiega probabilmente col fatto che le imprese europee stanno mantenendo una discreta crescita delle esportazioni verso i Paesi emergenti.

**In prospettiva, la crescita degli investimenti dovrebbe ridimensionarsi, sulla scia del minor traino dall'export e del maggior costo del capitale; il rischio è che, al protrarsi dell'attuale crisi, le imprese, in un quadro di minore disponibilità di credito bancario, rimandino i piani di investimento. D'altra parte, il mantenimento di una redditività delle imprese più che accettabile e l'impostazione moderatamente espansiva sia della politica monetaria (il tasso refi deflazionato per i prezzi al consumo è allo 0,7%) che della politica fiscale (l'allentamento della leva fiscale in atto nei principali Paesi include importanti incentivi agli investimenti) impediranno un "hard landing" della**



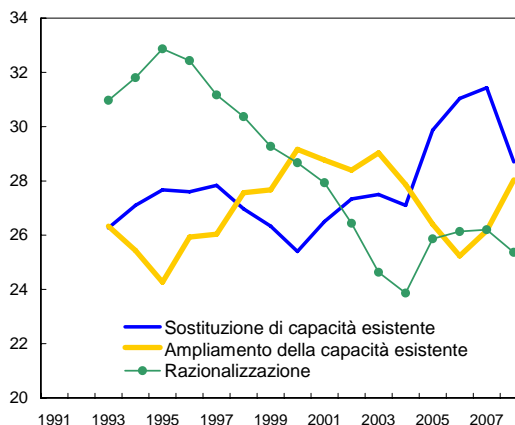
**spesa in conto capitale delle imprese.** In sintesi, vediamo gli investimenti fissi crescere del 2,4% quest'anno (la metà che nel 2007) e del 2,6% il prossimo.

**Fig. 7 – Le imprese segnalano un rallentamento ma non un crollo degli investimenti...**



Fonte: "Investment survey" Commissione Europea, previsioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 8 – ... precisando anzi di voler ampliare la capacità esistente**



Fonte: "Investment survey" Commissione Europea

### Il mercato immobiliare europeo seguirà le sorti di quello americano?

A ciò occorre aggiungere che in alcuni Paesi è probabile una contrazione degli investimenti in costruzioni, anche se i rischi di recessione nel settore sono a nostro avviso limitati ai Paesi periferici e il contagio verso i Paesi core appare piuttosto improbabile. Non ci sono infatti segnali, per il complesso dell'Eurozona, di un sostanziale deterioramento nella capacità delle famiglie di far fronte al servizio del debito, per la quale l'evoluzione del mercato del lavoro rimane la determinante principale, assai più dell'evoluzione dei prezzi immobiliari.

Il caso spagnolo in particolare potrebbe replicare, sia pure in scala inferiore, le dinamiche del mercato immobiliare viste negli Stati Uniti. In Spagna i prezzi delle case mantengono per ora un tasso di crescita positivo (4,8%a/a a fine 2007), ma in deciso rallentamento dai picchi visti in precedenza (18,5% a fine 2003); i mutui a tasso variabile costituiscono il 90% dei mutui totali; le costruzioni hanno contribuito per l'11% alla crescita del Pil e per più del 20% alla crescita degli occupati dal 2000. Prevediamo una contrazione superiore all'1% sia nel 2008 che nel 2009 per gli investimenti in costruzioni residenziali in Spagna, dopo il tasso di crescita medio vicino al 7% registrato dal 2000 al 2007.

L'altro Paese che ci sembra maggiormente a rischio è l'Irlanda, dove già si è verificato un calo dei prezzi delle case nel 2007 (del 7%), dove la percentuale dei mutui a tasso variabile sui mutui totali è superiore al 90% e dove le costruzioni ammontano al 9% del Pil e hanno contribuito alla creazione di un quarto dei nuovi posti di lavoro dal 2000 ad oggi.

In generale, un rallentamento degli investimenti in costruzioni per l'intera Area dell'Euro è coerente con, dal lato dell'offerta, il deciso peggioramento del clima di fiducia delle imprese edili, e, dal lato della domanda, il significativo rallentamento dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di un'abitazione.

La stessa BCE nel bollettino mensile di Febbraio<sup>1</sup> nota che **già nel 2007 si è avviato un processo di rallentamento dei prezzi immobiliari che riflette principalmente la minor vivacità della domanda**. Infatti un indice di “*housing affordability*”, costruito come rapporto tra reddito disponibile delle famiglie e prezzi immobiliari, segnala un deciso rallentamento nel 2007, riflettendo principalmente la crescita del denominatore negli ultimi anni; di più, se al denominatore si assume non il prezzo delle casa media ma il reddito necessario per l'acquisto alle vigenti condizioni di credito, tale indicatore segnala che già nel 2007 si è verificato un deterioramento nella capacità di accesso al mercato immobiliare delle famiglie. Le indicazioni dal lato della domanda (il minor ricorso ai mutui) e dell'offerta (il calo dei permessi edili segnalato dall'indice Eurostat) segnalano che la moderazione degli indici di attività e dei prezzi nel settore immobiliare continuerà nel 2008.

**Le variazioni dei prezzi immobiliari impattano la crescita secondo diversi canali:**

- 1) l'incentivo o disincentivo all'apertura di nuovi cantieri;** da questo punto di vista, il Paese maggiormente a rischio ci sembra ancora la Spagna, dove il mercato immobiliare ha contribuito per l'11% al Pil nel 2007;
- 2) l'effetto-ricchezza sui consumi;** da questo punto di vista i Paesi più a rischio sono quelli con la maggiore percentuale di proprietari e cioè Spagna (85%), Irlanda (78%) e Belgio (72%), quelli più al sicuro sono proprio i più grandi Paesi (Germania 39% e Francia 58%); a questo riguardo occorre ricordare comunque che l'elasticità di breve termine dei consumi europei alla variazione dei prezzi immobiliari è piuttosto contenuta e assai lontana dal caso americano: le stime di Iacoviello<sup>2</sup> segnalano un'elasticità per l'Area Euro pari al 7%, quelle di Eschenbach e Schknecht<sup>3</sup> segnalano un'elasticità non significativa per Germania e Italia e del 5% in Francia, contro il 16% negli Stati Uniti;
- 3) l'effetto di leva finanziaria derivante dalla possibilità di trarre potere d'acquisto dalla variazione di valore degli assets** su cui ci si indebita; questo meccanismo, che caratterizza tipicamente il mercato dei mutui negli USA, riguarda nell'Area Euro secondo la BCE<sup>4</sup> solo una minoranza di Paesi come Danimarca, Olanda e Portogallo;
- 4) l'effetto sul reddito disponibile delle famiglie della variazione del costo del debito;** in tal senso i Paesi maggiormente a rischio sono quelli dove il debito delle famiglie è maggiore e cioè Olanda (246%), Irlanda (141%) ma anche Germania e Spagna (107%); la media Eurozona resta comunque ben al di sotto di quella americana (135%).

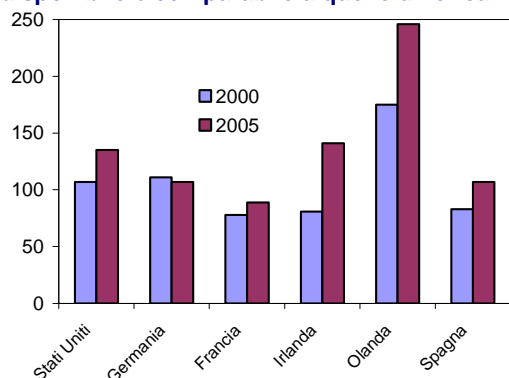
<sup>1</sup> “Recent developments in Euro Area residential property prices”, *ECB Monthly Bulletin*, February 2008.

<sup>2</sup> M. Iacoviello, “House prices, borrowing constraints and monetary policy in the business cycle,” *Boston College*, 2002.

<sup>3</sup> “Asset prices and fiscal balances” (Eschenbach, Schknecht), *ECB Working Paper Series No 141*, 2002.

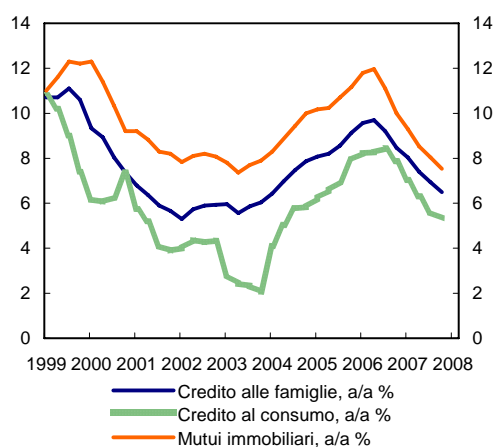
<sup>4</sup> “Structural Factors In The Eu Housing Markets”, *ECB*, March 2003

**Fig. 9 – In alcuni Paesi europei l'indebitamento delle famiglie in percentuale del reddito disponibile è comparabile a quello americano**



Fonte: OCSE

**Fig. 10 – Il minor ricorso ai mutui accentua i rischi per il mercato immobiliare**



Fonte: BCE

### La salita dell'inflazione, più che la crisi finanziaria, pesa sui consumi

Sui consumi finali delle famiglie, più che gli sviluppi della crisi internazionale, pesa al momento la perdita di potere d'acquisto legata ai rincari dei prodotti energetici e alimentari. Il punto è che la fiammata inflazionistica è intervenuta in un momento in cui: **1) l'occupazione stava registrando importanti progressi senza innescare tuttavia significativi incrementi salariali.** Infatti i salari reali, dopo essere scesi per breve tempo in territorio negativo a inizio 2005, sono da allora risaliti fino a fine 2007, rimanendo però sotto l'1% ovvero meno della metà dei picchi registrati tra il 2000 e il 2002. L'ipotesi di una dinamica salariale più robusta stava cominciando a prendere corpo prima dell'attuale crisi, ma gli sviluppi più recenti allontanano tale prospettiva; **2) le politiche fiscali si stavano muovendo in senso anti-ciclico:** il biennio 2006-2007 è stato caratterizzato da un deciso consolidamento fiscale, specie in due Paesi: Germania e Italia. Anche in questo caso, la crisi è intervenuta nel momento in cui stava cominciando a prospettarsi, in particolare in quei due Paesi, la possibilità di un alleggerimento del carico fiscale sulle famiglie; anche in questo caso, l'arrivo della crisi mette in dubbio tali sviluppi.

**In sintesi, il punto è che, già prima dell'attuale crisi, la ripresa congiunturale partita dalle esportazioni aveva contagiato solo parzialmente la domanda interna e, in particolare in Germania, aveva stimolato gli investimenti delle imprese senza intaccare significativamente la debolezza dei consumi. Dunque, tenuto conto della viscosità dei consumi delle famiglie in Europa, e in Germania in particolare<sup>5</sup>, e dei rischi intervenuti successivamente ovvero i rincari delle materie prime e gli effetti potenziali della stretta del credito, segnala la possibilità di un ulteriore rallentamento dei consumi nel 2008, stimiamo all'1,2% dall'1,4% del 2007. Per il 2009 ci aspettiamo solo un marginale recupero, all'1,3%.**

<sup>5</sup> "International evidence on sticky consumption growth" (C. D. Carroll, J. Slacalek, M. Sommer), ECB Working Paper Series No 886 / March 2008.

### Aumenta la dispersione tra Paesi e tra settori

Negli ultimi mesi sembra aumentata la dispersione fra gli andamenti economici tra Paesi e tra settori. In sintesi si può dire che **Germania e Francia (l'una supportata dalla persistente vivacità dell'export e l'altra dalla tenuta della domanda interna) stanno performando assai meglio di Italia e Spagna**; ciò è vero sia guardando ai dati reali (in particolare sulla produzione industriale), sia in chiave prospettica se si guarda all'evoluzione recente degli indici di fiducia (in particolare i PMI segnalano contrazione dell'attività in Italia e Spagna e una discreta espansione in Germania e Francia). È aumentata anche la dispersione tra settori: **particolarmente a rischio risultano il comparto finanziario e quello immobiliare** (ancora, soprattutto in Italia e Spagna) mentre il settore non finanziario e industriale rimane in buona forma, in particolare in Germania se si guarda ai recenti risultati dell'indagine IFO. L'industria potrebbe comunque evidenziare nel prosieguo dell'anno una maggiore debolezza rispetto ai servizi non finanziari, in quanto maggiormente esposta agli effetti dell'apprezzamento del tasso di cambio. Rispetto a tre mesi fa, abbiamo tagliato le stime di mezzo punto (dall'1,9% all'1,4%) per la Germania; di tre decimi per la Francia (dall'1,8% all'1,5%) e abbiamo più che dimezzato la stima per l'Italia (dall'1,2% allo 0,5%) mentre la previsione per la Spagna è anzi stata rivista verso l'alto di un decimo (dal 2,5% al 2,6%); la Spagna è però l'unica fra le principali economie per cui ci aspettiamo un ulteriore rallentamento nel 2009.

### La tenuta del mercato del lavoro protegge contro il rischio-recessione

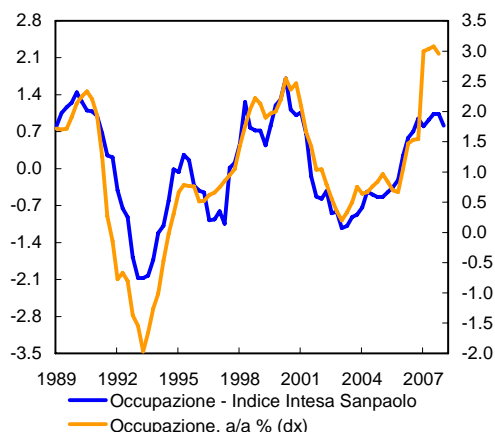
**Non ci sentiamo, per l'Area Euro nel suo insieme, di sposare l'ipotesi di una recessione (anche se rischi in tal senso potrebbero sfiorare singoli Paesi come l'Italia, la Spagna, l'Irlanda). La più grande differenza del ciclo Area Euro rispetto a quello USA sta al momento, guardando ai fondamentali più che alla crisi finanziaria in corso, nel mercato del lavoro.** Infatti negli Stati Uniti l'occupazione ha iniziato a rallentare già due anni fa in termini di variazione annua ed è scesa in territorio recessivo (media a 3 mesi negativa) da febbraio. Nell'Area Euro, la variazione annua dell'occupazione ha toccato un picco solo a settembre 2007 e da allora non ha rallentato in misura significativa. Anzi come detto le imprese segnalano di non voler ridurre significativamente gli organici. **L'indice Intesa Sanpaolo sull'occupazione segnala la possibilità di un minor vigore del mercato del lavoro già nel corso del 2008, ma non prospetta la possibilità di un calo degli occupati.**

Si nota comunque che nei due Paesi più in difficoltà nell'attuale ciclo, ovvero Spagna e Italia, il mercato del lavoro sta già dando segnali di indebolimento: in Spagna il tasso dei senza lavoro, dopo esser sceso sotto l'8% nel secondo trimestre, è poi risalito fino all'8,6% a fine anno (la Spagna è anche il Paese in cui ci aspettiamo la maggiore frenata degli occupati, sulla scia dell'impatto particolarmente negativo del settore delle costruzioni, che hanno contribuito per oltre il 20% alla crescita degli occupati dal 2000); in Italia il tasso di disoccupazione ha smesso di scendere per la prima volta dal 2004, attestandosi al 6% a fine 2007 (ci aspettiamo una risalita al 6,1% quest'anno e al 6,2% il prossimo).

