

Scenario Macroeconomico

Servizio Studi e Ricerche
Marzo 2009

Indice

Ancora evanescenti i segnali di stabilizzazione

Stati Uniti – “Back to the future”

Stati Uniti: più risparmio privato, più deficit pubblico

FOCUS – Public-Private Investment Program

L'area euro paga un conto salato alla crisi mondiale

La crescita tornerà in positivo solo tra fine 2009 e inizio 2010

Un'estate sotto zero per l'inflazione

BCE tentata dal *quantitative easing*

Regno Unito – recessione profonda e necessaria

Asia

Giappone in caduta libera, ma il peggio dovrebbe essere alle spalle

Cina, i timidi segnali di svolta non sono univoci

Mercati valutari – “Falso segnale” lo strappo post-FOMC del dollaro

	27 marzo 2009
2	Nota trimestrale
12	Intesa Sanpaolo Servizio Studi e Ricerche
13	
22	Macroeconomic and Fixed Income Research
24	
25	Luca Mezzomo Responsabile
37	
41	Giovanna Mossetti Economista - USA e Giappone
45	
46	Paolo Mameli Economista - Area Euro
46	
56	Asmara Jamaleh Economista – Mercati Valutari
62	
	Enrico Bernini Commodities
	International Economics
	Silvia Guizzo Economista Macro - Asia Emergenti

I prezzi del presente documento sono aggiornati al 27 marzo 2009

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

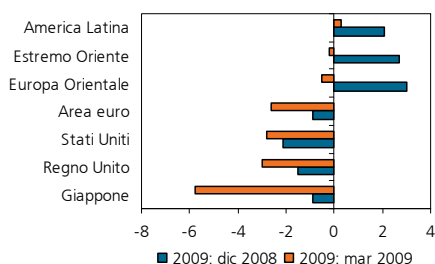
Ancora evanescenti i segnali di stabilizzazione

La recessione globale si è rivelata molto più profonda del previsto e negli ultimi mesi ha colpito duramente i grandi paesi esportatori. Non ci sono ancora segnali convincenti di svolta, anche se vari indicatori mostrano un rallentamento della velocità di contrazione e sono compatibili con una stabilizzazione nel 2° semestre.

Luca Mezzomo

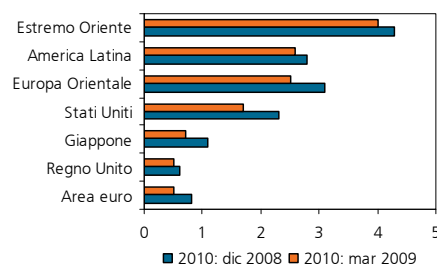
Il peggioramento del quadro economico tra fine 2008 e inizio 2009 ha superato ogni previsione. Ne sono prova gli ampi tagli operati alle stime sulla variazione media annua del PIL 2009 dal *panel* di istituti di previsione sondati da Consensus Economics. Le revisioni più significative riguardano i paesi esportatori dell'Europa Occidentale e dell'Asia, nonché paesi emergenti caratterizzati da forti squilibri di bilancia dei pagamenti o dipendenti dalla domanda di Europa e Stati Uniti. L'aspetto più sconvolgente è, infatti, la contrazione che si è verificata nei flussi commerciali, che non ha precedenti negli ultimi cinquant'anni e che probabilmente dipende anche dalla frammentazione dei processi produttivi dovuta alla globalizzazione: -40/45% per il Giappone, -25% per Cina, zona euro e i principali paesi dell'Est Europa e, -16% per gli Stati Uniti. La violenza del calo che sta avendo luogo nei livelli di produzione è amplificata da fenomeni di riduzione degli stoccaggi di input produttivi e prodotti finiti, a sua volta conseguenza prima di sopravvalutazione della domanda e poi (dopo Lehman) di pessimismo sui tempi della ripresa e di ridimensionamento dei piani di investimento.

Fig. 1 - Consenso sulla crescita del PIL - 2009



Variazione media annua. Fonte: Consensus Economics

Fig. 2 - Consenso sulla crescita del PIL - 2010



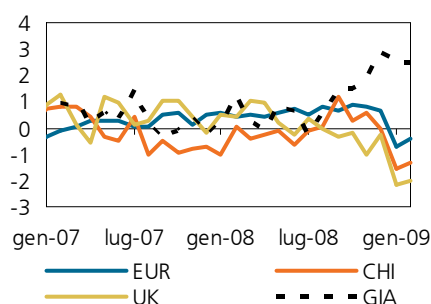
Variazione media annua. Fonte: Consensus Economics

Proprio gli indicatori delle scorte segnalano che la fase di contrazione non si concluderà rapidamente. Qualche progresso si sta manifestando, ma è troppo debole per ipotizzare una stabilizzazione dell'economia già nel 2° trimestre:

1. Se nel trimestre autunnale le imprese decumulavano scorte di input produttivi ma continuavano a registrare incrementi indesiderati di scorte di prodotti finiti, all'inizio del 2009 i tagli alla produzione sono stati sufficienti a ridurre anche le scorte di prodotti (con l'unica eccezione del Giappone, v. Fig. 3). Tuttavia, le indagini di clima continuano a segnalare che il livello delle scorte è ancora eccessivo (Fig. 4) e, quindi, che sono probabili nuovi ridimensionamenti della produzione.
2. I PMI hanno mostrato moderati segnali di risalita nel 1° trimestre, ma ciò non toglie che il livello degli indicatori rimanga tuttora coerente con una severa contrazione di produzione industriale e PIL.
3. I segnali provenienti dalle materie prime potrebbero essere coerenti con una prossima ripresa dell'attività economica. L'indice Baltic Dry dei noli sulle merci sfuse è più che raddoppiato rispetto ai minimi di fine 2008 e le quotazioni del petrolio sono recentemente risalite sopra i 50 dollari nonostante l'OPEC non abbia tagliato la produzione alla riunione di marzo. Tuttavia, questi mercati possono essere influenzati da fattori accidentali (per esempio, anomale concentrazioni di domanda per il trasporto di minerale ferroso in Cina,

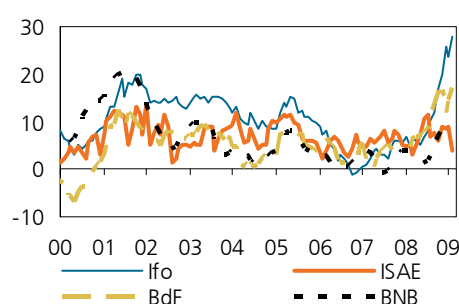
l'implementazione superiore alle attese dei precedenti tagli OPEC) che poco hanno a che fare con il ciclo internazionale della domanda e che richiedono prudenza nell'interpretazione del segnale.

Fig. 3 - PMI scorte di prodotti finiti



In Deviazioni Standard dalla media storica.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Markit

Fig. 4 - Giudizio sulle scorte di prodotti



Indice di diffusione: valori più alti indicano eccesso di scorte.
Fonte: Thomson Reuters

4. Altre indicazioni positive sul futuro, sebbene negative per le prospettive a più breve termine, emergono dalle indagini di fiducia tra gli imprenditori. A inizio 2009 il giudizio sulla situazione corrente ha continuato a peggiorare, mentre è migliorato sensibilmente quello sulla situazione futura. La tendenza è netta, ad esempio, per l'indice tedesco Ifo. Il segnale è coerente con una stabilizzazione dell'economia nella seconda parte dell'anno.
5. Infine, segnali di ripresa della produzione manifatturiera sono emersi a febbraio in Cina (PMI, indicatori elettrici e importazioni).

Ci sono vari motivi per attendersi almeno una stabilizzazione dell'attività produttiva entro la fine del 2009: tra questi soprattutto l'esaurirsi della fase di decumulo delle scorte e l'entrata a regime di stimoli fiscali discrezionali e stabilizzatori fiscali automatici. Il Fondo Monetario Internazionale ha stimato che gli stabilizzatori automatici avranno un movimento pari all'1,6% del PIL nei paesi avanzati e allo 0,7% nei paesi emergenti, con una variazione rispetto al 2008 rispettivamente di 1,2 e 0,7% ed effetti che dovrebbero crescere con l'aumento della disoccupazione e il calo dei redditi soggetti a prelievo fiscale. Le stime FMI degli interventi discrezionali ammontano all'1,5% del PIL nel 2009 e all'1,1% nel 2010, con notevoli differenze tra paesi (v. Tab. 1). Anche in questo caso le misure approvate non sono state ancora implementate integralmente: il piano Obama, per esempio, non produrrà effetti che dalla metà del 2° trimestre, mentre gli incentivi alla rottamazione delle auto introdotti in Europa hanno appena iniziato a trasmettersi agli ordini.

La recessione si è sviluppata così rapidamente che le misure discrezionali di sostegno incideranno poco sulla profondità della contrazione, e forse di più sui tempi della stabilizzazione. Anche lo stimolo monetario impartito attraverso l'azzeramento dei tassi ufficiali e l'aumento dell'offerta di base monetaria sarà più efficace dopo che la crescita economica si sarà stabilizzata, a parte i benefici immediati sul costo dell'indebitamento pubblico e sul servizio del debito indicizzato a breve.

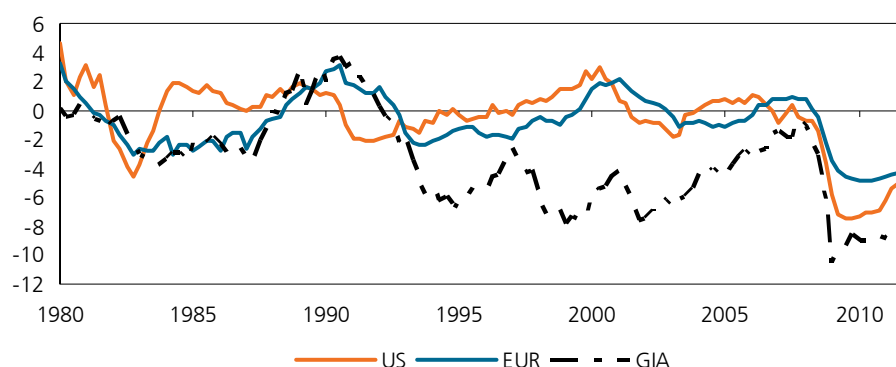
Tab. 1 - Costo stimato delle misure fiscali discrezionali secondo il FMI (% del PIL)

	2008	2009	2010
Canada	0,0	1,5	1,3
Cina	0,4	2,0	2,0
Francia	0,0	0,7	0,7
Germania	0,0	1,5	2,0
India	0,0	0,5	nd
Italia	0,0	0,2	0,1
Giappone	0,4	1,4	0,4
Spagna	1,9	2,3	nd
Regno Unito	0,2	1,4	-0,1
Stati Uniti	1,1	2,0	1,8

Fonte: IMF, *The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis*, 6 March 2009

Anche se l'emergenza della recessione non è affatto superata, si sta notando una maggiore sensibilità dei mercati alle implicazioni di lungo termine delle strategie anti-crisi. È sempre più evidente che si profila nel corso del prossimo biennio un accumulo di debito pubblico di proporzioni inusuali. Non va dimenticato che il problema ciclico si somma a un problema strutturale sempre più pressante di squilibrio dei conti legato all'invecchiamento della popolazione, come hanno messo in evidenza recentemente sia la BCE, sia il FMI¹. La presenza di deficit elevati, il maggiore livello di debito e la consapevolezza di crescenti squilibri strutturali porranno i governi di fronte all'esigenza di un rapido consolidamento dei conti nel momento in cui si manifesteranno convincenti segnali di ripresa. Il rientro del disavanzo su un sentiero più sostenibile avverrà in parte con interventi a basso o nullo impatto sulla crescita (per esempio, il riassorbimento delle misure di stabilizzazione finanziaria), ma per altri aspetti (connessi al riassorbimento delle vere e proprie misure di stimolo) dovrà incidere sulla crescita economica. È cruciale che questo scenario di consolidamento fiscale si concretizzi dopo la stabilizzazione del sistema finanziario, se si vuole evitare uno scenario giapponese di cicli brevi e frequenti ricadute recessive. D'altra parte, un ritardo nel consolidamento potrebbe avere ripercussioni sul costo del debito: gli investitori cominciano ad apparire più cauti sulle prospettive dei titoli a lungo termine, incorporando la probabilità che il rientro dalle politiche di stimolo non sia sufficientemente rapido a prevenire un aumento dell'inflazione.

Fig. 5 - Proiezioni sul margine aggregato di capacità disponibile coerenti con lo scenario centrale di previsione



In % del PIL potenziale. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo mediante il World Model di Oxford Economics

¹ IMF, "The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis", March 2009; ECB, "Fiscal Sustainability and policy implications for the euro area", WP 994, January 2009.

La questione della *exit strategy* per le banche centrali (alcune delle quali stanno aiutando il governo con acquisti di titoli di stato) in teoria sarebbe di più semplice gestione. La BCE sta iniettando liquidità attraverso operazioni di pronti contro termine e il drenaggio della liquidità in eccesso non porrà problemi tecnici particolari. Per la Banca d'Inghilterra, che ha iniziato ad acquistare titoli di stato con un programma di grandi proporzioni, che include anche emissioni a lunga scadenza, l'inversione comporterà maggiori difficoltà. La vendita dei titoli in portafoglio creerebbe altre distorsioni sul mercato dei Gilts; l'ipotesi di rimborso anticipato da parte del Tesoro (senza passare dal mercato) accrescerebbe le esigenze di rifinanziamento del debito. Più facilmente, come è stato proposto negli Stati Uniti dove si presenterà nei prossimi anni un problema analogo, il Tesoro potrebbe emettere titoli che la banca centrale venderebbe alle banche, drenando liquidità dal sistema.

Se esistono modalità tecniche ragionevoli per effettuare il drenaggio, rimane il dubbio che l'operazione sarà sufficientemente tempestiva, vista l'esperienza negativa dell'eccesso di accomodamento monetario del 2003-05. Il segnale della necessità di ritirare le misure di stimolo quantitativo sarà l'aumento dei moltiplicatori della moneta e del credito, indice di un calo della domanda precauzionale di liquidità da parte del sistema bancario. Ma che cosa accadrebbe se le banche centrali mantenessero a quel punto condizioni di liquidità troppo accomodanti (per errore, per valutazioni razionali di costo-opportunità, o perché obbligate)? Per gli elevati margini di capacità inutilizzata che caratterizzeranno l'economia mondiale (Fig. 5) è poco probabile che l'eccesso di offerta di moneta si tramuti nel 2010 in inflazione. Sembra più probabile che la valvola di sfogo sarebbe inizialmente costituita da "bolle" speculative sui mercati finanziari, ossia che la liquidità in eccesso sia incanalata nei comparti finanziari che in quel momento di ripresa della propensione al rischio offriranno le migliori prospettive di rendimento.

Tab. 2 - La crescita economica per area geografica

	2006	2007	2008	2009	2010
Stati Uniti	2,8	2,0	1,1	-3,3	1,6
Giappone	2,1	2,4	-0,7	-5,6	0,4
Area euro	3,0	2,6	0,7	-3,3	0,4
Europa Orientale	7,3	7,3	5,9	-1,1	-0,3
America Latina	5,4	5,5	4,1	-1,3	2,7
OPEC	5,9	6,0	6,0	2,1	4,2
Asia orientale	8,7	8,9	6,2	1,6	6,6
Africa	5,7	6,2	5,8	2,9	4,1
Crescita mondiale	5,0	4,8	3,3	-1,1	2,7

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il quadro per area in sintesi

Negli Stati Uniti si prevede nel 2009 una contrazione del PIL di -3,3%, con una stabilizzazione nella parte centrale dell'anno e un ritorno alla crescita nella parte finale. La domanda aggregata sarà sostenuta inizialmente dall'intervento pubblico, prima con i tagli d'imposta sulle famiglie e poi con gli interventi diretti di spesa e di trasferimento agli stati. Nel 2010 la crescita dovrebbe risalire all'1,7%. Nel 2009 la correzione maggiore sarà dal lato delle imprese, con un'ampia contrazione attesa per gli investimenti fissi e per le scorte. Per i consumi, il peggio è passato e a partire dal 2° trimestre si dovrebbe vedere una crescita positiva, sebbene modesta. Le famiglie, di fronte a un crollo senza precedenti della ricchezza netta, sono entrate in una fase strutturale di aumento del tasso di risparmio, che resterà sopra il 6,5% nel 2010. Questo mutamento strutturale di comportamento determinerà una dinamica dei consumi contenuta nel prossimo quinquennio e una crescita del PIL fra il 2 e il 2,5%. Il crollo del commercio estero sta determinando una chiusura del deficit commerciale e di partite correnti: il deficit pubblico sarà finanziato più dal risparmio delle famiglie che dall'estero.

Stati Uniti

La reazione aggressiva delle autorità di fronte alla crisi finanziaria permetterà di evitare una nuova grande depressione. Tuttavia l'eredità degli interventi si farà sentire negli anni successivi al 2010, quando la politica monetaria avrà difficoltà nel ridurre lo stimolo monetario e la politica fiscale dovrà diventare restrittiva per riportare sotto controllo deficit e debito in forte aumento nel biennio 2009-10. Le conseguenze si manifesteranno in fluttuazioni cicliche più simili a quelle dei decenni 1970-80 che alla grande moderazione degli anni '90.

Rivediamo pesantemente al ribasso, a -3,3% dallo -0,7% di dicembre, la previsione sulla crescita media annua del PIL nel 2009. La revisione di -2,6 punti rispetto a tre mesi fa, è spiegata pressoché per intero dal disastroso andamento degli ultimi due trimestri. Il Paese più colpito sarà la Germania, le componenti di domanda che affonderanno il PIL saranno investimenti ed export (per entrambi ci aspettiamo un calo vicino al 10%). Per il 2010, non condividiamo l'idea che la crescita possa rimanere in negativo in quanto i fattori strutturali che avranno impatto sul ciclo l'anno prossimo (politica monetaria, politica fiscale, disinflazione), si sono evoluti di recente tutti in senso favorevole. In sintesi, manteniamo una previsione di crescita 2010 in territorio lievemente positivo (0,4%).

Area euro

Sulla base della revisione dello scenario sul petrolio, dei dati sul CPI inferiori alle attese di inizio 2009 e della prospettiva di ulteriore indebolimento delle pressioni inflazionistiche *core* visto l'approfondirsi dell'*output gap*, rivediamo la nostra stima sull'inflazione nel 2009 allo 0,4% dall'1,4% della stima contenuta nell'ultimo rapporto trimestrale e dal 3,3% medio del 2008. Nel nostro scenario centrale, il CPI diventa negativo in giugno e lo resta sino a settembre. In questo modello, l'inflazione *core* (ex energy and non-processed food) rallenterà all'1,1% dal 2,4% del 2008.

Stimiamo che la BCE possa portare il tasso refi all'1% e successivamente lasciarlo invariato fino almeno alla metà del 2010. Nel breve termine la BCE dovrebbe anche decidere di allungare la durata massima delle aste attraverso le quali fornisce liquidità al sistema bancario (a tasso fisso e per qualsiasi ammontare richiesto), dagli attuali 6 mesi a 12-24 mesi. Infine, esiste la possibilità che la BCE decida (probabilmente non nel brevissimo termine) un programma di acquisto sul mercato secondario di titoli di debito privato; ci sembra, invece, meno probabile un programma di acquisto di titoli di Stato.

L'**economia giapponese**, che fino a metà 2008 aveva avuto un ampio contributo positivo dal canale estero, vedrà una contrazione del PIL nel 2009 stimata a -5,6%, determinata in prima battuta dal crollo delle esportazioni registrato da novembre in poi e successivamente dall'adeguamento di produzione industriale e scorte. Il crollo della domanda a fine 2008 ha messo in moto l'aggiustamento verso il basso di investimenti fissi, scorte, occupazione e consumi. Il processo si invertirà solo gradualmente attraverso una stabilizzazione dei flussi commerciali e il sostegno della domanda pubblica, riportando a una crescita positiva nel 2010 (previsione: 0,4%). L'economia resterà in deflazione per tutto il 2009, nonostante le politiche espansive della banca centrale e del governo. Le politiche economiche hanno risposto in tempi relativamente rapidi al peggioramento della congiuntura, con il ritorno al *quantitative easing* e a tassi (quasi) a zero da parte della banca centrale e l'approvazione di misure fiscali espansive pari a circa il 2% del PIL, di cui la metà sull'anno solare 2009, da parte del governo. Benché la contrazione del PIL a fine 2008 e inizio 2009 sia senza precedenti nel secondo dopoguerra, rispetto al "decennio perduto" la situazione dell'economia giapponese è meno drammatica e la crescita dovrebbe tornare intorno all'1,5% dal 2011 in poi.

Asia: Giappone e Cina

In **Cina** il canale estero continua a soffrire e gli indici di attività dei maggiori partner commerciali continuano a puntare a una contrazione degli scambi anche nei prossimi mesi. I segnali positivi provenienti dalla produzione industriale e dall'andamento del credito non sono di lettura del tutto univoca e, nonostante la tenuta degli investimenti fissi totali, il rallentamento del settore

immobiliare continua. Le vendite al dettaglio hanno cominciato a dare i primi segnali di decelerazione. Nonostante le misure espansive di politica monetaria e fiscale, continuiamo a credere che l'obiettivo di crescita dell'8% nel 2009, confermato dal governo in occasione della presentazione del bilancio per il 2009, non sarà raggiungibile.

Tab. 3 - Proiezioni sui prezzi delle materie prime

	2006	2007	2008	2009	2010
Petrolio (Brent, \$/barile)	65,4	72,7	97,7	48,2	58,5
	+20,1	+11,2	+34,3	-50,7	+21,5
Materie prime escl. combustibili (1990=100)	154,8	176,6	199,1	144,9	158,1
	+23,3	+14,1	+12,8	-27,2	+9,1
Metalli (1990=100)	249,1	292,4	338,2	325,8	272,5
	+56,2	+17,4	+15,7	-3,7	-16,4
Agricole (1990=100)	110,4	115,9	114,9	107,4	111,0
	+8,8	+5,0	-0,9	-6,5	+3,4

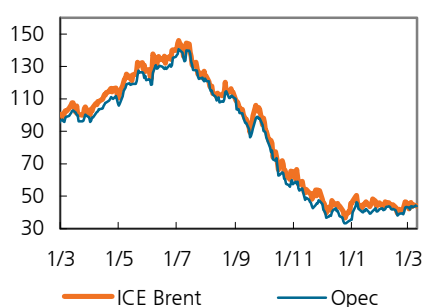
Nota: livelli e variazioni medie annue
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

BOX 1 - Petrolio: i tagli all'offerta iniziano a bilanciare il calo di domanda

Il precipitoso calo dell'attività economica ha sconvolto anche lo scenario di evoluzione della domanda di petrolio: ora si attende per il secondo anno consecutivo una significativa contrazione (-1,2% a/a) dopo il -0,4% a/a del 2008. L'OPEC prevede un calo di un milione di barili al giorno. Si tratta della prima volta che si verifica un biennio di calo della domanda di greggio dopo la forte contrazione che occorre fra il 1980 e il 1983, dovuta al secondo shock petrolifero. Una crescita dei consumi di petrolio è attesa soltanto in America Latina, Medio Oriente e Africa, ma l'aggravarsi delle prospettive economiche anche in queste aree potrebbe condurre a nuovi ridimensionamenti delle stime.

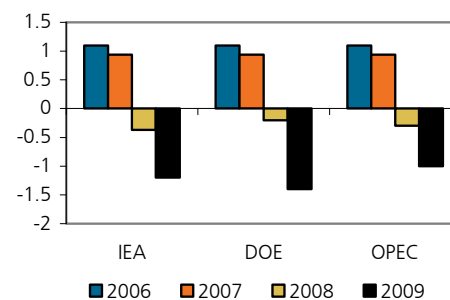
Luca Mezzomo

Andamento dei prezzi del petrolio



Dollari al barile. Fonte: Reuters EcoWin

Variazione della domanda di petrolio, a/a



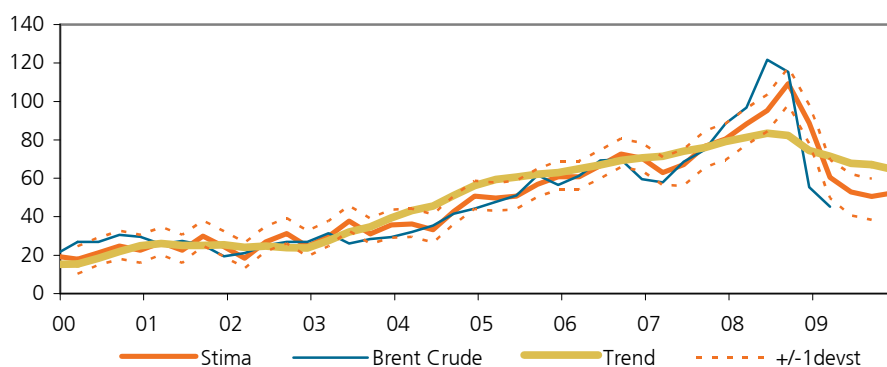
Fonte: IEA, OPEC e DOE-EIA

Le implicazioni ribassiste di questa dinamica della domanda sono state contrastate negli ultimi mesi dalla contrazione dell'offerta OPEC, a seguito delle misure di controllo decise in ottobre e dicembre 2008. La produzione del cartello è calata in gennaio a 28,71 milioni di barili al giorno (-0,96 rispetto al mese prima e -2,78 sotto la media del 3° trimestre del 2008). Fino a dicembre, tuttavia, ciò non ha impedito che le scorte petrolifere OCSE rimanessero sopra la media storica, a 52 giorni di domanda. La ripresa delle quotazioni avvenuta nelle ultime settimane dai minimi di 32-35 dollari sembra aver allentato la pressione per nuove riduzioni della produzione, come testimoniano anche le dichiarazioni di 'falchi' come gli iraniani. Qualche giorno fa l'OPEC ha espresso formalmente irritazione per l'esortazione della IEA ad assecondare il calo delle quotazioni petrolifere, che ritiene rendano non remunerativi gli investimenti per ulteriore espansione della capacità produttiva. Ciò nonostante, il tentativo di guidare le quotazioni verso livelli più confortevoli per i produttori è probabilmente rinviato al momento in cui la domanda si

riprenderà. D'altronde, l'Iran (in passato uno dei paesi più vociferi nel richiedere tagli all'offerta) è stato il paese meno diligente nell'attuare i tagli produttivi, con un eccesso stimato di 460 mila barili al giorno rispetto all'obiettivo. Anche per la scarsa credibilità dei 'falchi' non sembra che il cartello voglia forzare i prezzi verso livelli significativamente più elevati degli attuali in questa fase di grave crisi mondiale, ma se l'andamento delle scorte dimostrasse un calo della domanda superiore alle previsioni è plausibile che anche la produzione cali. Sul fronte non-OPEC si attende una produzione in marginale rialzo: gli incrementi dovuti a Brasile, Azerbaijan e Stati Uniti saranno in gran parte compensati dalla riduzione prevista in Messico, Russia e Mare del Nord.

La presenza di un margine di capacità inutilizzata superiore alla media storica (è stimato dalla IEA in 4,4 milioni di barili al giorno per la produzione convenzionale OPEC e si ritiene sia destinato a crescere), dovrebbe limitare la sensibilità del mercato a shock negativi di offerta e probabilmente anche il potenziale di rialzo delle quotazioni. Riteniamo che per riportare i prezzi sui livelli in passato segnalati come preferibili (oltre 60 dollari), il cartello dovrà ostacolare l'accumulo di scorte da parte dei consumatori, non accomodando interamente l'aumento di domanda atteso nel 2010. Il risultato di questa violenta recessione mondiale è un'inversione del *trend* dei prezzi petroliferi che si estende a tutto il prossimo biennio. Di contro, le condizioni di mercato poco favorevoli potrebbero condurre a rinvii dei progetti di espansione annunciati negli ultimi anni con ripercussioni negative di lungo termine riguardo la capacità dell'offerta di adeguarsi alla futura crescita della domanda. Secondo la IEA, i problemi potrebbero manifestarsi dal 2013.

Brent Crude - Modello trimestrale di previsione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Reuters EcoWin, IEA, EIA e Oxford Economics

Il mercato dei *future* sconta nei prossimi mesi un rialzo delle quotazioni di 4,9 dollari nei prossimi sei mesi, che diventano 6,5 per dicembre 2009 e 12 per dicembre 2010. Il *contango* è più contenuto rispetto ai picchi di febbraio, ma rimane significativamente superiore alla media storica. Tuttavia, non sembra esserci grande convinzione che il mercato possa mettere a segno rialzi significativi nei prossimi mesi: in effetti, le posizioni speculative sono bilanciate e il rialzo dei prezzi delle ultime settimane si è accompagnato a una veloce liquidazione di posizioni lunghe. Inoltre, la presenza di scorte viaggianti stimate sul mercato in 80 milioni di barili (e favorite sia dal forte *contango*, sia dal calo dei noli dovuto alla contrazione dei flussi di esportazione) potrebbe rendere più arduo realizzare i rialzi impliciti nei *future*.

Non è ancora sicuro che il superamento di quota 50 dollari possa resistere per tutto il 2° trimestre. La stima del prezzo medio 2009 scende a 48 dollari (-50% rispetto al 2008), con valori di 55 dollari a fine 2009, mentre si prevede un rimbalzo a 58 dollari nel 2010 (+22% sul 2009). La ripresa nel 2010 è connessa sia alle previsioni di ritorno alla crescita dell'economia mondiale e, quindi, anche della domanda di petrolio, sia all'aspettativa che l'OPEC non asseconi pienamente l'incremento della domanda, causando un calo delle scorte.

BOX 2- Metalli preziosi e metalli industriali

L'andamento dei corsi dei metalli preziosi è stato e rimane profondamente condizionato dall'andamento dell'avversione al rischio. Il 1° trimestre del 2009 ha apparentemente risolto la grande incertezza che si presentava a inizio anno. I prezzi delle borse valori hanno evidenziato oscillazioni giornaliere molto ampie con tendenza negativa fino a inizio marzo, poi nettamente positiva. Dapprima i motivati timori sul ciclo economico trovavano fondamento nelle valutazioni rese note dal Fondo Monetario Internazionale (FMI), con una correzione al ribasso delle aspettative sulla crescita mondiale stimata tra il -1% e il -0,5% e timori di nuovi eventi di credito nel settore finanziario. Soltanto nel mese di marzo l'approvazione del piano del Tesoro USA ha raccolto la fiducia degli investitori e attivato una vigorosa inversione di tendenza sui mercati internazionali.

Enrico Bernini

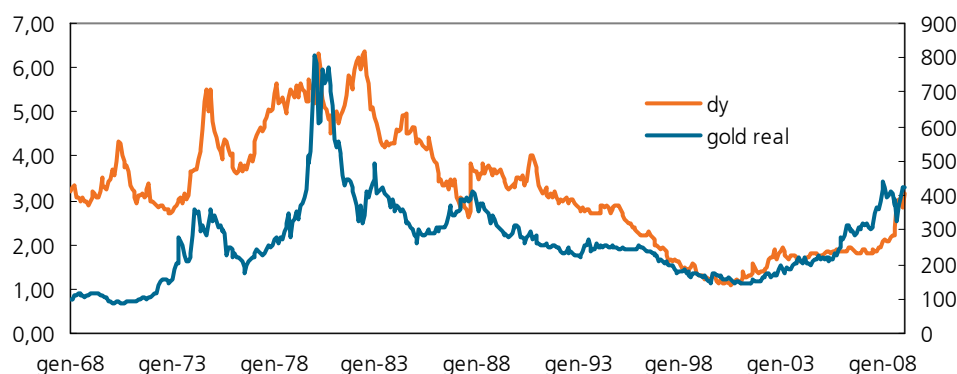
Una contrazione economica simile non aveva luogo dal 1945. La profonda caduta del livello aggregato del consumo nelle economie avanzate spiega la cresciuta avversione al rischio degli investitori implicita nei prezzi delle attività finanziarie. Quando il consumo aggregato arretra, famiglie e imprese preferibilmente non attingono risorse dalle proprie attività perché contemporaneamente i loro valori sono in perdita e i ritorni corrispondenti non convenienti. È la correlazione positiva, dunque sfavorevole sul piano dell'assicurazione di portafoglio, tra crescita del consumo e ritorno sul capitale che stabilisce il premio sul capitale di rischio².

Per questo motivo l'esposizione al rischio sistematico così profonda e protratta nel tempo ha progressivamente aumentato negli ultimi trimestri la concentrazione di considerevoli posizioni finanziarie in attività rifugio: titoli di stato altre attività denominate in dollari statunitensi ma anche metalli preziosi. I listini azionari hanno toccato nuovi minimi e l'indice S&P500 nel mese di marzo è sceso a un minimo pari a 676,53 punti, con un rapporto dividendo-prezzo superiore al 3%, valore che non si osservava dal 1991. Congruente con la dinamica del quadro macroeconomico, l'avversione al rischio ha accelerato nell'ultimo trimestre quel processo di aggiustamento dei prezzi rispetto ai dividendi del principale listino azionario internazionale. La prospettiva che il rapporto dividendi-prezzi possa perseverare su valori stabili rispetto a quello corrente è credibile e sostenibile nel tempo. Credibile perché il rapporto dividendo-prezzo è ora stabilmente superiore all'interesse reale offerto dai titoli di stato a lunga scadenza. Sostenibile perché la crescita economica attesa positiva dal 2010 sostiene proiezioni positive per gli utili societari e il futuro stacco di dividendi. La figura 1 confronta il rapporto dividendo-prezzo dell'indice S&P500 con il prezzo reale dell'oro (contratto Gold Bullion) denominato in dollari statunitensi, dunque corretto per l'indice domestico dei prezzi al consumo aggiustato per la stagionalità. Entrambi gli indicatori sono reali e la figura evidenzia che: 1) il processo corrente di aggiustamento del capitale di rischio ha origini più remote rispetto alla crisi economica e finanziaria attuale perché dall'anno 2000 si osserva un progresso stabile dei dividendi rispetto al prezzo del listino (nel 2000 il rapporto D/P toccava il minimo pari a 1.2%); 2) la stessa preferenza per la liquidità ha similmente riguardato il prezzo dell'oro che come bene rifugio era progressivamente calato nel lungo periodo positivo di borsa, 1980-2000, per poi apprezzarsi (sempre in termini reali) nell'ultimo decennio.

Con l'aumento della probabilità di un ritorno alla crescita dal 2010, i metalli preziosi dovrebbero essere penalizzati dallo spostamento di capitali verso asset class che consentano di partecipare agli utili attesi. A nostro giudizio cresce il rischio di minusvalenze per chi mantiene in essere posizioni lunghe sui metalli preziosi.

² Vedi per l'analisi teorica più aggiornata di asset pricing il recentissimo Skiadas (2009), per l'analisi empirica Singleton (2006), per una sintesi Cochrane (2005).

Fig. 1 - Mercato azionario vs oro

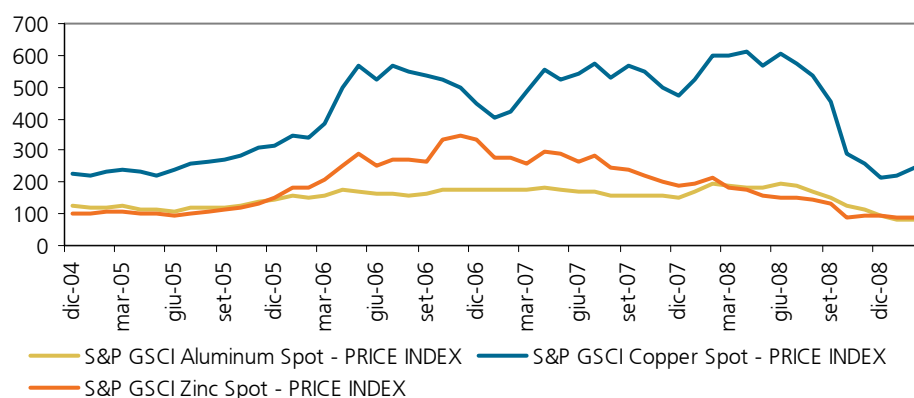


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

I metalli industriali

Diversa, invece, si presenta la prospettiva per i metalli industriali, positivamente collegati al ciclo economico e già beneficiari di una stabilizzazione dei valori negoziati alle borse merci di Londra e Shanghai nel 1° trimestre del 2009. Alluminio e rame avevano più che dimezzato i propri valori nel solo 2° semestre del 2008, mentre lo zinco già da fine 2006 aveva anticipato il ribasso. (Figura 2) Nel periodo tra il 2005 e l'estate 2008 i metalli di base avevano registrato progressi graduali e consistenti; l'aumentata correlazione delle loro variazioni di prezzo con quelle del petrolio confermava la stretta dipendenza dai costi energetici.

Fig. 2 Andamento dei prezzi dei principali metalli industriali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Sul piano finanziario, la persistenza dei progressi nei prezzi aveva giustificato un cambiamento strutturale, tale da attrarre un numero crescente di investitori in cerca di protezione dall'inflazione il cui valore tendenziale nel 2008 evidenziava una componente inattesa rilevante e spiegata in larga misura dalla dinamica delle commodity. È questo un esito della scarsità di attività finanziarie sul lato dell'offerta, specialmente di quelle denominate in termini reali³.

La stabilità del prezzo del greggio e diverse iniziative internazionali di politica industriale e di impiego efficiente delle risorse produttive congiuntamente delineano uno scenario di corsi dei

³ Bernini E. (2007). Investimenti reali e attività finanziarie: un progetto per la liquidità e la stabilità.

materiali industriali in progresso moderato. La fiducia nell'efficacia degli interventi pubblici nelle principali economie ha trovato riscontro positivo nella recente approvazione dell'atteso piano USA (23 marzo), il quale – tra alti e bassi – aveva animato le preoccupazioni degli operatori internazionali nel corso dell'ultimo trimestre. Il contratto sul petrolio WTI negoziato a pronti su valori prossimi a 53 dollari al barile si pone su valori superiori a quelli osservati a fine 2008; i prezzi a termine individuano una struttura per scadenze in contango con uno spread che si mantiene stabile nell'intorno dei 20 dollari al barile e che conferma aspettative di apprezzamento reale al 2013.

La recessione mondiale in atto spiega l'attuale congestione dei magazzini delle borse merci. È questo il caso del London Metal Exchange ove le giacenze di magazzino hanno raggiunto livelli tali da non consentire nuovi stoccaggi a inizio 2009. La probabile stabilizzazione dei livelli di attività economica nel 2° semestre del 2009 e la successiva ripresa giustifica l'attuale risalita delle quotazioni. Alluminio, rame e zinco presentano ancora (26 marzo) strutture a termine stabili in contango. Mentre però la curva dei forward sull'alluminio sconta aspettative di sensibile rialzo, i contratti sullo zinco e specialmente quelli sul rame riflettono margini ridotti di apprezzamento nei prossimi cinque anni.

In breve, la scarsità sul lato dell'offerta di attività finanziarie reali ha favorito valutazioni eccessive (o speculative) compatibili con l'equilibrio economico. I mercati del capitale e dei metalli di base presentano opportunità rispettivamente di copertura del portafoglio e di approvvigionamento per scorte e consumo industriale. Contratti a pronti sul prezzo dell'oro, tuttora prossimi ai massimi (nominali), presentano rischi condizionali al graduale miglioramento dell'economia internazionale. I prezzi delle commodity continueranno a risentire delle oscillazioni della valuta americana e delle incertezze sui tempi di risanamento del sistema finanziario internazionale.

Stati Uniti – “Back to the future”

- Nel 2009 si prevede una contrazione del PIL di -3,3%, con una stabilizzazione nella parte centrale dell'anno e un ritorno alla crescita nella parte finale. La domanda aggregata sarà sostenuta inizialmente dall'intervento pubblico, prima con i tagli d'imposta sulle famiglie e poi con gli interventi diretti di spesa e di trasferimento agli stati. Nel 2010 la crescita dovrebbe risalire all'1,7%.
- Nel 2009 la correzione maggiore sarà dal lato delle imprese, con un'ampia contrazione attesa per gli investimenti fissi (sia strutture, sia macchinari e software) per tutto l'anno. Il crollo del fatturato determina anche una riduzione delle scorte che appesantirà lo scenario di crescita per la prima parte dell'anno.
- Per quanto riguarda i consumi, il peggio è passato e a partire dal 2° trimestre si dovrebbe vedere una crescita positiva, ma modesta. Le famiglie, di fronte a un crollo senza precedenti della ricchezza netta, sono entrate in una fase strutturale di aumento del tasso di risparmio, che prevediamo in atto fino a portare il risparmio sopra il 6,5% nel 2010. Questo mutamento strutturale di comportamento determinerà una dinamica dei consumi contenuta nel prossimo quinquennio e una crescita del PIL fra il 2 e il 2,5%. Il crollo del commercio estero sta determinando una chiusura del deficit commerciale e di partite correnti: il deficit pubblico verrà finanziato più dal risparmio delle famiglie che dall'estero.
- La reazione aggressiva delle autorità di fronte alla crisi finanziaria permetterà di evitare una nuova grande depressione. Tuttavia l'eredità degli interventi si farà sentire negli anni successivi al 2010, quando la politica monetaria avrà difficoltà nel ridurre lo stimolo monetario e la politica fiscale dovrà diventare restrittiva per riportare sotto controllo deficit e debito in forte aumento nel biennio 2009-10. Le conseguenze si manifesteranno in fluttuazioni cicliche più simili a quelle dei decenni 1970-80 che alla grande moderazione degli anni '90.

Giovanna Mossetti

Previsioni Macro	2008	2009	2010	2008				2009			2010	
				2	3	4	1	2	3	4	1	
PIL (US\$ 1996,a/a)	1,1	-3,3	1,7	2,1	0,7	-0,8	-2,8	-4,1	-4,1	-2,0	0,3	
- trim./trim. annualizzato				2,8	-0,5	-6,3	-6,8	-2,8	-0,2	1,8	2,4	
Consumi privati	0,2	-1,3	0,9	1,2	-3,8	-4,3	-0,3	-0,6	0,8	1,0	1,0	
IFL - privati non residenziali	1,6	-16,5	-1,0	2,5	-1,7	-21,7	-28,3	-18,6	-8,4	-2,5	1,7	
IFL - privati residenziali	-20,8	-19,8	3,2	-13,3	-16,1	-22,7	-23,7	-20,7	-17,1	-9,3	13,5	
Consumi e inv. pubblici	2,9	2,9	4,3	3,9	5,8	1,3	-0,5	5,2	4,3	4,6	4,4	
Esportazioni	6,2	-7,5	3,1	12,3	3,0	-23,6	-10,3	-4,7	-3,1	3,0	4,4	
Importazioni	-3,5	-6,0	5,8	-7,3	-3,5	-17,5	-7,4	-1,8	1,2	8,7	6,0	
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0,2	-0,5	0,6	-0,3	0,2	0,1	-0,5	-0,1	-0,1	0,3	0,2	
Partite correnti (% PIL)	-4,6	-3,1	-3,6	-5,1	-4,9	-3,4	-2,9	-3,0	-3,2	-3,4	-3,5	
Deficit Federale (% PIL)	-4,2	-11,4	-10,1									
Debito pubblico (% PIL)	68,2	83,1	96,6									
CPI (a/a)	3,8	-0,6	2,0	4,3	5,2	1,5	0,0	-1,0	-1,8	0,6	1,7	
Produzione Industriale	-1,8	-8,7	4,8	-3,5	-8,8	-12,2	-15,6	-5,3	-1,5	3,0	7,3	
Disoccupazione (%)	5,8	9,2	9,6	5,4	6,1	6,9	8,0	9,2	9,7	9,9	10,0	
Federal Funds (%)	1,93	0,25	0,25	2,09	1,94	0,51	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	
Cambio effettivo	74,4	83,4	80,8	70,9	73,5	81,3	82,0	83,5	84,5	83,5	81,8	

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

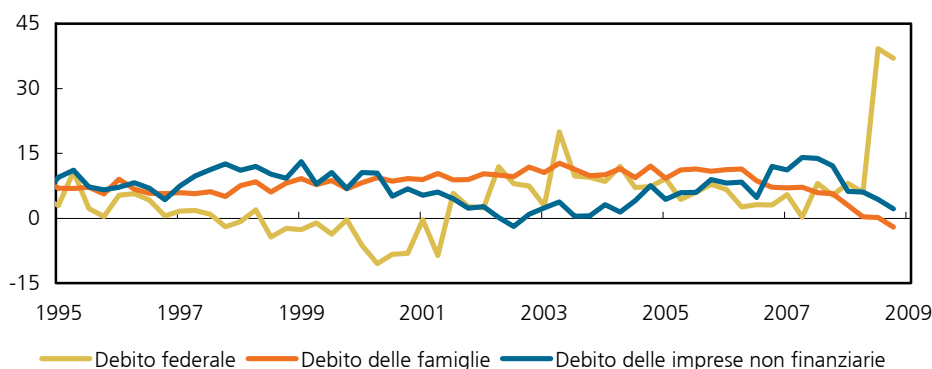
Stati Uniti: più risparmio privato, più deficit pubblico

Lo scenario macroeconomico USA viene ancora una volta rivisto verso il basso: qualsiasi previsione di miglioramento congiunturale dipende dagli interventi pubblici e non dovrebbe realizzarsi prima della seconda metà dell'anno. Lo stimolo fiscale spingerà la crescita in territorio positivo nella parte finale del 2009 e soprattutto nel 2010. Al di là delle tendenze di breve termine, la crisi lascerà un'eredità duratura sulla struttura dell'economia nei prossimi anni. L'economia del prossimo quinquennio sarà soggetta ad ampie correzioni e assomiglierà più a quella degli anni '70-'80 che a quella, più vicina nel tempo, della seconda metà degli anni '90. L'economia statunitense avrà due tratti salienti: 1) la sparizione della grande forza trainante dell'ultimo decennio: il consumatore americano; 2) la chiusura dello squilibrio con l'estero e l'esplosione del debito pubblico: il debito domestico nei prossimi anni non si ridurrà, ma cambierà emittente e verrà finanziato più dal risparmio delle famiglie che dall'estero.

Le prospettive per l'economia americana restano cupe, anche se l'entrata in vigore del pacchetto fiscale dovrebbe portare a una stabilizzazione del PIL, con crescita modestamente positiva nella parte finale dell'anno, seguita da una crescita moderata nel 2010. Il punto centrale dello scenario è che la crisi finanziaria ha messo in atto **un processo di aggiustamento non solo congiunturale, ma anche strutturale**, che modificherà in modo radicale le caratteristiche dell'economia americana per il futuro prevedibile. La "grande moderazione" è definitivamente archiviata e il prossimo decennio sarà più simile agli anni '70, con maggiore instabilità legata a massicci shock di politica economica. L'economia avrà due caratteristiche più sfavorevoli rispetto agli anni '70-'80, che limiteranno la **crescita media nei periodi di ripresa**. 1) Gli ampi deficit federali accumulati fra il 2009 e il 2011 dovranno essere ridotti, con effetti ciclici restrittivi. 2) L'effetto combinato del calo della ricchezza delle famiglie e della restrizione del credito indurranno un ulteriore aumento del tasso di risparmio che metterà un freno duraturo alla dinamica dei consumi. Il secondo punto influenzerà anche le prospettive congiunturali per il prossimo biennio, mentre gli effetti dell'eventuale rientro del deficit federale sarà rimandato a quando la ripresa sarà stabilizzata e non dovrebbero essere attivi almeno fino a fine 2011.

I dati dei flussi dei fondi di fine 2008 sono un eloquente riassunto della rivoluzione economica che dovrebbe aver luogo nel prossimo decennio: i trend del debito e dei bilanci dei principali agenti economici hanno subito correzioni senza precedenti e modificato lo scenario e le tendenze in vigore nel secondo dopoguerra. In linea generale, il debito americano complessivo ha continuato a espandersi a ritmi simili rispetto agli anni precedenti, ma il debitore principale diventa ora il governo federale, mentre le famiglie tornano a generare risparmio.

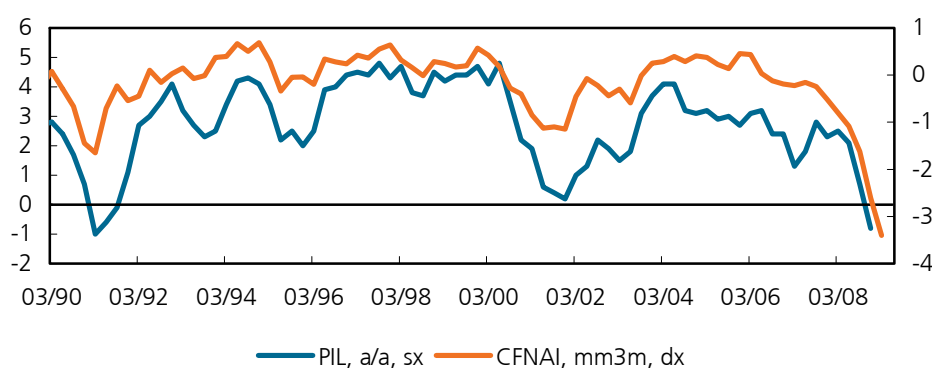
Crescita del debito domestico non finanziario



Fonte: EcoWin, dati Flow of Funds

Questa caratteristica non è temporanea. Il crollo della ricchezza netta delle famiglie è senza precedenti nella storia del secondo dopoguerra e porterà a un ulteriore aumento del tasso di risparmio di ampie dimensioni. In termini di equilibrio dell'economia, d'altronde, il risparmio delle famiglie è "necessario" per finanziare il risparmio negativo del settore pubblico, di fronte alla sparizione degli afflussi di capitale estero verso gli Stati Uniti determinati dalla rapida chiusura del deficit verso l'estero. La rotazione degli emittenti di debito, dalle famiglie al governo federale, descrive non solo lo scenario di medio termine, ma anche quello di breve. Nei prossimi trimestri e nel 2010, l'indebitamento del settore pubblico finanzia la modesta dinamica della domanda aggregata, mentre i consumi cresceranno a ritmi molto contenuti sia nel breve sia nel medio termine.

La contrazione durerà ancora a lungo



Fonte: EcoWin

Venendo ai numeri della previsione, **nel 2009 si dovrebbe registrare una contrazione del 3,3%, seguita da una ripresa dell'1,7% nel 2010.** In entrambi gli anni la componente propulsiva è la spesa pubblica. Nel 2009, la caratteristica principale è il passaggio della **correzione della domanda dalle famiglie alle imprese.** Il crollo dei consumi della seconda metà del 2008 sta rientrando, grazie anche al calo dell'inflazione. La componente principale della contrazione della domanda nel 2009 saranno le imprese, che metteranno in atto una contrazione massiccia degli investimenti, sia dal lato del capitale fisso, sia sul fronte del circolante. Il 2010 sarà sostenuto ancora dagli effetti del pacchetto fiscale e da una moderata crescita di consumi e investimenti. Dal 2011 in poi si potrebbe aprire un quadro di semi-stagnazione, dovuto alla necessità di far rientrare gli enormi stimoli fiscali e monetari attuati nel 2008-10 in presenza di un output gap ancora molto ampio. La dinamica della crescita mondiale non sarà più trainata dagli Stati Uniti, ma dovrebbe tornare a essere guidata dai grandi paesi emergenti.

La correzione dei **consumi** registrata nel 2008 è senza precedenti e l'entità del crollo è stata esacerbata dalla perdita di potere d'acquisto legata all'aumento dell'inflazione. I consumi nel 2008 sono aumentati di 0,2%, grazie a una crescita media dell'1% nella prima metà dell'anno, seguita da una contrazione del 4% nel 2° semestre. Nel 2009, l'effetto trascinamento negativo di fine 2008 e il peggioramento del mercato del lavoro mantiene ancora negativa la dinamica della prima metà dell'anno, con un recupero verso tassi di crescita medi dello 0,8% nella seconda metà. Nel 2010, la previsione è di consumi in aumento dell'1%, sostenuti dalla politica fiscale e dalla stabilizzazione del mercato del lavoro a partire dalla seconda metà dell'anno.

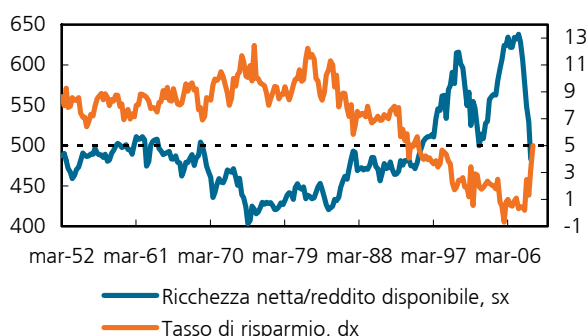
Il **calo della ricchezza** sarà l'elemento determinante della dinamica dei consumi, con un effetto più duraturo rispetto a quello pure ampio del peggioramento del mercato del lavoro (che

Consumi: il peggio è passato, ma il futuro è grigio

dovrebbe durare almeno fino a metà 2010). Le stime dell'effetto ricchezza⁴ sono comprese in intervalli relativamente ampi. In media l'effetto sui consumi di una variazione della ricchezza immobiliare è di circa 0,04 per dollaro. Il CBO stima che un calo dei prezzi delle case del 10% porterebbe a un aumento del tasso di risparmio compreso fra 0,5 e 1,9 punti (per propensione al consumo dalla ricchezza compresa fra 0,02 e 0,07) e a un calo dei consumi compreso fra 55 e 190 miliardi di dollari all'anno. Se si includono aspettative di prezzo eccessivamente ottimistiche, la risposta del risparmio a una riduzione effettiva dei prezzi delle case è compreso fra +1 e +3 punti.

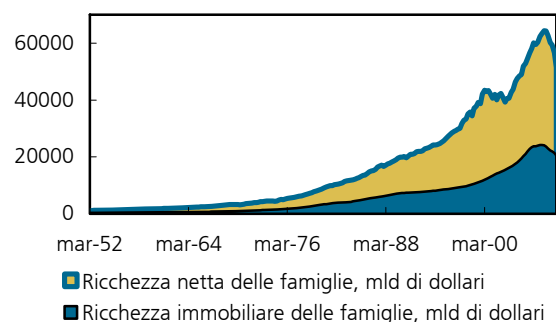
I prezzi delle case sono scesi in media del 4,7% nel 2007 e del 15,9% nel 2008 secondo l'indice Case-Shiller; per l'indice OFHEO la variazione è stata di +1,5% nel 2007 e del 5,6% nel 2008. La variazione tendenziale della ricchezza immobiliare nei dati dei flussi dei fondi è stata positiva fino al 3° trimestre 2007; nel 2008, la variazione è stata in media di -9,3%. Il rialzo del tasso di risparmio nel 2008 è stato massiccio (vedi grafico qui sotto) e vicina al limite superiore delle stime indicate sopra. Il tasso di risparmio è salito da 0,2% nel 1° trimestre del 2008 a 3,2% del 4° trimestre, con un nuovo salto a 4,4% a gennaio 2009. Oltre al calo della ricchezza immobiliare, nella parte finale del 2008 si è aggiunta la riduzione della ricchezza azionaria e delle riserve nei fondi pensione. Le previsioni per il 2009 sono di un ulteriore calo del 10% per l'indice Case-Shiller e del 2,6% per l'indice OFHEO.

Dopo due bolle, si torna al passato



Fonte: EcoWin

Ricchezza netta e ricchezza immobiliare



Fonte: EcoWin

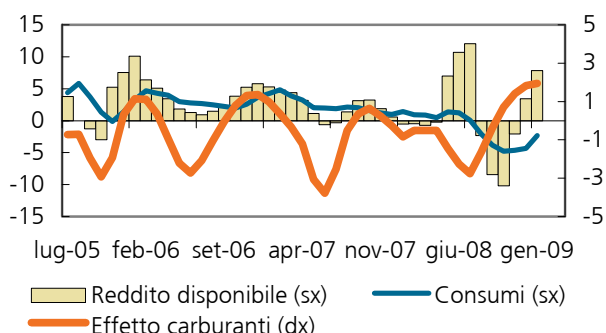
Nel nostro scenario ipotizziamo un ulteriore aumento del **tasso di risparmio**, anche se più lento e contenuto rispetto a quello visto finora, che arrivi al **6,5% medio nel 2010** e si stabilizzi su quei livelli nel biennio successivo. Questo sarà un freno per la dinamica dei consumi anche quando il mercato del lavoro si stabilizzerà, probabilmente nella parte centrale del 2010. I consumi nel 2009 dovrebbero essere in calo di 1,3%, con una ripresa modesta nel 2010 (+1%).

Su un orizzonte più breve, i dati hanno segnalato una stabilizzazione della spesa delle famiglie, sostenuta dalla crescita del reddito reale. Da dicembre, la dinamica del reddito disponibile reale è tornata positiva dopo quattro mesi consecutivi di contrazione: l'aumento del 7,8% a/a in gennaio si spiega con il calo dell'inflazione, l'indicizzazione dei trasferimenti previdenziali al CPI di agosto 2008 e l'aumento dei trasferimenti assistenziali (sussidi di disoccupazione), che hanno ampiamente compensato il calo del reddito da lavoro. I consumi nel 1° trimestre dovrebbero

⁴ Un'analisi comparata dei risultati di diverse stime e diversi modelli si trova in Congressional Budget Office, Housing Wealth and Consumer Spending, Background Paper, gennaio 2007. Per un'analisi disaggregata in base alle classi di reddito, v. D. Maki, M. Palumbo, Disentangling the Wealth Effect: a cohort analysis of household saving in the 1990s, Fed Discussion Papers 2001-21, aprile 2001.

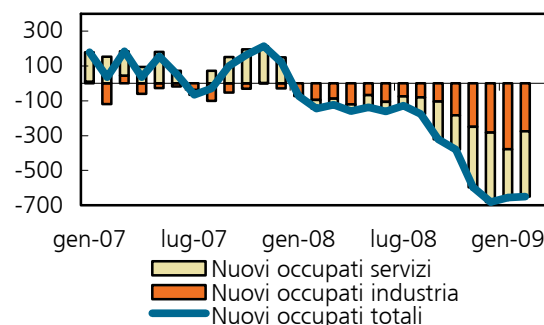
registrare una contrazione contenuta (-0,3% t/t ann.), e restare modestamente negativi anche nel 2° trimestre (-0,6% t/t ann.) per via del calo del reddito da lavoro. A partire dal 3° trimestre gli effetti del pacchetto fiscale dovrebbero portare ad aumenti dei consumi che stimiamo relativamente contenuti (+0,9% medio nel 2° semestre) per via del previsto aumento del tasso di risparmio.

La crescita del reddito disponibile reale torna positiva



Fonte: EcoWin

Ma sul reddito da lavoro pesa la contrazione degli occupati



Fonte: EcoWin

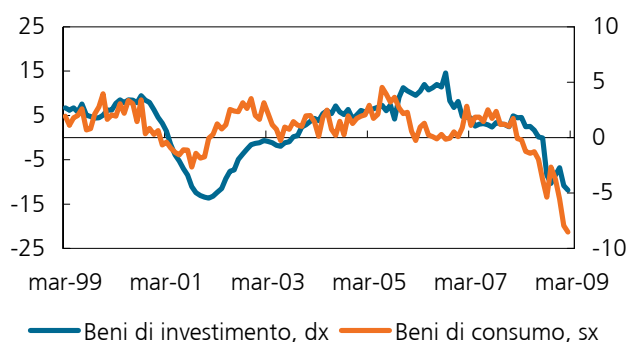
Il mercato del lavoro ha continuato a peggiorare e per ora non si è visto un rallentamento del ritmo di espulsione di occupati rispetto a quanto registrato a partire da ottobre 2008 (-646 mila). La componente occupazione delle indagini del settore manifatturiero continua a scendere (26,1 dell'ISM a febbraio, con indicazioni analoghe anche per le indagini regionali di marzo). I nuovi sussidi sono su livelli record dal 1982, mentre i sussidi esistenti da fine gennaio hanno superato i record da quando esiste la serie (1967), e sono saliti fino a 5,317 milioni nella settimana conclusa il 28 febbraio. Qualche modesto segnale di miglioramento inizia però a emergere. Per le piccole imprese e nel settore servizi il **ritmo di contrazione segnalato dalle indagini si sta riducendo**: per l'ISM non manifatturiero, l'occupazione risale a 37,3 a febbraio dal minimo di 31,3 a dicembre, mentre per l'indagine NFIB le intenzioni di assunzione risalgono a -3 a febbraio dal minimo di -6 di dicembre/gennaio. Nelle aspettative a sei mesi, anche le imprese manifatturiere cominciano a vedere un miglioramento nelle prospettive occupazionali: la componente occupazione a 6 mesi dell'Empire aumenta a marzo ed è risalita a -20,4 da -29,3 di febbraio, e quella delle ore lavorate a -5,6 da -13,8. Un'indicazione analoga viene dal Philly Fed di febbraio che mostra il rialzo della componente occupati a -16,9, dopo un minimo di -29,3 di gennaio, e della settimana lavorativa a -4 da -13 di gennaio. Il calo degli occupati nel 2009 dovrebbe essere del 3,3%, pur prevedendo una contrazione di occupati più contenuta a partire dal prossimo trimestre. **Il tasso di disoccupazione dovrebbe continuare a salire per tutto il 2009 e toccare il picco al 9,8% nel 1° trimestre 2010**, per poi scendere molto gradualmente, chiudendo il 2010 all'8,8% e restando ben al di sopra del tasso di equilibrio (stimato dal CBO al 4,8%) ancora nel 2013.