In tutti gli altri principali Paesi tuttavia, la disoccupazione non solo non è risalita ma ha toccato nuovi minimi. Il mercato del lavoro è il cuore del problema perché si tratta del principale meccanismo di trasmissione del ciclo dal lato dell'offerta a quello della domanda. Dato che a inizio anno gli indici di fiducia delle imprese hanno tutto sommato tenuto mentre gli indicatori di morale delle famiglie hanno subito un forte deterioramento, risulta cruciale che le imprese restino

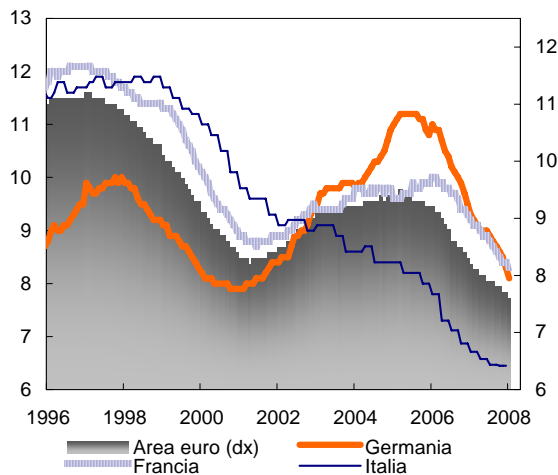
relativamente ottimiste e continuano ad assumere affinché la domanda delle famiglie possa mostrare un recupero. In sintesi, **finché non vi sono segnali di inversione del trend positivo dell'occupazione, escludiamo un rischio-recessione per l'Area dell'Euro.**

**Fig. 11 - L'indice Intesa Sanpaolo segnala un rallentamento solo moderato dell'occupazione**



Fonte: Commissione europea, BCE e ricerca Intesa Sanpaolo

**Fig. 12 – Il tasso di disoccupazione rimane su un trend di calo**



Fonte: Eurostat e ricerca Intesa Sanpaolo

## L'inflazione tornerà verso il 2% solo nel 2009

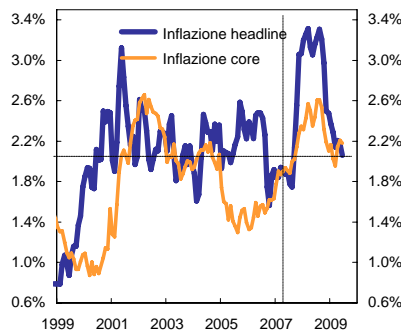
**A dicembre scorso rivedevamo al rialzo la previsione d'inflazione per il 2008 al 2,6%. Ma tale stima si è rivelata un po' troppo conservativa.** A febbraio, l'inflazione è arrivata a toccare il 3,3%a/a, massimo assoluto dall'introduzione dell'euro. La sorpresa d'inizio anno riflette ancora, in larga misura, pressioni dai capitoli energia ed alimentari (Fig 14). Ma anche al netto delle componenti volatili, la dinamica dei prezzi al consumo ha accelerato e in quasi tutti i capitoli a febbraio risultava più elevata che nella media dei dodici mesi precedenti (Fig 15). Anche la BCE nell'ultimo bollettino mensile nota un'accelerazione della dinamica sottostante. Al netto di alimentari ed energia, misura preferita dalla BCE, l'inflazione ha toccato il 2,4% a/a dall'1,9% a/a di fine estate. La tendenza al rialzo della dinamica sottostante dei prezzo al consumo potrebbe persistere nei prossimi mesi (Fig 16).

**Quello che più preoccupa è che lo shock sui prezzi delle commodities si conferma più persistente di quanto anticipato qualche mese fa e rimane un fattore di rischio per lo scenario inflazionistico nel 2008 - 2009.** La lievitazione dei prezzi è spiegata da fenomeni che potremmo definire strutturali quali un aumento di domanda dai paesi emergenti e da vincoli di offerta (poco elastica nel medio periodo) e da fattori eccezionali quali eventi climatici inusuali che hanno comunque un impatto duraturo sui raccolti e sulla dinamica dei prezzi al consumo. Abbiamo adeguato il nostro profilo per greggio ed alimentari rispetto a dicembre. Le nostre previsioni scontano in media un profilo del greggio di (\$98) più caro di circa \$9 a barile rispetto alle stime di dicembre. Per il 2009 anticipiamo un calo del prezzo del greggio intorno agli \$89. Incorporiamo, inoltre, una dinamica più sostenuta dei prezzi degli alimentari rispetto alla media mensile osservata negli ultimi due anni. Nel contempo **le nostre stime per il cambio**

effettivo vedono un deprezzamento di circa il 6% nel 2008, più accentuato che nelle previsioni di dicembre. Nel 2009 il cambio dovrebbe perdere un altro 2%.

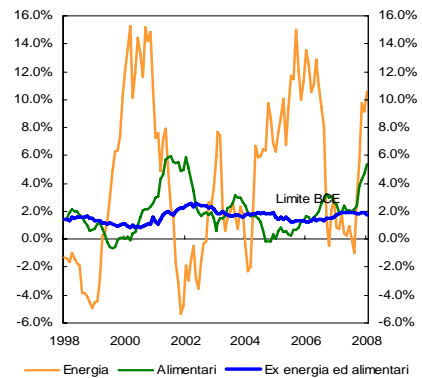
Sulla base delle nuove ipotesi su materie prime e cambio abbiamo rivisto le previsioni d'inflazione al 3,0% a/a nel 2008 da un precedente 2,6% a/a. Per il 2009, ci attendiamo un calo al 2,1% a/a. Le nostre stime sono in linea con le proiezioni di marzo dello staff BCE di marzo.

Fig. 13 – L'inflazione headline al di sopra del 2% anche nel 2009



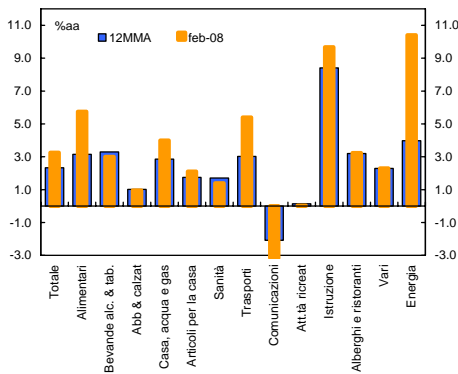
Fonte: Eurostat e previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 14 – Per ora le maggiori pressioni vengono da energia ed alimentari



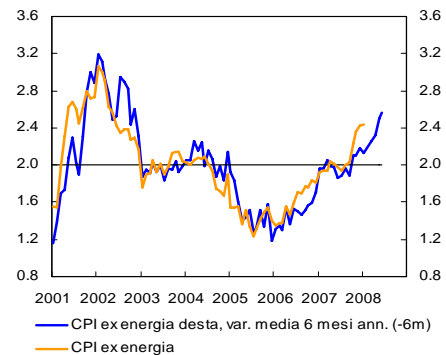
Fonte: Eurostat

Fig. 15 – Inflazione al di sopra della media degli ultimi mesi quasi in tutti i capitoli



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 16 – L'inflazione core potrebbe accelerare ancora di qui a giugno



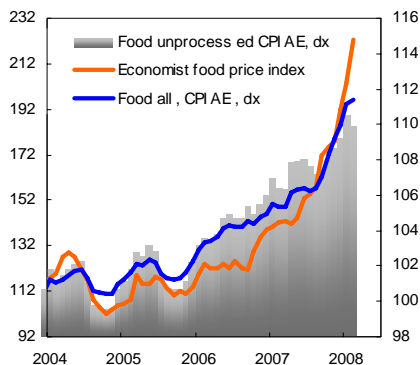
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Continuiamo a ritenere che le esogene possano ancora rappresentare un elemento di rischio

1. È possibile che i passati rincari dei prezzi delle commodities siano stati traslati solo in parte sui prezzi finali. Sono in arrivo ulteriori aumenti dei prezzi degli alimentari (Fig. 17).
2. Va inoltre considerato che deve ancora vedersi sul CPI l'effetto dell'aumento dei prezzi alla produzione. Mentre la reazione dei prezzi al consumo ai rincari negli alimentari ed energia è stata immediata, la risposta dei prezzi alla produzione è stata, per ora, più contenuta. E' possibile che a monte della catena produttiva, l'aumento dei costi è stato per ora arginato dall'apprezzamento del cambio. Ma rinnovate pressioni stanno emergendo come indica l'andamento negli ultimi tre mesi dell'indice PMI prezzi pagati e

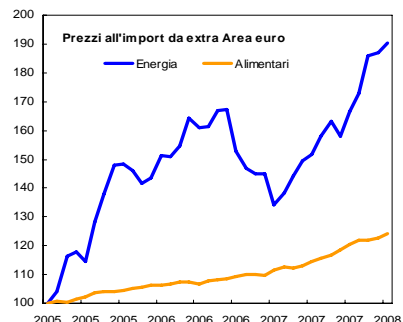
l'accelerazione dei prezzi all'import da paesi extra Area Euro, in particolare per energia ed alimentari (Fig. 18 & 19)

**Fig. 17 – Ulteriori pressioni dagli alimentari in arrivo**



Fonte: Eurostat e ricerca NTC

**Fig. 18 – I prezzi all'import da paesi extra AE in salita suggeriscono l'€ forte non basta**

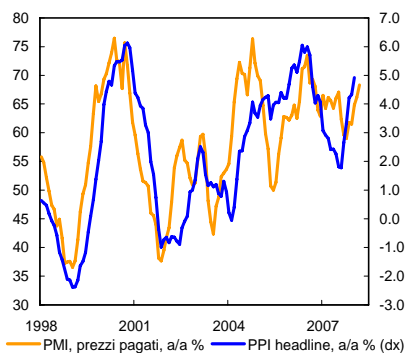


Fonte: Eurostat

3. Tali pressioni potrebbero traslarsi a valle dal momento che le imprese hanno manifestato intenzioni ad aumentare i prezzi di vendita.
4. Non è da escludere una maggiore resilienza del greggio in area 95\$ nel 2009, che, ad assunzioni invariate sul cambio, sarebbe sufficiente a lasciare l'inflazione al 2,3%.
5. 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 non durevoli da paesi extra Area Euro.

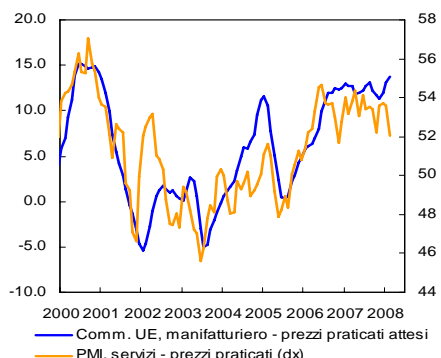
Nel caso in cui dovesse verificarsi un marcato rallentamento dell'economia mondiale è possibile che parte delle pressioni sui prezzi delle commodities recedano gradualmente. Non è peraltro da escludersi che, visti i livelli raggiunti, possa vedersi una presa di profitto e quindi un rientro nei prossimi mesi. Al di là delle fluttuazioni di breve termine è evidente che ci troviamo in una fase di riequilibrio a fronte della maggiore scarsità delle risorse per effetto della globalizzazione.

**Fig. 19 – Pressioni a monte della catena produttiva in aumento**



Fonte: Eurostat e ricerca NTC

**Fig. 20 – Le imprese industriali intenzionate a scaricare a valle l'aumento dei costi**

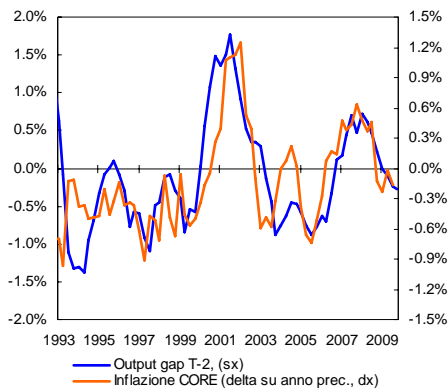


Fonte: EU Commission, Ntc research



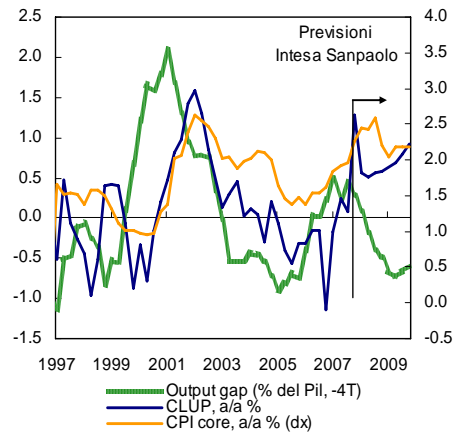
Se le pressioni dall'esterno rimangono un elemento di rischio per la dinamica dei prezzi al consumo le revisioni al ribasso allo scenario di crescita eliminano del tutto le pressioni da capacità produttiva. Con una crescita del Pil all'1,5% nel 2008 e all'1,6% nel 2009 l'output gap entrerà in territorio negativo già da giugno e vi resterà fino alla primavera del 2009. Anche Trichet, nell'ultima conferenza stampa, ha indicato che un rallentamento del ciclo nell'area euro contribuirebbe a far scemare le pressioni inflazionistiche nel medio periodo (Fig. 21 & 22).

**Fig. 21 – Con una crescita al di sotto del trend pressioni inflative domestiche in calo**



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 22 – Minori rischi anche dal costo del lavoro**



Fonte: Eurostat

**Tuttavia, non possono ancora escludersi effetti di seconda battuta via salari.** In Germania, gli accordi conclusi a inizio 2008 hanno siglato aumenti più generosi che in passato ma ancora non allarmanti dati i passati guadagni di produttività. Non possiamo escludere che l'erosione di potere d'acquisto in tutta l'Area induca a rivendicazioni più significative nei prossimi mesi innescando aumenti più cospicui dei salari.

Sarebbe fuorviante ritenere che la BCE possa assumere un atteggiamento più morbido perché l'inflazione core anche se in aumento è rimasta su livelli più bassi rispetto all'indice generale. In un recente intervento<sup>6</sup>, Trichet ha ribadito che la definizione di stabilità dei prezzi cui fa riferimento la BCE si basa sull'inflazione *headline*. La ricerca più recente<sup>7</sup> mostra che misure standard di inflazione *core* (esclusi alimentari ed energia) non hanno delle proprietà *leading*. Piuttosto, la dinamica delle componenti volatili ha un elevato potere informativo e va tenuta sotto monitoraggio dalla banca centrale in quanto potrebbe fornire un segnale tempestivo delle pressioni inflative che potrebbero emergere non solo in alcuni settori ma nell'economia nel complesso. Nello stesso intervento, si precisa che nonostante l'economia mondiale stia evolvendo molto rapidamente con implicazioni non trascurabili per la dinamica dei prezzi al consumo, la politica monetaria deve rimanere orientata alla stabilità dei prezzi nel medio periodo. Peraltro dati i ritardi con cui agisce la politica monetaria cercare di smussare le fluttuazioni dei prezzi di breve termine sarebbe sconsigliabile. Una politica monetaria *forward looking* deve monitorare attentamente le fluttuazioni di prezzo

<sup>6</sup> Si veda la lecture su "Globalisation, inflation and ECB monetary policy" tenuta alla Graduate School di Barcellona in 14 febbraio 2008.

<sup>7</sup> Cristadoro R., Froni M., Reichlin L. and Verone G. (2005) "A core inflation index for the Euro Area" *Journal of Money Credit and Banking*.



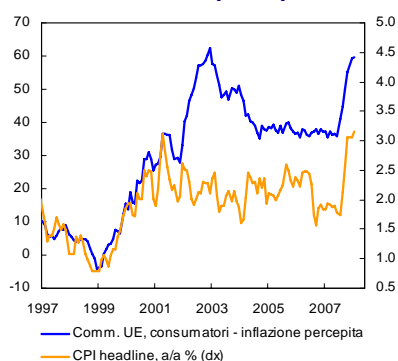
associate alla maggiore apertura ed integrazione dei mercati internazionali agendo in modo tale da prevenire effetti di seconda battuta.

**La permanenza della dinamica inflazionistica al di sopra del target per un periodo prolungato di tempo potrebbe innescare una revisione al rialzo delle attese d'inflazione che comprometterebbe la stabilità dei prezzi al consumo e avrebbe effetti negativi sulla crescita.**

**Negli ultimi mesi le attese d'inflazione dei consumatori sono rimaste più o meno stabili, ma si è visto un forte aumento dell'inflazione percepita (Fig 23) il che fa temere che le aspettative possano essere riviste nei prossimi mesi.**

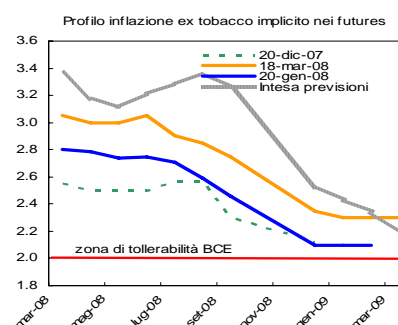
**Anche il mercato fa fatica a vedere un rientro dell'inflazione entro la soglia di tolleranza BCE di qui a dodici mesi. I futures sul CPI (Fig 24) hanno rivisto al rialzo il profilo d'inflazione per il 2008 – 2009 negli ultimi due mesi ed ormai sconta un'inflazione al 2,3%a/a a marzo 2009, anche al di sopra delle nostre previsioni. Il rialzo delle attese d'inflazione come incorporato nei futures è sicuramente un elemento che la BCE vorrà prendere in considerazione.**

**Fig. 23 – Attese dei consumatori stabili ma schizza l'inflazione percepita**



Fonte: Eurostat e previsioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 24 – I mercati vedono l'inflazione a 12 mesi ancora al di sopra del 2%**



Fonte: Reuters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**In conclusione rispetto allo scenario di dicembre rivediamo significativamente al rialzo l'inflazione 2008, ma ci attendiamo una moderazione della dinamica dei prezzi al consumo nel corso del prossimo anno in area 2,1%. Tale scenario sconta un rientro graduale dei prezzi delle commodities ed pressioni limitate dal costo del lavoro per effetto di una crescita al di sotto del potenziale per circa sei trimestri. Tuttavia, riconosciamo che permangono ancora rischi verso l'alto soprattutto da fattori esogeni.**

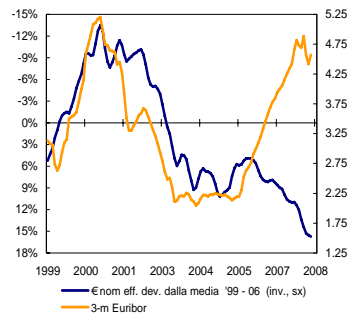
### **BCE: maturano i tempi per un cambio di linea**

La BCE ha mantenuto toni decisamente duri tra gennaio e marzo 2008, nonostante gli interventi aggressivi della FED e l'acuirsi della crisi finanziaria.