La recessione nel 2008 è stata trainata dalle famiglie, con il crollo dei consumi e dell'edilizia residenziale. Il 2009 vede il trasferimento della **contrazione nel campo delle imprese**. Produzione industriale, ordini, esportazioni sono in caduta libera, come nel resto dell'economia mondiale, a partire dall'autunno 2008. La produzione industriale è scesa dell'11,2% a/a a febbraio e il calo non è solo dovuto al crollo del settore auto. La produzione di auto è in calo del 38,5% a/a, ma nel manifatturiero al netto dell'auto l'output si contrae dell'11,5% a/a. L'unica indicazione non negativa è il fatto che il ritmo di contrazione della produzione si sta riducendo rispetto a quanto visto a fine 2008. Il segnale di minor contrazione dell'output emerso dalla componente produzione dell'ISM è stato confermato dai dati a febbraio, quando la produzione del manifatturiero è scesa di solo 0,7% m/m dopo tre mesi di contrazioni medie di 2,6% al mese

Nel 2009 crolleranno gli investimenti

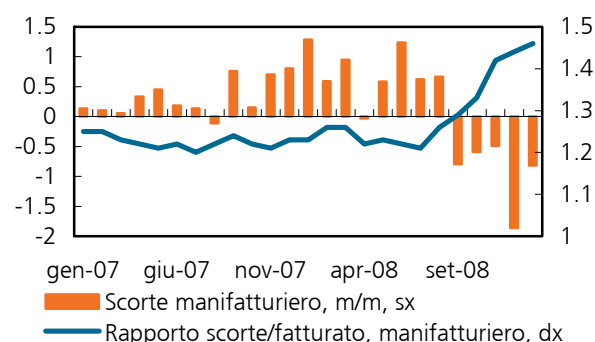
grazie a un recupero del settore auto. Il forte calo dell'output è accompagnato da un'ampia **contrazione delle scorte**, che però non riesce a tenere il passo con il calo delle vendite a livello aggregato: il rapporto scorte/fatturato totale è salito da 1,23 di giugno 2008 a 1,43 di febbraio 2009, livello massimo da settembre 2001. L'unico settore che ha visto un miglioramento del rapporto scorte/fatturato è quello del commercio al dettaglio, grazie alla ripresa delle vendite registrata a gennaio e febbraio. La contrazione di scorte e produzione dovrà proseguire, anche perché i segnali dagli ordini restano negativi, sebbene almeno indichino una stabilizzazione del ritmo di calo. Gli ordini nell'ISM manifatturiero sono fermi a 33,1 da due mesi (da un minimo di 23,1 di dicembre 2008) e gli ordini all'export si sono stabilizzati a 37,5 (dal minimo di 35,5 di dicembre). Gli ordini di beni capitali ex difesa e aerei a febbraio sono scesi del 41,7% su base trimestrale ann. e sono in calo del 22,8% a/a. Nell'indagine della Philadelphia Fed la spesa per investimenti attesa a sei mesi era a -17,8 a febbraio e a marzo l'Empire includeva un peggioramento della componente spesa per investimenti a -19 da -11 medio dei tre mesi precedenti.

Produzione industriale (a/a): prospettive pessime per gli investimenti



Fonte: Thomson Reuters - Datastream

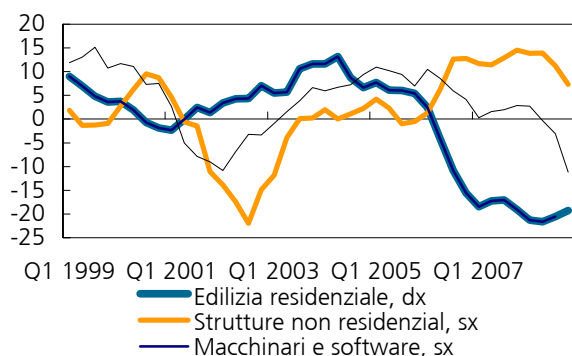
Tagli di scorte e produzione non tengono il passo con il calo del fatturato



Fonte: EcoWin

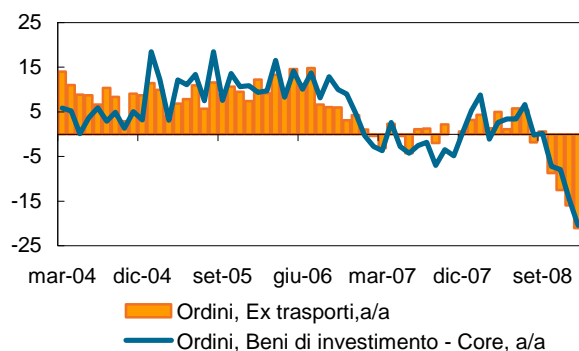
Le nostre previsioni vedono una **contrazione degli investimenti del 16,5% nel 2009**, con un'accelerazione del ritmo di discesa nel 1° trimestre a -28% t/t ann., dopo il -21,7% t/t ann. registrato con i dati del 4° trimestre. Dal 2° trimestre il ritmo di contrazione dovrebbe moderarsi, ma prevediamo per il 2° trimestre ancora un calo del 18% t/t. Il crollo degli investimenti fissi delle imprese nel 2009 colpirà sia il comparto dell'**edilizia commerciale** (previsione: -11%) sia quello dei **macchinari** (-19,4%).

Nel 2009 nessuna componente degli investimenti sarà positiva



Fonte: Thomson Reuters - Datastream

Ordini: indicazioni fortemente negative per gli investimenti



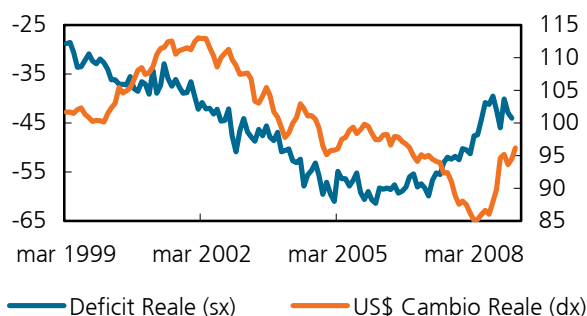
Fonte: EcoWin

Per quanto riguarda l'**edilizia residenziale**, la precedente previsione di un miglioramento nel 2009 è stata eccessivamente ottimistica. La nuova previsione sposta avanti di un altro anno la stabilizzazione del settore immobiliare, con un ritmo di contrazione atteso nell'anno in corso analogo a quello registrato nel 2008 (-20%). Il calo dei cantieri prosegue su livelli record da quando esiste la serie. I nuovi cantieri a febbraio hanno segnato la prima variazione positiva da giugno 2008, ma è troppo presto perché sia un segnale di svolta, alla luce delle altre informazioni dal settore e dello stock di case esistenti invendute (equivalenti a 9 mesi di vendite). I massicci interventi di acquisto di titoli del Tesoro e delle agenzie annunciati alla riunione della Fed di marzo avranno l'effetto di ridurre i tassi sui mutui, tuttavia le condizioni macroeconomiche generali permetteranno al massimo di ridurre il ritmo di contrazione anche per questo comparto degli investimenti.

Il saldo della **bilancia commerciale** si sta rapidamente chiudendo. Il **deficit di partite correnti** nel 4° trimestre si è ridotto ampiamente, scendendo da 181,3 miliardi di dollari nel 3° trimestre a 132,8 miliardi nel 4°, e passando dal 5% del PIL al 3,7%. La chiusura del deficit è principalmente determinata dalla chiusura del saldo di bilancia commerciale (-40 miliardi di dollari a 140 miliardi), con una riduzione del passivo sui beni di 42,2 miliardi e una riduzione dell'avanzo sui servizi di 1,7 miliardi. Il saldo per i redditi è aumentato a 36,5 miliardi di dollari da 29,6 miliardi del 3° trimestre. Nel 2009 le importazioni dovrebbero essere ancora in calo, con una contrazione prevista del 6%. L'aspettativa di una ripresa della crescita nella parte finale dell'anno porta a una previsione di inversione di trend delle importazioni a partire dal 3° trimestre. Per quanto riguarda l'export, per il 2009 lo scenario vede un calo del 7,5% e un modesto recupero nel 2010. In termini di contributo alla crescita, le esportazioni nette saranno circa neutrali, salvo un contributo negativo atteso nel 4° trimestre quando la dinamica dell'import dovrebbe essere in controtendenza rispetto alla persistente debolezza delle esportazioni.

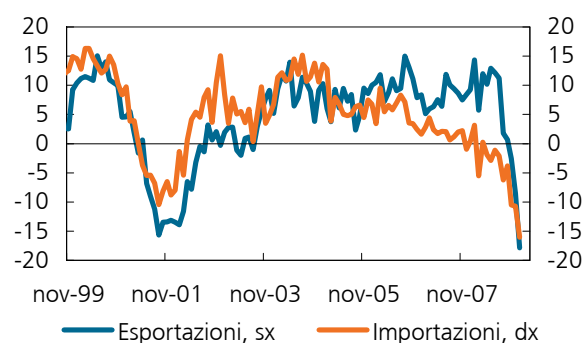
Il canale estero sarà prevalentemente neutrale nel 2009

Il crollo della crescita risolve il problema degli squilibri con l'estero



Fonte: Thomson Reuters - Datastream

Almeno fino a fine 2009 non ci sarà un'inversione del trend del commercio estero



Fonte: Thomson Reuters - Datastream

L'**inflazione** dovrebbe essere pari a -0,6% nel 2009, con variazioni tendenziali negative nei due trimestri centrali dell'anno (-0,9% nel 2° trimestre e -1,8% nel 3°) e un ritorno in territorio positivo a partire dal 4° trimestre (0,6% a/a medio). L'effetto confronto con la seconda metà del 2008 dominerà la dinamica tendenziale. Nel 2010, l'inflazione tornerà al 2% medio. Una dinamica in graduale calo caratterizzerà il CPI core a partire dal 2° trimestre. La previsione è di un CPI core in media pari a 1,1% nel 2009 e dell'1% nel 2010. Il CPI core dovrebbe scendere sotto l'1% (0,6% medio) a fine 2009. L'output gap in ampio allargamento sarà il principale elemento che determinerà la riduzione del core al di sotto del livello obiettivo della Fed e la principale giustificazione per mantenere i tassi di intervento fermi almeno fino a fine 2010, anche quando la banca centrale inizierà a ritirare una parte degli aumenti della base monetaria attuati da metà 2008. Il CBO stima che l'output gap senza manovra fiscale a fine 2009 sarebbe

pari al 7,4%; con la manovra, nella migliore delle ipotesi, l'output gap sarebbe pari al 6,5-7%. Nelle previsioni del CBO l'output gap non si chiuderà fino a tutto il 2013.

Politiche economiche sempre più centrali per lo scenario 2009-10: terapia intensiva con effetti collaterali potenzialmente molto pericolosi

La previsione di una modesta ripresa della crescita nel 4° trimestre del 2009 dipende completamente dagli effetti attesi del **pacchetto fiscale e della stabilizzazione dei mercati finanziari**. Secondo il CBO, da un totale di 787 miliardi del pacchetto approvato a febbraio, le misure relative al 2009 ammontano a 184 miliardi (1,3% del PIL) per l'a.f. 2009, a 399 miliardi (2,8% del PIL) per l'a.f. 2010 e a 134 miliardi per l'a.f. 2011. La nostra stima è che l'effetto sul PIL delle misure sia inferiore all'ammontare approvato, perché alcune componenti del pacchetto dovrebbero essere inefficaci a stimolare la crescita (per esempio i 70 miliardi di correzione per l'AMT; le riduzioni fiscali per imprese); la riduzione delle imposte sulle famiglie avrà un effetto significativo solo sulle classi di reddito più basse, con un'efficacia ampiamente contenuta per le classi di reddito che hanno un tasso di risparmio positivo e vogliono incrementarlo. Per quanto riguarda la spesa pubblica, la spesa per infrastrutture verrà quasi completamente concentrata su spesa a livello statale e difficilmente sarà attuata prima del 4° trimestre. Ipotizziamo prudenzialmente che l'efficacia del pacchetto sia pari a circa lo 0,6% del PIL nel 2009 e vicina all'1% nel 2010. Il CBO ipotizza che l'effetto delle misure sul PIL 2009 sia compreso fra 1,4 e 3,8% e compreso fra 1,1 e 3,4% per il 2010. L'amministrazione ha delle stime ugualmente ottimistiche. L'entità dell'effetto delle politiche economiche, incluso quello dell'espansione del bilancio della Fed, dipenderà dalla stabilizzazione dei mercati finanziari.

Gli effetti delle politiche economiche super espansive dovrebbero manifestarsi gradualmente a partire dalla parte finale del 2° trimestre

Il CBO ha pubblicato un aggiornamento dello **scenario fiscale**, che include gli effetti stimati delle misure adottate in Congresso a febbraio e implica un netto peggioramento dei deficit negli anni fiscali 2009 e 2010 rispetto allo scenario pubblicato solo due mesi fa. Il deficit federale dovrebbe esplodere nell'a.f. **2009 a 1,7 trilioni di dollari, 11,9% del PIL** (da 1,2 trilioni di dollari stimati a gennaio), e scendere a **1,1 trilioni di dollari, 7,9% del PIL, nell'a.f. 2010** (stima precedente, 703 miliardi di dollari). Con questa nuova "*baseline*", il CBO stima lo scenario fiscale che deriverebbe dall'attuazione del budget proposto dall'Amministrazione un mese fa: il risultato è un sentiero per il deficit che peggiora ogni anno rispetto allo scenario base - con il **2009 a 1,8 trilioni di dollari**, il 2010 a 1,4 trilioni - e che non scenderebbe mai al di sotto del 4% per tutto il periodo considerato (2009-2019). E' da notare che nello scenario CBO, come in quello dell'OMB, le ipotesi economiche sottostanti sono ampiamente ottimistiche dal 2010 in poi. A parte un realistico -3% previsto per il 2009, il CBO assume una crescita del 2,9% nel 2010 e del 4% medio nel periodo 2011-13, per poi scendere solo molto gradualmente verso la crescita potenziale (stimata al 2,2% per il periodo 2009-13, e al 2,3% per il periodo 2013-19).

Il deficit federale vicino al 12% del PIL nel 2009

Il deficit di 1,7 trilioni previsto per il 2009 nello scenario base del CBO deriva da un calo delle **entrate** a 15,5% del PIL (da 17,7% del 2008) dovuto in parte alla manovra fiscale approvata con l'American Recovery and Relief Act (ARRA) per -65 miliardi di dollari, e per il resto a minori entrate per effetto del peggioramento ciclico. Per quanto riguarda le **uscite**, il peggioramento nel 2009 porta il totale a 27,4% del PIL, da una stima precedente di 24,9% del PIL (e da 21% del PIL per il 2008). Sulle uscite, pesano gli effetti dell'ARRA, per 120 miliardi e, un aumento delle uscite legate a TARP per circa 150 miliardi. La riduzione del deficit dal 2010 in poi è guidata da un rapido calo delle uscite accompagnato a una ripresa delle entrate, con una stabilizzazione del deficit intono a 300 miliardi di dollari a partire dal 2012.

La nostra previsione per il **fabbisogno è di circa 2,3 trilioni di dollari** per l'a.f. in corso e per il prossimo, anche se il deficit come definito dall'amministrazione e dal CBO sarà inferiore poiché gli interventi a sostegno delle agenzie e i fondi TARP non vengono contabilizzati al loro valore nominale ma in base a una valutazione del loro valore atteso corretto per il rischio. In particolare

i 700 miliardi allocati al programma TARP pesano sul budget per 180 miliardi, mentre gli interventi a favore delle agenzie pesano per 240 miliardi di dollari. **Il deficit riportato dalla contabilità nazionale dovrebbe risultare pari a circa 1,6 trilioni di dollari (11,5% del PIL) e scendere a 1,4 trilioni (10% del PIL) nell'a.f. 2010.** Un elemento che aggiunge incertezza alle previsioni del deficit riguarda l'esito degli stress test a cui sono sottoposte ora le banche e che potrebbero evidenziare la necessità di nuove iniezioni di fondi in tempi ravvicinati e aumentare ulteriormente il fabbisogno del governo federale. L'intervento della Fed di acquisto di Treasuries fino a 300 miliardi di dollari in sei mesi annunciato il 18 marzo contribuirà a ridurre le pressioni derivanti dall'esplosione del fabbisogno.

La **politica monetaria** si è spinta fino al capolinea: con la riunione del 18 marzo il FOMC ha messo in campo "tutti gli strumenti disponibili" per supportare crescita sostenibile e stabilità dei prezzi. La separazione fra politica monetaria e politica fiscale è tornata ad affievolirsi nella forma e nella sostanza, con il rapporto Tesoro/banca centrale che torna ad assomigliare a quello del secondo dopoguerra. All'ultima riunione del FOMC, la Fed ha deciso di più che raddoppiare gli acquisti di obbligazioni pubbliche a titolo definitivo con l'inclusione, questa volta, di **titoli del Tesoro**. Il comunicato rivela un netto aumento di preoccupazione per la situazione e le **prospettive congiunturali** indicando che nessuna componente della domanda privata è in condizioni di dare un contributo positivo alla crescita. I consumi sono schiacciati da perdite occupazionali, contrazione della ricchezza e restrizione del credito. Gli investimenti delle imprese sono in calo sulla scia di vendite deboli e restrizione del credito. Le esportazioni sono in caduta libera per via della recessione mondiale. Il comunicato afferma che le politiche economiche espansive contribuiranno a "una graduale ripresa di una crescita economica sostenibile", ma evita di dare un orizzonte per questa previsione. Nel comunicato precedente si affermava che la ripresa sarebbe avvenuta "più tardi quest'anno". L'inflazione potrebbe restare per un certo periodo di tempo al di sotto del livello desiderato.

In questo scenario deteriorato, sui **tassi** si mantiene la strategia degli ultimi mesi, ma si modifica l'indicazione sui tempi: ora si afferma che i tassi resteranno probabilmente su livelli eccezionalmente bassi "per un periodo prolungato", mentre fino a gennaio la qualifica temporale era "per un certo tempo". Per quanto riguarda la **strategia sul bilancio**, per offrire maggiore supporto all'erogazione di mutui e al mercato immobiliare, la Fed annuncia un nuovo aumento del proprio bilancio attraverso l'acquisto di ulteriori 750 miliardi di dollari di titoli garantiti dalle agenzie, portando il totale di acquisti in questo comparto a 1.250 miliardi di dollari. Inoltre, gli acquisti a titolo definitivo di titoli emessi dalle agenzie vengono aumentati di altri 100 miliardi di dollari, arrivando così a 200 miliardi di dollari. Per migliorare le condizioni dei mercati del credito, la Fed annuncia l'acquisto di Treasuries "a più lungo termine" per un ammontare fino a 300 miliardi di dollari nei prossimi sei mesi. Gli acquisti di Treasuries saranno "concentrati" su titoli nei settori 2-10 anni, e includeranno anche TIPS. In media, gli acquisti avverranno due o tre volte la settimana attraverso aste competitive con i *primary dealers*. Infine, si annuncia, anche, che il programma TALF che sta partendo ora verrà esteso allargando l'insieme di titoli accettabili come *collateral*.

La Fed risponde quindi con tutte le munizioni a tre condizioni negative che si sono accumulate nell'ultimo mese:

1. Le **indicazioni congiunturali** continuano a peggiorare, con un netto deterioramento delle prospettive per l'economia per l'intero 2009.
2. La strategia di espandere il bilancio della banca centrale ha subito una battuta d'arresto per via della riduzione di alcuni programmi e della lentezza nel far decollare il TALF: la volontarietà della partecipazione ai programmi principali ha ridotto il **controllo della Fed sulla dimensione del bilancio**.

La banca centrale è diventata un'appendice del Tesoro

Nel breve periodo, questo risolve il problema del finanziamento di nuovi interventi ...

... nel medio termine i confini meno chiari dell'indipendenza della Fed complicheranno la strategia di uscita dallo stimolo monetario

3. Le **tensioni in Congresso** sull'uso dei fondi dati a AIG e sui bonus distribuiti dalle banche "salvate" da TARP hanno creato un clima ostile a ulteriori interventi fiscali a favore del sistema finanziario: l'operazione forse è politicamente scorretta, ma alla fine conveniente per tutte le parti in causa.

Alla luce delle decisioni prese a marzo, **il bilancio della Fed**, che a fine 2007 era di 870 miliardi circa, si dovrebbe espandere almeno fino a 3 mila miliardi, e **potrebbe raggiungere i 4 mila miliardi di dollari** (un quarto del PIL) se il programma TALF entrerà in vigore appieno.

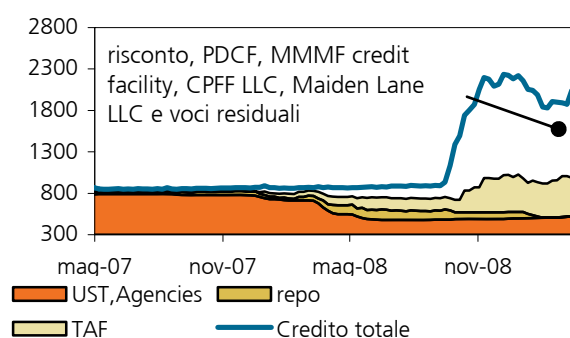
Con la decisione di acquistare Treasuries e il segnale che il bilancio della banca centrale continuerà a espandersi fino a raggiungere circa un terzo del PIL, acquistando titoli strutturati delle agenzie e allocando il credito fra imprese e settori, la Fed ha varcato tutti i confini che proteggevano la sua indipendenza dal potere politico e la sua capacità di reagire con flessibilità alle fluttuazioni congiunturali. La rilevanza istituzionale di questi sviluppi è tale da aver portato alla diffusione di un comunicato congiunto della Fed e del Tesoro, mirato a rassicurare i mercati riguardo al futuro assetto istituzionale della politica monetaria.

Nel comunicato, emesso il 23 marzo congiuntamente da Tesoro e Fed, e intitolato "Il ruolo della Federal Reserve nel preservare la stabilità monetaria e finanziaria" si sottolinea che la Fed è **da sola** responsabile per il mantenimento della stabilità monetaria e si ribadisce che il Tesoro e la banca centrale sono concordi nell'individuare gli elementi indispensabili per la protezione della stabilità monetaria e finanziaria. I programmi attuati finora dalla Fed hanno violato gran parte dei principi di base di una politica monetaria responsabile, prudente e indipendente: questa violazione è giustificata dal Federal Reserve Act in base a "circostanze inusuali e impellenti". Tuttavia in condizioni normali la politica monetaria non deve "allocare il credito fra classi di debitori definite in modo stretto", decisione che compete alla politica fiscale. Inoltre, le azioni che oggi vengono intraprese sulla scia dell'emergenza "non devono vincolare l'esercizio della politica monetaria come necessario per sostenere la massima crescita sostenibile e la stabilità dei prezzi". Il comunicato sottolinea che il Tesoro può utilizzare un meccanismo di finanziamento straordinario, il "Supplementary Financing Program" per gestire il bilancio della banca centrale. Inoltre, si indica che Tesoro e Fed stanno delineando iniziative legislative che forniscano strumenti aggiuntivi perché la Fed possa sterilizzare gli effetti dei propri prestiti e acquisti di titoli sull'offerta di riserve al sistema. Infine, si afferma che le autorità stanno lavorando con il Congresso per mettere a punto un regime che permetta alle autorità di intervenire di fronte ai rischi di fallimento di istituzioni di rilevanza sistemica, attribuendo responsabilità e poteri chiari ex-ante, allo scopo di evitare il ripetersi di fallimenti disordinati come quello di Bear Stearns e di Lehman. Il Tesoro cercherà anche di rilevare le attività ereditate dal fallimento di Bear Stearns spostandole dal bilancio della Fed al proprio.

Il fatto che le autorità abbiano emesso questo comunicato è un segnale di quanto fragile e pericoloso sia l'assetto istituzionale su cui si stanno muovendo le politiche economiche. Come rilevavano un editoriale del WSJ e un intervento di John Taylor sul FT, le politiche economiche attuali stanno scardinando i principi di indipendenza della Fed garantiti dall'inizio degli anni '50, dopo un profondo conflitto fra la Fed e l'Amministrazione Truman sulla determinazione dei tassi di interesse. Durante la seconda guerra mondiale la Fed aveva mantenuto i tassi circa a zero e questa politica era stata mantenuta anche negli anni successivi. Verso la fine degli anni '40, la politica monetaria richiedeva tassi più alti per controllare l'inflazione in aumento, le autorità fiscali volevano tassi fermi per finanziare la guerra in Corea e la spesa pubblica. La risoluzione del conflitto avvenne con l'accordo del 1951 con cui si posero le basi per l'indipendenza della politica monetaria rispetto alle autorità fiscali. Il comunicato congiunto di Fed e Tesoro sottolinea che anche l'Amministrazione è cosciente dei rischi collegati a una politica monetaria non indipendente in tempi normali e promette di non imporre vincoli politici sull'operato della Fed quando la situazione si sarà normalizzata. Ciò non toglie che l'eredità degli interventi di questi

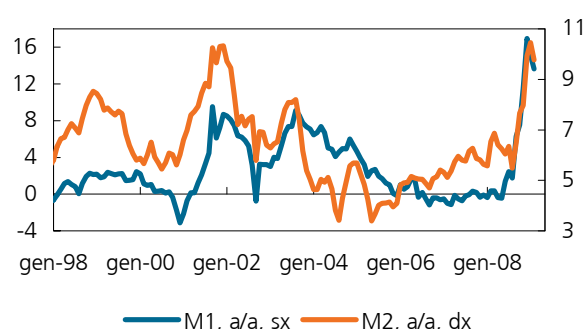
ultimi trimestri ponga le basi per un futuro conflitto di interessi fra banca centrale e Tesoro e complichino potenzialmente il futuro perseguimento della stabilità dei prezzi da parte della prima. Il minimo che si garantisce con un bilancio pari al 30% del PIL e centinaia di miliardi di dollari di titoli di stato nel bilancio della banca centrale è che il prossimo ciclo sia caratterizzato da fluttuazioni molto ampie, esacerbate da interventi di rientro delle politiche economiche superespansive attuate da Tesoro e banca centrale. "Back to the future" è una caratterizzazione adeguata dello scenario congiunturale del prossimo quinquennio.

Il bilancio della Fed potrebbe aumentare di altri 2 trilioni di dollari



Fonte: EcoWin

Aggregati monetari in aumento: rischi futuri?



Fonte: EcoWin

FOCUS – Public-Private Investment Program

Il Tesoro ha presentato nuovi dettagli del Financial Stability Plan annunciato a febbraio, con informazioni relative all'operatività del "Public-Private Partnership Investment Program" (PPPIP) per l'acquisto di attivi finanziari tossici e per l'ampliamento del programma TALF allo scopo di risolvere il problema dei *legacy assets*. Il Public-Private Partnership Investment Program istituisce i Public-Private Investment Funds (PPIF) che riceveranno fondi pubblici per acquistare "*legacy assets*" (quelli che fino a ieri venivano chiamati "*toxic assets*"), rivitalizzando i flussi di credito nell'economia e migliorando il funzionamento dei mercati finanziari. Come sottolinea il libro bianco (http://www.treas.gov/press/releases/reports/ppip_whitepaper_032309.pdf) che descrive l'operatività del programma il PPPIP è un complemento degli altri programmi inclusi nel Financial Stability Plan, cioè Capital Assistance Program, Homeowner Affordability and Stability Plan e Consumer and Business Lending Initiative.

L'ipotesi da cui parte l'intervento è che una parte dei problemi delle banche sia dovuta a un'eccessiva sottovalutazione di un ampio insieme di attività, soprattutto quelle legate al settore immobiliare. Secondo il Tesoro, "lo sconto attualmente incorporato nei prezzi di alcuni *legacy assets* è una significativa tensione sul capitale delle istituzioni finanziarie americane" e ha comportato un ampio processo di deleveraging. L'obiettivo del PPPIP è quello di attirare capitali privati per l'acquisto di questi attivi grazie alla presenza di fondi pubblici e a condizioni di finanziamento attraenti. Il programma "dovrebbe facilitare il processo di scoperta del prezzo" e ridurre lo sconto "eccessivo" incluso in questi attivi. Il punto cruciale relativo al prezzo da attribuire agli attivi verrebbe determinato sul mercato: la determinazione sul mercato del prezzo di "lungo termine" degli attivi permetterebbe di ridurre lo sconto derivante dal fattore liquidità attualmente incluso, pur senza portare il Tesoro (e quindi il contribuente) a pagare più del valore di lungo termine di tali attivi. Il programma riguarda prestiti e titoli strutturati. Il Tesoro mette a disposizione fino a 100 miliardi di dollari (che restano ancora dai fondi del TARP) con l'obiettivo di acquisti di attivi problematici per un ammontare stimato fra 500 e 1.000 miliardi di dollari.

1) Prestiti

Per questa classe di attività, il Tesoro e il FDIC istituiscono il Legacy Loans Program (LLP). L'obiettivo è la raccolta di capitale privato per acquistare prestiti con garanzia dell'FDIC e co-finanziamento del Tesoro. Il Tesoro offrirà capitale per il 50% dell'acquisto, ma il controllo della gestione rimarrà ai privati, sotto la supervisione del FDIC. Le banche identificheranno dei pool di prestiti che vogliono vendere. Il FDIC analizzerà i pool di prestiti e determinerà il livello di debito che sarà disposto a garantire, con un limite di rapporto debito/equity di 6/1. Gli investitori privati formulano un'offerta per partecipare al 50% del capitale del PPIF e il capitale offerto insieme al livello di debt/equity fissato dal FDIC determinerà il prezzo offerto alla banca. Se la transazione viene finalizzata, il fondo gestirà gli asset fino alla loro liquidazione sotto stretta supervisione del FDIC. Per esempio, dato un pool di prestiti con valore facciale di 100 e un livello di debt/equity determinato dal FDIC di 6/1, ipotizzando che le offerte raggiungano 84, allora la parte di capitale sarebbe pari a 12 da dividere in parte uguali fra Tesoro e privati; la parte restante verrebbe raccolta attraverso emissione di debito per 72, garantito dal FDIC e assicurato dagli asset acquistati.

2) Titoli strutturati

Questo programma (Legacy Securities Program, LSP) include due parti, una simile al programma per i prestiti (con co-finanziamento pubblico privato) e l'altra operata attraverso il programma TALF con finanziamento del debito da parte del Tesoro e dalla Fed.

Il LSP espande il TALF creando un programma di prestiti senza regresso ("non-recourse") da offrire a investitori privati che vogliono acquistare titoli strutturati. Tali asset includeranno RMBS su prestiti residenziali originariamente con rating AAA e CMBS e ABS con rating AAA. I dettagli delle condizioni dei prestiti devono ancora essere determinati e verranno definiti anche in seguito a suggerimenti dai partecipanti al mercato. Il TALF in base a quanto annunciato in precedenza potrà offrire prestiti fino a 1 trillione di dollari.

Per quanto riguarda invece i fondi pubblico-privato, il Tesoro prevede la qualificazione di circa 5 Fund Managers che avranno il compito di raccogliere capitale privato per l'acquisto di titoli strutturati, ricevendo un contributo di capitale pari al 50% dell'investimento complessivo. I Fondi potranno poi ottenere un prestito fino al 50% del capitale totale che potrebbe essere esteso fino al 100% del capitale del Fondo. Per esempio, un Fondo che raccolga capitale per 100 riceverebbe 100 dal Tesoro, un prestito fino a 100 dal Tesoro sotto certe condizioni, e un ulteriore prestito di 100 sotto ulteriori condizioni. Il Fondo potrebbe avere a disposizione fino a 400 (da una raccolta di capitale privato di 100) e potrebbe iniziare il programma di acquisti, mantenendo il controllo della gestione dei fondi. PiMCO e Blackrock hanno segnalato interesse per partecipare al programma.

Il piano di acquisto di titoli tossici offre maggiori dettagli sui meccanismi operativi, anche se diverse parti restano ancora da definire. In particolare, per quanto riguarda lo LSP (sui titoli strutturati) restano da definire le condizioni dei prestiti offerti dal Tesoro e non ci sono garanzie che limitino le perdite sui titoli. Pertanto su questa parte del piano potrebbe risultare difficile trovare un prezzo che porti ad acquisti effettivi. Anche per quanto riguarda lo LLP (sui prestiti), il prezzo offerto potrebbe ancora essere inferiore al prezzo a cui le banche sono disposte a cedere i crediti. Se il programma portasse ad acquistare almeno 500 miliardi di prestiti, questo equivarrebbe a liberare i bilanci delle banche del 10% dei loro prestiti immobiliari: nelle recessioni del passato circa il 12% degli attivi andava in sofferenza, con un tasso di recupero pari a circa il 30-40%. Il piano rimane soggetto al problema di essere "volontario" e di dipendere da un processo di "scoperta del prezzo" che potrebbe non portare all'alleggerimento dei bilanci delle banche (o alternativamente portare alla loro insolvenza).

L'area euro paga un conto salato alla crisi mondiale

Paolo Mameli

- Rivediamo pesantemente al ribasso, a -3,3% dal -0,7% di dicembre, la proiezione per la media annua del PIL area euro nel 2009. La revisione di -2,6 punti, rispetto a tre mesi fa, è spiegata per 0,7 punti dal peggior andamento nell'ultimo trimestre del 2008, per 1,5 punti dalla valutazione più pessimistica sul 1° trimestre del 2009 e per solo 0,4 punti da attese di crescita più bassa nei restanti trimestri dell'anno. Il Paese più colpito sarà la Germania, le componenti di domanda che affonderanno il PIL saranno investimenti ed export (per entrambi ci aspettiamo un calo vicino al 10%).
- Per il 2010, non condividiamo l'idea che la crescita possa rimanere in negativo in quanto i fattori ciclici che avranno impatto sul ciclo l'anno prossimo (politica monetaria, politica fiscale, disinflazione), si sono evoluti di recente tutti in senso favorevole. In sintesi, manteniamo una previsione di crescita 2010 in territorio lievemente positivo (0,4%).
- Sulla base della revisione dello scenario sul petrolio, dei dati sul CPI inferiori alle attese di inizio 2009 e della prospettiva di ulteriore aumento delle risorse inutilizzate, rivediamo decisamente al ribasso la nostra stima sull'inflazione nel 2009, a 0,3% da 1,4% della stima contenuta nell'ultimo Rapporto Trimestrale e dal 3,3% medio del 2008. Nel nostro scenario centrale, il CPI approda in territorio negativo già da giugno e vi resta sino a ottobre. In questo modello, l'inflazione *core* (che esclude energia ed alimentari freschi) rallenterà a 0,9% nel 2009 dal 2,4% del 2008).
- Stimiamo che la BCE possa portare il tasso refi all'1% e successivamente lasciarlo invariato fino almeno alla metà del 2010. Nel breve termine la BCE dovrebbe anche decidere di allungare la durata massima delle aste attraverso le quali fornisce liquidità al sistema bancario (a tasso fisso e per qualsiasi ammontare richiesto), dagli attuali 6 mesi a 12-24 mesi. Infine, esiste la possibilità che la BCE decida (probabilmente non nel brevissimo termine) un programma di acquisto sul mercato secondario di titoli di debito privato; ci sembra invece improbabile un programma di acquisto di titoli di Stato, soprattutto perché di difficile attuazione sul piano pratico.

Previsioni macro	2008	2009	2010	2008			2009			2010	
				2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti, a/a)	0,7	-3,3	0,4	1,5	0,6	-1,3	-3,7	-3,8	-3,7	-2,2	-0,2
- t/t				-0,2	-0,2	-1,5	-1,8	-0,4	-0,1	0,1	0,2
Consumi privati	0,6	-1,3	0,1	-0,1	0,1	-0,9	-0,3	-0,4	-0,2	-0,1	0,0
Investimenti fissi	0,6	-9,0	-0,8	-1,1	-0,6	-2,7	-4,1	-2,4	-1,2	-0,4	0,0
Consumi pubblici	2,0	1,4	1,9	0,8	0,9	-0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
Esportazioni	1,8	-10,8	1,6	-0,1	0,0	-7,3	-4,5	-1,1	-0,7	0,1	0,6
Importazioni	1,8	-8,6	1,3	-0,3	1,4	-5,5	-3,5	-1,8	-0,7	0,1	0,5
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0,1	0,2	0,0	-0,2	0,2	0,6	-0,4	-0,1	0,1	0,1	0,0
Partite correnti (% PIL)	-0,7	-0,5	-0,4	-0,3	-0,9	-1,2	-0,6	-0,7	-0,3	-0,3	-0,9
Deficit pubblico (% PIL)	-1,7	-4,3	-4,9								
Debito pubblico (% PIL)	68,6	72,7	75,7								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	3,3	0,4	1,3	3,6	3,8	2,3	1,0	0,2	-0,3	0,3	1,0
Produzione industriale (a/a)	-1,7	-11,9	0,8	-0,7	-3,2	-11,5	-14,0	-12,5	-10,9	-5,1	-1,2
Disoccupazione (ILO, %)	7,5	9,1	9,8	7,4	7,5	7,9	8,4	9,0	9,4	9,8	9,9
Euribor 3 mesi	4,64	1,42	1,60	4,86	4,98	4,21	1,99	1,25	1,18	1,27	1,99
EUR/USD	1,47	1,31	1,37	1,56	1,50	1,32	1,31	1,31	1,31	1,33	1,34

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

Fonte: EcoWin, Intesa Sanpaolo

La crescita tornerà in positivo solo tra fine 2009 e inizio 2010

È probabile che la media annua del PIL cali di -3,3% rispetto al 2008. La revisione di -2,6 punti, rispetto a tre mesi fa, è spiegata per 0,7 punti dal peggior andamento nell'ultimo trimestre del 2008, per 1,5 punti dalla valutazione più pessimistica sul 1° trimestre del 2009 e per solo 0,4 punti da un *downgrade* sui restanti trimestri dell'anno. Il Paese più colpito sarà la Germania, che, soprattutto a causa di un 1° trimestre disastroso (con ogni probabilità peggiore del già incredibile -2,1% t/t di fine 2008) potrebbe vedere una contrazione del PIL 2009 superiore al 5%. Le componenti di domanda che nel 2009 affonderanno il PIL saranno investimenti ed export (-10% circa), in presenza di un calo più contenuto dei consumi (-1,3%) e di una spesa pubblica che viceversa offrirà un contributo anti-ciclico. Il commercio con l'estero dovrebbe sottrarre poco più di un punto percentuale alla crescita.

Non condividiamo l'idea che la contrazione economica prosegua nel 2010. Infatti, la recente evoluzione avversa degli indicatori congiunturali non è un buon anticipatore della crescita di medio termine, mentre i fattori più strutturali, che avranno impatto sul ciclo l'anno prossimo, si sono evoluti di recente tutti in senso favorevole:

1) la politica monetaria si è fatta ancor più espansiva, con i tassi che saranno portati all'1% e la BCE che sta valutando anche strumenti aggiuntivi di sostegno al credito; inoltre, il calo dei tassi ufficiali è tornato a riflettersi sui tassi di mercato, aumentando le probabilità di trasmissione degli impulsi all'economia reale;

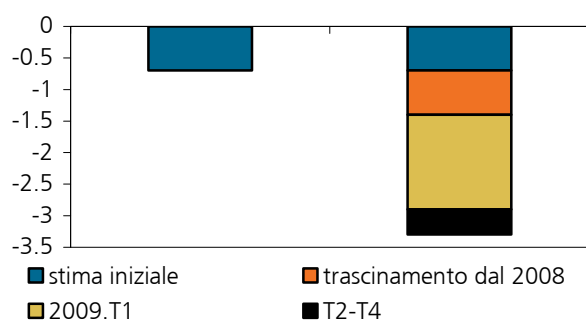
2) la politica fiscale si sta muovendo significativamente in senso anti-ciclico, in particolare in Germania e Spagna, e ciò avrà un impatto cumulato sul PIL nel biennio 2009-10 di circa un punto percentuale;

3) è proseguito il rallentamento delle dinamiche inflazionistiche che porta sollievo al potere d'acquisto delle famiglie. In sintesi, manteniamo una previsione di crescita 2010 positiva (0,4%). Il rimbalzo sarebbe dovuto, per metà, a un recupero dell'export e per metà alla domanda interna (spesa pubblica e consumi, mentre gli investimenti potrebbero mantenere un segno negativo).

La revisione sulla stima 2009 è dovuta in gran parte a un *downgrade* sul 4° trimestre del 2008 e sul 1° trimestre del 2009

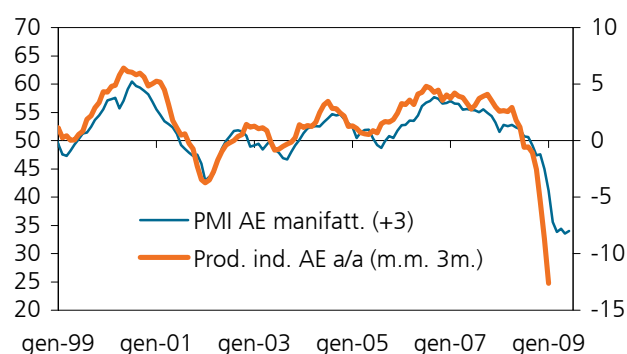
Per il 2010 manteniamo la previsione di un ritorno in territorio lievemente positivo, sulla scia soprattutto dello stimolo fiscale

La revisione della stima sul PIL 2009 è dovuta in gran parte al 4° trimestre del 2008 e al 1° trimestre del 2009



Fonte: Eurostat, Intesa Sanpaolo

L'evoluzione dei dati reali (in particolare nell'industria) è stata ancor più negativa di quella degli indici di fiducia



Fonte: Eurostat, Markit Economics, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rispetto a tre mesi fa, **gli indici di fiducia hanno mostrato un'attenuazione nel ritmo di calo** segnalando che la fase discendente potrebbe essere esaurita, **ma i dati reali, soprattutto relativi all'industria, hanno continuato a deteriorarsi pesantemente** anche a inizio 2009, dopo una già disastrosa chiusura d'anno. In particolare, verticale è stata la caduta della produzione industriale (soprattutto in Germania), ben più accentuata di quanto sarebbe stato prevedibile in base al (peraltro assai depresso) livello degli indici di fiducia. La sensazione è dunque che i segnali di possibile recupero rimangano confinati negli indici delle aspettative, ma la ripresa risulti ben

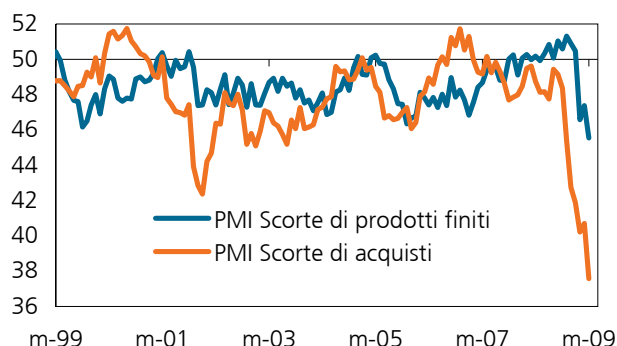
La caduta dei dati reali sull'industria è stata anche più accentuata di quanto prevedibile in base agli indici di fiducia ...

lontana dall'essere "tangibile" per le imprese, che ancora vedono il libro-ordini deteriorarsi pesantemente. Tra l'altro, preoccupante, quanto alle prospettive per gli investimenti delle imprese, il fatto che a essere particolarmente colpiti siano i beni capitali. Ipotizzando ancora un calo a febbraio e poi un recupero a marzo, stimiamo una flessione della produzione di -6,5% t/t nel 1° trimestre (da -5,3% t/t precedente). Il dato è coerente con una contrazione del PIL di -1,8% t/t nel 1° trimestre.

Un'analisi del ciclo delle scorte segnala che la stabilizzazione delle produzione appare ancora lontana. Infatti, è vero che gli indici delle scorte di prodotti finiti desumibili dalle indagini PMI, dopo aver toccato un massimo storico (a 51,3) a ottobre (il che si è riflesso in un balzo delle scorte di contabilità nazionale nel 4° trimestre, con un contributo positivo al PIL di 0,6% t/t), sono crollati nei mesi successivi, toccando a marzo un nuovo minimo storico di 45,6. Anche più marcato è stato il crollo delle scorte di acquisti (37,6). In altri termini, è iniziata una correzione del livello dei magazzini, che spiega il fatto che la produzione sia crollata più di quanto prevedibile in base agli indicatori di fiducia (storicamente, nelle fasi recessive come in quella di inizio anni '90, il calo delle scorte spiega per circa il 70% il taglio della produzione). Tuttavia, ciò che preoccupa è che il livello delle scorte, nonostante sia calato in termini *assoluti*, non abbia fatto che aumentare rispetto al livello *desiderato* (ovvero in rapporto a quello che gli imprenditori stimano essere il ritmo di vendita prospettico), come desumibile dal sotto-indice relativo dell'indagine sulla fiducia delle imprese industriali della Commissione Europea. Dunque, da queste considerazioni si deduce che il processo di correzione delle scorte è iniziato ma è ancora ben lungi dal completarsi e dunque continuerà a pesare sulla produzione nei prossimi mesi.

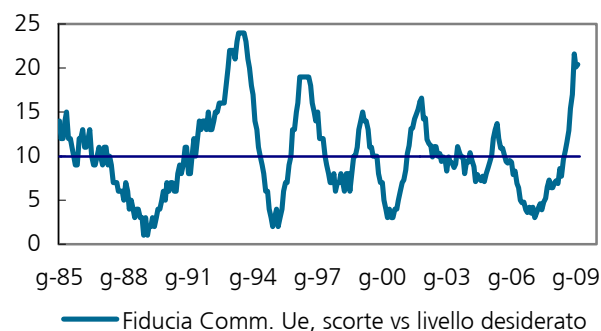
... per via di un inizio di correzione delle scorte ...

Le imprese hanno cominciato a ridurre i magazzini ...



Fonte: Markit Economics

... ma le scorte rimangono ben al di sopra del livello desiderato

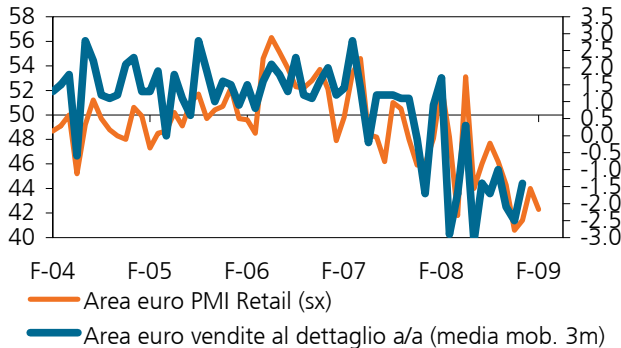


Fonte: Commissione UE

Inoltre, il processo di assorbimento delle scorte potrebbe non completarsi finché le vendite manterranno un trend di calo. In verità, a inizio 2009, sia la fiducia sia la spesa dei consumatori hanno mostrato una certa stabilità dopo il calo della seconda parte del 2008, legata al recupero dei redditi reali: i redditi nominali sono rimasti all'incirca stabili, mentre l'inflazione ha subito un vistoso calo. Tuttavia, lo scenario più probabile è che la stabilità sia temporanea giacché nei prossimi mesi l'impatto negativo dell'aumento della disoccupazione potrebbe prevalere su quello positivo derivante dall'aumento dei redditi reali (che è stato massimo proprio nei primi mesi del 2009 e che dovrebbe andare scemando nel corso dell'anno per via di un possibile rallentamento dei salari nominali). Il dettaglio relativo alle indagini di fiducia sui consumatori in alcuni Paesi, che mostra un'importanza crescente delle preoccupazioni occupazionali e calante dell'andamento dei prezzi, sembrerebbe confortare questa idea.

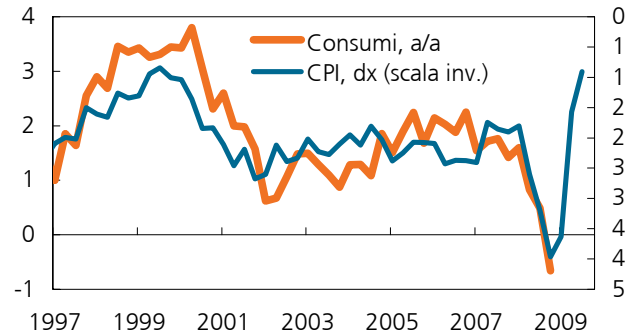
... che tuttavia non si completerà finché i consumi manterranno un trend di calo

Le vendite al dettaglio mantengono un trend di calo ...



Fonte: Eurostat, Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

... nonostante il recupero di potere d'acquisto delle famiglie

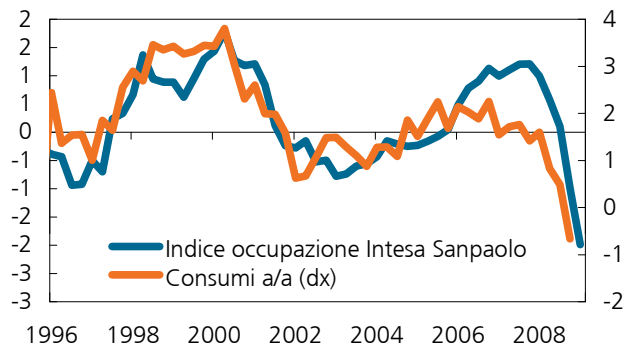


Fonte: Eurostat, Markit, EcoWin, elaborazioni Intesa Sanpaolo

La tenuta di medio termine dei consumi privati dipenderà in maniera cruciale anche dall'evoluzione del mercato del lavoro. Nel 4° trimestre del 2008 l'occupazione è calata di -0,3% t/t dopo il -0,1% t/t dei tre mesi precedenti, con una flessione particolarmente marcata in Spagna (-2,1% t/t) e un lieve aumento in Germania (+0,1% t/t). Su base annua gli occupati hanno rallentato a una crescita-zero (da +0,6% a/a). Il calo dell'indice PMI occupazione (a 41,4 per la media del 1° trimestre, da 45,3 del trimestre precedente) è coerente con un approdo in territorio negativo. L'indice Intesa Sanpaolo sull'occupazione (costruito come media ponderata degli indici sull'occupazione degli indici di fiducia della Commissione nei settori industria, servizi, costruzioni e retail) dà indicazioni ancora più negative. Stimiamo un'occupazione in calo dell'1,7% quest'anno (e dello 0,6% il prossimo), e un tasso di disoccupazione in graduale aumento fino a sfiorare il 10% tra la fine del 2009 e l'inizio del 2010. Anche il rallentamento del credito (sia pur in minor misura) peserà sull'andamento dei consumi nel 2009.

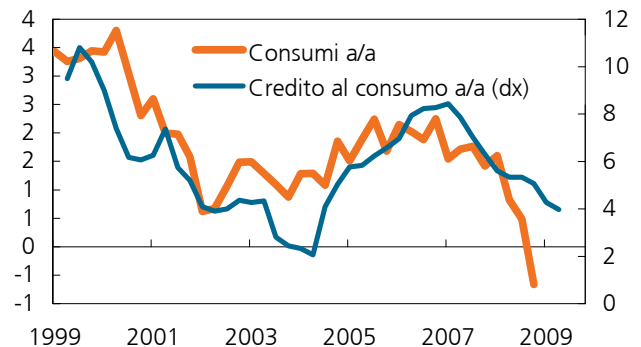
Disoccupazione e minor accesso al credito peseranno sui consumi ...

Sui consumi peserà il calo dell'occupazione ...



Fonte: Eurostat, Commissione Ue, Intesa Sanpaolo

... e (in minor misura) il rallentamento del credito



Fonte: Eurostat, BCE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'altro rischio sui consumi è quello di un effetto-ricchezza negativo derivante dal calo dei prezzi immobiliari. Come illustrato dalla BCE nel bollettino di gennaio⁵, dalle indagini empiriche è emersa una propensione marginale al consumo rispetto alla ricchezza immobiliare (di lungo periodo) pari a 6-10 centesimi per dollaro negli Stati Uniti, 9 centesimi per dollaro in Canada, 4 penny per sterlina nel Regno Unito e 1-2 centesimi per euro in Italia. L'evidenza per l'area euro è meno univoca e relativamente scarsa. La BCE ne conclude che, proprio come il boom del mercato immobiliare osservato negli ultimi anni sembra non aver fornito un ampio sostegno alla spesa per consumi nell'area euro, così il rallentamento in atto dovrebbe nel complesso esercitare effetti relativamente

... mentre minor impatto sembra avere l'effetto-ricchezza negativo derivante dal calo dei prezzi immobiliari

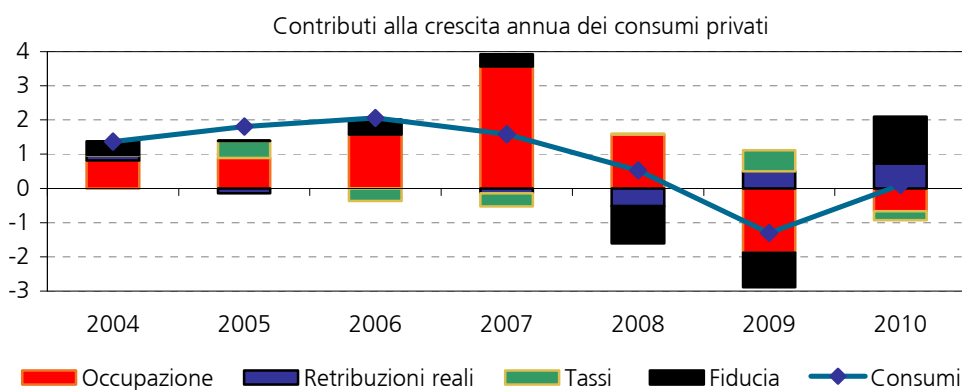
⁵ "Housing wealth and private consumption in the euro area", ECB Monthly Bulletin January 2009.

limitati nell'insieme dell'area. Tuttavia, si riscontra una notevole eterogeneità tra Paesi. Sulla base di indicatori come una forte incidenza percentuale delle abitazioni occupate dai proprietari, un elevato rapporto tra prestiti e valore delle case e ampie opportunità di rimborso anticipato (che possono rafforzare e accelerare l'azione del meccanismo di trasmissione), i maggiori rischi si riscontrano, oltre che in Irlanda e Spagna, nei Paesi Bassi e in Portogallo. Se il rischio di una pesante ricaduta della correzione immobiliare sui consumi è relativamente contenuto nell'insieme dell'area euro, in questi Paesi tale rischio assume assai maggiore rilevanza.

Quale di questi effetti contrastanti sui consumi prevarrà nel biennio 2009-10? Per capirlo abbiamo utilizzato un modello che spiega i consumi privati nell'eurozona con quattro fattori: l'occupazione, le retribuzioni reali, i tassi di interesse e la fiducia (permane un residuo, tuttavia gestibile da un punto di vista statistico). Sulla base delle elasticità del modello, adottando le ipotesi coerenti con il nostro scenario centrale sulle variabili indipendenti, è possibile proiettare i contributi delle varie componenti sulla spesa delle famiglie. Naturalmente l'occupazione, dopo aver contribuito in misura assai rilevante alla crescita dei consumi negli ultimi anni (con un picco nel 2007), avrà un impatto opposto nel biennio in corso, visto che ci attendiamo un calo degli occupati dell'1,7% nel 2009 e dello 0,6% nel 2010. Il contributo risulterebbe di -1,9% quest'anno e di -0,7% l'anno prossimo. Le retribuzioni reali dovrebbero mostrare un segno positivo sia nel 2009 che nel 2010 (dopo il calo del 2008), e contribuirebbero per mezzo punto quest'anno e per tre quarti di punto l'anno prossimo alla crescita dei consumi. L'impatto dei tassi di interesse è massimo quest'anno (+0,6%), ma potrebbe scendere in territorio lievemente negativo l'anno prossimo, in conseguenza di un possibile lieve rialzo dei rendimenti dagli attuali minimi. Infine, ipotizziamo che la fiducia dei consumatori (secondo l'indice della Commissione Europea) tocchi un minimo nel 1° trimestre di quest'anno, per poi salire gradualmente fino a tornare a fine 2010 alla media storica di lungo termine. Ne deriverebbe un impatto negativo di un punto nel 2009 (come nel 2008) e viceversa un impatto all'incirca speculare il prossimo anno. In sintesi, **il modello segnala che quest'anno l'impatto negativo derivante dal calo dell'occupazione e della fiducia è ampiamente prevalente, e sulla base del modello la variazione dei consumi potrebbe essere anche più negativa, pari a -1,8%** (segnalando rischi verso il basso sulla nostra previsione di -1,3%). **Per l'anno prossimo, viceversa, (nelle ipotesi fatte) prevarrebbe l'effetto positivo del rimbalzo delle retribuzioni reali e della fiducia, che potrebbe indurre un rimbalzo di poco superiore al punto percentuale, ben oltre la sostanziale stabilità (+0,1%) del nostro scenario centrale. Ma se la fiducia restasse agli attuali livelli, i consumi rimarrebbero in territorio negativo (a -0,2%) anche il prossimo anno.**

Sui consumi quest'anno prevarrà l'effetto di calo dell'occupazione, per l'anno prossimo potrebbe esserci un recupero di fiducia

Sui consumi quest'anno prevarrà l'effetto negativo della disoccupazione, l'anno prossimo sarà determinante l'evoluzione della fiducia



Fonte: Datastream, Intesa Sanpaolo. I contributi sono calcolati sulla base di un modello che spiega i consumi area euro sulla base di: occupazione, retribuzioni reali, tassi di interesse, fiducia dei consumatori.

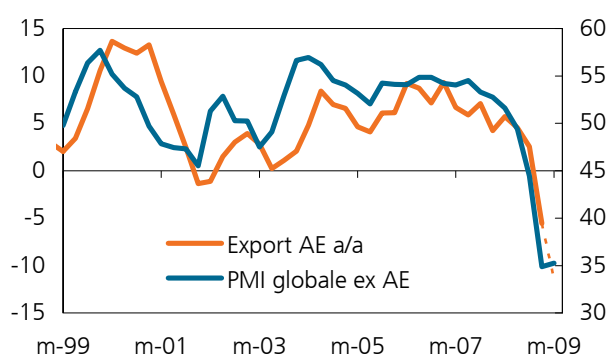
L'aumento della quota di export verso i Paesi emergenti si è tramutato da opportunità a rischio

L'estendersi della recessione mondiale non può che aggravare significativamente le prospettive per un'economia tipicamente *export-led* quale quella dell'area euro. Non a caso, il Paese più colpito sarà la Germania (il maggiore esportatore mondiale), mentre economie con un maggior peso relativo della domanda interna come la Francia manifesteranno una migliore tenuta. Negli ultimi mesi, l'indice calcolato da Intesa Sanpaolo come media dei PMI dei principali Paesi mondiali pesati con le quote di export dall'area euro verso ciascun Paese, ha continuato a peggiorare e si è stabilizzato soltanto in marzo. Inoltre, come evidenziato a proposito dei dati sulla produzione industriale, i dati reali sull'export potrebbero in questa fase risultare anche peggiori di quanto desumibile dagli indicatori di fiducia.

Aumentano i rischi sulle economie maggiormente *export-led*...

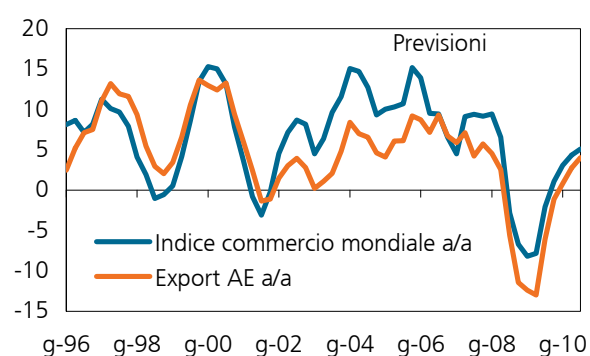
Abbiamo anche costruito un indice di commercio mondiale definito come media ponderata dell'import delle diverse economie mondiali (anche in questo caso usando come pesi le quote di export verso ciascun Paese). In base alle nostre previsioni sullo scenario macroeconomico mondiale, tale indice dovrebbe toccare un **punto di minimo (su base annua) nel 3° trimestre del 2009**, per poi evidenziare una ripresa nel 2010. L'export, pur sottoperformando tale indice (soprattutto nel breve termine) anche per via della perdita di competitività derivante da un tasso di cambio storicamente forte, dovrebbe al suo seguito evidenziare una modesta **ripresa l'anno prossimo (+1,6%)**.

Gli indici di fiducia non segnalano ancora un punto di svolta per la domanda mondiale



Fonte: Eurostat, Markit, 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

Ci attendiamo che l'export tocchi un punto di minimo nel 3° trimestre del 2009 e successivamente manifesti una (modesta) ripresa



Fonte: Oxford Economic Forecasting, Eurostat, EcoWin, elaborazioni Intesa Sanpaolo

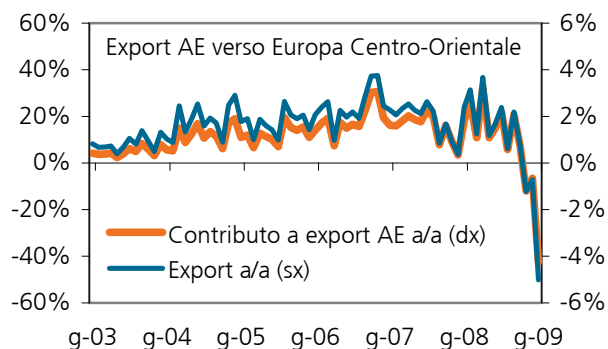
È interessante, in particolare, rilevare come un netto peggioramento delle prospettive si sia registrato negli ultimi mesi per i Paesi dell'Europa Centro-Orientale, area che negli ultimi anni ha rappresentato un importante *driver* per la crescita delle esportazioni dai Paesi dell'area euro e che sta subendo un preoccupante fenomeno di *credit crunch* accompagnato da una seria crisi industriale. Il contributo di tali Paesi alla crescita dell'export, dopo essere cresciuto ininterrottamente negli ultimi cinque anni, è crollato a partire dal mese di ottobre, fino a raggiungere il -4,3% in gennaio, in virtù di un calo delle consegne verso quest'area del 50,1%. In settembre la crescita era ancora del +22% a/a.