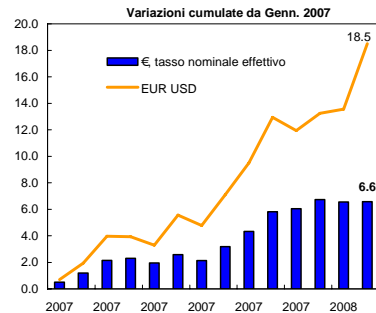
**Anche il repentino apprezzamento dell'euro** anche se etichettato da Papademos come *"poco desiderabile per la crescita"* e *"sotto stretto monitoraggio"* a Francoforte, **non ha cambiato e non cambierà in isolamento la posizione della BCE.** Del resto **la Banca Centrale non può e non deve reagire a movimenti del cambio.** Come ribadito da Stark in un recente

intervento<sup>8</sup> “*Gli sviluppi del tasso di cambio non meritano in isolamento uno status particolare ma vanno presi in considerazione nelle decisioni di politica monetaria nella misura in cui questi hanno un impatto sulla stabilità dei prezzi nel medio periodo*”. Peraltro un intervento sui tassi avrebbe a nostro avviso un impatto di breve durata sul cambio il cui andamento come ricordato da Bini-Smaghi “*riflette un fenomeno di overshooting*”. Va inoltre considerato che l'euro sui livelli attuali contribuisce a mitigare le pressioni inflative importate.

**Fig. 25 – Il cambio in isolamento non cambierà il corso della politica monetaria**



**Fig. 26 – Apprezzamento del cambio effettivo ancora più contenuto**



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fonte: BCE elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Non sarà nemmeno il perdurare della quasi illiquidità sul mercato interbancario ad alterare il corso della politica monetaria** dal momento che la BCE continua a sostenere il mercato monetario nelle fasi di tensione attraverso interventi ad hoc, ultimo quello a ridosso di Pasqua. Oltretutto potendo accettare come garanzia anche *asset backed securities*, la BCE ha un margine di manovra abbastanza ampio.

**La politica monetaria rimane devota al conseguimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo** come ricordato a più voci dai membri del Consiglio BCE anche negli ultimi giorni. **Riteniamo tuttavia che la BCE potrebbe essere ormai abbastanza vicina a cambiare orientamento.** Già nei commenti dei banchieri centrali nei giorni successivi al fallimento di Bear Stearns e all'intervento della FED si è percepito quanto meno una diversità di vedute e nel complesso un tono più possibilista. Dietro lo slogan attese d'inflazione stabili e rischi verso l'alto per la stabilità dei prezzi, **alcuni esponenti del Consiglio BCE, hanno segnalato maggiori preoccupazioni per lo scenario di crescita.** Mersch, ha dichiarato che “*l'Area Euro non resterà isolata dalla crisi americana*”. Tumpell Gugerell ha riconosciuto che “*sebbene i fondamentali nell'area euro siano ancora solidi, la debolezza dello scenario internazionale, l'elevato costo delle materie prime e condizioni finanziarie più restrittive offuscano il quadro per la zona euro*”.

**La BCE non vuole che i mercati scontino tagli aggressivi del refi già nel 2008.T2. Tuttavia, comincia a riconoscere che quello che sta cambiando e che cambierà il corso della politica monetaria è la bilancia dei rischi per lo scenario di crescita nel medio periodo e quindi per la dinamica sottostante dei prezzi al consumo.**

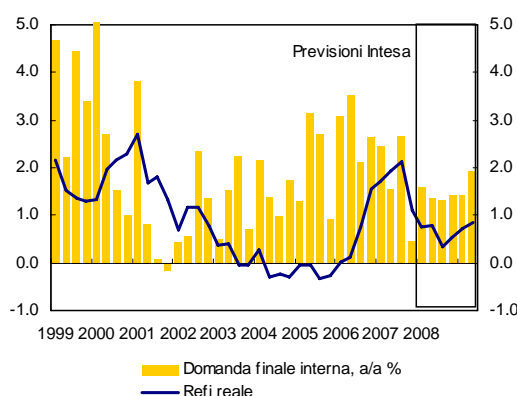
La prospettiva di una prolungata debolezza dell'economia americana, la debolezza del dollaro il rischio di una frenata della domanda mondiale, il

<sup>8</sup> Si veda: Contributo alla sessione “Sulle implicazioni per la politica monetaria” della conferenza su Globalizzazione, Inflazione e Politica monetaria organizzata il 7 marzo dalla Banca di Francia

perdurare della crisi finanziaria sono tra i **principali rischi allo scenario macro e le paure stanno sempre più prendendo forma**. All'appello manca solo un *credit crunch* su questa sponda dell'Atlantico. Rispetto a dicembre scorso le probabilità sono ancora basse, come ricordato da Papademos in un intervento del 20 marzo. Tuttavia, il permanere di una difficile situazione di illiquidità sul mercato interbancario ed il quasi blocco del mercato del credito hanno avuto un effetto non trascurabile sul costo di finanziamento delle banche e potrebbero essere traslate alla clientela dalla primavera con effetti sulla crescita del credito. Data l'espansione quasi esponenziale degli ultimi anni fenomeni di razionamento sembrano ancora improbabili, ma una frenata è più che possibile.

**Forse già alla riunione di aprile il mutato contesto macroeconomico indurrà la BCE a toni più morbidi**. Il rallentamento dell'area euro contribuirà ad un ritorno dell'inflazione entro la soglia di tolleranza il prossimo anno. La BCE vorrà attendere conferma dai dati nei prossimi mesi, ma quando sarà certa che la crisi ha avuto un impatto anche in Europa darà inizio ad un ciclo di allentamento. Come nell'allentamento del 2001, **uno spartiacque importante sarà sicuramente un calo del PMI Composito nell'intorno di 50 e dell'indice di fiducia economica della Commissione al di sotto di 100**.

**Fig. 27 - La crescita più debole spingerà la BCE ad un atteggiamento più accomodante**



Fonte: Eurostat, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le previsioni di giugno rivedranno ulteriormente la crescita verso il basso rispetto alle stime di marzo (1,6% nel 2008 e 1,8% nel 2009), **aprendo potenzialmente la strada ad un taglio già per quella data. Intravediamo quindi ancora due tagli da 25bp entro fine anno che lascerebbero il refi al 3,25%. Non è da escludere, se il ciclo dovesse stentare a riprendersi, che si possano vedere ulteriori ritocchi verso il 3,0% nel 2009.S1.**

**Se giugno ci sembra una data probabile per l'inizio di un easing cycle, infatti, non è escluso che la BCE voglia attendere segnali di moderazione anche sul fronte dell'inflazione e quindi rimandare l'inizio dell'easing cycle all'estate.**

Dato il ritardo con cui agisce la politica monetaria, circa due trimestri, **due-tre tagli di 25 bp tra giugno e dicembre avrebbero un impatto sulla crescita da inizio 2009**. Il taglio si estenderebbe al primo semestre del 2009, abbassando il punto di arrivo del refi al 3,0% entro metà 2009. La nostra previsione sconta una crescita annua del Pil in area 1,2-1,4% a/a e della domanda interna intorno all'1,5% a/a tra giugno di quest'anno e marzo 2009. L'inflazione dovrebbe tornare verso il 2,0%. **I tassi reali risulteranno quindi moderatamente espansivi da giugno in avanti.**

## Germania: sereno variabile

Anna Grimaldi  
[anna.grimaldi@intesasanpaolo.com](mailto:anna.grimaldi@intesasanpaolo.com)

La Germania, come il resto dell'area euro ha visto un sensibile rallentamento a fine 2007. Ciò nonostante, riteniamo che il quadro di fondo rimanga relativamente solido, forse più che nel resto dell'Area. Gli indicatori di fiducia si sono mantenuti su livelli piuttosto tonici e dopo una frenata a cavallo di fine anno, hanno finanche segnato un recupero tra febbraio e marzo. Rispetto allo scenario di dicembre scorso rivediamo solo marginalmente le stime per l'economia tedesca per l'anno in corso all'1,7% da un precedente 1,9%. Nel 2009 ci aspettiamo ancora una crescita dell' 1,7%<sup>9</sup>, leggermente al di sopra della media AE. Riteniamo che l'economia tedesca possa fronteggiare meglio di altri Paesi Membri l'attuale crisi internazionale.

**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.

**Non mancano preoccupazioni per la solidità della posizione patrimoniale delle Banche Tedesche, per il momento i *write downs* sono stati gestiti senza ripercussioni significative sul capitale degli istituti di credito.** Le ultime due indagini sul credito hanno rivelato un impatto limitato della crisi sulle politiche di erogazione di credito in particolare alle famiglie. Le Banche dichiarano di aver adottato condizioni più restrittive nell'erogazione di credito alle imprese. **Ma il rischio che si possano verificare fenomeni di razionamento sembra ancora limitato** se si considera che si viene da un lungo periodo in cui le condizioni al credito erano state ammorbidite sensibilmente. **Sebbene il rischio di un *credit crunch* ci sembri ancora molto contenuto è innegabile che se il flusso di notizie negative dovesse persistere ancora a lungo le ripercussioni sulla fiducia di famiglie e imprese potrebbero non essere trascurabili.**

**La specializzazione produttiva e la destinazione geografica dei flussi commerciali tedeschi (Asia ed economie dell'Est Europa) dovrebbero garantire una tenuta ancora discreta delle esportazioni nel biennio in corso** nonostante il cambio forte ed il rallentamento americano. In tal senso, i dati di bilancia commerciale di inizio anno sono piuttosto incoraggianti.

Nel contempo ci attendiamo **una crescita ancora discreta della domanda interna** dal momento che la dinamica dei fondamentali rimane solida sia per le famiglie che per le imprese. Dopo la contrazione di fine anno i consumi dovrebbero tornare in territorio moderatamente espansivo. Il calo di fine anno è spiegato dall'impennata dei prezzi al consumo e da un aumento del risparmio precauzionale riconducibile ad un diffuso pessimismo su reddito e inflazione. Le indagini presso le famiglie sembrerebbero indicare un rientro delle preoccupazioni ed un netto recupero dei piani di spesa. La dinamica del reddito disponibile dovrebbe del resto essere ancora sostenuta da una dinamica discreta dell'occupazione e dall'accelerazione salariale.

<sup>9</sup> Si noti che sul 2008 incide un effetto di calendario positivo che vale circa tre decimi di punto. Nel 2008, l'effetto è invece negativo e sottrarrà alla crescita uno 0,1%.

Gli accordi finora siglati hanno visto aumenti più generosi<sup>10</sup> che in passato e non sorprenderebbe se in aggregato si vedesse una crescita dei salari intorno al 4,5%, superiore alla dinamica della produttività aggregata ma giustificata dalla stagnazione dei salari reali negli ultimi due anni. E' pur vero che la spesa per consumi rimane il tallone d'Achille dell'economia tedesca e che potrebbe riservare ancora sorprese negative in corso d'anno, soprattutto se la dinamica dei prezzi al consumo stentasse a rallentare e se il nervosismo sui mercati dovesse persistere ancora a lungo. La spesa in macchinari vedrà probabilmente una stagnazione ad inizio anno, dal momento che parte degli investimenti sono stati anticipati alla fine dello scorso anno, per effetto del venir meno di vantaggi fiscali sul deprezzamento dei beni mobili. Tuttavia, l'elevato grado di utilizzo degli impianti suggerisce che molte imprese necessitano ancora di aumentare la dotazione di macchinari. La propensione ad investire dovrebbe inoltre essere positivamente influenzata dalla riduzione delle aliquote sul reddito d'impresa. **Gli investimenti in costruzioni dovrebbero beneficiare nel biennio in corso di discreti stanziamenti per le opere pubbliche.** L'edilizia residenziale è invece attesa rallentare anche per effetto dei forti aumenti dei prezzi delle materie prime.

**Sul fronte dell'offerta**, ci aspettiamo una tenuta ancora discreta dell'industria sostenuta dalla resilienza della domanda. I servizi potrebbero invece risentire maggiormente dell'incertezza sui mercati finanziari.

**Una discreta tenuta dell'economia tedesca nel biennio in corso è condizione necessaria perchè la crisi internazionale non spinga la crescita dell'Area Euro significativamente al di sotto del potenziale.** Un recente esercizio del FMI<sup>11</sup> mostra che una variazione del Pil tedesco di mezzo punto ha un impatto di circa un quarto di punto sul resto dell'Area Euro dopo tre trimestri.

**Dopo il balzo nel 2007, per effetto dell'IVA, al di sopra della media Europea la dinamica inflazionistica è prevista moderare nel corso del 2008.** Il recente *shock* sui prezzi delle materie prime è stato solo in parte controbilanciato dall'euro forte come segnala l'impennata dei prezzi all'import ancora ad inizio anno e pertanto contribuirà a mantenere la dinamica annua al di sopra del 2,0% fino ad ottobre del prossimo anno. Ulteriori pressioni potrebbero venire dalla dinamica salariale.

Nel corso del 2007, si è visto un netto miglioramento dei saldi di **finanza pubblica**. Il bilancio ha chiuso in pareggio da un deficit di 1,6% del Pil nel 2006. Il debito si è assestato al 65% del Pil, oltre due punti al di sotto del livello visto nel 2006. Il miglioramento riflette il clima economico più che positivo ed i forti aumenti delle entrate fiscali legate ai profitti. Al di là del contributo ciclico, larga parte del miglioramento è comunque da considerarsi di natura strutturale e riflette le misure tributarie, in vigore dall'inizio dello scorso anno. Nel contempo la spesa si è mossa in larga misura sul sentiero previsto dall'ultima Finanziaria nell'intorno dell'1,0%. Per il 2008, la Finanziaria proietta un deficit di almeno mezzo punto di Pil, dal momento che la riforma della tassazione sui redditi d'impresa e la riduzione dell'assicurazione per la disoccupazione (dal 4,2 al 3,3) peseranno sulle finanze pubbliche rispettivamente per uno 0,3% e uno 0,2% di Pil. Inoltre, è più che probabile che le entrate tributarie abbiano toccato un massimo, visti gli elevati tassi di crescita degli ultimi anni. Il rinnovo del contratto del settore pubblico

<sup>10</sup> I Ferrovieri hanno spuntato un aumento dell'8% a partire da marzo 2008 ed un ulteriore aumento del 3% da settembre più una tantum di 800 euro per il periodo luglio 2007 – Febbraio 2008. L'IG Metall ha ottenuto aumenti del 5,25% per 13 mesi, a fronte di una richiesta iniziale dell'8%. Rimangono ancora aperte le trattative nel settore pubblico (2,0 milioni di lavoratori), dove i sindacati hanno rifiutato un'offerta del 5%. Nell'industria chimica che conta mezzo milioni di lavoratori sono stati rifiutati aumenti del 5,0%.

<sup>11</sup> Si veda Germany IMF Article IV Feb 2008, pg 11-12.

peserà sensibilmente sulla dinamica della spesa, dal momento che i sindacati hanno rifiutato aumenti del 5% in termini nominali. In media nel 2008, vediamo un deficit dello 0,7% del Pil ed un debito in modesta ripresa. Nel 2009 si potrebbe vedere un parziale rientro del deficit allo 0,5% del Pil ed una stabilizzazione del debito. Se la gestione virtuosa dei saldi di finanza pubblica continuerà nel biennio in corso il debito potrebbe toccare il 60% contrastando l'effetto delle dinamiche demografiche in particolare sulla spesa sanitaria e pensionistica.

**Se il quadro per il biennio in corso rimane ancora sereno, sia pure in un contesto di rallentamento ciclico, cominciano ad addensarsi nubi sulle potenzialità del Paese nel medio periodo. L'aggressivo processo di riforme sembra aver passato il picco.** I guadagni di competitività, artefici del brillante ritorno della Germania, non sono ancora consolidati e diffusi alla dinamica della produttività. L'output per addetto ha accelerato significativamente nel manifatturiero ma rimane insoddisfacente nei servizi in particolare finanziari e *real estate*. **Rimane cruciale che il Paese continui a spingere sulle riforme per aumentare ulteriormente l'occupazione e colmare il gap di lavoro qualificato ed aumentare la produttività totale dei fattori. Ma nei fatti ci sembra che l'era del recupero dell'economia tedesca rischi di essere alle spalle.** L'introduzione di un salario minimo è un passo indietro rispetto alla rimozione di vincoli nel mercato del lavoro.

#### Germania - Previsioni

	2006	2007	2008	2009	2007			2008				2009
					2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi 1995, a/a)	3.1	2.6	17	17	2.6	2.5	17	14	16	13	14	16
t/t					0.2	0.7	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
Consumi privati	11	-0.5	0.3	0.8	0.7	2.7	11	12	14	16	16	16
Investimenti fissi lordi	7.0	5.3	18	3.0	-12	0.6	13	0.0	0.3	0.9	0.9	0.8
Consumi pubblici	0.9	2.1	18	2.0	0.1	0.5	-0.5	0.6	10	10	0.3	0.5
Esportazioni	12.9	8.0	4.3	5.0	0.8	2.5	13	14	0.0	0.4	11	15
Importazioni	11.5	5.0	4.0	5.2	-2.0	3.2	-0.2	2.4	10	-0.6	0.7	18
Var. scorte (contrib., %Pil)	-0.2	-0.3	0.1	0.0	-13	0.4	-0.2	0.3	0.5	-0.5	-0.2	0.0
Partite correnti (%Pil)	4.9	6.6	5	4								
Deficit (%Pil)	-16	0.1	-0.7	-0.5								
Debito (%Pil)	67.5	65.0	65.6	65.4								
CPI (a/a)	7.5	2.28	2.85	159	2.0	2.2	3.1	3.0	3.0	3.1	2.4	2.0
Produzione Industriale	6.0	5.9	5.5	5.0	0.4	2.0	0.8	2.8	1.1	0.6	0.5	0.6
Disoccupazione (%)	10.8	9.0	8.1	8.1	9.2	8.9	8.5	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1

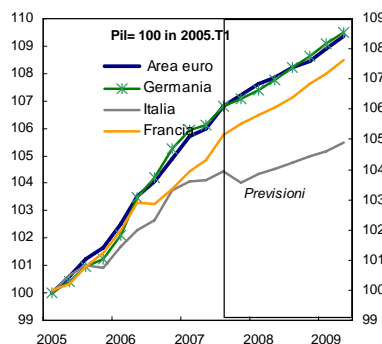
Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato.

## Francia: ancora in deficit di crescita rispetto alla media AE

Anna Grimaldi

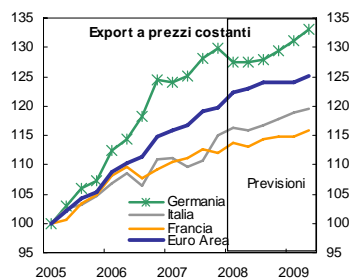
[Anna.grimaldi@intesasanpaolo.com](mailto:Anna.grimaldi@intesasanpaolo.com)

### Francia cresce sotto la media



Fonte: Eurostat ed Intesa Sanpaolo

### Export reale più fiacco che nell'AE



Fonte: Eurostat ed Intesa Sanpaolo

La Francia ha cominciato a crescere al di sotto della media AE dal 2005, dopo circa dieci anni di crescita in eccesso della media, accumulando un deficit di crescita di circa 2 punti percentuali. **Nel biennio in corso vediamo la crescita del Pil francese nell'intorno dell'1,4%-1,5% leggermente al di sotto della media AE.**

Il deficit di crescita francese è da ricondursi ad una crescita meno sostenuta delle esportazioni in termini reali rispetto alla media e a fasi finanche rispetto all'Italia come mostrano i grafici di fianco. La crescita più fiacca dell'export riflette una perdita di quote di mercato sui mercati internazionali ed all'interno dell'Area Euro. La Francia infatti ha visto una significativa perdita di competitività in particolare rispetto alla Germania a partire da inizio 2003 come suggerisce l'andamento del tasso di cambio deflazionato per il costo del lavoro. A differenza di quanto visto in Germania, i salari hanno accelerato negli ultimi anni e gli aumenti sono stati solo in parte compensati dalla dinamica della produttività. **Va inoltre considerato che la specializzazione produttiva dell'industria francese è sfavorevole perchè incentrata sull'industria dell'auto.**

**Nel biennio in corso la crescita sarà ancora sostenuta dalla domanda interna, Ci aspettiamo una dinamica meno vivace dei consumi dal momento che le misure fiscali a sostegno delle famiglie compensano solo in parte l'erosione del potere d'acquisto ed il contributo meno vivace in prospettiva dal mercato del lavoro. Sul fronte degli investimenti privati l'ultima indagine pubblicata dall'INSEE segnala un rallentamento rispetto al 2007 ma ancora una crescita positiva.**

**Il commercio estero continuerà a pesare negativamente sulla crescita.**

Condizioni monetarie più restrittive potrebbero cominciare a pesare sui bilanci di famiglie e imprese anche se riteniamo che, **come altrove nel resto dell'Area euro, il rischio di fenomeni di razionamento del credito sia esiguo.** La posizione delle banche francesi rimane relativamente solida ed i problemi di Société Générale dovrebbero confermarsi un fatto episodico.

**Sul fronte dell'offerta, i servizi dovrebbero tenere ancora meglio del manifatturiero nella prima metà del 2008, stando alle indicazioni dei PMI.**

**La dinamica dei prezzi al consumo ha accelerato sensibilmente dall'estate fino a toccare il 3,2%a/a a febbraio 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: ciò riflette passate misure per aumentare il grado di apertura del mercato dei prodotti. Nei prossimi mesi ci attendiamo un ritorno dell'inflazione al di sotto del 3,0%. In media annua l'inflazione dovrebbe toccare il 2,8% nel 2008 e ridiscendere di circa un punto all'1,8% nel 2009.

**Sul fronte della finanza pubblica dopo anni di sforzi di consolidamento dei conti pubblici nel 2007 si è visto uno stallo con il rapporto deficit Pil invariato rispetto all'anno precedente al 2,4%.** I motivi sono da ricercarsi in una crescita della spesa locale e uno sfioramento di budget dalla sanità e pensioni che hanno più che compensato il contenimento della spesa a livello centrale. 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). L'aspetto positivo è dato dal piano particolarmente aggressivo di riduzione dei dipendenti pubblici (circa 23000). Le autorità prevedevano un deficit del 2,3% nel 2008 ed un debito in calo al 64%. **Alla luce delle revisioni alle nostre previsioni di crescita ci attendiamo che il deficit possa toccare il 2,7% 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 2,6% ed il debito stabile sui livelli del 2008.**

**Nel medio periodo la performance francese dipende in modo cruciale dall'attuazione di una serie di riforme** in particolare sul mercato del lavoro che consentano un recupero di competitività in particolare di costo. Il recente accordo siglato tra le parti sociali va sicuramente nella direzione giusta dal momento che prevede un nuovo contratto di lavoro che estende il periodo di prova, consente l'occupazione a progetto ed introduce la possibilità di licenziamenti tramite l'interruzione amichevole di contratto. Il governo, nelle intenzioni originarie, prevedeva una serie di misure per ridurre l'impatto delle 35 ore ed introdurre maggiore flessibilità nella negoziazione del salario minimo. Per il momento sono stati defiscalizzati gli straordinari e tramite un o *coup de pouce* evitato lo scatto di salario minimo 2007. **Ulteriori avanzamenti sul fronte delle riforme nel prossimo futuro sembrano piuttosto improbabili** ora che il nuovo governo deve confrontarsi con una ferma opposizione dell'opinione pubblica ed un drammatico calo di consensi.

#### Francia – Previsioni

	2007	2008	2009	2007			2008				2009
				2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi 2000, a/a) t/t	1.9	1.4	1.5	1.3	2.2	2.1	1.7	1.6	1.1	1.1	1.2
Consumi privati	2.1	1.4	1.5	0.6	0.8	0.4	0.4	-0.2	0.3	0.3	0.4
Investimenti fissi lordi	4.0	1.7	1.8	0.4	0.8	1.0	0.3	-0.1	0.0	0.6	0.4
Consumi pubblici	1.2	1.1	1.1	0.4	0.3	0.1	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3
Esportazioni	2.7	1.9	3.0	0.6	1.3	-0.6	1.6	-0.6	0.6	0.4	1.0
Importazioni	3.6	2.6	3.7	1.8	1.0	-1.4	1.7	1.0	0.6	-0.1	1.1
Var. scorte (contrib., % Pil)	-0.1	0.3	0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.1	0.8	0.1	-0.2	0.0
Partite correnti (% Pil)	-1.3	-1.8	-1.9								
Deficit (% Pil)	-2.4	-2.7	-2.6								
Debito (% Pil)	64.1	64.7	64.8								
CPI (a/a)	1.6	2.8	1.8	1.3	1.3	1.4	2.5	3.2	2.9	2.8	2.3
Produzione Industriale	1.5	0.9	1.0	0.0	1.2	0.0	0.5	-0.8	0.5	0.4	0.6
Disoccupazione (%)	8.1	7.6	7.6	8.2	7.9	7.6	7.5	7.6	7.6	7.6	7.7



## Italia: verso una crescita vicina a zero

Paolo Mameli

[paolo.mameli@intesasanpaolo.com](mailto:paolo.mameli@intesasanpaolo.com)

I primi dati reali relativi al 2008 per l'economia italiana hanno mostrato un recupero sia per l'industria (produzione, ordini e fatturato) che per l'export (verso i Paesi extra-Ue) a gennaio. D'altra parte, i dati sulle immatricolazioni di auto nei primi due mesi dell'anno hanno confermato un trend in calo. Gli indici di fiducia hanno mostrato un tentativo di stabilizzazione dopo la decisa frenata di fine 2007.

**La schiarita congiunturale d'inizio anno non attenua tuttavia a nostro avviso i rischi di una crescita pericolosamente vicina a zero nel 2008.** Sulla base di un probabile recupero della produzione industriale, che potrebbe essere anche dell'1%/t, è possibile ipotizzare che il Pil, dopo il probabile calo registrato nel 2007.T4, possa ritornare a crescere nel 2008.T1 (stimiamo a 0,2-0,3%/t).

**Ma le prospettive per il resto dell'anno si fanno ancor meno rosee.** Infatti l'Italia condivide, e amplifica - visto il basso tasso di crescita potenziale - le difficoltà legate a un contesto internazionale assai meno favorevole rispetto anche solo a qualche settimana fa, con una accresciuta probabilità di recessione e il rischio di importanti fallimenti bancari negli Stati Uniti. Inoltre, cominciano a materializzarsi segnali di rallentamento della domanda dagli altri Paesi dell'Eurozona. Per di più, la revisione dei dati di contabilità nazionale comunicata dall'Istat ha mostrato che il punto di partenza del 2007 risulta assai meno favorevole (la crescita è risultata dell'1,5% anziché dell'1,7% precedentemente stimato). L'effetto di trascinamento sul 2008 aumenta i rischi per l'anno in corso. Di conseguenza, **rivediamo decisamente al ribasso, allo 0,5%, la stima sul Pil 2008. Per il 2009 ci attendiamo un rimbalzo ma su livelli ancora modesti (1%).**

**Dal lato dell'offerta, confermiamo l'idea che il 2008 possa rappresentare un secondo anno di sostanziale stagnazione per l'industria,** su cui peseranno i rincari delle materie prime, la minor competitività legata all'apprezzamento del cambio e il rallentamento della domanda mondiale. Il valore aggiunto nei servizi attenuerà in parte l'impatto negativo sulla crescita proveniente dall'attività industriale.

**Dal lato della domanda le famiglie,** dopo essere state frenate da un biennio di stretta fiscale, **sono state colpite simultaneamente dai rincari dei prezzi e dall'aumento del costo del debito** proprio mentre potevano iniziare a beneficiare di una politica fiscale meno opprimente. Inoltre, il contesto di incertezza politica, che si aggiunge a quella congiunturale, accentua la tendenza di imprese e famiglie a rimandare le decisioni di spesa.

**L'inflazione dovrebbe aver toccato un punto di massimo a inizio anno, ma il rientro dagli attuali picchi sarà solo graduale** in quanto le persistenti pressioni sull'energia (che causeranno un nuovo aumento delle tariffe da aprile) e sugli alimentari faranno sì che il tendenziale possa rimanere fino all'estate inoltrata vicino al 3%. In media d'anno il CPI si collocherà al 2,8%, un punto più alto rispetto al 2007.

**Notizie positive giungono invece dalla recente evoluzione dei conti pubblici** evidenziata dai dati annui sul 2007 comunicati dall'Istat e dalla Relazione Unificata sull'Economia e la Finanza diffusa dal Ministero del Tesoro. **Il rapporto deficit/Pil è sceso più del previsto all'1,9%** nel 2007 dal 3,4% (rivisto verso il basso a causa dei minori rimborsi delle detrazioni Iva delle auto aziendali). Il risultato è stato raggiunto più grazie all'aumento delle entrate (la pressione fiscale è salita al 43,3% del Pil) che non a un controllo delle spese (la spesa corrente primaria si è comunque stabilizzata poco sotto il 40% del Pil). La RUEF, tenendo conto della minore crescita per l'anno in corso (la nuova stima del Governo sul Pil

2008 è 0,6%) e dell'impatto espansivo della Finanziaria, ha rivisto la stima sul deficit 2008 al 2,4%, molto vicino alla nostra previsione (2,5%). **L'evoluzione del deficit negli anni successivi dipenderà anche dall'esito elettorale. La completa attuazione dei programmi elettorali annunciati dai principali schieramenti politici metterebbe a serio rischio i recenti progressi nel controllo dei conti pubblici e renderebbe irraggiungibile l'obiettivo di un pareggio di bilancio entro il 2011.**

**Italia - Previsioni**

	2007	2008	2009	2007			2008				2009
				2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi 2000, a/a) <sup>1</sup>	1.5	0.5	1.0	1.8	1.8	0.3	0.3	0.4	0.3	0.9	0.8
t/t				0.1	0.3	-0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
Consumi delle famiglie	1.4	0.9	0.9	0.4	0.2	0.4	0.1	0.1	0.2	0.3	0.2
Consumi collettivi	1.2	0.6	1.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.2
Investimenti fissi	1.2	0.6	0.9	0.8	0.4	0.0	0.0	0.0	0.2	0.3	0.4
Importazioni	4.4	3.8	4.0	2.1	0.4	0.9	0.8	1.0	1.0	1.2	0.0
Esportazioni	5.0	2.7	2.9	1.0	0.7	0.7	1.2	-0.4	0.8	1.0	0.8
Var. scorte (contrib., %Pil)	0.0	0.0	0.3	0.0	0.0	-0.6	0.1	0.5	0.1	0.0	-0.2
Partite correnti (% Pil)	-2.2	-2.3	-2.2	-2.4	-0.9	-2.9	-4.0	-2.9	-1.0	-2.6	-2.3
Saldo di bilancio della PA (% Pil)	-1.9	-2.5	-2.3								
Debito (% Pil)	104.0	103.1	101.7								
Fabb. del settore statale mld €	-27.0	-38.7	-33.7								
Prezzi al consumo (a/a)	1.8	2.8	2.0	1.7	1.7	2.6	2.9	2.8	2.8	2.2	2.2
Produzione Industriale	-0.1	-0.6	1.0	-0.4	0.5	-2.0	0.8	-0.8	-0.8	0.2	0.2
Disoccupazione (%)	6.1	6.1	6.2	6.1	6.0	6.0	6.0	6.1	6.1	6.2	6.2

Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato.