... e più esposte ai Paesi emergenti dell'Europa e dell'Asia

Accanto a quest'area si segnala la caduta verticale dell'export verso l'Asia, che sta dando un contributo negativo anche più pronunciato (-5% a gennaio), per via di una flessione delle consegne di -24,4%. In sintesi, il deterioramento del quadro congiunturale (e finanziario) nei Paesi emergenti dell'Europa e dell'Asia risulta al momento un fattore di rischio per l'export superiore a quello proveniente dall'altra sponda dell'Atlantico, visto che il contributo negativo derivante dagli scambi con ciascuna di queste aree ha superato quello delle consegne verso gli

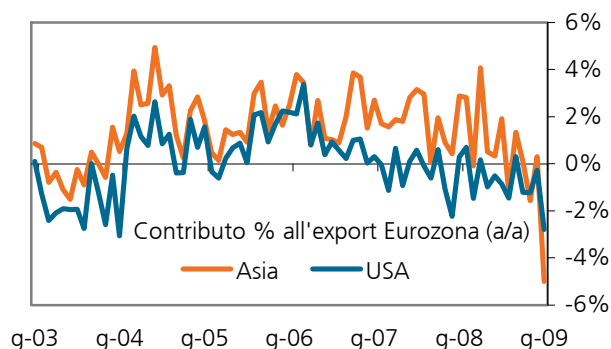
USA (-22,1% a/a, contributo di -2,8% a/a). In sostanza, la crescita della quota di export verso i Paesi emergenti sembra essersi tramutata nell'attuale contesto da opportunità a rischio.

Il contributo dei Paesi dell'Europa Centrale e Orientale all'export area euro si è tramutato in negativo ...



Fonte: Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo. Nota: l'aggregato comprende Albania, Bosnia-Erzegovina, Croazia, Macedonia, Repubblica Ceca, Bulgaria, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Romania, Russia, Ucraina

... al pari di quello dell'Asia, sopravanzando l'impatto negativo proveniente dagli Stati Uniti



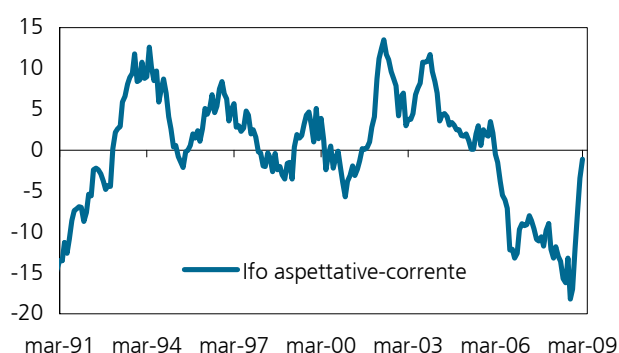
Fonte: Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Alcuni indicatori segnalano un possibile ritorno in positivo della crescita nel 2010

Tutti gli indicatori di fiducia di breve termine, pur mostrando un tentativo di stabilizzazione nei primi mesi del 2009 (che mostra come la fase discendente possa essere terminata), si mantengono vicini ai minimi storici, segnalando che i rischi di breve periodo sulla crescita rimangono verso il basso. Tuttavia, gli indicatori considerati come maggiormente forward-looking (l'indice sulle aspettative sia dell'indice ZEW che dell'indagine IFO, e soprattutto il saldo tra aspettative e valutazione corrente dell'indagine IFO, tornato vicino allo zero e ai massimi da tre anni) sembrano dare indicazioni di una possibile ripresa (almeno in termini di una attenuazione della fase più negativa del ciclo) con un orizzonte di 6 mesi ovvero tra la fine del 3° e l'inizio del 4° trimestre. Questa tempistica ci sembra ragionevole. Nel nostro scenario centrale c'è infatti una stabilizzazione della crescita (attorno allo zero) a fine 2009 e un ritorno a una crescita significativamente in territorio positivo solo dal 2010.

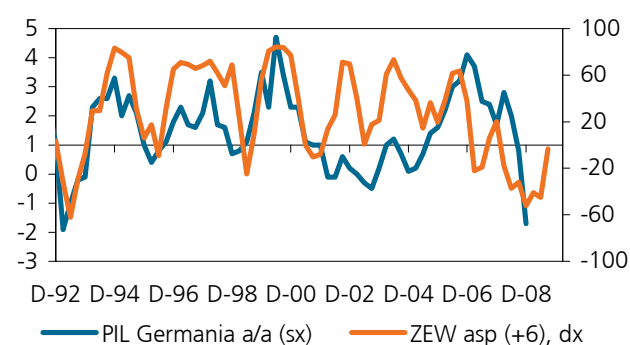
Gli indicatori sulle aspettative segnalano un miglioramento con un orizzonte di 6 mesi

Dal saldo tra aspettative e situazione attuale dell'indice IFO arriva un segnale di ripresa con un orizzonte di 6 mesi



Fonte: Ifo, EcoWin, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'indice ZEW sembra aver toccato il fondo, ma non sempre si è trattato di un buon previsore del PIL



Fonte: Eurostat, ZEW, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Gli indicatori più "strutturali" come il leading indicator OCSE ed M1 hanno accentuato i segnali preliminari di ripresa che già notavamo tre mesi fa. L'indice anticipatore OCSE (-0,7% m/m a gennaio) mostra un'attenuazione della fase più negativa del ciclo dai minimi di ottobre (-1% m/m). L'attuale fase di ciclo negativo sarebbe iniziata nel dicembre 2007 e dunque durerebbe da 15 mesi, superando la durata media storica (14,7). Se si esclude la serie di recessioni concatenate

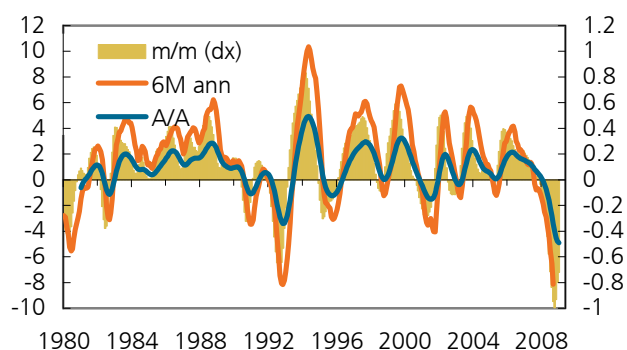
In base alla durata media dei cicli secondo il leading indicator dell'OCSE, la "gola" del ciclo potrebbe collocarsi tra 1° e 2° trimestre del 2009

di inizio anni '90, la recessione più lunga da quando esiste l'indicatore, ovvero dall'inizio degli anni '80, è quella durata 17 mesi dal marzo 1982 all'agosto 1983, e con ogni probabilità superata dall'episodio attuale. Secondo questo indicatore, la "gola" del ciclo potrebbe collocarsi attorno a marzo, anche se il ritorno a una crescita positiva potrebbe aversi molto più avanti.

M1 reale, che stimiamo al 5,6% a marzo (ai massimi da fine 2007) e che risulta un buon anticipatore con un orizzonte di circa un anno del ciclo nell'area euro⁶, ha accentuato il segnale di ripresa che già notavamo tre mesi fa, grazie all'accelerazione nell'espansione della base monetaria e al rallentamento dell'inflazione. Tale indicatore dà ora un chiaro segnale di ritorno in territorio significativamente positivo della crescita annua da inizio 2010. Nel nostro scenario centrale ciò avverrà più avanti, presumibilmente nel 2° trimestre 2010. In ogni caso, tali indicazioni propendono a favore di un possibile ritorno alla crescita nel 2010 (previsione che attualmente risulta nella fascia alta del consenso e più ottimistica ad esempio della stima rilasciata a marzo dalla BCE).

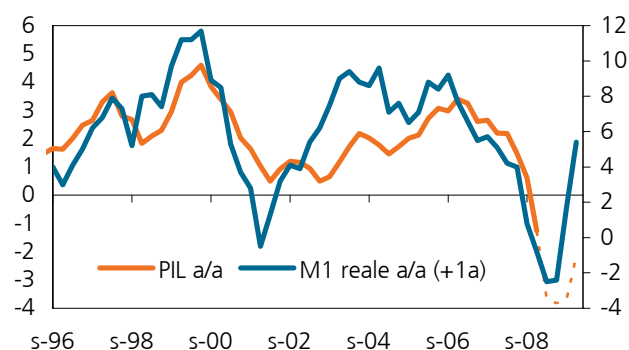
M1 reale segnala il possibile ritorno a una crescita annua significativamente positiva da inizio 2010

Secondo il Leading Indicator dell'OCSE, la "gola" del ciclo potrebbe collocarsi attorno a marzo 2009



Fonte: OCSE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

La crescita di M1 reale segnala un possibile punto di svolta del ciclo tra fine 2009 e inizio 2010



Fonte: BCE, Eurostat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

L'introduzione degli incentivi avrà un impatto sul settore automobilistico

Se il settore automobilistico per la media dell'eurozona ha continuato a febbraio a registrare una forte flessione della domanda (810.293 immatricolazioni, -16% rispetto a febbraio 2008), che incide anche sul 1° bimestre (1.556.838, -20,6% a/a), i Paesi dove sono stati adottati incentivi alla rottamazione di vecchie auto con sostegno all'acquisto di vetture più "pulite" e più sicure hanno registrato già nel mese di febbraio un'inversione di tendenza più o meno accentuata e presumibilmente l'effetto dovrebbe essere ben maggiore in marzo.

Il caso più eclatante è quello della **Germania**, dove il piano prevede un contributo di 2.500 euro per la rottamazione di auto con oltre 9 anni di vita, a fronte di acquisto di auto Euro 4 o più (anche con un anno di anzianità). L'attuale piano garantisce il sostegno sino all'esaurimento dello stanziamento e, comunque, non oltre il corrente anno. In Germania gli incentivi alla rottamazione, partiti a metà gennaio, hanno causato un rimbalzo delle vendite a febbraio dopo sei mesi di continua flessione, e si è trattato anzi del miglior mese di febbraio degli ultimi 10 anni. Le immatricolazioni sono state 277.740, con un incremento del 21,5% sul febbraio 2008 (+36% rispetto a gennaio). Eccezionale anche la raccolta ordini: 480.000 (+61%), un volume che non si registrava dal 2001. Gli incentivi sembrano aver avuto un effetto anche sull'indice di fiducia dei consumatori. L'impatto degli incentivi viene stimato in circa 400.000 unità aggiuntive

L'effetto maggiore si è avuto in Germania ...

⁶ "The informational content of real M1 growth for real GDP growth in the euro area", ECB monthly bulletin, October 2008

(fonte: Global Insight); tenendo conto di ciò, il fondo all'attuale ritmo di vendite potrebbe esaurirsi già ad aprile (le case costruttrici stanno facendo pressione sul Governo affinché estenda il piano). La VDA prevede che a fine 2009 saranno superati i 3 milioni di immatricolazioni.

In **Francia**, il programma di incentivazione (1.000 euro) deve ancora fare sentire i suoi effetti. In febbraio le immatricolazioni sono state 152.066 (-13,2% a/a) e nel 1° bimestre 301.438 (-10,6% a/a). C'è da notare che presso le reti di vendita vi è una limitata disponibilità di vetture acquistabili a fronte di rottamazione, con valori di CO₂ non superiori ai 160 g/km. L'impatto del programma di incentivazione (in aggiunta al sistema bonus-malus) è stimato (fonte: Global Insight) pari a 220.000 immatricolazioni aggiuntive a fine anno, anche se per la verità tali stime appaiono per il momento ottimistiche.

... non c'è evidenza di un impatto in Francia ...

Anche la **Spagna** ha continuato a mostrare un calo delle immatricolazioni a febbraio (62.107, -48,8% a/a); nel bimestre le nuove targhe sono state 121.492 (-45,5% a/a). Il piano di miglioramento del parco circolante (il "Plan Vive") prevede solo il tasso 0 per il credito dei primi 10.000 euro e con un costo massimo di 30.000 euro per rottamazione di vetture con oltre 10 anni di vita e acquisto di auto con emissioni di CO₂ non superiori a 140 g/km, e non appare sufficiente a determinare un'inversione di tendenza (le associazioni locali reclamano a gran voce piani di incentivazione simili a quelli degli altri grandi mercati europei). Secondo Global Insight, il contributo dell'attuale Plan Vive non potrà superare le 100.000 immatricolazioni aggiuntive, ma anche in questo caso tale stima ci appare ottimistica.

... il piano di incentivi appare insufficiente in Spagna ...

In **Italia**, a febbraio è continuato il calo delle immatricolazioni auto, scese del 24,4% a/a a quota 165.289 unità (bimestre gennaio-febbraio 323.478 unità, -28,5% a/a). L'incentivo prevede un contributo da 1500 euro per la rottamazione di Euro 0,1 o 2 contro acquisto di Euro 4 o 5 e per l'acquisto di vetture a metano, elettriche o a idrogeno, per i contratti stipulati dopo il 7 febbraio. Tuttavia, una più attenta analisi del dato di febbraio mostra (fonte: Unione Nazionale Rappresentanti Autoveicoli Esteri) che già sul dato di febbraio vi è stato un impatto, in quanto la prima parte del mese è stata molto negativa, con flessioni dell'ordine del 40% a/a, mentre la seconda in progressivo miglioramento con la settimana finale addirittura in attivo dello 0,3% a/a. Tali indicazioni consentono di proiettare un recupero a marzo, vista anche la crescita della raccolta di nuovi ordini (+220 mila, +4% a/a). Intesa Sanpaolo e Prometeia⁷, stimano un impatto di domanda aggiuntiva di poco più di 100 mila autovetture rispetto all'ipotesi-base in assenza di incentivi, con un mercato che supererà di poco 1,9 milioni di autovetture nel 2009, valore inferiore a quello degli ultimi 10 anni e in calo di oltre l'11% rispetto al 2008. La misura dovrebbe avere un impatto anche sulla produzione, che stimiamo salire su un livello di poco superiore alle 700 mila unità, in ripresa di oltre il 6% rispetto al valore particolarmente depresso del 2008.

... e già da fine febbraio si è avuto un impatto in Italia

In sintesi, **l'adozione di massicci programmi di incentivazione avrà un impatto sulle vendite di auto a partire dal mese di marzo** e dunque sui consumi di beni durevoli di contabilità nazionale a cavallo fra 1° e 2° trimestre. Anche se l'esperienza storica insegna che tale impatto è temporaneo perché si traduce in una anticipazione di acquisti, tuttavia risulta importante aver sostenuto le vendite in un momento di forte criticità. Stimiamo anche, dal mese di marzo o al più tardi aprile, un **impatto positivo sulla produzione industriale**.

⁷ Newsletter Analisi Settori Industriali, marzo 2009.

Impatto dei programmi di incentivi alla rottamazione sulle immatricolazioni 2009	
	Impatto aggiuntivo sulle vendite 2009
Germania	400.000
Francia	220.000
Italia	>100.000
Spagna	<100.000
Eurozona (Totale Big-4)	820.000

Fonte: previsioni Global Insight e Intesa Sanpaolo-Prometeia

Lo stimolo fiscale ora è significativo, in particolare in Germania e Spagna

Sul fronte fiscale, la principale novità di inizio 2009 (oltre ad una serie di manovre di "fine tuning" adottate in una molteplicità di Stati) è l'approvazione di un secondo pacchetto fiscale espansivo in Germania. Il piano prevede una spesa aggiuntiva di 50 miliardi di euro per il biennio 2009-10, pari a circa l'1% del PIL all'anno (1,9% su due anni). Si tratta del secondo piano di stimolo dopo quello approvato a novembre, che mobilitava risorse per 32 miliardi, ma che andava a incidere sui saldi per 15 miliardi ovvero appena lo 0,3% del PIL all'anno. Si tratta della manovra fiscale espansiva più importante dal dopoguerra. Il pacchetto comprende: 1) un vasto programma (17 miliardi) di infrastrutture pubbliche, che riguarderà diversi settori (dalla scuola alle telecomunicazioni), in parte finanziato dai governi dei Länder; il piano sarà concentrato su progetti infrastrutturali in buona parte già avviati e dunque dai tempi di realizzazione non troppo lunghi; 2) un importante pacchetto di tagli fiscali, per un totale di 18 miliardi. Sono state, infatti, accolte (sia pure, in molti casi, attenuandole) la maggior parte delle proposte della vigilia e cioè: il taglio, dal 15,5% al 14,9%, dei contributi sociali obbligatori al sistema sanitario (pagati in egual misura da lavoratore e datore di lavoro); una ampia rimodulazione dell'imposta sul reddito, comprendente: a) l'innalzamento della soglia di esenzione fiscale (da 7.664 a 8.004 euro); b) il taglio dal 15% al 14% dell'aliquota più bassa (non è stata invece accolta la proposta dell'SPD di contestuale aumento dell'aliquota più alta); c) un "appiattimento" degli scaloni di reddito di cui dovrebbero beneficiare i redditi bassi e medi. Nel complesso, il minor gettito per l'imposta sul reddito dovrebbe attestarsi attorno ai 9 miliardi. Altre misure comprendono bonus *una-tantum* di 100 euro alle famiglie con nuovi nati e incentivi agli acquisti di auto per un totale di 1,5 miliardi (tra cui incentivi alla rottamazione da 2.500 euro per auto di età superiore a 9 anni). Il piano include anche la creazione di un fondo da 100 miliardi che fornirà garanzie a imprese che riscontrino difficoltà nell'accesso al credito.

La principale novità di inizio anno è l'approvazione di un secondo piano fiscale espansivo in Germania

Per il resto, non ci sono sostanziali novità rispetto ai pacchetti fiscali presentati nell'ultimo Rapporto Trimestrale, eccezion fatta per l'introduzione di incentivi agli acquisti di beni durevoli e in particolare di auto descritti sopra. In sostanza, se ci si limita alle sole misure fiscali vere e proprie, Germania e Spagna hanno fatto la parte del leone annunciando misure dell'ordine del punto e mezzo di PIL, mentre Francia e soprattutto Italia sono rimaste al di sotto del punto percentuale di PIL (nel caso italiano, gli interventi decisi a inizio febbraio con l'introduzione degli incentivi e a inizio marzo con l'estensione degli ammortizzatori sociali hanno parzialmente corretto il tiro dopo che il decreto anti-crisi di novembre mostrava un saldo lievemente restrittivo). A ciò occorrerebbe aggiungere tutti gli interventi non propriamente fiscali, ovvero lo stanziamento di fondi ingenti per il sostegno all'attività creditizia (garanzia e ricapitalizzazione), che ammontano al 4,9% del PIL in Germania, di cui 0,9% approvato col primo pacchetto fiscale (incentivi a ristrutturazioni e edilizia verde, credito per investimento in infrastrutture alle municipalità in regioni svantaggiate, credito addizionale per piccole e medie imprese, credito addizionale per imprese che investono in energia pulita) e 3,8% con il secondo pacchetto (il fondo di garanzia di cui sopra); al 2,6% in Francia (prestiti alle piccole e medie imprese, prestiti per la costruzione dell'*housing* sociale, accelerazione dei rimborsi fiscali) e al 4,3% del PIL in Spagna (credito per imprese e famiglie, opzioni per ristrutturare i piani di pagamento dei mutui per famiglie in difficoltà, pagamento anticipato dei sussidi di disoccupazione, deduzioni fiscali per abitazioni).

Ancora più ingente l'entità delle misure non propriamente fiscali ovvero per il sostegno all'attività creditizia

Dettaglio dei piani fiscali nei principali Paesi dell'eurozona per il 2009		
	Mld	% PIL
GERMANIA	34	1,4
Minori entrate (+sostegno al reddito)	24	1,0
- <i>Tagli imposte e contributi famiglie e occupazione</i>	20	
- <i>Incentivi auto</i>	2	
- <i>Ammortamento più favorevole degli investimenti</i>	2	
Maggiori spese	10	0,4
- <i>Infrastrutture</i>	10	
FRANCIA	17	0,9
Maggiori spese	17	0,9
- <i>Infrastrutture</i>	10	
- <i>Sostegno mercato del lavoro</i>	4	
- <i>Incentivi su auto e case</i>	2	
- <i>Bonus famiglie</i>	1	
SPAGNA	16	1,5
Minori entrate (+sostegno al reddito)	2	0,2
- <i>Tagli fiscali</i>	2	
Maggiori spese	14	1,3
- <i>Infrastrutture</i>	8	
- <i>Incentivi auto, ambiente, innovazione, welfare</i>	6	
ITALIA	11	0,7
Minori entrate (+sostegno al reddito)	-1	-0,1
- <i>Rivalutazione valori contabili e immobili</i>	-3	
- <i>Misure anti-evasione</i>	-2	
- <i>Incentivi su auto e beni durevoli</i>	2	
- <i>Deducibilità IRAP ai fini IRES/IRPEF</i>	1	
- <i>Detassazione premi di produttività e altro</i>	1	
Maggiori spese	12	0,8
- <i>Estensione ammortizzatori sociali</i>	8	
- <i>Bonus e agevolazioni famiglie</i>	3	
- <i>Altre misure</i>	1	

Fonte: Governi nazionali, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Quanto all'impatto sulla crescita, riteniamo che si debba tener conto principalmente delle misure di carattere propriamente fiscale (maggiori spese o minori entrate), che come detto, nelle nostre valutazioni ammontano a circa l'1% del PIL quest'anno e lo 0,7% l'anno prossimo (tali stime sono circa in linea con quelle fatte dalla Commissione Europea⁸ a gennaio e dal Fondo Monetario Internazionale⁹ a febbraio. Intesa Sanpaolo, sulla base delle elasticità storiche, stima che le manovre espansive messe in campo nell'area euro possano avere un impatto sul PIL area euro pari a 0,6% quest'anno e a 0,4% il prossimo. In sostanza, in assenza dello stimolo fiscale la contrazione del PIL nel 2009 sarebbe stata vicina al 4% invece che allo -3,3% dello scenario centrale, e il ritorno a una crescita positiva nel 2010 è legato in maniera cruciale allo stimolo fiscale (in assenza del quale il PIL risulterebbe stagnante anziché crescere dello 0,4% come nel nostro scenario-base). C'è da aggiungere, che, considerando l'intero stimolo fiscale e cioè non solo le misure discrezionali annunciate dagli Stati ma anche le misure di stimolo decise in sede europea (lo 0,3% finanziato dalla BEI), le misure extrabudget e gli stabilizzatori automatici, l'entità delle misure arriva a circa il 4% del PIL (cumulato) nel biennio considerato e dunque l'impatto sulla crescita risulterebbe maggiore.

L'impatto sulla crescita, considerando le sole misure propriamente fiscali, è di circa mezzo punto di PIL sia nel 2009 che nel 2010

⁸ European Commission, Interim Forecasts, January 2009, 19 gennaio 2009

⁹ "The Case for global fiscal stimulus", Freedman, Kumhof, Laxton e Lee, IMF Staff Position Note, 6 Marzo 2009

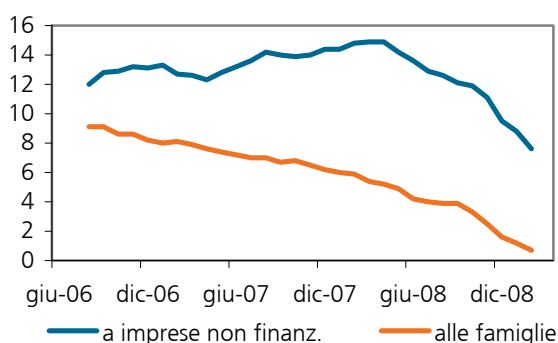
Piani fiscali nell'eurozona: entità delle misure e impatto sulla crescita		
Entità misure fiscali (risorse aggiuntive)	2009	2010
Commissione UE (gen-09)	1,0%	0,5%
FMI (mar-09)	0,9%	0,8%
Intesa Sanpaolo (mar-09)	1,0%	0,7%
Impatto sul PIL	2009	2010
Commissione UE (gen-09)	0,75%	0,5%
FMI (mar-09)	0,5%	0,3%
Intesa Sanpaolo (mar-09)	0,6%	0,4%

Fonte: Commissione Ue, FMI, Intesa Sanpaolo

Primi segnali di contrazione netta del credito: pesano fattori di domanda...

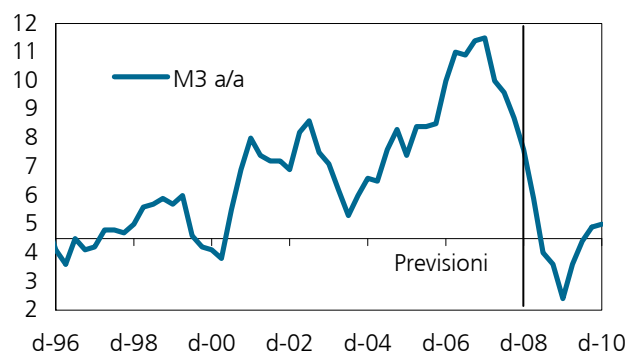
La massa monetaria **M3** ha rallentato al 5,9% a/a a febbraio. I prestiti al settore privato hanno rallentato per il quattordicesimo mese consecutivo al 4,2% a/a, minimo da 14 anni. In presenza di una crescita ormai vicina a zero per i prestiti alle famiglie (0,7% da 1,2% a/a), anche i prestiti alle imprese (7,6% a/a a febbraio) hanno continuato a rallentare. M3 si sta avvicinando velocemente al target ufficiale BCE (4,5% a/a) e anzi un modello su M3 costruito sui fondamentali (ciclo e tassi di interesse) proietterebbe un ulteriore rallentamento per tutto il 2009, fino a un punto di minimo al 2,4% a/a nel 4° trimestre del 2009.

Accelera il trend di rallentamento dei prestiti sia alle famiglie che alle imprese



Fonte: BCE

Un modello su M3 basata su ciclo e tassi proietta un calo fino a fine 2009 e una ripresa solo nel 2010



Fonte: BCE, OEF, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

I dati su M3 mostrano i **primi segni di flessione dell'offerta di credito nell'area euro**: già da dicembre i prestiti al settore privato hanno mostrato flussi negativi su base mensile per la prima volta da quando viene calcolata la serie ovvero dal 1998; in febbraio il calo mensile è stato di 10 miliardi (concentrato sui prestiti fino a un anno alle imprese). La flessione è legata alla debolezza della domanda, ma vi sono anche segnali di stretta dal lato dell'offerta legata al fenomeno di *deleveraging*.

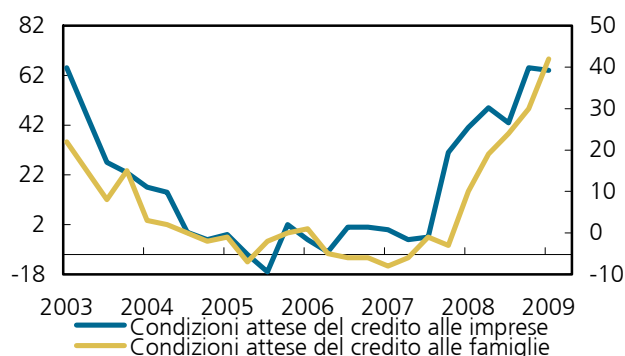
In sintesi, i dati sugli aggregati monetari evidenziano che: 1) per la prima volta dalla nascita dell'eurozona tra fine 2008 e inizio 2009 si è registrata una **contrazione dell'offerta di prestiti** al settore privato; 2) l'acuirsi delle tensioni sui mercati finanziari ha avuto un impatto su specifiche poste dei bilanci delle banche in particolare su una continua **riduzione della leva finanziaria** nei confronti dei residenti al di fuori dell'area euro; 3) non accenna a diminuire e anzi si accentua l'atteggiamento di **preferenza per la liquidità** a scopi precauzionali adottato sia delle banche che dalle imprese, che non favorisce la circolazione della moneta e attenua il meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

... nonché la restrizione dal lato dell'offerta segnalata dall'ultima *Bank Lending Survey*

L'ultima Bank Lending Survey (BLS) diffusa il 6 febbraio scorso ha mostrato nel 4° trimestre del 2008 un lieve calo (dal 65% al 64%) della percentuale di banche che hanno reso più restrittive le condizioni del credito per le imprese, mentre è aumentata ancora (dal 36% al 41% per i mutui e dal 30% al 42% per il credito al consumo) la percentuale di banche che hanno stretto il credito alle famiglie. I fattori ciclici sembrano continuare a pesare, nell'orientamento delle banche, più di quelli finanziari. Le banche si aspettano per il 1° trimestre un calo della restrizione netta per tutte le categorie, ed hanno anche riportato un vistoso calo nella domanda di prestiti da parte di imprese e famiglie.

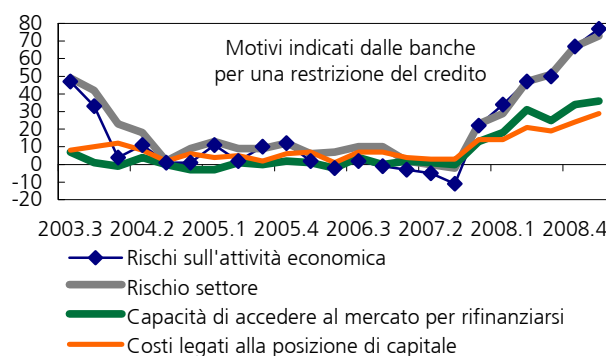
Relativamente all'impatto delle recenti turbolenze finanziarie, le banche hanno segnalato che le iniziative di aiuto alla ricapitalizzazione e di garanzia statale delle emissioni di titoli di debito bancari annunciate dalle autorità sembrano aver già prodotto nel 4° trimestre un impatto favorevole sull'accesso delle banche al finanziamento all'ingrosso, e sono attese agire ulteriormente in tal senso nel 1° trimestre del 2009. Ciò nonostante le banche hanno sostanzialmente continuato a incontrare notevoli difficoltà d'accesso ai mercati monetari e alla cartolarizzazione, e anche l'accesso ai mercati dei titoli di debito è divenuto più problematico in conseguenza delle turbolenze nei mercati finanziari.