## Regno Unito: rischi verso il basso sulla crescita

Asmara Jamaleh

[asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com](mailto:asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com)

La fase di **rallentamento** globale coinvolge **nel 2008** anche il Regno Unito, che dovrebbe crescere quest'anno del 2,0% rispetto al 3,1% del 2007. Per quanto si tratti di una crescita al di sotto del potenziale, il rallentamento è "contenuto" rispetto a quello che gli sviluppi degli ultimi mesi avrebbero potuto far pensare. L'impatto infatti della crisi partita dai *subprime* USA, attraverso la restrizione *de facto* delle condizioni monetarie e creditizie e per la situazione delicata in cui versa il settore finanziario/bancario britannico, fino ad ora è stato relativamente modesto. È opportuno però sottolineare che non è semplice stimare i rischi collegati all'eventuale deterioramento del quadro finanziario, e quindi su questo fronte i rischi sulla previsione di crescita sono verso il basso. Questo è sufficiente a giustificare **aspettative di altri due tagli dei tassi** di 25 pb ciascuno entro l'estate. Il mercato ne incorpora un paio in più diluiti entro la prima metà del 2009. A richiedere però un atteggiamento cauto da parte della BoE, a meno di un improvviso deterioramento del quadro finanziario, è il permanere dell'inflazione sopra *target*. Data l'origine principalmente esogena (materie prime ed energia) della recente dinamica dei prezzi e con attese di deprezzamento del cambio (giustificate soprattutto dall'allentamento monetario in corso) non si hanno segnali di allentamento delle pressioni a breve. Non vi sono però al momento segnali di avvistamento della spirale prezzi-salari. Le condizioni sul mercato del lavoro appaiono un po' meno tirate, e la dinamica occupazionale meno sostenuta non solo nel manifatturiero ma anche nei servizi. Ciò contribuisce a ridimensionare i timori che l'inflazione scappi di mano, ma potrebbe anche rappresentare un campanello d'allarme in merito all'effettivo stato di salute del settore finanziario/bancario. Buona parte del **rallentamento** dell'economia passa **attraverso i consumi privati**, penalizzati dall'erosione del potere d'acquisto per via dell'inflazione e dall'*impasse* del settore immobiliare. Anche gli investimenti dopo la contrazione del 2007.T4 faranno fatica a riprendersi, ma i tagli dei tassi dovrebbero gradualmente giovare. Mentre **l'indebolimento della sterlina dovrebbe contribuire a riportare in territorio positivo il contributo del canale estero**. Questo, insieme al rallentamento della domanda, dovrebbe far scendere il disavanzo di parte corrente in rapporto al Pil (che è tornato di nuovo sopra la soglia del 5,0%) concorrendo ad un graduale riequilibrio delle condizioni di crescita dell'economia britannica, con ritorno verso potenziale nel 2009.

### Previsioni – Regno Unito

	2007	2008	2009	2007			2008				2009
				2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi cost.,a/a)	3.1	2.0	2.4	3.1	3.3	2.9	2.5	2.0	1.8	1.8	2.0
t/t				0.8	0.7	0.6	0.4	0.3	0.5	0.6	0.7
Consumi privati	3.1	1.9	1.8	0.7	0.9	0.2	0.7	0.2	0.4	0.5	0.6
Investimenti fissi	5.0	1.0	2.1	-1.0	1.7	-0.5	0.5	0.0	0.5	0.3	0.8
Consumi pubblici	1.9	2.0	1.5	0.1	0.3	0.9	0.7	0.2	0.4	0.5	0.5
Esportazioni	-5.4	1.9	5.0	0.3	1.4	-0.5	0.0	1.1	0.8	0.9	1.1
Importazioni	-3.2	1.5	2.7	-0.5	3.9	-1.2	0.2	0.2	0.2	0.5	0.8
Var. scorte (contrib., % Pil)	0.4	0.1	0.0	0.2	0.5	0.1	-0.3	-0.1	-0.1	0.0	0.0
Partite correnti (% Pil)	-4.9	-3.7	-2.3	-4.0	-5.7	-5.1	-4.7	-3.9	-3.1	-2.8	-2.6
Deficit (% Pil)	-3.0	-2.5	-2.5								
Debito (% Pil)	43.6	43.9	44.2								
CPI (a/a)	2.3	2.7	2.4	2.6	1.8	2.1	2.5	2.8	2.9	2.5	2.4
Produzione Industriale	0.5	0.8	1.8	0.9	-0.3	0.2	0.1	0.2	0.4	0.5	0.5
Disoccupazione (%)	2.7	2.6	2.9	2.8	2.7	2.6	2.5	2.5	2.6	2.7	2.8
Eurosterlina a 3 mesi	5.95	5.23	4.98	5.72	6.30	6.31	5.70	5.30	5.00	4.90	4.80
Long Gilt	5.01	4.50	4.77	5.21	5.18	4.79	4.51	4.25	4.45	4.80	4.83
Sterlina/dollaro	2.00	1.94	1.85	1.99	2.02	2.04	1.97	1.98	1.93	1.89	1.86

Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato.

## L'Asia

### Giappone: crescita più bassa, inflazione più elevata, tassi fermi

Anche in Giappone, come in gran parte dei paesi industrializzati, il 2008 sarà un anno di crescita in rallentamento e inflazione in aumento rispetto al 2007. Lo scenario giapponese è però moderatamente positivo per due motivi. L'economia non ha squilibri di fondo, a parte i cronici problemi politici. Inoltre, la domanda aggregata è sostenuta da contributi positivi, anche se moderati, di diverse componenti. L'inflazione rimarrà su un trend in rialzo. La banca centrale, una volta superato lo scoglio della nomina di tre nuovi membri del Board, dovrebbe mantenere la politica monetaria invariata. Il tasso di intervento reale dovrebbe restare negativo per gran parte dell'anno e mantenere la politica monetaria in territorio espansivo.

L'economia giapponese è riuscita finora a rimanere in larga misura indenne dalle turbolenze dei mercati finanziari e dal rallentamento americano, soffrendo nella seconda metà del 2007 più che altro per problemi idiosincratici legati a politiche domestiche. In Giappone nel 2008 si osserverà una versione annacquata del binomio "crescita in frenata - inflazione in accelerazione" che caratterizza le economie industrializzate. **Lo scenario macroeconomico giapponese vede un rallentamento della crescita**, ma ancora vicino al potenziale (intorno all'1,5%) e **un'inflazione stabilmente positiva**, mediamente poco sotto l'1%. Gli effetti di rialzo dei prezzi delle materie prime, apprezzamento del cambio e domanda mondiale più debole si applicano su un'economia che al momento non ha gravi squilibri interni e ha un livello di scorte molto contenuto.

I mercati, a partire dall'autunno 2007, si aspettano che la prossima mossa della BoJ sia un taglio dei tassi. Gli OIS a 12 mesi a 0,39% incorporano una probabilità positiva di taglio dei tassi. La nostra previsione continua a indicare che dopo il prolungato periodo di pausa da metà 2007 a fine 2008, la prossima mossa sui tassi sia verso l'alto. Questa previsione è basata sul fatto che **l'inflazione sia ormai stabilmente in territorio positivo** e richieda, non appena il ciclo mondiale lo consentirà, una normalizzazione dei tassi ufficiali. Attualmente la politica monetaria giapponese è espansiva, con i tassi reali negativi che controbilanciano gli effetti restrittivi dell'apprezzamento del cambio: anche un deterioramento dei dati domestici non dovrebbe portare a una modifica dei tassi di intervento proprio per il livello già estremamente basso dell'*overnight* e per il persistente e deciso aumento delle aspettative di inflazione. Le previsioni di politica monetaria sono rese tuttavia più incerte dalla scadenza del mandato di Fukui il 19 marzo e dal conflitto politico in corso per la nomina di un suo successore.

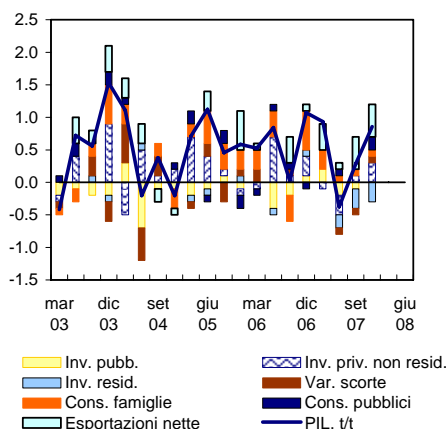
### Crescita moderata, sostenuta dal contributo di domanda estera e domestica

A partire da metà 2007, il PIL giapponese è stato frenato dalla contrazione degli investimenti residenziali, scesi a tassi a due cifre per via degli effetti di modifiche alla normativa sulle costruzioni. Nonostante l'ampio contributo negativo di tale settore, **il PIL complessivo ha mantenuto una dinamica complessiva discreta**, grazie all'alternarsi di contributi positivi delle altre componenti della domanda. La **diversificazione delle fonti di crescita è l'elemento centrale dello scenario giapponese**. Questo punto è valido anche all'interno del canale estero. L'ampia diversificazione dei mercati di sbocco dell'export giapponese ha permesso di far fronte senza traumi al rallentamento dell'economia americana nella seconda metà del 2007.

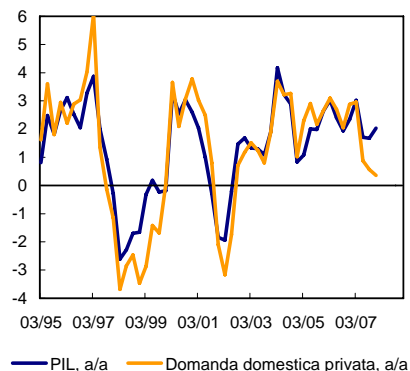
Il **PIL a fine 2007** ha sorpreso ampiamente verso l'alto con una crescita trimestrale di 0,8% t/t (3,6% t/t ann.), spinto anche da una dinamica sostenuta degli investimenti fissi non residenziali delle imprese e del canale estero. La revisione del PIL di 2007.T4 ha lasciato la crescita praticamente invariata a +0,9% t/t, 3,5% t/t ann., dalla precedente stima di 0,9% t/t, 3,7% t/t ann. La previsione di consenso era di revisione a +0,6% t/t. I dati rivisti mostrano un contributo della domanda domestica di 0,4% dalla precedente stima di 0,5%. I consumi crescono di 0,2% t/t (invariati da stima preliminare), gli investimenti fissi privati non residenziali sono stati rivisti verso il basso in misura più contenuta di quanto atteso, con una crescita rivista a 2,0% t/t dal 2,9% stimato in precedenza. Il rallentamento della dinamica degli investimenti è stato comunque in gran parte compensato da un'accelerazione della crescita della spesa pubblica (+0,7% da +0,6% t/t) e da esportazioni nette più sostenute (export +3,1% t/t da 2,9% t/t). Il contributo del canale estero passa a 0,5% t/t. I dati di fine 2007 saranno seguiti da un rallentamento nei trimestri successivi. Per ora però ordini e consumi sono stati più positivi delle attese, con indicazioni negative confinate alla produzione industriale.

Questo risultato è stato ben al di sopra delle attese, considerando i venti contrari che si sono abbattuti sia sulla domanda domestica (contrazione degli investimenti residenziali) sia sulla domanda estera (rallentamento dell'export verso gli USA).

### Il 2007 chiude in bellezza



### La domanda domestica rallenta per gli investimenti residenziali, l'export continua a tirare



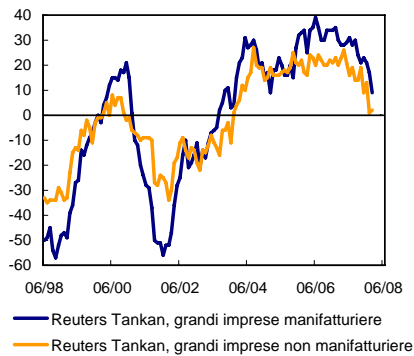
Fonte: Ecwin

**Nel 2008 la crescita sarà sostenuta sia dal canale estero** (esportazioni verso Asia e Europa) **sia dalla domanda domestica**, anche se il proseguimento del rialzo dei prezzi delle materie prime rappresenterà un freno crescente anche per l'economia giapponese. Un elemento favorevole viene dal fatto che vista l'inversione del trend negativo delle costruzioni residenziali di fine 2007, già da metà 2008 il settore dovrebbe contribuire positivamente alla crescita. Il primo trimestre vedrà una dinamica molto modesta degli investimenti fissi non residenziali, ma la debolezza della domanda delle imprese dovrebbe essere in parte compensata da un'accelerazione dei consumi e degli investimenti residenziali.

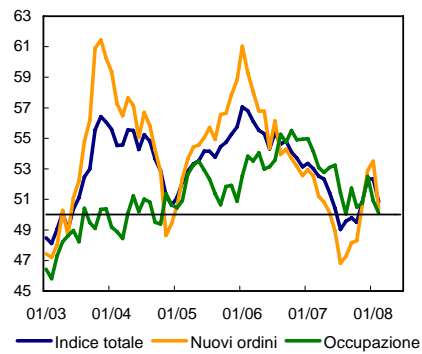
Le **indagini di settore** sono in flessione, e a partire da fine 2007 si riscontra una debolezza marcata anche nel settore dei servizi rispetto a un rallentamento più controllato nel settore manifatturiero (vedi grafico Reuters Tankan). Si registra

una dinamica più negativa per le imprese medio-piccole, che vedono un maggior calo di redditività in T4 e in generale hanno avuto indicatori di fiducia più negativi di quelli aggregati. Sulla base della relazione fra PIL e PMI del settore manifatturiero, anche ipotizzando un calo del PMI a marzo sotto 50 (a 49 da 50,8 di febbraio), nel primo trimestre la dinamica del PIL tendenziale dovrebbe rallentare solo modestamente e segnare ancora una crescita positiva su base trimestrale (+0,3-0,4% t/t). Lo scenario per gli **investimenti non residenziali** nella prima parte del 2008 è di rallentamento rispetto a 2007.S2. L'andamento degli ordini e delle consegne rimane positivo, anche se il primo trimestre dovrebbe vedere una contrazione della produzione industriale, frenando la stima della crescita dal lato dell'offerta. Per ora i piani di produzione delle imprese sono visti in calo temporaneo, in gran parte come conseguenza di un periodo di attività molto sostenuta nel quarto trimestre del 2007. L'indagine del METI vede una contrazione dell'output a febbraio, dopo il calo di 2% m/m a gennaio, seguito però da una ripresa marcata a marzo (+2,9%). L'andamento degli ordini di macchinari rimane positivo; il rapporto scorte/fatturato è al di sotto della media storica e ben al di sotto dei livelli tipicamente associati con contrazioni durature della produzione industriale.

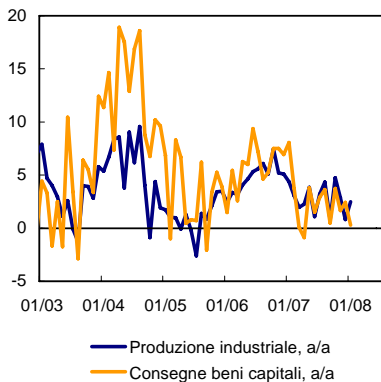
Reuters Tankan in calo



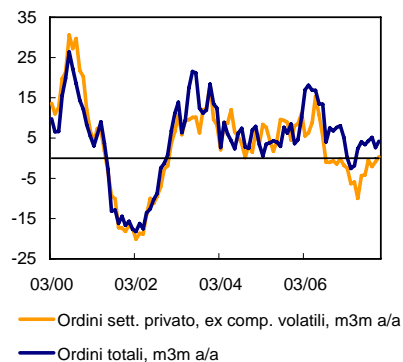
PMI settore manifatturiero vicino a 50



Produzione industriale e consegne rallentano...



... ma gli ordini restano positivi

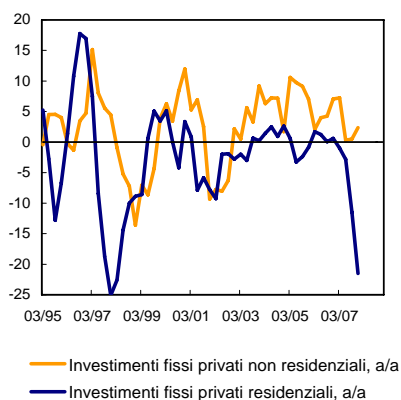


Fonte: Ecwin

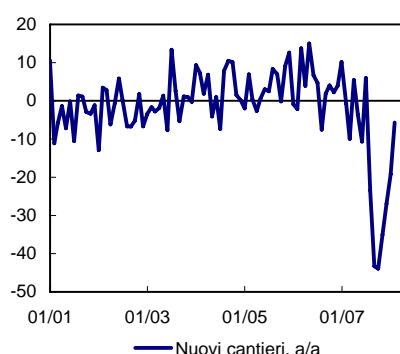
Per quanto riguarda il settore delle **costruzioni residenziali**, i dati confermano l'aspettativa di miglioramento piuttosto rapido. In 2007.T4 il contributo di questa voce alla crescita del PIL era stato di -0,3% t/t. I nuovi cantieri sono in aumento sensibile su base mensile già da ottobre 2007 e a dicembre la variazione tendenziale era già risalita a -5,7% a/a dal minimo di -44% a/a di settembre. Complessivamente quindi le condizioni generali del settore imprese giustificano aspettative di rallentamento della crescita degli investimenti su un ritmo più moderato rispetto al 2007, ma sempre positivo

alla luce dell'elevato livello di utilizzo degli impianti e della dinamica degli ordini.

**Investimenti residenziali: minimo in 2007.T4...**



**... e ripresa nel 2008**



Fonte: Ecwin

Il **canale estero** è stato un importante sostegno alla crescita di fine 2007, nonostante il rallentamento della domanda mondiale. Dai dati dell'export emerge una dinamica solida anche a gennaio, con una crescita delle esportazioni nominali del 7,7% a/a (10,3% a/a in termini reali). E' importante notare la composizione dell'export per area per vedere come il Giappone possa mantenere una dinamica positiva del canale estero nel 2008 anche ipotizzando un apprezzamento del cambio contro dollaro. Nel 2007, le esportazioni sono cresciute dell'11,6%: il contributo degli USA è stato nullo, mentre l'Asia ha contribuito per poco più del 50%, l'Europa per il 17% e il resto del mondo per il 30% circa. I dati di gennaio mostrano **un contributo negativo dell'export verso gli USA, a fronte di un contributo pressoché stabile dell'export verso l'Asia e crescente verso Europa e resto del mondo**. La previsione per il 2008 è di crescita delle esportazioni ancora solida, ma in rallentamento per l'effetto combinato di indebolimento della domanda mondiale e di apprezzamento del cambio.

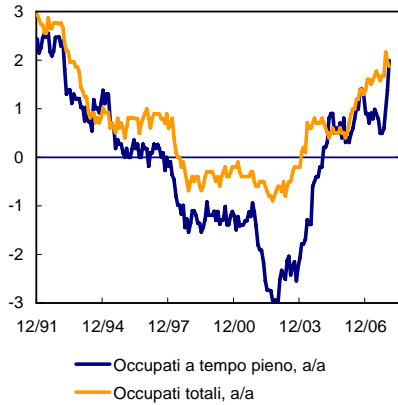
Dal lato delle famiglie, il **mercato del lavoro** continua a sostenere la crescita dei consumi, pur in presenza di una domanda di lavoro meno dinamica che a inizio 2007. Il tasso di disoccupazione si mantiene in un *range* compreso fra 3,8% e 4% da fine 2006 e la crescita occupazionale ha riaccelerato a gennaio, soprattutto per quanto riguarda gli occupati a tempo pieno. Il rapporto *jobs/applicant* è sceso dai picchi di metà 2007, ma a 0,98 rimane su livelli storicamente elevati e coerenti con un tasso di disoccupazione circa stabile sui livelli correnti. I salari hanno accelerato a gennaio rispetto alla dinamica piatta dell'anno precedente, con un aumento dei salari regolari di 0,6% a/a e un balzo dei bonus di 12,1% a/a. Il reddito da lavoro è aumentato circa dell'1% a/a grazie all'aumento degli occupati totali (+1,9% a/a), e in particolare di quelli a tempo pieno (+1,9% a/a).

Gli indicatori di **fiducia delle famiglie** continuano a scendere, tuttavia l'andamento dei consumi è positivo, con un'accelerazione a gennaio molto marcata. Questi dati contrastano con quelli dell'indagine del Cabinet Office, che mostrano una crescita modesta, anche se in accelerazione, dei consumi a inizio 2008. Il calo della fiducia, iniziato nella primavera 2007, non ha intaccato la dinamica dei consumi ed è probabilmente associato più con i problemi politico-istituzionali, con la riforma del credito e con la percezione di aumenti diffusi dei prezzi. Il tasso di risparmio è aumentato nel corso del 2007, con l'aumento dei tassi di interesse. Nella parte finale dello scorso anno, l'aspettativa di aumenti dei



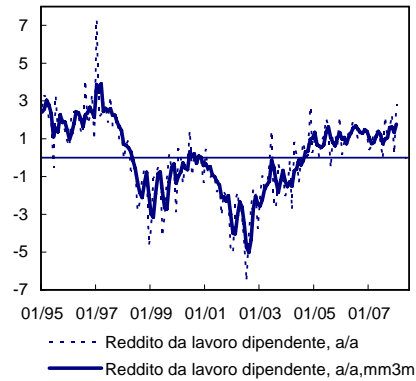
prezzi per i prossimi 12 mesi diffusa in gran parte delle famiglie e il ritorno dei tassi di interesse in territorio negativo si sono accompagnati a un **aumento della propensione al consumo e a un calo del tasso di risparmio.**

**La dinamica dell'occupazione rimane sostenuta...**



Fonte: Ecwin

**... e spinge ancora i redditi da lavoro**

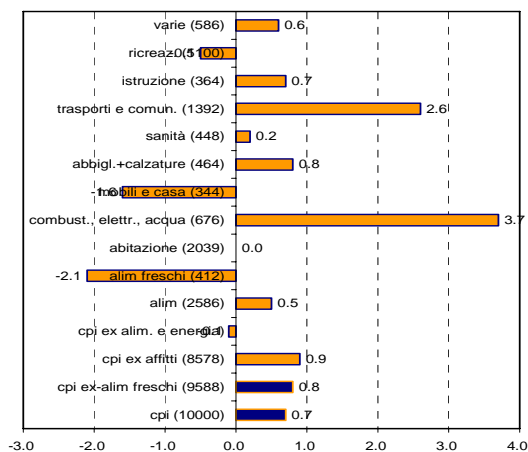


**Inflazione in aumento, tassi fermi**

La **dinamica dell'inflazione è ora chiaramente su un trend positivo**, determinato dai prezzi delle *commodity*, ma gradualmente diffuso anche ad altri comparti (vedi grafico). L'andamento dei prezzi di energia e alimentari rende probabile un ulteriore aumento dell'inflazione *headline* nei prossimi mesi, anche al di sopra dell'1% a/a. Ipotizzando una stabilizzazione delle materie prime nella seconda metà dell'anno, l'inflazione dovrebbe decelerare gradualmente, mantenendo la media annua intorno a 0,6%, un cambiamento radicale dopo 8 anni di inflazione negativa o praticamente nulla. Il 2007 si è chiuso con un'inflazione media a 0,1%, e mediamente negativa fino ad agosto. Sia i beni sia i servizi hanno registrato un'accelerazione da 2007.T4. I prezzi di sanità, istruzione, affitti sono in aumento o stabili e confermano la normalizzazione del quadro dei prezzi. I prezzi alla produzione sono in aumento da tre anni e la caduta di profittabilità delle imprese nella seconda metà del 2007 per via dell'aumento di costi indica un'elevata probabilità di trasferimento di tali costi lungo la catena distributiva.

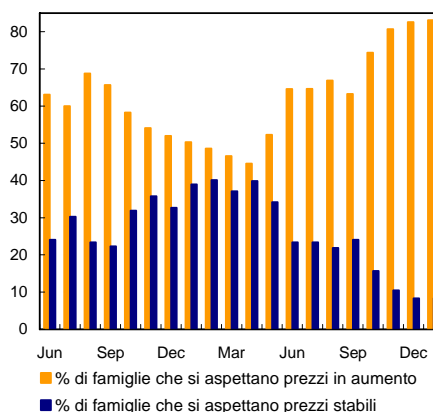
Il trend verso l'alto dell'inflazione è il punto centrale per prevedere **tassi fermi da parte della banca centrale**. Nei verbali della riunione di gennaio della BoJ si osserva che la previsione per l'inflazione è di un trend positivo, sostenuto nel breve termine dai prezzi delle materie prime e nel medio termine da un *output gap* positivo. Si è anche segnalato il rischio che l'aumento delle aspettative di inflazione da parte delle famiglie porti a ulteriori pressioni verso l'alto sui prezzi, oltre che sui salari. I tassi di intervento reali sono negativi da fine 2007 e resteranno negativi per gran parte dell'anno; negli anni della deflazione i tassi reali erano rimasti ampiamente positivi.

**Aumenti dei prezzi diffusi**



Fonte: Ecwin

**Aspettative di inflazione in aumento**



**La riunione della Banca del Giappone di marzo si è conclusa con tassi fermi e una valutazione quasi invariata dell'economia.** Negli ultimi due mesi la valutazione dell'economia era di crescita moderata con segnali di rallentamento dovuti alla correzione del settore immobiliare residenziale. Nella valutazione di marzo si aggiungono come motivo di rallentamento corrente, oltre ai problemi del settore costruzioni, anche "gli effetti degli elevati prezzi dell'energia e delle materie prime". La banca centrale prevede che la produzione industriale torni a crescere dopo un breve periodo di stagnazione. Nello scenario contenuto nel rapporto mensile si continua a prevedere crescita positiva per esportazioni, consumi e investimenti, anche se il ritmo di crescita complessivo resterà debole per qualche trimestre. I dati recenti hanno confermato che il settore costruzioni ha svoltato già nella parte finale del 2007 e dovrebbe tornare a contribuire positivamente alla crescita del PIL a partire dai trimestri centrali del 2008: la banca centrale prende atto nel rapporto mensile che i rischi su questo fronte sono diminuiti. I verbali della riunione BoJ di febbraio e un discorso di Noda (Board) confermano che la banca centrale ritiene opportuno mantenere la politica monetaria su un sentiero di gradualità rialzi dei tassi, anche se ci sono alcuni segnali di allarme dall'indebolimento degli utili delle imprese e dal deterioramento del ciclo internazionale.

La riunione di marzo è l'ultima per il Governatore della banca centrale Fukui. Il 19 marzo è scaduto il mandato di **Fukui** e dei due vice governatori, Muto e Iwata. Il Board è composto da nove membri. La legge che regola il funzionamento della banca centrale prevede che la nomina di un nuovo membro del Board avvenga su proposta del Governo e sia sottoposta a voto di approvazione del Parlamento entro 10 giorni. Fukui aveva annunciato tempo fa di non essere disposto a un rinnovo del proprio mandato.

**Il Governo ha presentato una proposta ufficiale per le candidature dei tre membri del Board in scadenza il 19 marzo.** Il Governo ha candidato alla guida della banca centrale l'attuale vice-governatore Muto. Il partito di opposizione DPJ ha detto che Muto non sembra avere le qualità di leader richieste per guidare la banca centrale: la sostituzione di Fukui rimane per ora un problema politico aperto. Le due camere del Parlamento hanno votato in direzione opposta sulle candidature del governo. L'opposizione ha così bloccato le nomine e il governo ha fatto sapere che può riproporre i candidati una seconda volta. Il Parlamento avrà poi dieci giorni per votare nuovamente. Gli altri due membri del Board proposti dal governo sono Shirakawa, in precedenza nello staff della BoJ fra il

2002 e il 2006 e ora professore all'Università di Kyoto, e Ito, professore all'Università di Tokyo.

Se alla fine la candidatura di Muto verrà approvata dal Parlamento, la politica monetaria rimarrà molto simile a quella condotta da Fukui in questi anni, mantenendo la linea centrale relativa alla necessità di normalizzare i tassi di politica monetaria una volta confermato il trend positivo dell'inflazione.

(Giovanna Mossetti)

**Previsioni – Giappone**

	2007	2008	2009	2007			2008				2009
				2	3	4	1	2	3	4	
PIL (prezzi 1995, a/a) t/t ann.	2,1	1,4	1,7	1,7	1,9	1,8	1,0	1,5	1,7	1,3	1,5
Consumi privati	1,5	0,9	1,8	0,6	0,5	0,8	0,4	0,4	2,6	2,3	1,2
Investimenti privati non residenzial	2,3	2,8	4,6	-6,0	4,5	8,2	5,5	2,0	3,8	4,7	4,6
Investimenti privati residenziali	-9,3	-6,9	2,9	-16,3	-29,2	-32,3	21,0	4,0	1,6	2,5	3,0
Investimenti pubblici	-2,2	-2,2	0,4	-15,6	-7,5	-1,6	0,0	0,3	0,4	0,4	0,3
Consumi pubblici	0,8	1,2	1,3	1,2	0,5	3,6	0,0	0,8	1,3	1,3	1,2
Esportazioni	8,8	6,1	3,6	4,6	12,0	12,0	4,1	2,0	3,2	3,1	3,7
Importazioni	1,7	2,2	7,6	2,2	-0,5	2,4	2,0	0,0	5,8	7,0	8,5
Var. scorte (contrib., % Pil)	0,1	-0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,1
Partite correnti (% Pil)	3,9	4,8	4,8	5,0	4,8	5,1	4,8	5,0	4,9	4,8	4,8
Deficit (% Pil)	-6,4	-6,1	-5,9								
Debito (% Pil)	163,5	162,5	166,0								
CPI (a/a)	0,1	0,6	0,2	-0,1	-0,1	0,5	0,9	0,5	0,4	0,2	0,2
Produzione Industriale tt%	2,9	2,0	1,5	0,5	9,4	5,3	-2,5	1,0	1,6	2,1	1,5
Disoccupazione (%)	4,1	3,9	3,6	3,8	3,8	3,9	3,7	3,6	3,6	3,5	3,6

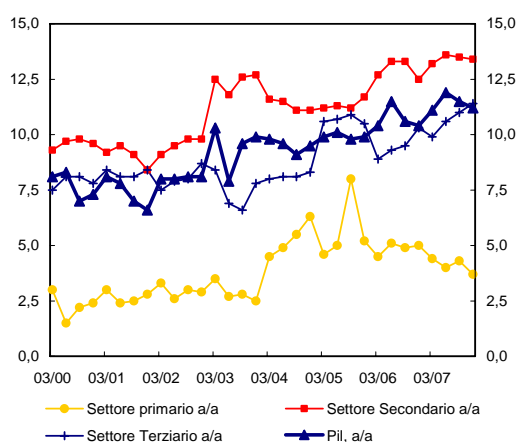
Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato.

## Cina: rallentamento contenuto grazie alla domanda interna

Silvia Guizzo  
[silvia.guizzo@intesasanpaolo.com](mailto:silvia.guizzo@intesasanpaolo.com)

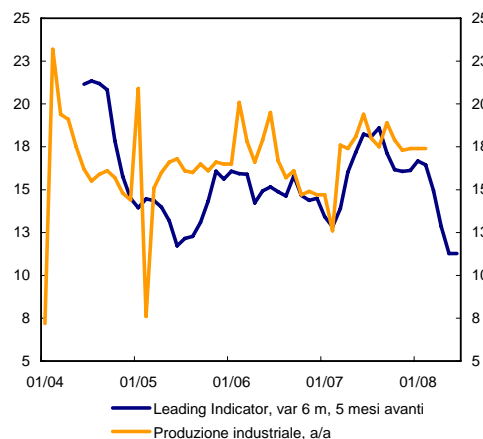
L'economia cinese ha chiuso il quarto trimestre del 2007 con una crescita del 11,2%, in lieve rallentamento rispetto all' 11,5% del terzo trimestre. Nel 2007, dunque, l'economia è cresciuta in media per il quarto anno di seguito al di sopra del 10% e, anche se non sono disponibili i dettagli del Pil, l'andamento dei settori nonché delle esportazioni nette suggerisce la presenza di un minimo **ribilanciamento della crescita in atto tra le componenti del Pil.**

**La crescita economica è stata al di sopra del 10% anche nel 2007**



Fonte: Bloomberg

**La produzione industriale ha rallentato rispetto ai picchi di metà anno e potrebbe proseguire.**



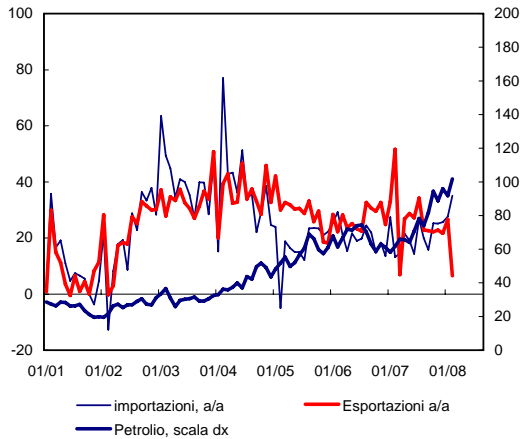
La crescita nel settore dei servizi ha, infatti, continuato gradualmente a salire nel corso dell'anno, passando da 9,9% nel 2007.I a 11,4% nel 2007.IV, mentre è rimasta pressoché stabile nel settore industriale ed è calata invece nel settore agricolo. Il lieve rallentamento del Pil su base trimestrale, da 11,9% del 2007.I al 11,2% del 2007.IV è riflesso nel rallentamento della crescita della produzione industriale, passata dal picco di 19,4% a giugno a 17,4% a dicembre (e a 15,4% a febbraio in termini cumulati). Questo trend potrebbe proseguire in maniera graduale nei prossimi trimestri come suggerisce il calo sia del *Leading Indicator* sia dei PMI.