La *Bank Lending Survey* conferma la restrizione del credito per famiglie e imprese



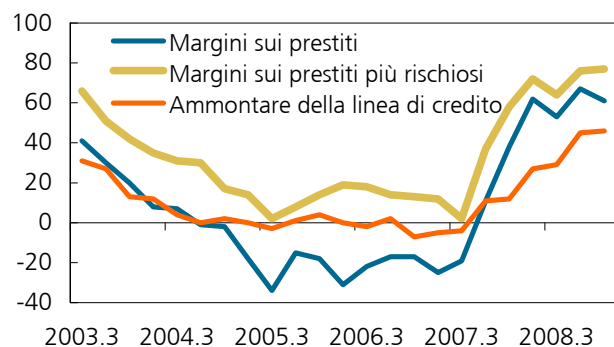
Fonte: ECB Bank Lending Survey, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



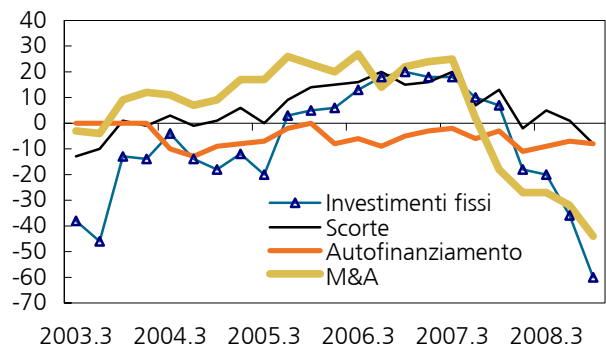
Fonte: ECB Bank Lending Survey, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: ECB Bank Lending Survey, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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

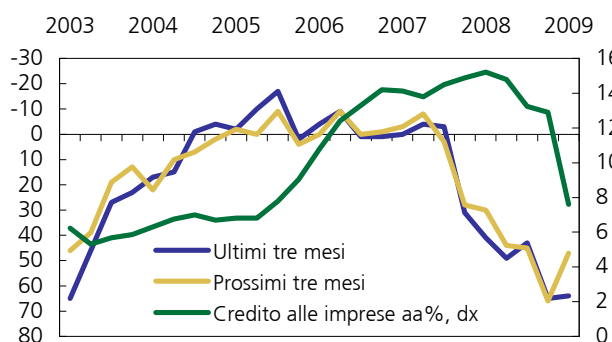


Fonte: ECB Bank Lending Survey, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'ulteriore aumento della tensione sui mercati finanziari che ha caratterizzato il mese di febbraio – sia pur attenuatosi a marzo – segnala che non è affatto detto che il 1° trimestre veda esaurirsi il processo di *tightening* come segnalato dalle banche nella *Survey*. Se non si tratta di vera e

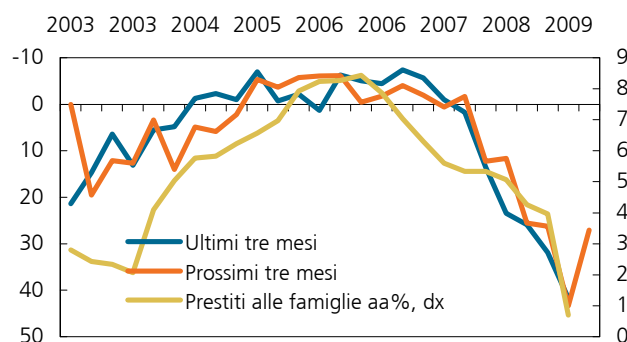
propria restrizione quantitativa generalizzata dal lato dell'offerta, tuttavia l'irrigidimento delle condizioni si sta traducendo sia in un aumento del margine della banca sui prestiti più rischiosi sia in una diminuzione dell'ammontare del prestito o della linea di credito, e il deciso aumento della selettività sui prestiti e del costo del debito praticato in particolare alle imprese (visto che, pur in presenza di un deciso calo del tasso *risk-free*, gli *spread* sulle attività più rischiose hanno continuato a salire in misura significativa) non può non avere effetti reali sull'andamento della domanda di prestiti. Peraltro, già le banche nella *Survey* hanno segnalato una contrazione della domanda netta di prestiti da parte delle imprese e in particolare di quelli finalizzati a nuovi investimenti fissi (per i quali il fabbisogno è sceso a -60% da -36% precedente) e ad attività di finanza straordinaria, mentre è anzi in aumento la domanda di fondi per la ristrutturazione del debito.

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



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... mentre minori appaiono i rischi di ulteriore contrazione dei prestiti alle famiglie



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

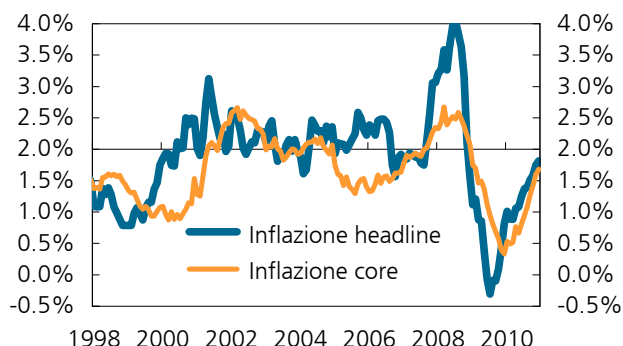
Un'estate sotto zero per l'inflazione

Sulla base del nostro scenario centrale sul petrolio, che stimiamo a 48,1 dollari (da 66,3 stimati tre mesi fa) – ovvero la metà dei 98,1 dollari medi del 2008 – dei dati sul CPI inferiori alle attese di inizio 2009 e della prospettiva di un ulteriore indebolimento delle pressioni inflazionistiche *core* visto l'approfondirsi dell'*output gap*, stimiamo l'inflazione in calo a 0,3% quest'anno dal 3,3% medio del 2008. Tale stima è circa in linea con l'ultima previsione dello staff BCE e si colloca al di sotto della media di consenso di marzo (0,6%). Nel nostro scenario centrale, il CPI approda in territorio negativo già da giugno e vi resta sino a ottobre. Il punto di minimo dovrebbe essere toccato a luglio a -0,4% a/a. La previsione si ottiene sulla base di un modello congiunturale di breve termine che tiene conto degli *shock* su petrolio e cambio e della stagionalità legata alle componenti *core*. In questo modello, l'inflazione *core* (*ex energy and non-processed food*) rallenta a 0,9% nel 2009, dal 2,4% del 2008.

Uno scenario alternativo è quello in cui il prezzo del petrolio, anziché risalire verso 52 dollari al barile come nel nostro scenario centrale, scenda viceversa (gradualmente) verso i 35 dollari. In tal caso l'inflazione media annua risulterebbe pari a 0,1% nel 2009, il punto di minimo sarebbe comunque sempre a luglio (a -0,7% a/a), l'inflazione resterebbe negativa fino a novembre e più lenta sarebbe la risalita successiva (vedi grafico).

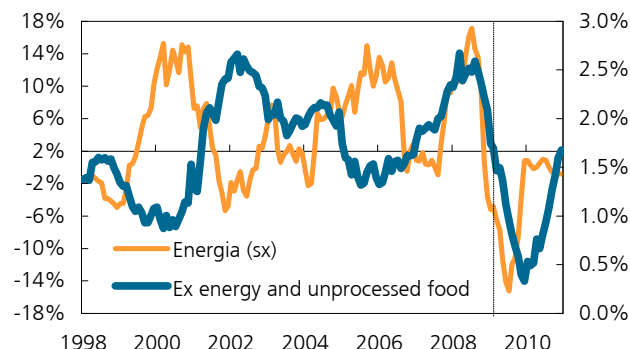
Stimiamo un'inflazione media poco sopra lo zero nel 2009 ...

L'inflazione scenderà sotto zero quest'estate ...



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... per via di un contributo decisamente negativo dall'energia

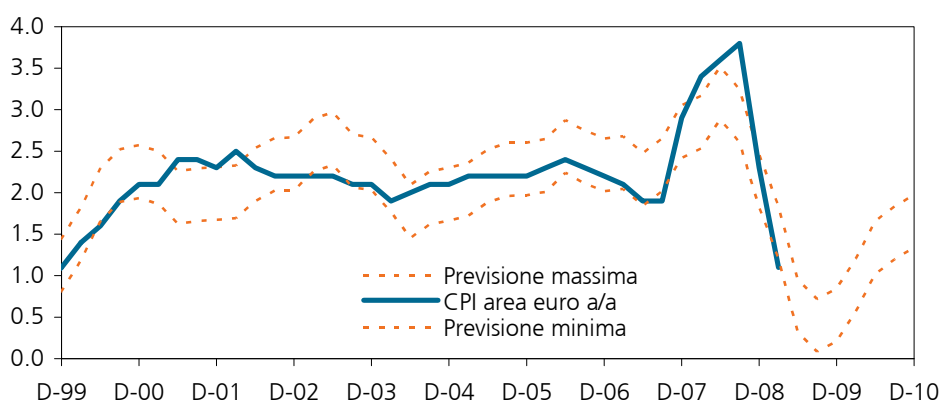


Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Viceversa, per prevedere l'inflazione media nel 2010 riteniamo sia più utile stimare il CPI sulla base dei fondamentali. Abbiamo costruito al riguardo un modello sull'inflazione che si basa su: 1) l'indice Goldman Sachs delle materie prime; 2) il costo del lavoro; 3) il tasso di cambio dell'euro contro il dollaro; 4) l'offerta di moneta M3. Il fit del modello è buono (R^2 0,76, standard error 0,32). Il modello segnala che nel 2008 si è assistito a un *overshooting*, mentre a inizio 2009 il valore corrente dell'inflazione si è collocato nella fascia bassa dell'intervallo di stima (e non è da escludere un *undershooting* nei prossimi trimestri). Il modello segnala un punto di minimo per l'inflazione nel 3° trimestre del 2009, dopodiché potrebbe innescarsi un sentiero di risalita fino a fine 2010. C'è da segnalare che, pur ipotizzando un drastico calo del costo del lavoro (dal 3,5% del 2008 al 2,4% del 2009 allo 0,7% del 2010), il modello non supporta alcuna previsione di deflazione. In base al modello, stimiamo un'inflazione media nel 2010 a 1,3%, sopra l'ultima previsione dello staff BCE (1%) ma sotto il consenso di marzo (1,5%).

... e poco sopra l'1% nel 2010

I risultati di un modello strutturale sul CPI area euro basato su materie prime, costo del lavoro, tasso di cambio e offerta di moneta



Fonte: Eurostat, Intesa Sanpaolo

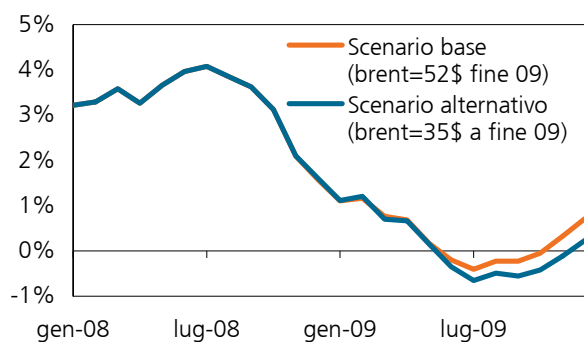
L'incipiente aumento della disoccupazione provocherà senz'altro un sensibile calo del costo del lavoro, tanto più che gli aumenti salariali del 2008 sono stati in parte frutto di riconoscimento contrattuali *una-tantum* che rientreranno nell'anno in corso. Alla moderazione salariale indotta dall'aumento della disoccupazione e dal rientro degli incrementi *una-tantum* si aggiungerà un altro effetto, quello dell'effetto trascinamento (verso il basso) dal settore pubblico al settore privato. Infatti, i crescenti rischi sui bilanci pubblici stanno inducendo molti Stati a tagliare il costo del personale per i dipendenti pubblici. Eclatante il caso irlandese, dove si stima un taglio dei salari pubblici per far fronte ai rischi di impennata del deficit (il Governo ha affermato di voler riportare il disavanzo - che senza interventi governativi salirebbe al 13% del PIL, nei limiti di Maastricht entro il

L'inflazione *core* continuerà a scendere fino a fine anno, spinta al ribasso dal calo del costo del lavoro

2013, attraverso risparmi cumulati di 15 miliardi su 5 anni). Un eventuale taglio dei salari pubblici sarebbe il ritorno alla deflazione salariale mai vista dagli anni '30. Come messo in luce proprio dalla BCE in un recente studio¹⁰, il calo dei salari e/o dell'occupazione nel settore pubblico avrebbe rilevanti effetti sui salari nel settore privato, andando a influenzare il costo e la probabilità di rimanere disoccupati e causando pressioni sulle contrattazioni salariali private. La BCE stima che un calo dell'1% dei salari pubblici induce un calo di -0,1% dei salari privati, e un calo dell'1% dell'occupazione pubblica induce un calo dello 0,45% dei salari privati.

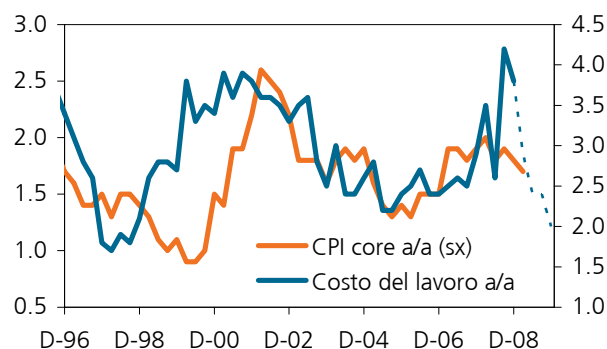
Stimiamo un aumento del costo del lavoro per l'intera economia del 2,4% quest'anno dal 3,5% del 2008. Di conseguenza, **mentre l'inflazione headline dovrebbe tornare a salire nella seconda metà dell'anno, stimiamo viceversa un nuovo calo dell'inflazione core** (fino a 0,1% a/a a fine 2009), sulla scia della moderazione salariale e dell'eccesso di offerta derivante dall'*output gap* negativo.

Scenario alternativo sull'inflazione (brent a 35\$ a fine 2009)



Fonte: Eurostat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Inflazione core trascinata al ribasso dal calo del costo del lavoro



Fonte: Eurostat, Bloomberg, previsioni Intesa Sanpaolo

Non riteniamo comunque che l'inflazione media 2009 possa risultare negativa o che nell'area euro vi sia un rischio concreto di deflazione, principalmente perché, come messo in luce dall'ampia letteratura sulla persistenza dell'inflazione nell'eurozona¹¹, la minore concorrenza sul mercato dei beni e la maggiore rigidità sul mercato del lavoro rispetto ai Paesi anglosassoni (minore flessibilità, presenza in alcuni Paesi di meccanismi di indicizzazione dei salari) comporta strutturalmente una maggiore persistenza.

Non crediamo comunque in un vero e proprio rischio-deflazione

Secondo un recente studio BCE¹² che analizza l'evidenza *cross-country* circa l'adeguamento dei salari reali nel settore manifatturiero all'andamento del ciclo, si riscontra che tipicamente economie più aperte e con una maggiore influenza dei sindacati evidenziano una minor sensibilità dei salari reali (e dell'occupazione). Diversamente da quello che si potrebbe pensare, non è il caso della Germania, che, assieme alla Francia, risulta uno dei paesi con la maggiore elasticità dei salari reali al ciclo (compresa tra 0,3 e 0,4). Viceversa, altri paesi dell'area euro tra cui la Spagna e l'Irlanda risultano nel campione considerato (i 12 principali paesi OCSE) tra quelli

¹⁰ "Interactions between private and public sector wages", António Afonso e Pedro Gomes, ECB Working Paper Series No 971, November 2008.

¹¹ Si veda ad esempio "Euro area inflation persistence in an estimated nonlinear DSGE model", Gianni Amicano e Oreste Tristani, ECB Working Paper Series No 754, May 2007.

¹² "Real Wages over the Business Cycle OECD Evidence from the Time and Frequency Domains", Julián Messina, Chiara Strozzi, Jarkko Turunen, ECB Working Paper Series No 1003 / February 2009.

con i salari reali maggiormente anti-ciclici. A metà strada tra i due gruppi si collocano Italia, Austria, Finlandia, Belgio e Olanda. Dunque, **il quadro della reattività dei salari reali al ciclo risulta molto variegato all'interno dell'area euro e non consente di trarre univoche implicazioni circa una significativa correlazione negativa.**

Anche un approfondimento contenuto nel bollettino mensile di febbraio¹³ mostra, sulla base di nuovi dati ottenuti da un'indagine condotta a livello di impresa, non solo che le variazioni delle retribuzioni mostrano una frequenza inferiore rispetto agli adeguamenti di prezzo (il 60% delle imprese interpellate modifica i salari una volta all'anno e circa il 25% meno di frequente, mentre le percentuali corrispondenti relative alle variazioni di prezzo, rispettivamente al 40 e al 7,4%, sono significativamente inferiori), ma che vi sono **evidenze a livello microeconomico di una rigidità salariale al ribasso**, sia pure con una notevole eterogeneità dovuta alle caratteristiche istituzionali della fissazione dei salari come il grado di indicizzazione, che varia notevolmente fra i paesi. Emerge in particolare che **la percentuale di lavoratori coperti da contratto collettivo è pari per i paesi dell'area euro a ben l'83,3% del totale** (una percentuale nettamente superiore a esempio a quella dei paesi anglosassoni). Inoltre, in tutti i paesi dell'area euro a esclusione dell'Italia è in vigore una **forma di adeguamento retributivo all'inflazione** in una quota significativa di imprese, con una percentuale particolarmente alta in Belgio (98%) e Spagna (70%), dove prevale l'indicizzazione automatica; c'è anche da rilevare che nella maggior parte dei paesi **l'adeguamento è collegato all'inflazione passata** (solo nel caso del Portogallo l'inflazione attesa sarebbe più importante rispetto a quella passata ai fini della fissazione dei salari). **Questi fattori spiegano la maggiore rigidità al ribasso non tanto dei salari nominali quanto dei salari reali nei paesi dell'area euro** rispetto al resto del mondo: la percentuale di imprese con rigidità dei salari reali è pari al 20,3% nei paesi dell'eurozona (con un picco al 98,2% in Belgio mentre uno dei valori più bassi viene riscontrato per l'Italia a 1,7%).

Le principali rigidità salariali nei paesi dell'area euro							
	% di lavoratori coperti da contratto collettivo	Adeguamento automatico dei salari all'inflazione		Adeguamento informale dei salari all'inflazione		Totale	Rigidità al ribasso dei salari reali
		Inflazione passata	Inflazione attesa	Inflazione passata	Inflazione attesa		
Austria	94,5	9	1	9	3	22	9,8
Belgio	86,3	98	0	0	0	98	98,2
Repubblica Ceca	50,2	7	5	28	24	59	11,7
Germania	ND	ND	ND	ND	ND	27	4,4
Estonia	8,7	3	2	35	21	54	54,8
Spagna	96,8	38	16	11	5	70	9,6
Francia	67,1	9	2	21	8	33	20,0
Grecia	91,0	15	5	12	10	43	11,2
Ungheria	18,4	7	4	14	6	31	8,2
Irlanda	29,4	6	3	19	10	30	1,7
Italia	92,2	1	0	3	1	6	10,8
Lituania	15,6	7	4	24	13	48	n.d.
Polonia	19,3	5	2	17	6	31	6,9
Portogallo	90,0	3	6	13	29	52	9,0
Slovenia	n.d.	20	3	32	5	60	23,5
Totale	63,4	13,2	3,9	12,7	6,9	35,3	16,8
Paesi dell'area euro	83,3	16,3	4,1	9,7	5,5	34,2	20,3

Fonte: BCE (Bollettino mensile di febbraio)

¹³ "New survey evidence on wage setting in Europe", ECB Monthly Bulletin, February 2009.

Questa evidenza segnala che nell'area euro vi è una certa rispondenza dei salari e dei prezzi¹⁴ al ciclo economico ma non tale da innescare una deflazione salariale che giustificerebbe un calo in territorio stabilmente negativo non soltanto dell'inflazione ma anche delle aspettative di inflazione di medio termine. L'esistenza di rigidità salariali importanti (in presenza peraltro di una disoccupazione, ancorché in chiaro aumento, ancora storicamente contenuta) segnala che le probabilità di uno scenario deflattivo nell'area euro restano a nostro avviso piuttosto contenute.

BCE tentata dal *quantitative easing*

Dopo essere intervenuta in gennaio con un primo taglio di mezzo punto, anche nella riunione di marzo la BCE ha tagliato i tassi ufficiali di mezzo punto percentuale, dal 2% all'1,50%, confermando al contempo l'ampiezza del corridoio sui tassi (remunerazione sui depositi a 0,50% e tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale a 2,50%). Trichet ha affermato che la decisione è stata raggiunta con un ampio consenso, che è stato raggiunto dopo un dibattito "molto, molto approfondito".

Nella riunione di marzo la BCE ha portato i tassi all'1,50% ...

Le nuove proiezioni trimestrali hanno mostrato un deciso taglio (più ampio di quello che ci si poteva attendere) delle stime sia sulla crescita (vista ora, guardando al valore centrale dell'intervallo di stima, a -2,7% da -0,5% nel 2009 e a zero da 1% nel 2010) che sull'inflazione (a 0,4% da 1,4% quest'anno e a 1% da 1,8% il prossimo). Le nuove previsioni sono circa in linea con le nostre per quanto riguarda il 2009 (anzi siamo più pessimisti della BCE sulla crescita), ma ci sembrano correre il rischio di sottostimare sia la crescita che l'inflazione nel 2010.

... tagliato pesantemente le stime macroeconomiche ...

Le proiezioni BCE: 2010 con crescita zero e inflazione all'1%							
Proiezioni macroeconomiche		BCE		Consenso		Intesa Sanpaolo	
Data previsione	Anno	IPCA	PIL	IPCA	PIL	IPCA	PIL
Marzo 2008	2008	2,9	1,7	2,7	1,5	2,9	1,7
Giugno 2008	2008	3,4	1,8	3,3	1,7	3,4	1,7
Settembre 2008	2008	3,5	1,4	3,5	1,3	3,6	1,1
Dicembre 2008	2008	3,4	1,0	3,4	1,0	3,4	0,9
Marzo 2009	2009	2,1	1,8	2,0	1,8	2,1	1,9
Giugno 2009	2009	2,4	1,5	2,3	1,4	2,3	1,4
Settembre 2009	2009	2,4	1,2	2,4	0,9	2,3	0,6
Dicembre 2009	2009	1,4	-0,5	1,4	-0,9	1,4	-0,7
Marzo 2010	2010	0,4	-2,7	0,6	-2,6	0,4	-3,3
Marzo 2011	2011	1,0	0,0	1,5	0,5	1,3	0,4

Fonte: BCE, Consensus Forecast, Intesa Sanpaolo

Le previsioni vengono fatte sia sulla base di ipotesi "tecniche", cioè adottando le aspettative di mercato sui tassi di interesse, sui prezzi delle commodities e il livello dei tassi di cambio al momento della stima, sia tenendo conto di tutte le informazioni disponibili. Secondo Trichet se le proiezioni si fossero basate unicamente sulle ipotesi "tecniche", avrebbero incluso livelli ben più alti sia di crescita che di inflazione.

È possibile che lo staff abbia proceduto a una sforbiciata più ampia del previsto per evitare un ulteriore, significativo taglio nella prossima *release* di giugno, in modo da portare i tassi all'1% ad aprile (o al limite a maggio) e poi lasciarli invariati a giugno. Le nuove previsioni, includendo una crescita del PIL nominale dell'1% nel 2010, giustificano senz'altro, sia in base alla regola di Taylor che a quella di Fisher, un livello dei tassi all'1% come punto di arrivo del ciclo monetario espansivo.

¹⁴ Si veda anche "Optimal sticky prices under rational inattention", Bartosz Maćkowiak, Mirko Wiederholt, ECB Working Paper Series no 1009 / FEBRUARY 2009.

I rischi sulla crescita (rispetto allo scenario di base delle nuove previsioni) appaiono ora "più bilanciati" (mentre erano giudicati costantemente al ribasso nei mesi scorsi), riflettendo gli effetti espansivi del calo dei prezzi delle materie prime.

Quanto all'inflazione, essa è vista ben sotto il 2% nel biennio di previsione; Trichet ha ammesso per la prima volta il possibile passaggio in territorio negativo del CPI attorno alla metà dell'anno. I rischi rispetto allo scenario centrale di inflazione sono giudicati "all'incirca bilanciati" come i mesi scorsi.

Trichet ha ripetuto che i rischi di deflazione nell'eurozona sono molto limitati perché le aspettative sull'inflazione nel medio/lungo termine appaiono ancorate all'obiettivo BCE (1,9% secondo la Survey of Professional Forecasters di febbraio, e anche le aspettative di inflazione di mercato non segnalano rischi deflattivi). Tuttavia, secondo Trichet non è detto che le aspettative di inflazione si mantengano sempre "ancorate".

Trichet ha comunicato, come atteso, la **proroga delle misure straordinarie** in scadenza a fine marzo (ovvero la fornitura di liquidità tramite aste a tasso fisso su scadenze fino a sei mesi per qualsiasi ammontare richiesto), che verranno mantenute fino a quando ciò si renderà necessario e in ogni caso oltre la fine del 2009. **Ciò significa che il tasso Eonia rimarrà tendenzialmente sotto il refi.**

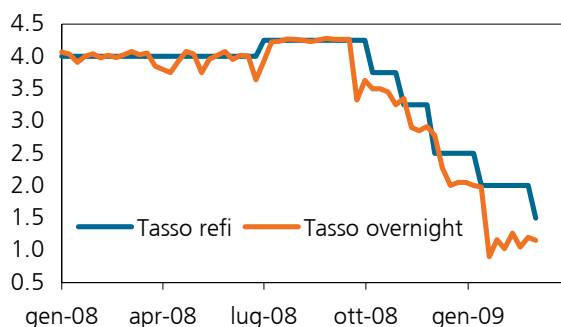
... e fatto aperture a misure "non convenzionali" di politica monetaria

Circa la domanda se la BCE abbia discusso misure di acquisto di *commercial paper*, Trichet ha affermato che la BCE già sta adottando misure "non-standard" che stanno gonfiando straordinariamente il bilancio della banca centrale. Circa l'adozione di ulteriori misure non convenzionali (la cui differenza rispetto a oggi sarebbe soprattutto quella di far assumere rischio di credito alla BCE), Trichet non ha escluso nulla, lasciando intendere che **la BCE sta valutando sia la necessità di adottare nuove misure che il merito delle stesse**; tali misure potrebbero essere allo studio ma saranno comunicate solo al momento opportuno. Secondo Trichet tali eventuali nuove misure andrebbero definite come "credit easing" piuttosto che "quantitative easing". **L'adozione di nuove misure non sarebbe condizionata all'incepimento nella trasmissione degli impulsi di politica monetaria secondo i canali ordinari.**

Circa il futuro sentiero dei tassi, Trichet ha comunicato che la BCE non ha deciso "ex-ante" che l'1,50% rappresenta il punto di minimo dei tassi, dichiarando anzi esplicitamente anche che non sono da escludere altri tagli (questa è la formula usata negli ultimi mesi per segnalare un intervento nella successiva riunione).

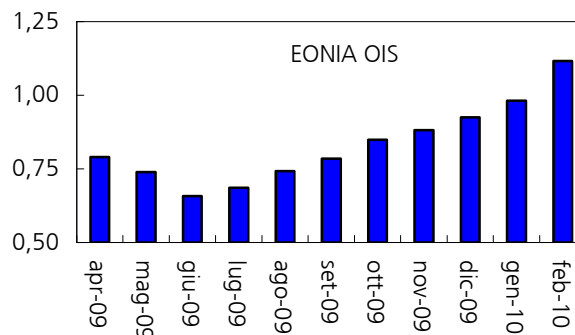
La novità più interessante sembra la maggiore apertura nei confronti di misure "non convenzionali" di politica monetaria, già anticipata persino da "falchi" come Weber. Queste potrebbero prevedere l'acquisto sul mercato secondario di obbligazioni o *commercial paper* (che peraltro la BCE già accetta come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento); meno utile, oltre che di difficile applicazione vista l'ampiezza dell'offerta nell'eurozona, appare un eventuale programma di acquisto di titoli di Stato, come deciso dal Regno Unito. **Tuttavia, l'impatto di tali misure potrebbe risultare meno incisivo** del previsto in un sistema che, a differenza di quello statunitense, è molto meno focalizzato sul mercato e molto più sull'intermediazione del sistema bancario.

I tassi overnight sono già scesi all'1%



Fonte: BCE, Bloomberg

Le aspettative di politica monetaria desumibili dagli EONIA OIS sono distorte verso il basso dal calo dell'overnight corrente



Fonte: Reuters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Anche tenendo conto delle recenti dichiarazioni di diversi esponenti del Consiglio Direttivo, lo scenario di politica monetaria più probabile nel breve termine ci sembra il seguente:

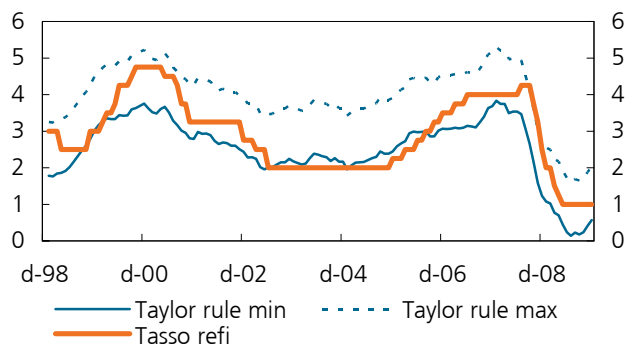
1) **il tasso refi sarà tagliato all'1%** (un livello giustificato dalla regola di Taylor, come segnalato nel Rapporto Trimestrale di dicembre) **e successivamente rimarrà invariato; questa mossa si accompagnerà necessariamente a una riduzione del corridoio** tra tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale e tasso sui depositi, infatti non escludiamo che la remunerazione sui depositi possa essere mantenuta allo 0,5% (o al limite a 0,25%, non a zero); **per un rialzo dei tassi di interesse** (che le curve di mercato incorporano già a inizio 2010) **occorrerà aspettare a nostro avviso la seconda metà del 2010**; l'inversione dei tassi sarà comunque preceduta dal ritiro delle iniezioni straordinarie di liquidità che invece, come detto, sarà prorogato almeno fino alla fine del 2009;

2) come in sostanza preannunciato da diversi esponenti, **è quasi certo che la BCE decida di allungare la durata massima delle aste attraverso le quali fornisce liquidità al sistema bancario (a tasso fisso e per qualsiasi ammontare richiesto), dagli attuali 6 a 12 (o, con minor probabilità, 24) mesi**; la decisione provocherebbe un appiattimento delle curva future su Euribor ed EONIA, che attualmente risultano inclinate positivamente evidenziando una risalita dei tassi già dalla fine di quest'anno;

3) esiste inoltre la possibilità, segnalata da diversi esponenti tra cui Papademos (26/3), che la BCE decida (probabilmente non già ad aprile) un programma di **acquisto sul mercato secondario di titoli di debito privato** (*commercial paper* o obbligazioni private, probabilmente bancarie), con il solo limite delle stesse tipologie di titoli accettati in garanzia (rating minimo BBB); ci sembra invece meno probabile un programma di acquisto di titoli di Stato, perché, sia pure possibile da un punto di vista teorico, sarebbe di difficile attuazione sul piano pratico in quanto gli acquisti si concentrerebbero su alcuni titoli causando possibili ripercussioni negative (sia sul mercato secondario che su quello primario) sugli altri titoli in circolazione, come insegna il caso americano e soprattutto inglese; vista la recente impennata degli *spread* sui Paesi periferici, ci sembra che la BCE voglia evitare rischi di questo tipo.

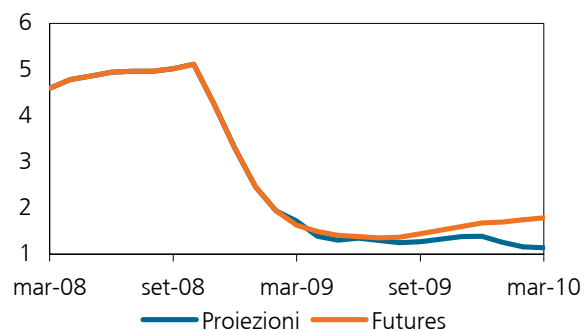
Ci aspettiamo un refi all'1%, l'allungamento a 12 mesi delle operazioni di iniezioni di liquidità e, ma non subito, l'acquisto di titoli di debito (privati)

La BCE a nostro avviso porterà il refi all'1% lasciandolo invariato probabilmente fino a metà 2010



Fonte: BCE, Intesa Sanpaolo.