**Il canale estero e gli investimenti hanno diminuito il loro contributo alla crescita a fine 2007**

**Dalla fine del 2007 la crescita delle importazioni ha superato quella delle esportazioni**, riducendo così il tasso di crescita del surplus commerciale. L'aumento delle importazioni non è imputabile solamente all'aumento del prezzo del petrolio ma anche all'aumento delle importazioni di altri beni, che secondo le stime della Banca Mondiale è stato del 31% nel 2007.IV. Dal lato delle esportazioni invece, sembra che il rallentamento della domanda americana abbia cominciato a farsi sentire nel 2007. I tassi di crescita delle esportazioni verso gli USA sono stati sensibilmente minori rispetto a quelli superiori al 20% che hanno caratterizzato gli ultimi anni. Il ritmo di crescita delle esportazioni totali è rimasto tuttavia sostenuto, grazie agli sbocchi di altri mercati tra cui l'Unione Europea e l'Asia. I dati di febbraio punterebbero ad un rallentamento dei tassi di crescita delle esportazioni non solo dagli USA ma anche dalla UE, tuttavia sono molto volatili a causa delle festività e, quest'anno in particolare, a causa della sospensione dei trasporti per l'eccezionale ondata di maltempo. Tuttavia l'andamento della componente ordini dall'estero del PMI, il trend delle importazioni visto negli ultimi mesi, nonché il nostro scenario di forte

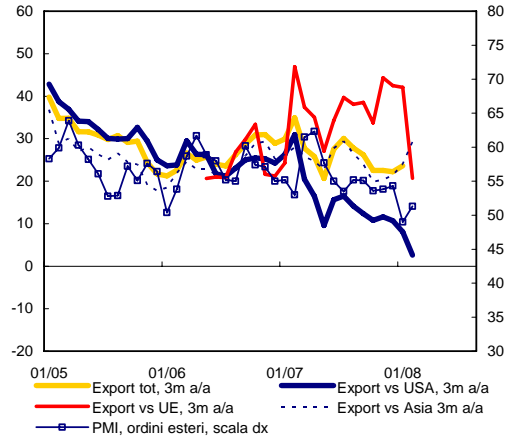
rallentamento negli USA e in Europa, punta ad un ulteriore rallentamento delle esportazioni cinesi nei prossimi trimestri.

**La crescita delle importazioni ha superato quella delle esportazioni negli ultimi 6 mesi**



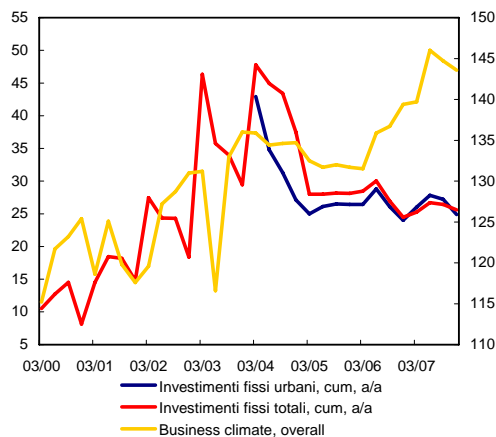
Fonte: Bloomberg

**Il rallentamento delle esportazioni vs gli USA ha pesato nonostante il contrappeso della UE**

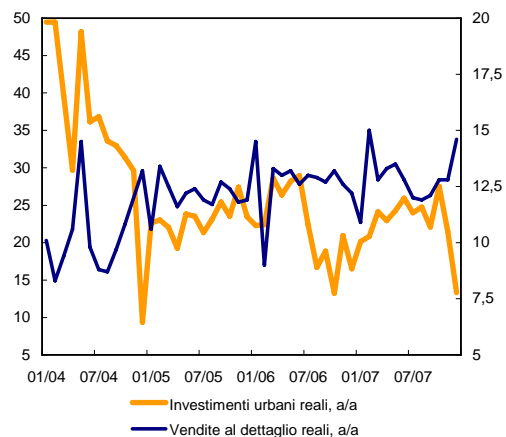


Il lieve rallentamento della crescita nell'ultimo trimestre del 2007 è riflesso inoltre dal **rallentamento del tasso di crescita degli investimenti**. In termini nominali cumulati, gli investimenti fissi urbani sono saliti del 24.9% nell'ultimo trimestre dell'anno rispetto al picco del 27,8% del secondo trimestre. Inoltre, gli stessi, in termini reali hanno visto il tasso di crescita passare da un picco del 27.5% a/a ad ottobre al 13.3% a/a a dicembre. Nel frattempo **le vendite al dettaglio hanno tenuto molto bene** nell'ultima parte dell'anno, nonostante il continuo aumento dell'inflazione. In termini reali le vendite sono infatti salite da un minimo di 11.9% a/a ad agosto al 14.9% a dicembre 2007.

**Gli investimenti fissi hanno rallentato a fine 2007 mentre le vendite al dettaglio sono salite**  
(Gli investimenti e le vendite sono deflazionati rispettivamente con i prezzi alla produzione e i prezzi al dettaglio)



Fonte: Bloomberg

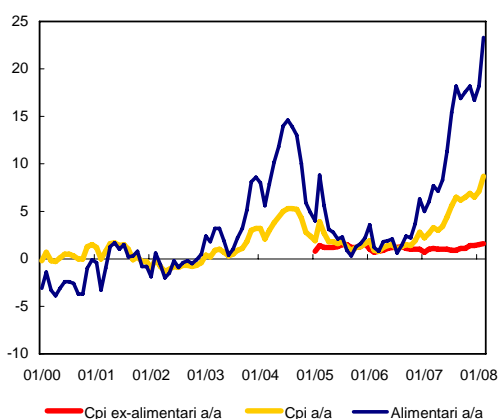


Tutto ciò è indice di un lieve ribilanciamento della crescita verso la domanda interna nel 2007.IV, ribilanciamento che ha spazio per continuare nei prossimi trimestri. La fiducia dei consumatori, pur in calo negli ultimi mesi perché probabilmente influenzata dall'andamento sfavorevole dell'inflazione, rimane infatti su livelli elevati.

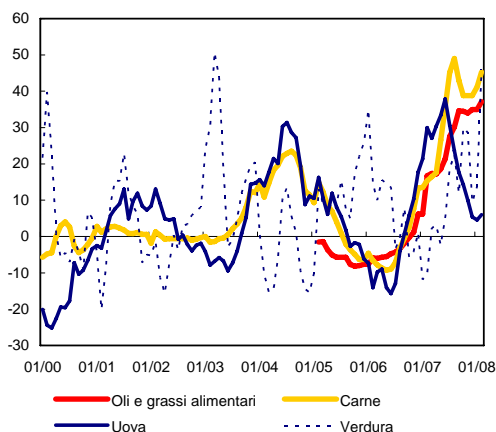
**L'inflazione continua a salire guidata dagli alimentari**

**I prezzi al consumo non hanno arrestato la corsa verso l'alto.** L'aumento dell'inflazione rimane tuttavia legato principalmente all'aumento della componente alimentari e delle materie prime. L'aumento degli alimentari continua a provenire da alcune categorie specifiche, quali la carne e gli oli, e negli ultimi mesi anche dalle verdure il cui prezzo è salito del 46% a febbraio, rispetto al 13% a gennaio. Sui primi mesi del 2008 ha pesato comunque molto il forte freddo che ha colpito la Cina tra fine gennaio e inizio febbraio. Gli effetti potrebbero vedersi ancora nel breve termine, ma rientrati gli shock da offerta il tasso d'inflazione dovrebbe cominciare a scendere. A confortare questa tesi l'aumento minimo dell'inflazione core, che è salita all'1,6% a febbraio ma rimane su livelli molto contenuti rispetto a quella totale. Inoltre, l'aumento dei prezzi del petrolio, la cui trasmissione traspare dall'aumento dei prezzi alla produzione dei carburanti, non si trasmette completamente ai prezzi al consumo grazie ai controlli statali, che sono stati introdotti anche per altri prodotti. La dinamica degli aggregati monetari e creditizi tuttavia non sembra alimentare pressioni verso l'alto per l'inflazione. La crescita di M2 sembra essersi stabilizzata negli ultimi mesi mentre quella dei prestiti del settore finanziario dopo il picco di 17,7% di ottobre è scesa al 15,7% a febbraio.

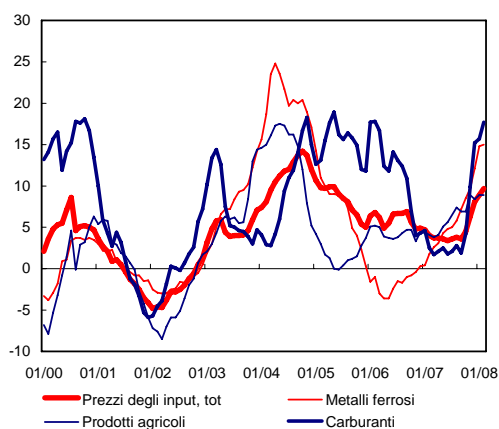
**L'aumento dell'inflazione è guidato essenzialmente dalla componente alimentari...**



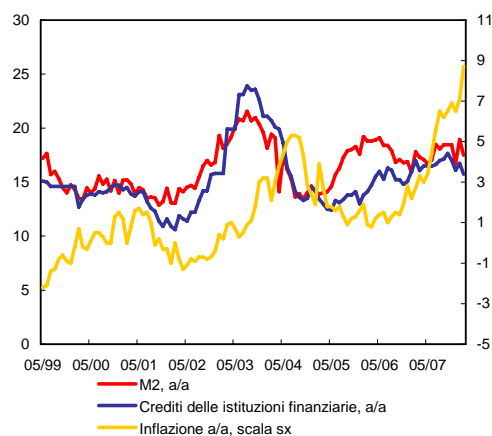
**... ed in particolare da alcuni alimenti**



**I prezzi degli input continuano a salire in linea con i prezzi internazionali delle commodities**



**Ma la stabilizzazione del credito non dovrebbe alimentare ulteriori pressioni verso l'alto**



Fonte: Bloomberg

**Attenuare l'inflazione e prevenire il surriscaldamento dell'economia rimangono gli obiettivi primari dell'Assemblea del Popolo**

Attenuare l'inflazione ed evitare il surriscaldamento dell'economia continuano ad essere gli obiettivi primari del governo, come ribadito recentemente dal premier Wen Jabao all'**Assemblea Nazionale del Popolo** che si è riunita nella sessione annuale dal 5 al 18 marzo.

L'Assemblea si è chiusa con la nomina di Xi Jinping a vice presidente e con le nomine di 4 vice premier e di molti ministri, nonché con l'accorpamento di alcuni ministeri e la riconferma di Zhou Xiaochuan a governatore della Banca Centrale. La nomina più importante tra i vice premier è stata quella di Li Keqiang, considerato il più probabile successore di Wen Jabao e nominato vice premier esecutivo. Tra gli altri Wang Quishan a cui competerà la guida della politica economica e della finanza e Zhang Dejinag responsabile del ministero dell'energia e delle infrastrutture. Dall'accorpamento di alcuni ministeri sono stati inoltre creati cinque **super ministeri** con l'obiettivo di aumentare l'efficienza e diminuire burocrazia e corruzione. L'agenzia per la protezione dell'ambiente è stata elevata a superministero. Gli altri superministeri sono delle quelli dell'industria e informazione, delle risorse umane e sicurezza sociale, dell'edilizia e costruzioni e il ministero delle comunicazioni e dei trasporti. Infine, nel piano di creazione dei superministeri è stato auspicato un maggior coordinamento tra la banca centrale, il ministero delle finanze e la Commissione Nazionale per le Riforme e lo Sviluppo.

Nel discorso di chiusura dell'Assemblea il premier ha ammesso la difficoltà del governo di riportare l'inflazione al target previsto del 4.8% medio per quest'anno (ossia allo stesso livello dell'anno scorso su un target del 3%, ampiamente sforato), e di intraprendere tutte le misure necessarie a raggiungere questo obiettivo cercando contemporaneamente di non surriscaldare l'economia e di mantenere la crescita economica su un sentiero sostenibile e tale da permettere la creazione di 10 milioni di posti di lavoro all'anno, come richiesto dall'aumento della popolazione in età lavorativa.

**Ampi spazi di manovra della politica fiscale per sostenere la domanda ...**

Il target di crescita per il 2008 è stato riconfermato all'8% e il premier ha sottolineato l'enorme potenziale del mercato cinese, in particolare nelle aree rurali e agricole, e l'ampio spazio di manovra del governo che prevede un sensibile aumento della spesa pubblica della sanità e delle spese di previdenza sociale. Le sole spese per l'istruzione dovrebbero aumentare del 45% nel 2008 secondo la proposta. L'aumento delle entrate nel 2007, in gran parte proveniente dalle imposte sulle transazioni azionarie introdotte nel 2007, è stato del 47% rispetto al 2006, il più alto degli ultimi 4 anni e tale da offrire un buon margine di manovra per le politiche fiscali a sostegno della domanda interna. Il premier ha inoltre ribadito che le politiche fiscali e monetarie saranno flessibili per far fronte alle ripercussioni del rallentamento dell'economia americana e del repentino deprezzamento del dollaro, fattori di cui si è dichiarato esplicitamente preoccupato.

**... e più difficoltà per la politica monetaria**

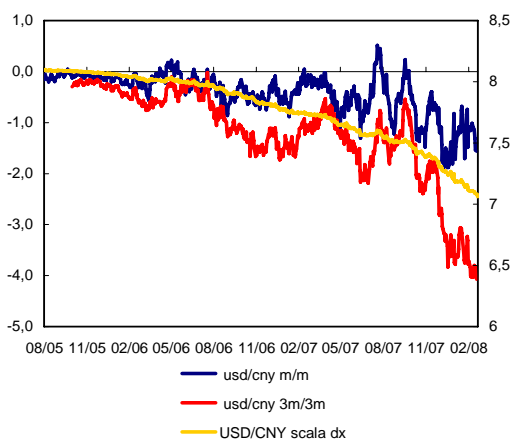
Negli ultimi mesi le autorità hanno assecondato l'accelerazione dell'apprezzamento del cambio partita nell'autunno del 2007. Dall'inizio di ottobre il cambio si è apprezzato del 6% rispetto al dollaro, su un totale del 15% dall'abbandono del *peg* fisso. Contemporaneamente il cambio si è deprezzato nei confronti dell'euro, con qualche preoccupazione della Commissione Europea che andrà in visita ufficiale a fine aprile. L'apprezzamento del cambio, sebbene auspicato, finora non è stato in grado di controbilanciare l'aumento dei prezzi internazionali delle *commodities* che si è riflesso nel continuo aumento dei prezzi degli input negli ultimi mesi. Tuttavia non sembra che le autorità intendano contrastare il movimento di apprezzamento, se graduale, anche se in occasione della riunione dell'Assemblea del Popolo è stata espressa per la prima volta una



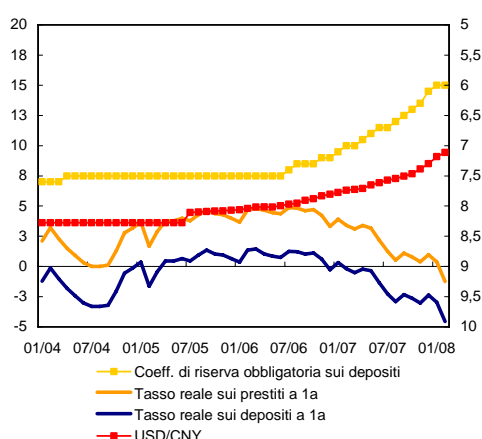
qualche preoccupazione per il repentino deprezzamento del dollaro che la PBOC ritiene comunque limitato alla prima metà del 2008.

La banca centrale, nonostante abbia alzato i tassi 6 volte nel 2007, ha ampiamente preferito agire sul coefficiente di riserva obbligatoria, che è salito ulteriormente a 15% a gennaio ed è stato alzato di altri 50pb recentemente, con effetto dal 25 marzo. Nel recente bollettino del 2007.IV pubblicato a fine febbraio la PBOC ha dichiarato che la politica monetaria rimarrà restrittiva e dovrà avere un ruolo molto più attivo nel 2008 intervenendo sia sul coefficiente di riserva obbligatoria sia sui tassi. Anche le recenti dichiarazioni di Zhou riconfermano questa linea ribadendo che la PBOC auspica tassi reali positivi. L'aumento dell'inflazione ha di fatto reso vani i rialzi dei tassi nel 2007 portando i tassi reali su un trend discendente che ha toccato recentemente il territorio negativo anche per i tassi sui prestiti, più rilevanti per la domanda di credito delle imprese.