Non condividiamo le attese di mercato di una possibile risalita dei tassi a breve entro fine 2009-inizio 2010



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Regno Unito – recessione profonda e necessaria

Asmara Jamaleh

Il 2009 è iniziato male anche nel Regno Unito. Il crollo del commercio internazionale ha pesato meno che sull'Europa continentale, ma la crisi finanziaria ha inciso maggiormente su un paese caratterizzato da elevati livelli di debito. Dopo uno scarno 0,7% messo a segno nel 2008 (nemmeno 1/3 del potenziale) dobbiamo rivedere ancora al ribasso, come per il resto del mondo, le aspettative per il 2009. Le previsioni sono ora per una **profonda recessione** (-2,8%: una contrazione più che doppia rispetto a quelle del 1981 e del 1991). Se si esclude la componente dei consumi pubblici, quest'anno il segno negativo accomuna tutte le altre componenti del PIL. La contrazione attesa dell'import dovrebbe più che compensare quella dell'export generando un modesto contributo positivo alla crescita. Il calo delle importazioni - che potrebbe protrarsi nel 2010, diversamente dalle esportazioni (aiutate dalla modesta ripresa della crescita mondiale nel 2010, combinata al precedente deprezzamento del cambio) - è sintomatico di un ridimensionamento dei consumi privati, e sono probabili un aumento della propensione al risparmio e una riduzione dell'eccessivo ricorso all'indebitamento da parte delle famiglie. Al di là del prezzo immediato da pagare per questa crisi, ci sono le premesse per una più equilibrata re-distribuzione tra le componenti dell'economia britannica.

Dato che (1) nel 4° trimestre del 2008 buona parte della contrazione subita (-1,5% t/t) è imputabile al decumulo di scorte, (2) le autorità di politica fiscale non hanno badato a spese (si vedano i preoccupanti numeri di deficit pubblico e debito) pur di venire incontro a famiglie e imprese, e (3) la *Bank of England* ha tagliato i tassi di 300pb nel 4° trimestre e di altri 150pb nel 1° del 2009 portando il *bank rate* a 0,50% (*floor* ormai raggiunto) e si è già incamminata sulla strada del *quantitative easing* (incluso piano d'acquisto di gilts) il 1° trimestre del 2009 potrebbe essere leggermente meno negativo del 4° trimestre del 2008 con una contrazione attorno a -1,0% t/t piuttosto del -1,5% precedente. Tra il 1° e il 2° trimestre dovrebbero essere soprattutto i consumi a deludere come starebbe finalmente emergendo anche dai dati ad alta frequenza (crollo delle vendite al dettaglio in febbraio, pessima indagine CBI sul settore *retail* di marzo, fiducia stabile sui minimi, tasso di disoccupazione salito in un anno da 2,5% a 4,3% e proteso oltre il 6,0% nel 2010, prezzi delle case in ulteriore accelerata contrazione a due cifre: -17,6% a/a secondo *Nationwide* a febbraio). Rischia, invece, di protrarsi più a lungo la crisi degli investimenti, a causa soprattutto della prolungata difficoltà di accesso al credito.

Quanto al calo atteso in corso d'anno dell'inflazione questo dovrebbe essere un elemento d'aiuto per i consumi, anche perchè guardando alla dinamica calante delle retribuzioni questa si osserva soprattutto sull'*headline*, mentre è rimasta molto più stabile quella *ex-bonus*.

Previsioni macro	2008	2009	2010	2008			2009			2010	
				2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi cost., a/a)	0,7	-2,8	0,9	1,7	0,2	-1,9	-3,2	-3,6	-2,9	-1,6	-0,5
t/t				0,0	-0,7	-1,5	-1,0	-0,4	0,1	-0,2	0,1
Consumi privati	1,6	-2,6	0,1	-0,2	-0,2	-0,7	-1,0	-0,8	-0,5	-0,3	0,2
Investimenti fissi	-4,3	-9,5	-1,5	-1,3	-3,6	-2,3	-2,7	-3,0	-1,5	-1,0	0,0
Consumi pubblici	3,5	3,3	1,5	0,1	0,5	1,5	0,9	0,7	0,7	0,3	0,2
Esportazioni	-0,1	-4,5	0,5	-1,1	0,5	-5,5	-0,2	-0,1	-0,2	0,0	0,0
Importazioni	-0,5	-6,2	-0,3	-1,1	0,3	-5,9	-0,5	-1,0	-0,7	-0,2	0,5
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0,4	-0,9	0,4	0,2	-0,1	-1,3	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,1
Partite correnti (% PIL)	-1,6	-1,5	-1,5	-1,8	-2,1	-1,6	-1,4	-1,5	-1,6	-1,5	-1,5
Deficit (% PIL)	-4,6	-8,9	-8,7								
RPIX (a/a)	4,3	1,0	1,9	4,4	5,3	3,8	1,8	1,0	0,2	0,9	2,2
Produzione Industriale	-2,7	-10,9	-0,8	-1,2	-1,7	-4,5	-5,0	-1,0	-1,5	-0,8	0,1
Disoccupazione (%)	2,8	5,2	6,3	2,6	2,8	3,3	4,3	4,8	5,5	6,2	6,4
Eurosterlina a 3 mesi	5,49	1,64	1,15	5,86	5,81	4,60	2,11	1,65	1,50	1,30	1,20
Sterlina/dollaro	1,85	1,42	1,54	1,97	1,89	1,57	1,44	1,38	1,40	1,46	1,49
Cambio effett. (1990=100)	90,9	76,0	79,2	92,9	91,6	83,6	77,2	74,5	75,1	77,3	78,1

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

Asia

Giappone

- La previsione sull'andamento del PIL nel 2009 viene rivista ampiamente verso il basso, a -5,6%. I trimestri maggiormente responsabili per il crollo del PIL sono il 4° trimestre del 2008 e il 1° trimestre del 2009.
- La dipendenza dell'economia giapponese dalle esportazioni è la causa principale della performance negativa del 2009. A febbraio 2009, il calo dell'export ha toccato -49% a/a, con un crollo diffuso a tutte le aree. Nel 4° trimestre del 2008 il contributo negativo del canale estero è stato di -3% t/t.
- Il crollo della domanda estera ha rapidamente investito produzione, ordini, scorte e fatturato. A partire dal 2° trimestre si dovrebbe osservare una stabilizzazione dell'attività. Il crollo delle importazioni dovrebbe ridurre il contributo negativo del canale estero.
- Gli interventi di politica economica sono stati relativamente rapidi. La banca centrale è ritornata ad avere una politica di stimolo quantitativo, portando i tassi quasi a zero, sostenendo l'attivo delle banche e offrendo credito direttamente alle imprese attraverso acquisti di carta commerciale. Il governo ha annunciato misure per circa il 2% del PIL, che dovrebbero avere effetti a partire dalla seconda metà dell'anno.

Giovanna Mossetti

Previsioni Macro	2008	2009	2010	2008				2009			2010	
				2	3	4	1	2	3	4	1	
PIL (prezzi costanti, a/a)	-0,7	-5,6	0,4	0,4	-0,1	-4,4	-8,1	-6,1	-5,3	-2,7	0,9	
- trim/trim annualizzato				-4,5	-1,4	-12,1	-13,6	3,8	2,2	-2,0	-0,4	
Consumi privati	0,6	-1,0	0,3	-3,1	1,2	-1,8	-2,4	0,2	1,5	-3,6	-0,4	
IFL - priv. non residenziali	-3,9	-13,8	-2,7	-8,9	-12,8	-19,8	-21,2	-9,3	-1,8	-4,8	-3,0	
IFL - priv. residenziali	-7,2	-0,7	-1,9	-7,4	17,0	24,7	-7,7	-13,2	-9,7	-5,8	1,8	
Investim. pubblici	-6,2	4,0	4,0	-3,1	4,7	0,4	4,0	6,1	7,4	7,4	2,4	
Consumi pubblici	0,9	2,3	1,3	-3,6	-0,6	5,6	4,0	2,0	1,2	1,2	1,3	
Esportazioni	1,9	-26,2	1,2	-9,0	2,6	-44,9	-59,3	15,5	7,4	1,0	-2,0	
Importazioni	1,1	-15,1	0,3	-11,7	6,8	12,4	-45,2	-12,8	-4,4	-6,9	2,0	
Var. scorte (contrib., % Pil)	-0,2	-0,9	0,2	-0,1	-0,1	0,1	-1,2	0,4	0,0	-0,1	0,1	
Partite correnti (% Pil)	3,2	2,3	1,9	3,7	2,8	1,8	1,5	2,4	2,6	2,6	2,4	
Deficit (% Pil)	-7,3	-9,5	-10,7									
Debito/PIL (% Pil)	166,9	184,7	194,3									
CPI (a/a)	1,4	-0,4	-0,6	1,4	2,2	1,0	0,7	-0,2	-1,3	-0,8	-0,6	
Produzione Industriale	-3,3	-24,9	4,8	-3,3	-5,0	-39,9	-58,9	14,4	11,5	4,0	0,9	
Disoccupazione (%)	4,0	4,8	5,8	4,0	4,1	4,0	4,3	4,6	4,9	5,3	5,6	
Tasso a 3 mesi - CD (%)	0,92	0,23	0,03	0,70	0,80	1,36	0,46	0,23	0,20	0,02	0,02	
Dollaro/Yen (Yen)	103,4	95,0	102,4	104,7	107,6	96,1	91,1	92,3	96,2	100,5	103,2	
Cambio effettivo (1990=100)	133,0	154,0	137,9	126,9	125,8	151,2	161,9	159,1	151,4	143,8	138,5	

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

Giappone in caduta libera, ma il peggio dovrebbe essere alle spalle

La recessione globale e l'implosione del commercio estero hanno colpito in modo più profondo i paesi più dipendenti dalle esportazioni e con una domanda domestica più debole. L'economia giapponese, che fino a metà 2008 aveva avuto un ampio contributo positivo dal canale estero, vedrà una contrazione della crescita nel 2009 stimata a -5,6%, determinata in prima battuta dal crollo delle esportazioni registrato da novembre in poi e successivamente dall'aggiustamento verso il basso della produzione industriale e delle scorte. Il crollo della domanda a fine 2008 ha messo in moto l'aggiustamento verso il basso di investimenti fissi, scorte, occupazione e consumi. Il processo si invertirà solo gradualmente attraverso una stabilizzazione dei flussi commerciali e il sostegno della domanda pubblica, riportando a una crescita positiva nel 2010 (previsione: 0,4%).

Le politiche economiche hanno risposto in tempi relativamente rapidi al peggioramento della congiuntura, con il ritorno al *quantitative easing* e a tassi (quasi) a zero da parte della banca centrale e l'approvazione di misure fiscali espansive pari a circa il 2% del PIL, di cui la metà sull'anno solare 2009, da parte del governo. Benché la contrazione del PIL a fine 2008 e inizio 2009 sia senza precedenti dal secondo dopoguerra, rispetto al "decennio perduto" la situazione dell'economia giapponese è meno drammatica. L'economia giapponese non è entrata in recessione con degli squilibri profondi, come, invece, era successo negli anni '90: gli *asset* giapponesi non erano in una bolla e le istituzioni finanziarie non erano particolarmente esposte a titoli tossici, domestici o esteri. La dinamica del credito, in crescita relativamente sostenuta, testimonia la differenza fra gli anni '90, con le banche ingessate dai *bad loans*, e il periodo attuale, in cui i bilanci bancari sono relativamente sani. Il problema del Giappone nella crisi attuale è la sua dipendenza dalle esportazioni: questo è un sotto-prodotto della globalizzazione e degli squilibri risparmio/consumo a livello mondiale. Lo scenario per gli anni dopo il 2010 è di crescita più contenuta rispetto al periodo 2004-07 (2,2% medio). Si può prevedere una crescita media vicina all'1,5%, a cui si dovrebbe convergere dal 2011 senza la necessità di cambiamenti strutturali come quelli che invece dovranno avvenire negli Stati Uniti, per ricostituire il risparmio delle famiglie e ridurre i deficit federali.

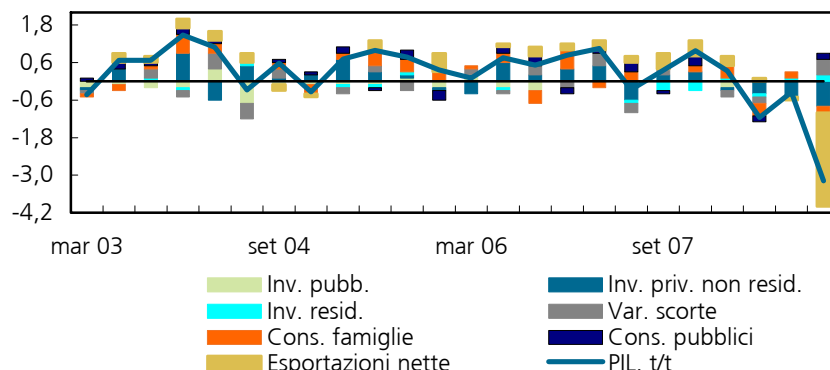
1. Scenario economico: l'implosione dell'export innesca una correzione violenta

L'economia giapponese sta registrando la peggior performance fra i paesi industrializzati, con un crollo del PIL a fine 2008 (-3,2% t/t, -3,6% a/a) indotto dalla caduta verticale dell'export. Le indicazioni per la prima parte del 2009 non sono confortanti: le esportazioni continuano a crollare e il calo della produzione, mirato a ridurre i magazzini, non riesce a stabilizzare il rapporto scorte/fatturato. Il 1° trimestre dovrebbe essere anche peggiore del 4° trimestre, con un calo previsto di -3,6% t/t. Anche con una stabilizzazione della crescita attesa a partire dal 2° trimestre, **la crescita nel 2009 sarà probabilmente in calo del 5,6%**. Le misure fiscali approvate finora potrebbero essere ampliate ulteriormente, e dovrebbero avere effetti di sostegno alla domanda a partire da metà anno. La politica monetaria ha già adottato misure non convenzionali, e almeno sul fronte del finanziamento alle imprese, il programma di acquisti di carta commerciale sta contribuendo a una riduzione dei tassi e a un aumento di disponibilità di credito. Questi interventi migliorano lo scenario dei prossimi trimestri, ma non possono arginare il crollo della crescita corrente.

Il 1° trimestre vedrà ancora esportazioni in caduta libera, consumi in calo e produzione industriale in forte contrazione. Rispetto al 4° trimestre, ci saranno due elementi diversi, con effetti contrastanti sulla dinamica del PIL: 1) a inizio 2009 si registra un ampliamento della correzione delle scorte che tuttavia non riesce a tenere il ritmo negativo del fatturato; 2) le importazioni stanno crollando e contribuiranno a rendere molto più contenuto il contributo negativo dell'implosione dell'export.

Il PIL del 4° trimestre del 2008 ha segnato una contrazione del 3,2% t/t (-12,1% t/t ann., -3,6% a/a). Gran parte del calo è da attribuire al canale estero: le esportazioni nette hanno contribuito per -3% al calo complessivo del PIL. Tuttavia, i dati sono marginalmente negativi anche per la domanda domestica complessiva, pur in presenza di una ripresa dell'edilizia residenziale e degli investimenti pubblici: la domanda domestica ha segnato una contrazione di -0,1% t/t. La domanda privata è scesa di -0,5% t/t. I consumi calano di 0,4% t/t, con un contributo pari a -0,2%; gli investimenti non residenziali scendono di 5,4% t/t (contributo: -0,8%). Le voci positive sono gli investimenti residenziali, con +5,7% t/t (contributo +0,2%), i consumi pubblici (+1,4% t/t, contributo 0,2%) e le scorte (con un contributo di +0,5%, che peserà sulla correzione attesa per il 1° trimestre del 2009). Le importazioni salgono sorprendentemente del 3% t/t e l'export crolla del 13,8% t/t. Il deflatore del PIL è aumentato dell'1% a/a, ma quello dei consumi è in aumento più contenuto.

PIL: la voragine dell'export netto



Fonte: EcoWin

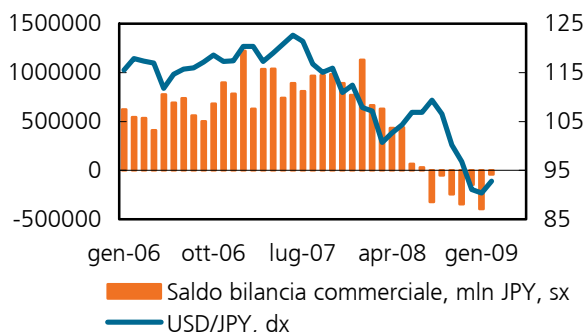
I dati del 1° trimestre del 2009 finora disponibili non segnalano alcun miglioramento dalle esportazioni, mentre produzione industriale e scorte indicano che la contrazione non ha ancora iniziato a rallentare. L'indagine Reuters Tankan a marzo ha segnato un nuovo record a -78 per le grandi imprese manifatturiere. Da rilevare però che le aspettative per i tre mesi successivi sono in miglioramento a -62 e che l'indagine per il settore non manifatturiero ha segnato un miglioramento a -39 da -37 di febbraio. Nell'insieme di dati negativi inizia a comparire qualche indicazione coerente con l'aspettativa di una stabilizzazione nei prossimi mesi. Il crollo degli ordini ha cominciato a rallentare con i dati di dicembre e l'indagine PMI a febbraio aveva segnato un miglioramento, con aumenti delle componenti ordini, ordini dall'estero, e produzione, benché l'occupazione continui a peggiorare.

Il fulcro della contrazione del PIL nel 4° trimestre è stato il **collasso del canale estero**. I dati di gennaio e febbraio mostrano il proseguimento del crollo verticale dell'export ma indicano anche un nuovo sviluppo: un'ampia contrazione delle importazioni che ha portato a una riduzione del deficit commerciale soprattutto a febbraio. Nel 4° trimestre le esportazioni complessive erano scese del 13,8% t/t. A gennaio il saldo di bilancia commerciale è sceso a -395,4 miliardi di yen, e a febbraio è passato a -43,3 miliardi. Il saldo era diventato negativo per la prima volta ad agosto 2008. Le esportazioni in valore a febbraio sono scese del 5,2% m/m e del 49% a/a. In termini reali, il calo dell'export a febbraio era pari a -45,4% a/a, con un crollo del 55% a/a verso gli Stati Uniti (peso USA, 17,5%), del 45,6% a/a verso l'UE (peso 14,1%) e del 40,6% a/a verso l'Asia (peso 46,8%). Per quanto riguarda gli USA, le esportazioni sono trascinate verso il basso dalle auto, che segnano un calo di 76,7% a/a. Sull'Asia si registra un miglioramento a febbraio rispetto a gennaio, ma questa indicazione è probabilmente legata alla data del capodanno cinese (peso delle esportazioni verso la Cina, 16%).

L'export continua a crollare, ma nel 1° trimestre crollano anche le importazioni. Le esportazioni nette daranno un contributo meno negativo nel 1° trimestre

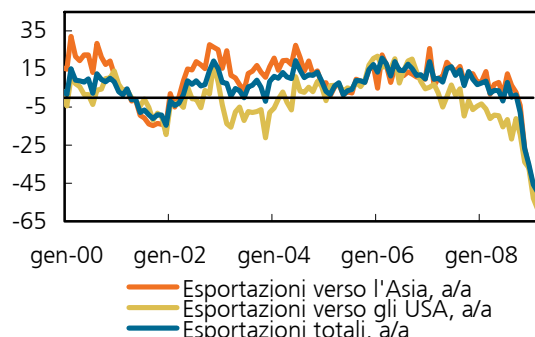
L'unica informazione positiva per la crescita che si può trarre dai dati di commercio estero di inizio 2009 viene dal **crollo delle importazioni**. Il massiccio contributo negativo delle esportazioni nette alla crescita di fine 2008 era dovuto alla combinazione di esportazioni in enorme calo insieme a importazioni ancora in marginale aumento in termini reali. I dati di gennaio mostrano un calo dell'import nominale del 31,7% a/a (da -21,5% a/a di dicembre), e a febbraio il calo mensile è stato di -12,3% m/m e di -43% a/a. In termini reali, le importazioni a febbraio scendono di -25,3% a/a. Il calo delle importazioni è omogeneamente distribuito fra aree (-24,4% a/a dagli USA, -27,2% a/a da Ue, -30,8% a/a da Asia). L'import reale aveva iniziato la discesa a dicembre, dopo tre mesi in ampio aumento. Il proseguimento del trend in calo porterebbe a un notevole ridimensionamento del contributo negativo dell'export netto sulla crescita.

Bilancia commerciale in profondo rosso



Fonte: EcoWin

Crolla l'export, non solo in Asia

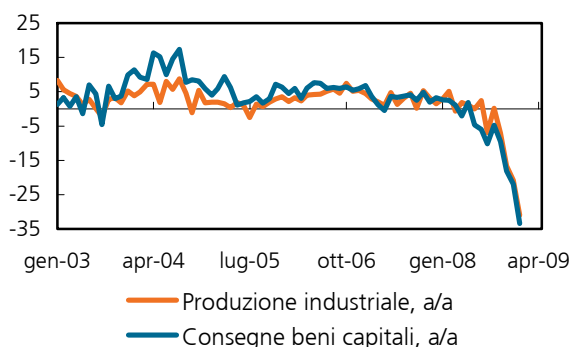


Fonte: EcoWin

Il crollo dell'export si è trasmesso con una velocità impressionante sulla produzione industriale e sugli ordini alle imprese. La **produzione industriale** ha chiuso il 2008 in calo del 20,7% a/a, e del 12% t/t. Con i dati di gennaio, la produzione è scesa del 10% m/m, -30,8% a/a. Su base trimestrale la produzione cala del 18,7%. Le consegne scendono dell'11,4% m/m a gennaio (-18,2% t/t, -31,6% a/a) confermando che anche il 1° trimestre sarà estremamente negativo dal lato degli investimenti non residenziali. La previsione del METI per febbraio è stata rivista verso il basso a -8,3% m/m, ma per marzo la previsione METI include un incremento del 2,8% m/m. L'aggiustamento del settore manifatturiero in Giappone è particolarmente ampio anche per il peso preponderante di alcuni settori particolarmente colpiti dalla crisi: i settori trasporti, macchinari elettrici, informazione e comunicazioni rappresentano il 50% della produzione industriale contro il 30% negli Stati Uniti.

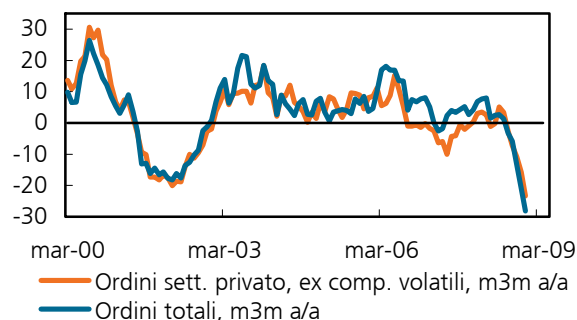
Gli investimenti non residenziali saranno in calo di più del 10% nel 2009, dopo una contrazione di -3% nel 2008

Produzione e consegne in picchiata



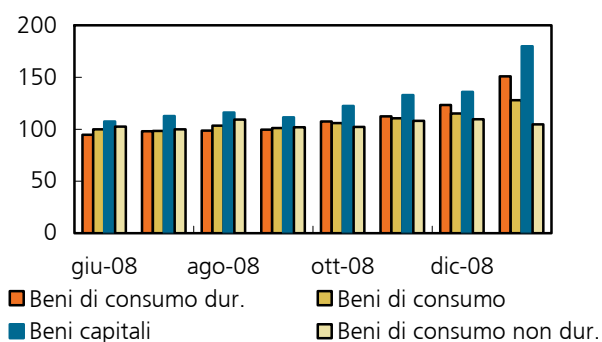
Fonte: EcoWin

Ordini ancora in ampio calo



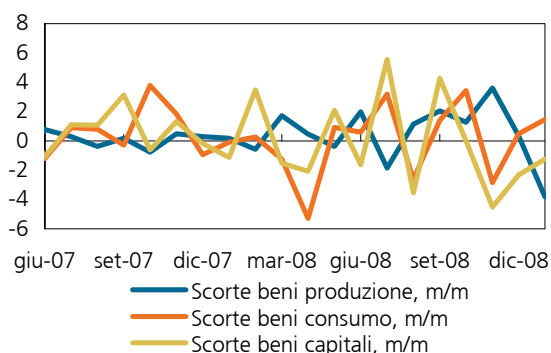
Fonte: EcoWin

Rapporto scorte-fatturato in salita ...



Fonte: EcoWin

... nonostante i tentativi di ridurre i magazzini



Fonte: EcoWin

Le imprese hanno ridotto le **scorte** a gennaio del 2%, dopo un aumento dello 0,1% a dicembre. La maggioranza dei settori ha visto a gennaio un calo delle scorte (11 settori su 17), con cali particolarmente marcati nei trasporti (-17,3% m/m), nei macchinari (-12,8% m/m), nell'elettronica (-21,8% m/m), nell'acciaio (-17,1% m/m). Tuttavia il rapporto scorte-fatturato continua ad aumentare e indica che nel trimestre in corso la produzione continuerà a calare per riportare i magazzini verso livelli più accettabili per le imprese.

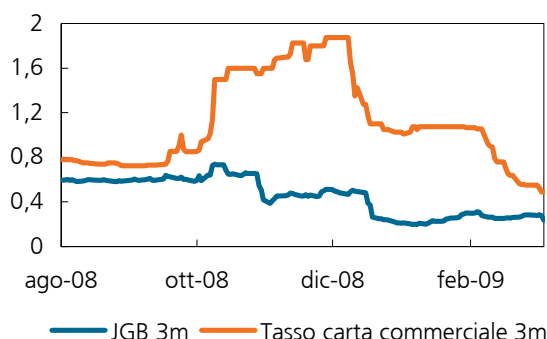
La correzione delle scorte non riesce a tenere il ritmo del calo del fatturato

Un segnale di **possibile stabilizzazione della velocità di caduta dell'attività viene dal PMI** di febbraio che è risalito di 2 punti a 31,6 da 29,6, con un aumento anche della componente ordini (a 20,6 da 17,8), pur restando su livelli straordinariamente bassi. Le componenti ordini dall'estero e occupazione continuano invece a calare. I dati del 1° trimestre vedranno un contributo negativo più contenuto delle esportazioni nette, ma più ampio delle scorte e degli investimenti non residenziali. La previsione è che gli **investimenti non residenziali** nell'anno siano in contrazione del 13,8%, con un ritmo di caduta su base trimestrale più contenuto solo a partire dalla seconda metà dell'anno. Ad appesantire lo scenario si aggiungerà il settore dell'edilizia residenziale che fino a fine 2008 aveva contribuito positivamente alla crescita. I dati sugli ordini al settore costruzioni e sui nuovi cantieri segnalano che già a partire dal 1° trimestre anche gli **investimenti residenziali** dovrebbero registrare un calo, che probabilmente durerà per tutto il 2009 (previsione: -7,2%), come conseguenza del peggioramento ciclico e della disponibilità del credito alle famiglie.

Nell'ultima Lending Survey (22 gennaio 2009) si registrava un forte aumento della **domanda di prestiti** corrente (43% netto delle imprese che aumentavano la domanda contro un -5% dell'indagine precedente), legato probabilmente alla difficoltà di finanziarsi attraverso altri canali e particolarmente marcato per le grandi imprese. Dal lato delle famiglie, invece, si riscontra un netto calo della domanda di prestiti, che si prevede proseguirà anche nei prossimi tre mesi. I risultati dell'indagine sono confermati dai dati dei prestiti, che mostrano una persistente accelerazione dal 4° trimestre del 2008, soprattutto nel settore imprese. I prestiti complessivi a febbraio crescono del 3,8% a/a, con prestiti alle imprese in accelerazione da una crescita quasi nulla nell'estate 2008. La Lending Survey però evidenzia un netto calo atteso della domanda di prestiti nei prossimi tre mesi (a 20 per le imprese e -11 per le famiglie). Gli standard di credito praticati dalle banche sono diventati molto più restrittivi per le piccole imprese e le famiglie, ma sono relativamente stabili per le imprese medie e grandi.

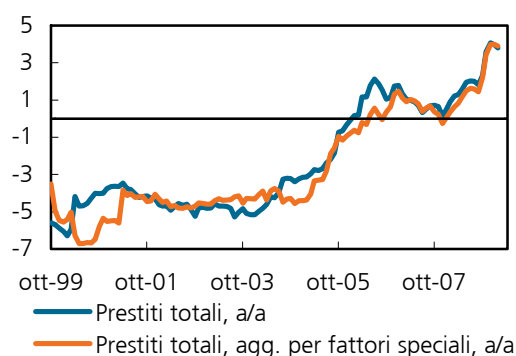
La crescita dei prestiti potrebbe però essere sostenuta da **misure di politica economica attuate di recente da governo e banca centrale a supporto del credito**. A partire da ottobre 2008, il governo ha offerto una garanzia sui prestiti a piccole imprese per un totale di 20 trilioni di yen. Una misura analoga nel 1998 non aveva avuto alcun effetto sulla crescita dei prestiti, perché le banche erano alle prese con l'obiettivo di ridurre i prestiti complessivi. Inoltre, le banche hanno ricevuto un sostegno dalla banca centrale su altre voci dell'attivo (v. sotto), con il possibile effetto di contenere la restrizione del credito. La contrazione dell'attività domestica è da attribuire ora non tanto al razionamento dal lato dell'offerta di credito, quanto al crollo degli ordini soprattutto dall'estero. Oltre ai prestiti bancari, le imprese hanno a disposizione il canale di finanziamento diretto presso la banca centrale con il programma di acquisto di carta commerciale. In seguito all'entrata in vigore di questo programma, l'inversione del trend negativo della domanda dipenderà dagli effetti delle misure fiscali del governo e forse in misura maggiore dalla stabilizzazione della crescita negli Stati Uniti.

L'intervento della BoJ ha effetti sui tassi della carta commerciale



Fonte: Bloomberg

Le garanzie del governo sui prestiti alle piccole imprese sostengono la dinamica dei prestiti



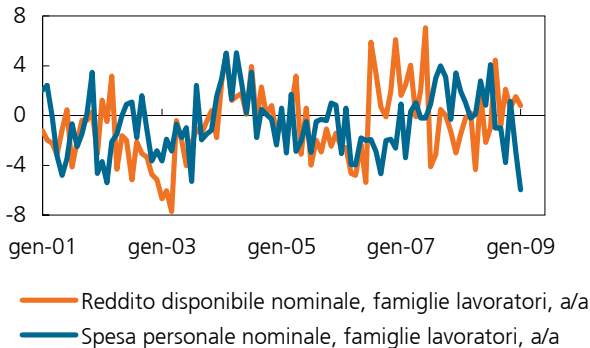
Fonte: EcoWin

L'epicentro della crisi in Giappone è nel settore imprese e le **famiglie** hanno risentito in maniera ritardata del crollo della crescita. Fino a fine 2008, il mercato del lavoro ha visto un deterioramento contenuto. Il peggioramento delle condizioni occupazionali è però evidente con un calo di occupati full-time costante a partire da agosto 2008, più marcato da fine 2008 nelle imprese con più di 30 occupati. Le indagini di settore segnalano aspettativa di peggioramento dell'occupazione (sia il Tankan, sia l'indagine PMI). Il calo dell'occupazione non ha avuto un impatto marcato sul tasso di disoccupazione, che a gennaio è sceso di 2 decimi, perché avviene contestualmente a un calo della forza lavoro dovuto in gran parte a motivi demografici. Il reddito da lavoro è in calo di circa l'1% a/a, mentre il **reddito disponibile** sia nominale che reale rimane in aumento su base tendenziale. Le famiglie hanno però ampiamente ridotto i consumi, con un aumento del risparmio concentrato sui depositi bancari. Nelle indagini di fiducia delle famiglie, le prospettive del mercato del lavoro sono l'elemento di maggiore preoccupazione mentre non si è ancora fatta strada l'evidenza del calo dell'inflazione.