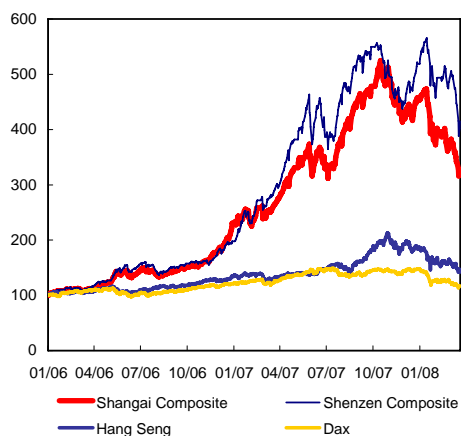
**La velocità di apprezzamento del cambio è aumentata**



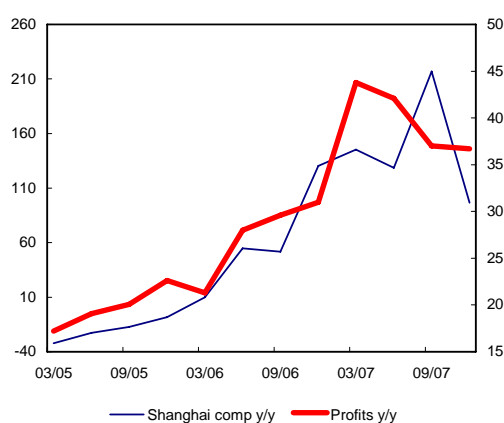
**L'aumento dell'inflazione ha reso vani gli interventi sui tassi, portando in territorio negativo i tassi reali**



**La borsa è scesa del 30% da inizio anno e del 39% dal picco di ottobre**



**Nel 2007.S2 la crescita dei profitti delle imprese ha rallentato rispetto a inizio anno**



Fonte: Bloomberg.

## Conclusioni

Il rallentamento degli Stati Uniti e dell'Area Euro che prevede il nostro scenario continuerà a pesare sulle esportazioni cinesi riducendo ulteriormente il contributo del canale estero alla crescita. La PBOC comincerà ad affiancare alle misure amministrative di controllo del credito interventi più frequenti sui tassi in modo da riportare i tassi reali in territorio marginalmente positivo nella seconda metà dell'anno. Prevediamo quindi che il tasso sui prestiti potrà salire al 5% nel terzo trimestre. L'inflazione si manterrà sui livelli elevati almeno fino all'estate per poi scendere nella seconda parte del 2008. Il trend di minor crescita degli investimenti fissi e del saldo di bilancia commerciale che si è visto nell'ultimo trimestre del 2007 proseguirà nel 2008 e sarà parzialmente controbilanciato da un aumento della domanda interna. Rivediamo al ribasso il profilo di crescita previsto per il 2008 a 10.7% da 11% e portiamo la crescita del 2009 a 8.5% da 8.9%, per un sensibile rallentamento del tasso di crescita degli investimenti. I consumi dovrebbero invece mantenere un ritmo di crescita intorno all'11% anche nel 2008.

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. Inoltre il calo dei profitti delle imprese potrebbe essere più brusco del previsto se al calo della domanda globale continuasse ad affiancarsi ancora un forte ribasso dei corsi azionari. Ai motivi prettamente macroeconomiche si aggiunge inoltre il rischio di inasprimento o allargamento delle tensioni sociali interne dal Tibet alle province limitrofe all'avvicinarsi dei giochi olimpici, rischio che non appare del tutto trascurabile.

## Previsioni – Cina

Data iniziale 2004		2004	2005	2006	2007	2008	2009
PIL (prezzi correnti)	mld CNY	15987,8	19306,1	21719,7	25155,1	28930,8	32530,2
	a/a	17,7	20,8	12,5	15,8	15,0	12,4
PIL (prezzi costanti)	a/a	10,1	10,4	11,1	11,4	10,7	8,5
Consumi	a/a	8,2	9,6	10,6	11,1	11,5	10,1
Investimenti fissi	a/a	20,1	20,0	19,9	20,5	18,2	12,3
Consumi pubblici	a/a	8,4	12,7	11,9	9,7	8,6	7,9
Esportazioni	a/a	22,8	20,3	21,2	18,2	16,5	13,3
Importazioni	a/a	21,7	7,0	11,8	12,3	10,8	15,5
Produzione industriale	a/a	11,1	11,7	13,0	13,4	12,3	8,5
Tasso di disoccupazione	%	4,2	4,2	4,2	4,0	4,0	4,1
Inflazione (CPI)	a/a	3,8	1,8	1,7	4,8	5,5	1,7
Tasso d'interesse (b/t)	%	5,4	5,6	5,9	6,7	7,8	7,7
USD/CNY (media)		8,28	8,19	7,97	7,61	6,82	6,24
	a/a		-1%	-3%	-5%	-10%	-9%
USD/CNY (fine periodo)		8,3	8,1	7,9	7,4	6,6	6,1
EUR/CNY (fine periodo)		10,6	9,7	10,0	10,8	9,7	8,1

Fonte: Intesa Sanpaolo.

Note: tasso di interesse: lending rate, short-term (fonte IMF, serie IFS i60p..). Le componenti della domanda interna sono ricostruite e non sono da considerarsi ufficiali.

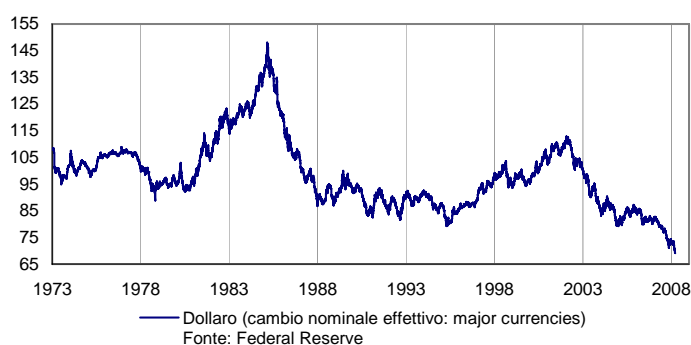
## Mercati valutari – Il peso del fattore “incertezza” manda a picco il dollaro e fa volare l’euro

### DOLLARO

Asmara Jamaleh

[asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com](mailto:asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com)

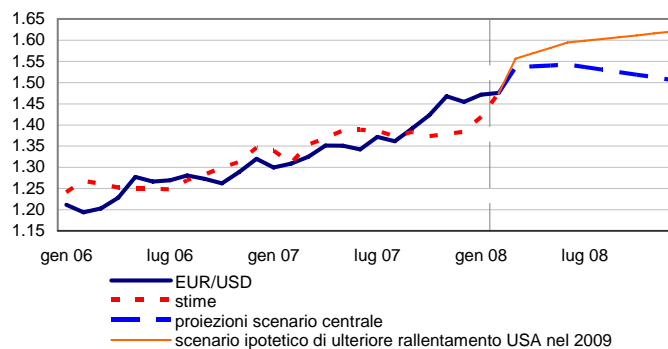
Bilancio d’inizio anno negativo per il dollaro, che ha segnato a marzo i minimi storici in termini di cambio effettivo nominale secondo l’indice “major currencies” della Federal Reserve la cui serie parte dal 1973 (v. fig.). **Questa nuova ondata di deprezzamento è spiegata solo in parte da fattori fondamentali** (rischio di recessione USA e tagli dei tassi Fed molto aggressivi). **Le preoccupazioni relative alle implicazioni della crisi finanziaria e alle ricadute sul sistema bancario sono invece andate assumendo un ruolo sempre più determinante.** L’incertezza su questo fronte unitamente ai ridotti ritorni degli assets in dollari (dato il basso – e ancora decrescente – livello dei tassi ufficiali) rischiano di innescare una sorta di crisi di fiducia sulla valuta statunitense con ulteriori deflussi di capitali ed associato rischio di “svalutazione” incontrollata.



Doppio disavanzo crescente ed ulteriore inflazione importata sono gli effetti collaterali negativi che aumentano il circolo vizioso. L’unico vantaggio del dollaro debole è il contributo positivo del canale estero. Ma per un’economia come quella statunitense, che necessita di richiamare capitali dall’esterno per finanziare un sistema che cresce sulla leva dell’indebitamento, questo non solo non rappresenta una soluzione del (vero) problema, ma non rientra nemmeno tra gli obiettivi di politica economica USA. Il fatto è che, come gli eventi degli ultimi giorni hanno mostrato, **l’esacerbarsi della crisi finanziaria finirebbe per provocare inevitabilmente ulteriori fuoriuscite dal biglietto verde**, e quindi nuove perdite. Poiché questo difficilmente potrebbe accompagnarsi ad una fase di stabilizzazione o miglioramento del quadro macro, per il dollaro si rischierebbe di non avere più ancora di salvezza. A quel punto si porrebbero ragionevolmente le **premesse per un intervento** coordinato sul mercato dei cambi. Questo non significa che una tale misura sarebbe efficace e/o produrrebbe un impatto duraturo, ma fornirebbe il triplo segnale che le autorità USA non gradiscono un tracollo del dollaro alla vigilia dell’appuntamento elettorale e che un eventuale tracollo non solo non risolverebbe i problemi economico-finanziari degli Stati Uniti ma creerebbe problemi anche altrove attraverso un’ulteriore restrizione delle condizioni monetarie. **Almeno nella seconda metà dell’anno si dovrebbe quindi assistere all’avvio di un graduale recupero del biglietto verde**, atteso comunque assestarsi nei prossimi anni su livelli mediamente inferiori a quelli degli anni precedenti. **Nel trimestre entrante invece permangono rischi verso il basso**, con possibilità di inaugurare nuovi minimi.

## EURO

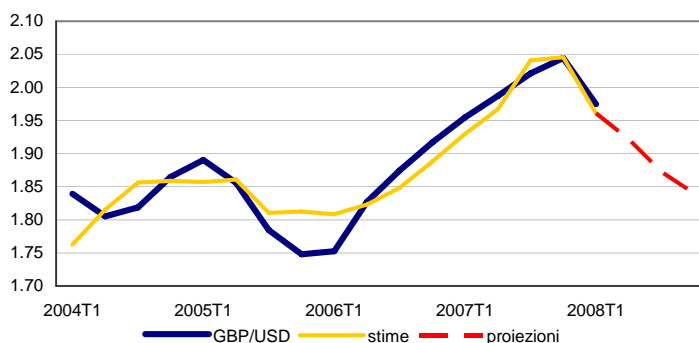
**Della debolezza del dollaro ha “approfittato” l’euro**, e non in senso figurato, ma in senso proprio, perchè **solo una parte dell’ultimo strappo rialzista si può spiegare alla luce dei fondamentali** macro europei e statunitensi: **il resto si può definire come la misura del “fattore incertezza” legato alle implicazioni della crisi finanziaria/bancaria USA**. Nel medio termine le variabili fondamentali che guidano la tendenza del cambio EUR/USD sono principalmente: crescita attesa USA, crescita attesa area euro e tassi a breve USA. Alla luce del nostro scenario aggiornato di crescita USA e area euro, e con le nuove previsioni sui Fed Funds **dalle nostre stime risulta che il fair value attuale dovrebbe attestarsi tra 1,50 e 1,55** (v. fig.) laddove all’indomani del taglio a sorpresa del tasso di sconto deciso dalla Fed a meno di due giorni dal FOMC ufficiale del 18 marzo l’euro si è inerpicato fino ad un soffio da 1,6000 EUR/USD.



A poco più di un anno dallo sfondamento nel febbraio 2007 di quota 1,30, dopo la rottura della seconda soglia critica di 1,40 nel settembre 2007, e a poche settimane dal superamento nel febbraio 2008 dell’ultima barriera di 1,50 – è lecito chiedersi fin dove si possa spingere a questo punto il cambio. Un metodo per individuare un possibile obiettivo rialzista di breve è aggiungere al massimo fair value stimato (1,55) lo scarto massimo (otto figure circa, v. fig.) tra valore stimato e quotazione effettiva dell’euro verificatosi negli ultimi mesi da quando nell’estate 2007 è scoppiata la crisi dei subprime. **Si ottiene un ipotetico target a 1,63, estendibile a 1,65** se si considera che il modello qui utilizzato impiega dati mensili costruiti come medie di valori giornalieri. Nel breve i rischi sono in questa direzione, **soprattutto in caso di ulteriore deterioramento del quadro finanziario USA. Nella seconda metà dell’anno però**, come anche suggerisce il modello (v. fig.), **si dovrebbe avere l’inversione ribassista**, in funzione non solo del giungere a termine del ciclo di allentamento monetario USA ma anche del rallentamento nell’area euro e connesso rischio di taglio dei tassi BCE. Dal punto di vista dei fondamentali, secondo il modello proposto, per non avere inversione ribassista nemmeno nel secondo semestre 2008, ed avere invece un euro che continua a salire, si dovrebbe avere un’economia USA che non solo nel 2009 non riaccelera, ma addirittura rallenta ulteriormente rispetto ai ritmi già bassi attesi nel 2008. Ipotizzando ad esempio che nel 2009 la crescita USA scenda all’1,0% dall’1,4% atteso nel 2008 si ottiene un cambio che continua a salire (verso 1,65: v. profilo alternativo illustrato in fig.) piuttosto che un cambio che una volta avvicinata quota 1,55 torni indietro (v. fig.) come avviene sotto ipotesi che dall’1,4% previsto nel 2008 l’economia USA riacceleri all’1,9% nel 2009 (nostro scenario centrale). Poiché però un deterioramento così grave del quadro fondamentale USA avrebbe ripercussioni negative nell’area euro, questo non dovrebbe comunque contraddire l’ipotesi di svolta ribassista più in là nel tempo. Potrebbe però essere sufficiente a prolungare di entità e durata l’attuale fase di overshooting dell’euro, per cui i rischi dello scenario alternativo restano verso l’alto.

## STERLINA

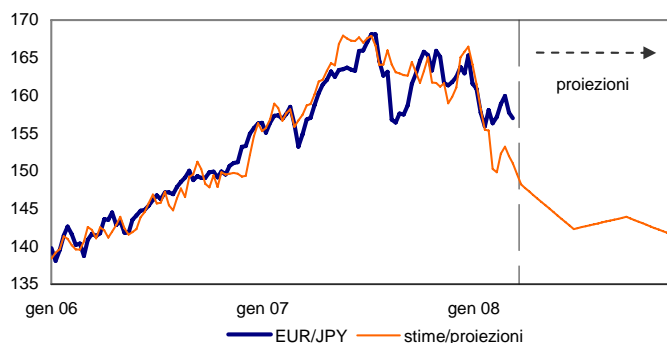
Diversamente dall'euro negli ultimi giorni la sterlina si è indebolita contro dollaro, perchè **la Banca d'Inghilterra è ancora in fase di allentamento monetario** e perchè **il sistema finanziario/bancario britannico è più esposto alla crisi** rispetto a quello dell'area euro. Il rallentamento della crescita, con il disavanzo di parte corrente che ha di nuovo raggiunto e superato il 5% in rapporto al Pil, i rischi collegati alla crisi finanziaria e la possibilità che la banca centrale possa trovarsi a dover tagliare più del previsto **suggeriscono una previsione di tendenziale deprezzamento della sterlina nei confronti del dollaro.**



Le nostre stime (v. fig.) in funzione della relazione con i tassi a breve e il rapporto disavanzo corrente/Pil indicano un calo verso 1,90-1,85 GBP/USD. La nostra previsione è per altri due tagli di 25 pb entro l'estate, il mercato invece arriva a scontarne un paio in più entro giugno 2009. Se il quadro dovesse deteriorarsi al punto da richiedere interventi BoE più aggressivi la correzione avverrebbe più rapidamente. In base alle nostre stime 25 pb di taglio in più rispetto alle attese potrebbero condurre il cambio circa tre/quattro figure più in basso.

## YEN

Come l'euro **anche lo yen ha tratto beneficio dalla vulnerabilità del dollaro**, al punto da portarsi sotto quota 100 USD/JPY rivedendo massimi abbandonati nel 1995. A favorire la divisa nipponica sono stati sia il restringersi del differenziale tassi indotto dagli interventi aggressivi della Fed sia l'accresciuta *risk aversion* provocata dall'esacerbarsi della crisi finanziaria. Una volta che la fase acuta di quest'ultima sia passata è probabile che alla luce anche dei bassissimi tassi giapponesi lo yen ritracci temporaneamente verso il basso. Ma **la tendenza strutturale di medio/lungo termine è in apprezzamento**, congiuntamente anche alla dinamica dello yuan. Insieme alla correzione attesa successivamente per l'EUR/USD **lo yen è previsto in rafforzamento anche contro euro, in linea con la dinamica attesa dei differenziali di tasso/rendimento** a breve e a lunga che impieghiamo nel nostro modello di stima del cambio EUR/JPY (v. fig.).



**SERVIZIO STUDI E RICERCHE****Responsabile**

Gregorio De Felice

**Gruppo di lavoro:**

Luca Mezzomo

**Macroeconomia**Anna Maria Grimaldi  
Paolo Mameli  
Giovanna Mossetti**Mercati valutari**

Asmara Jamaleh

**Database Management**

Simonetta Melotto

**Nucleo Editoriale**Monica Bosi  
Raffaella Caravaggi  
Sonia Papandrea**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](http://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, 35<sup>th</sup> 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](http://www.bancaimi.com)) o contattando il sales di riferimento.