Consumi in calo dell'1% nel 2009

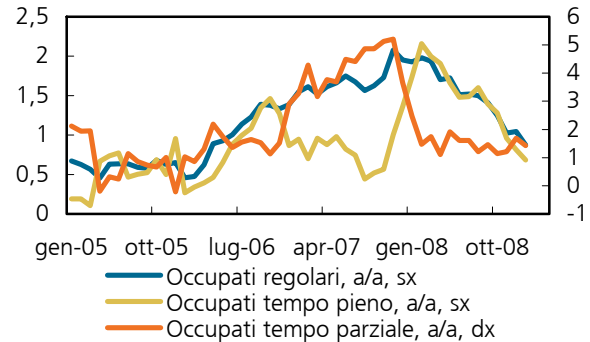
A inizio 2009 si è finalmente stabilizzata la **fiducia delle famiglie**, che era in calo da metà 2007 e si è anche registrato un modesto aumento sia a gennaio sia a febbraio, probabilmente come iniziale reazione al calo dell'inflazione e alle misure annunciate dal governo. Le **aspettative di inflazione delle famiglie** rimangono coerenti con uno scenario di aumenti dei prezzi su un orizzonte a un anno non compatibili con le prospettive reali dell'inflazione e con le effettive pressioni sui prezzi. Le previsioni per i consumi nel 2009 sono di persistente debolezza nella prima metà dell'anno, con una modesta ripresa della crescita nella seconda parte, grazie agli effetti espansivi delle politiche economiche e del calo dell'inflazione. Le famiglie giapponesi hanno una situazione finanziaria decisamente più favorevole rispetto a quella delle famiglie americane, con un'allocazione del risparmio molto prudente e un'esposizione debitoria contenuta. La previsione per il 2009 vede consumi in calo dell'1% con una stabilizzazione nella parte centrale del 2009 sostenuta dalla politica fiscale.

Risparmio precauzionale da parte delle famiglie



Fonte: EcoWin

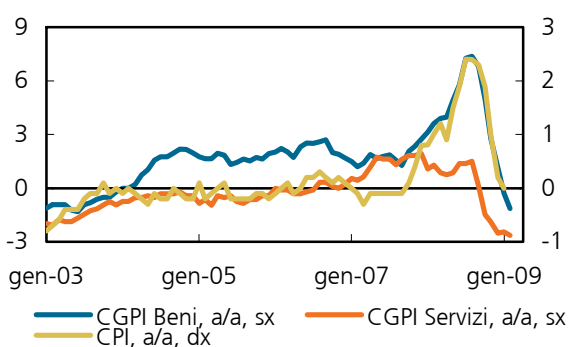
Di fronte al peggioramento del mercato del lavoro



Fonte: EcoWin

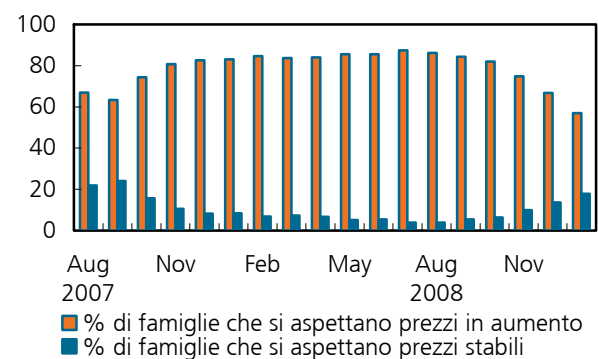
La debolezza attesa della domanda, l'aumento della capacità inutilizzata (che già emergeva dal Tankan di dicembre) e il calo delle pressioni sui prezzi delle *commodities* contribuiscono a determinare uno **scenario di inflazione negativa nel corso del 2009**. La revisione alle previsioni macroeconomiche della BoJ comunicata a inizio gennaio vede l'inflazione a -1,1% nell'a.f. 2009 (all'interno di un range compreso fra -1,2% e -0,9%) e ancora negativa, a -0,4% (in un intervallo compreso fra -0,6% e 0%) nell'a.f. 2010. La nostra previsione è di inflazione a -0,6% nel 2009 e -0,4% nel 2010, con l'andamento più negativo nella parte centrale di quest'anno (minimo a -1,3% a/a nel 3° trimestre). Le componenti prezzi delle indagini e la dinamica dei prezzi alla produzione confermano il calo di pressione sui prezzi praticati dalle imprese, complice anche l'apprezzamento del cambio. Le variazioni mensili più recenti mostrano un rapido e ampio calo dei prezzi nelle componenti esposte agli effetti del cambio e relative alla spesa discrezionale. Con i dati di gennaio l'inflazione al consumo ha registrato una variazione complessiva nulla e pari a -0,2% per l'indice al netto di alimentari e energia. I dati mostrano ampi aumenti dei prezzi degli alimentari (+3,3% m/m) e delle tariffe (+2,3% m/m per acqua, elettricità e luce), ma ampi cali per l'abbigliamento (-0,8% m/m), i trasporti (-6,3% m/m,) e la ricreazione (-1,4% m/m).

L'inflazione ha svoltato violentemente ...



Fonte: EcoWin

... ma le aspettative si adattano lentamente



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Cabinet Office

2. Politica fiscale: misure fiscali pari al 2% del PIL, con effetti stimati vicino all'1% del PIL

Da agosto a dicembre 2008 il governo giapponese ha annunciato **interventi straordinari per un totale di 75 trilioni di yen**, di cui **12 trilioni (circa 2% del PIL) come misure fiscali** e **63 trilioni (circa il 10% del PIL) come misure finanziarie**, di erogazione di credito alle imprese e garanzie del debito emesso da imprese e istituzioni finanziarie. Entro il prossimo mese potrebbe essere

discusso un ulteriore intervento. Delle misure fiscali approvate, 6,5 trilioni riguardano maggiori trasferimenti agli enti locali, sostegno per i programmi di assistenza sanitaria agli anziani, interventi di ristrutturazione delle costruzioni, maggiori sussidi alla disoccupazione e vari interventi per le infrastrutture a livello statale e regionale. I rimanenti 6 trilioni relativi a interventi fiscali riguarderanno il budget dell'anno fiscale 2009.

Sul totale delle **misure fiscali** annunciate, circa 3-3,5 trilioni sono misure di sgravio fiscale per le **famiglie** (con riduzioni di imposte e rimborsi fiscali), 2-2,5 trilioni sono riduzioni di imposte per le **imprese**, 3 trilioni sono devoluti a **spesa per costruzioni e infrastrutture**, 1,5 trilioni riguardano aumenti di **consumi pubblici**, 1 trilione viene accantonato per riserva e 1 trilione è relativo al costo delle garanzie per il credito. Quindi i fondi che dovrebbero contribuire allo stimolo della domanda sono pari a circa 10 trilioni di yen. Per valutare gli effetti degli interventi, ipotizziamo un moltiplicatore vicino a 1 per l'aumento della spesa pubblica per consumi e per infrastrutture (totale di 4,5 trilioni di yen), un moltiplicatore di circa 0,3 per i tagli di imposta alle famiglie (3,5 trilioni, con un effetto stimato di circa 1 trilione di yen) e un effetto marginale per gli sgravi fiscali alle imprese, con un moltiplicatore di 0,1. L'effetto totale stimato sarebbe quindi di 5,8 trilioni di yen, pari a circa l'1% del PIL. La tempistica delle misure indica che gli interventi dovrebbero iniziare ad avere effetti sulla domanda a partire dalla fine del 2° trimestre.

Misure fiscali annunciate pari al 2% del PIL sosterranno la crescita a partire dalla seconda metà del 2009

Gli effetti degli interventi fiscali stimati in circa 1% del PIL		
Triloni di yen	Misure	Effetti stimati
Aumenti spesa pubblica	4,5	4,5
Sgravi fiscali alle famiglie	3,5	1,05
Sgravi fiscali alle imprese	2	0,25
Totale	10	5,8

Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Ministero delle Finanze

Per quanto riguarda le misure finanziarie, il governo potrebbe estendere il credito alle imprese erogato dalla Development Bank dall'attuale limite di 1 trilione a 1,5 trilioni di yen. La Development Bank ha a disposizione anche 2 trilioni di yen per l'acquisto di carta commerciale e debito a breve termine delle imprese, con operazioni che sono iniziate durante l'ultima settimana di febbraio. A inizio febbraio, il governo ha anche proposto l'istituzione di una Industrial Innovation Corporation con finanziamenti annuali previsti per circa 200 miliardi di yen all'anno mirati a dare supporto diretto alle imprese innovative in campo ecologico e ambientale.

3. Politica monetaria: *déjà vu*, con tassi (quasi) a zero e "quantitative easing" aggressivo

Con il peggioramento della crisi e il crollo della domanda aggregata, la Banca del Giappone ha rispolverato gli strumenti di emergenza archiviati solo pochi anni fa, riportando i tassi quasi a zero e riattivando i programmi mirati ad aumentare la dimensione del proprio bilancio.

La BoJ ha già messo in atto tutti gli strumenti di stimolo quantitativo

Il **tasso overnight** è stato portato a 0,1% alla riunione del 19 dicembre 2008, da 0,3% in vigore in precedenza. A dicembre è stato anche deciso un aumento degli **acquisti a titolo definitivo di JGB** da 14,4 trilioni di yen annui (1,2 trilioni per mese) a 16,8 trilioni di yen annui (1,4 trilioni per mese). Inoltre, la gamma di titoli accettati per gli acquisti è stata allargata per includere titoli a 30 anni, titoli indicizzati e titoli indicizzati all'inflazione. Le operazioni di finanziamento diretto delle imprese contro carta commerciale proseguono, con un aumento della dimensione e della frequenza delle operazioni deciso a novembre.

Nei prossimi mesi la politica monetaria verrà attuata attraverso un'ulteriore espansione dei programmi già in atto

A partire dall'8 gennaio sono iniziate le operazioni di **rifinanziamento contro debito corporate** secondo le direttive annunciate il 2 dicembre nel corso di una riunione straordinaria del Policy Committee, che ha istituito le "Special Funds-Supplying Operations to Facilitate Corporate Financing". Le operazioni saranno attuate con regolarità e il loro obiettivo originario era di

ridurre le tensioni sui finanziamenti legate alla chiusura dell'anno fiscale (fine marzo) per un ammontare illimitato a un tasso equivalente all'overnight in vigore. I titoli stanziabili devono avere rating BBB, o superiore. La scadenza iniziale del programma (30 aprile 2009) è stata prorogata alla riunione di febbraio, portandola a settembre 2009. La frequenza delle operazioni è diventata settimanale (da una ogni due settimane), la durata dei prestiti viene allungata a fino a 3 mesi (da 1-3 mesi) per alcune date. La BoJ ha anche annunciato un programma di **acquisto a titolo definitivo di carta commerciale e di carta commerciale *asset-backed***. La banca centrale ha sottolineato che queste misure di intervento alzano il grado di rischio dell'attivo del proprio bilancio e devono essere valutate come strumenti di emergenza per far fronte a una situazione eccezionale e attuate esclusivamente se vengono ritenute "necessarie per migliorare la situazione alla luce della missione della Banca". Per prevenire un'allocazione arbitraria di fondi presso singole imprese, la banca centrale acquisterà i titoli attraverso aste competitive da intermediari finanziari che sono controparti della BoJ e non direttamente dalle imprese emittenti. Il programma ha una scadenza predefinita (quella iniziale del 31 marzo è stata prorogata a settembre 2009) e le dimensioni degli interventi saranno contenute (entro 3 trilioni di yen, con un limite di 100 miliardi per ciascun emittente) in modo da non minare l'esistenza di un mercato privato per lo scambio dei titoli considerati.

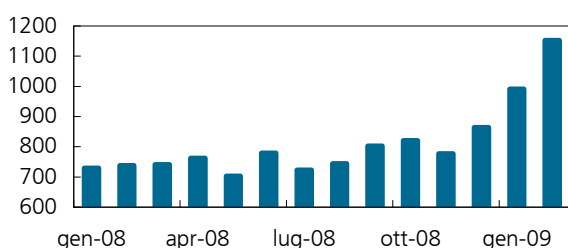
Con la riunione del 21-22 gennaio la BoJ si è spinta ancora avanti sul terreno del *quantitative easing*. Come indicato alla riunione di gennaio, lo staff della banca centrale ha predisposto le linee guida per un nuovo **programma di acquisti a titolo definitivo di corporate bonds**. I titoli acquistabili devono avere rating A o superiore e scadenza residua fino a 1 anno dalla fine del mese in cui si svolge l'operazione. Le operazioni devono avere come controparte istituzioni finanziarie che già sono controparti della banca centrale. L'ammontare massimo di acquisti non deve superare 1 trillione di yen e il limite per ciascun emittente è di 50 miliardi di yen. Gli acquisti verranno effettuati fino al 30 settembre 2009 e sono iniziati il 4 marzo, con una frequenza mensile, salvo modifiche, per un ammontare di circa 150 miliardi di yen per ogni operazione.

Il 3 febbraio la BoJ ha annunciato la riattivazione del programma di **acquisto di titoli azionari** detenuti dalle banche con l'obiettivo di stabilizzare i mercati finanziari. Il programma era stato introdotto nel 2002 ed era rimasto attivo fino al 2004 per acquisti fino a 2 trilioni di yen (con un limite di 3 trilioni di yen). Il programma originario prevedeva acquisti di azioni da banche il cui portafoglio azionario eccedesse il capitale Tier 1; la vendita delle azioni era iniziata a settembre 2007 ed è stata interrotta a ottobre 2008. In tale data le azioni detenute nel bilancio della BoJ ammontavano a 1,27 trilioni di yen. Nella riapertura del programma annunciata a febbraio, il limite per gli acquisti è di 1 trillione di yen e ha una durata di circa un anno (fino alla fine di aprile 2010). Le azioni che possono essere acquistate devono avere rating BBB- o superiore e devono essere state scambiate almeno 200 giorni su un mercato azionario e avere scambi per almeno 20 miliardi di yen. La banca centrale fisserà un limite per emittente in modo da diversificare il portafoglio dei titoli acquistati. Le banche che possono partecipare al programma devono avere un conto presso la BoJ, e soddisfare i seguenti requisiti: i) detenere titoli azionari per un valore superiore al 50% del proprio capitale Tier 1; ii) avere titoli per un controvalore superiore a 500 miliardi di yen; 3) adottare i capital ratio definiti dagli standard internazionali. Gli acquisti non possono superare 250 miliardi di yen per banca. In base al programma, la banca centrale non potrà vendere i titoli acquistati prima di fine marzo 2012, e tutti i titoli dovranno essere venduti entro il 2017.

Il 18 marzo il governatore della BoJ, Shirakawa, ha detto che la banca centrale inizierà un nuovo programma di acquisto di **prestiti subordinati delle banche** per limitare gli effetti del persistente peggioramento delle condizioni finanziarie sui bilanci delle banche. Secondo il comunicato stampa della BoJ il deterioramento dei mercati finanziari potrebbe portare le banche a imporre ulteriori vincoli sull'erogazione del credito, mentre gli effetti negativi del ciclo stanno erodendo il capitale delle banche e potrebbero minare la stabilità del sistema finanziario giapponese.

L'acquisto di prestiti subordinati delle banche darebbe sostegno al capitale delle banche e contribuirebbe al mantenimento dell'intermediazione finanziaria. Gli acquisti sarebbero fino a 1 trilione di yen, con limiti per singole istituzioni e a tassi che verranno determinati dalla BoJ in base all'andamento dei mercati. I dettagli operativi del programma saranno annunciati in un secondo tempo. La BoJ sottolinea che l'iniezione di "quasi-capitale" alle banche è una misura "estremamente straordinaria". Secondo Shirakawa, la misura è mirata a sostenere il capitale delle banche più grandi. La riunione della banca centrale si è conclusa con tassi invariati (overnight allo 0,1%), ma anche con un annuncio di un aumento degli acquisti a titolo definitivo di JGB da parte della banca centrale (da 16,8 trilioni yen per anno, 1,4 trilioni al mese, a 21,6 trilioni per anno e 1,8 trilioni al mese). L'obiettivo dell'intervento è quello di aumentare la liquidità disponibile soprattutto in concomitanza con la fine dell'anno fiscale. Nella valutazione congiunturale, il comunicato sottolinea gli effetti negativi della contrazione delle esportazioni e le ripercussioni sull'attività e i profitti delle imprese. La BoJ indica che la politica monetaria continuerà ad agire su tre fronti: abbassare i tassi di interesse, garantire la stabilità dei mercati finanziari e facilitare il finanziamento delle imprese. Il governatore della BoJ ha anche detto che la banca centrale non attuerà acquisti diretti di JGB allo scopo di finanziare lo stimolo fiscale, perchè questa misura potrebbe essere controproducente. Per quanto riguarda i tassi, per ora il consenso alla banca centrale sembra indicare che non rimane spazio utile per intervenire ancora sui tassi, già praticamente a zero (a 0,1%) anche se Yamaguchi ha detto il 26 marzo che non si può escludere un'ulteriore limatura ai tassi.

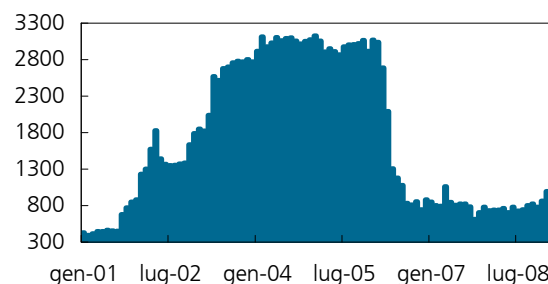
Le riserve presso la BoJ tornano a salire ...



■ Riserve presso la Bank of Japan, x10 mld Yen

Fonte: Bloomberg

... ma sono ancora lontane dai record del passato



■ Riserve detenute dalle banche presso la BoJ, x10 mld Yen

Fonte: Bloomberg

La banca centrale ha messo in atto nel giro di due mesi tutti gli strumenti che aveva lentamente predisposto nel corso della crisi degli anni '90 e il **marginale di manovra che rimane ancora riguarda la durata e l'entità dei programmi** in atto. Il risultato degli interventi quantitativi si osserva sul bilancio della banca centrale con un'espansione dell'attivo da 7,7 trilioni di yen di agosto 2008 a 11,5 trilioni di yen a gennaio 2009 e a 12,7 trilioni a inizio marzo. Il livello di marzo è ancora ben al di sotto di quanto visto all'inizio del decennio, quando le riserve erano circa tre volte il livello attuale.

Cina, i timidi segnali di svolta non sono univoci

- Il canale estero continua a soffrire e gli indici di attività dei maggiori partner commerciali continuano a puntare a una contrazione degli scambi anche nei prossimi mesi. I segnali positivi provenienti dalla produzione industriale e dall'andamento del credito non sono di lettura del tutto univoca e, nonostante la tenuta degli investimenti fissi totali, il rallentamento del settore immobiliare continua. Le vendite al dettaglio hanno cominciato a dare i primi segnali di decelerazione.
- Nonostante le misure espansive di politica monetaria e fiscale, continuiamo a credere che l'obiettivo di crescita dell'8% nel 2009, confermato dal governo in occasione della presentazione del bilancio per il 2009, non sarà raggiungibile.

Silvia Guizzo

Previsioni macro	2005	2006	2007	2008	2009	2010
PIL (prezzi costanti)	10,4	11,6	13,0	8,9	5,9	9,4
Consumi privati	7,9	9,6	10,2	8,4	10,9	11,7
Consumi pubblici	12,7	11,2	11,2	10,8	11,3	10,1
Investimenti fissi	13,1	12,8	12,8	7,7	2,7	9
Esportazioni	20,3	21,2	18	10,5	-8	3,4
Importazioni	7	11,8	13,6	9,2	-9,2	4,1
Produzione industriale	11,7	13	14,7	9,3	6,3	9,2
Inflazione (CPI)	1,8	1,8	4,8	5,9	-0,7	1,5
Tasso di disoccupazione	4,2	4,1	4	4,1	4,6	4,2
Salari medi	12,4	13	17,7	10,3	6,6	10,8
Tasso sui prestiti a 1 anno	5,6	5,9	6,9	6,9	4,2	4,8
Cambio USD/CNY (media)	8,2	8,0	7,6	7,0	6,8	6,3
Saldo delle partite correnti	1317,9	1992,3	2828,6	3057,0	2789,3	2477,8
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	7,4	9,8	11,4	10,5	8,8	7,1
Saldo di bilancio in % del PIL	-1,3	-0,8	0,7	0,8	-1,7	-2,8

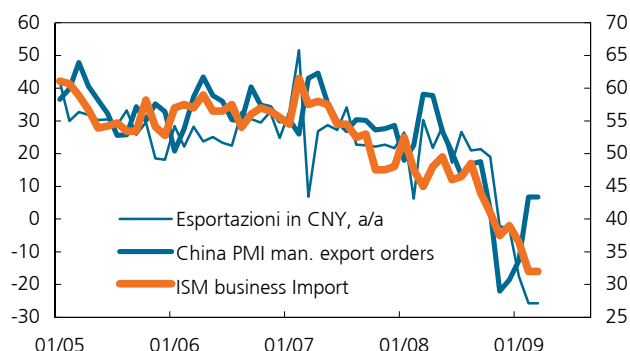
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Oxford Economic Forecasting, Intesa Sanpaolo

Segnali ancora negativi dal settore estero

Il mese di febbraio ha visto un calo di esportazioni e importazioni per il quarto mese consecutivo, anche se le importazioni hanno registrato una variazione meno negativa rispetto a dicembre (-24,1% vs -43,1%). Le esportazioni di beni ordinari hanno continuato a scendere, mentre quelle di beni utilizzati per la produzione, se pur negative, non hanno mostrato un peggioramento rispetto a febbraio, così come le esportazioni in alcuni settori legati all'elettronica e all'high-tech. Un timido miglioramento delle esportazioni si è registrato nelle regioni nord-orientali (Mongolia Interna, Jilin e in particolare lo Heilogjiang) che erano state le prime a registrare variazioni negative fin da metà 2008, ossia regioni di produzione di cereali, materie prime energetiche e metalli, dove il calo dei prezzi delle materie prime aveva influito notevolmente sommandosi alle misure di ristrutturazione delle industrie pesanti e di chiusura durante il periodo delle olimpiadi.

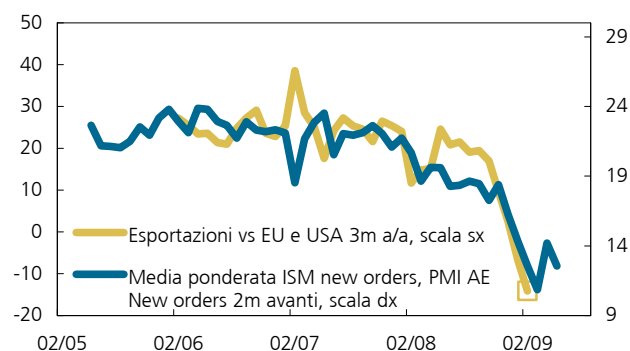
La qualità dei dati dei primi mesi dell'anno è comunque molto debole a causa delle festività per l'inizio dell'anno lunare che quest'anno, a differenza del 2008, è caduto nell'ultima settimana di gennaio. Se si correggono i dati per i giorni lavorativi, infatti, sia le esportazioni che le importazioni registrano una variazione ancora più negativa intorno a -40%. La componente degli ordini esteri dei PMI, nonostante la risalita rispetto al minimo di novembre, rimane comunque ampiamente sotto 50, denotando una contrazione degli ordini. Nella stessa direzione continuano a puntare sia gli indici di attività sia le vendite al dettaglio in Europa e negli Stati Uniti, che sono i maggiori mercati di sbocco. Le prospettive per le esportazioni rimarranno dunque deboli almeno nei prossimi due mesi.

Il rimbalzo del PMI cinese contrasta con il calo dell'ISM ...



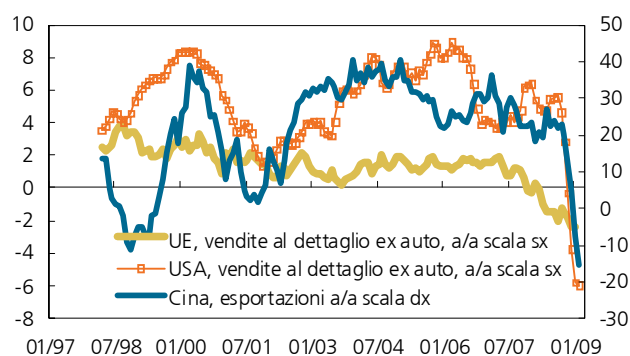
Fonte: Bloomberg

... e dei PMI dell'area euro



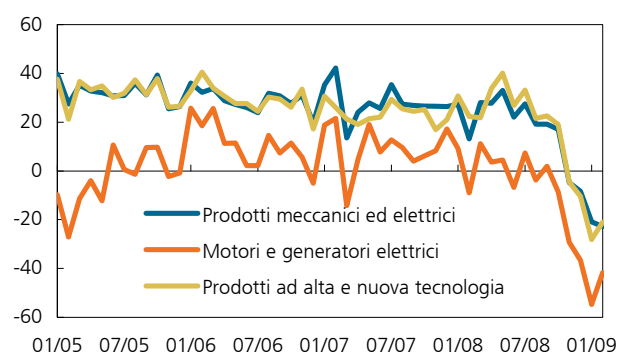
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, medie mobili a 3 mesi

Il calo delle vendite al dettaglio nei paesi industrializzati non supporta un'inversione del trend delle esportazioni a breve



Fonte: Bloomberg, medie mobili a 3 mesi

Esportazioni a/a



Fonte: EcoWin, variazioni a/a

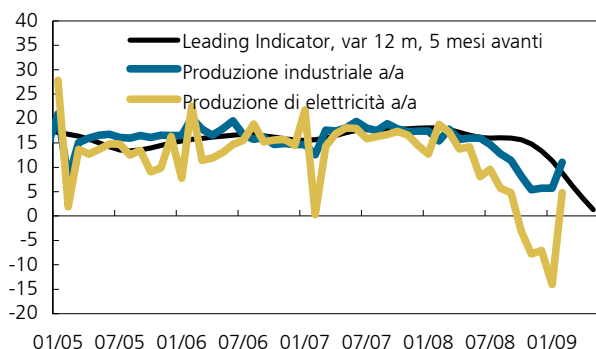
La produzione industriale rimbalza, ma i consumi danno i primi segnali di rallentamento

Alcuni segnali positivi sono apparentemente emersi dai dati di produzione industriale che comunque potrebbero avere lo stesso problema di aggiustamento dei dati di commercio estero. La produzione industriale è salita dell'11% a febbraio, in linea con un aumento della produzione di elettricità, con variazioni positive che hanno caratterizzato la produzione di acciaio, ferro e leghe di ferro. I leading indicator continuano a puntare a un rallentamento e i PMI, nonostante il recupero, rimangono deboli. L'aumento della componente di scorte di input del PMI (China Federation of Logistics) a febbraio potrebbe essere un timido segnale di inversione del decumulo di scorte che ha caratterizzato le industrie negli ultimi mesi, ma è di difficile lettura perché l'indice è molto più volatile rispetto al PMI (CLSA) e rimane su livelli molto bassi. Inoltre, potrebbe comunque riferirsi in gran parte alle industrie pesanti, che potrebbero beneficiare di un aumento della domanda dovuto sia al calo dei prezzi delle materie prime, sia all'avvio dei progetti di grandi opere infrastrutturali come l'ampliamento previsto della rete ferroviaria. Questo è in linea con il marcato aumento degli investimenti fissi a gennaio nelle province nord orientali e occidentali rispetto al resto del paese.

La produzione di auto è salita del 26,9% a febbraio, dopo aver registrato variazioni negative per 4 mesi. I dati delle vendite di auto di febbraio non sono ancora disponibili, tuttavia le vendite al dettaglio cominciano a mostrare qualche segnale di debolezza. In termini nominali il tasso di

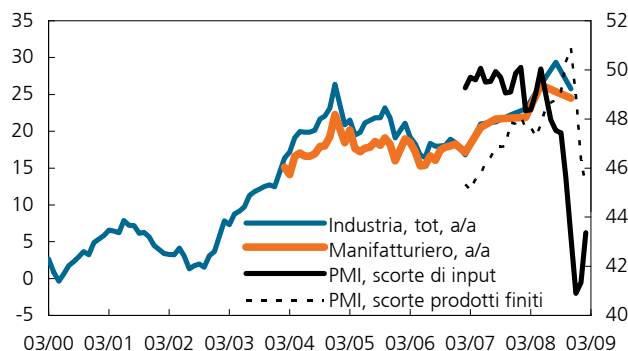
crescita delle vendite al dettaglio (cum. a/a) è, infatti, passato da 21,6% in dicembre a 15,2% in febbraio. In termini reali è, invece, rimasto pressoché invariato negli ultimi sei mesi del 2008 (in media a 17,7% a/a non cum.) nonostante la forte decelerazione dell'inflazione, ma potrebbe essere sceso intorno a 11% a/a (non cum.) a febbraio. La fiducia dei consumatori ha continuato a scendere ed è al livello più basso dal 2004 con una situazione sul mercato del lavoro che continua a essere critica come segnalano sia i tassi di occupazione, in rallentamento in tutti i settori e in calo in alcuni (tessile e lavorazione di metalli ferrosi), sia le notizie di stampa.

Produzione industriale, le festività influenzano



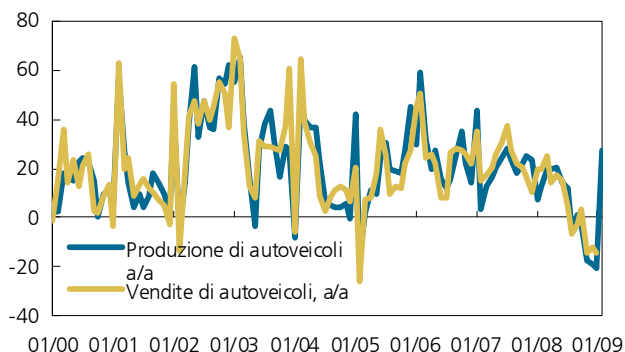
Fonte: Bloomberg

Scorte delle imprese: riparte l'accumulo?



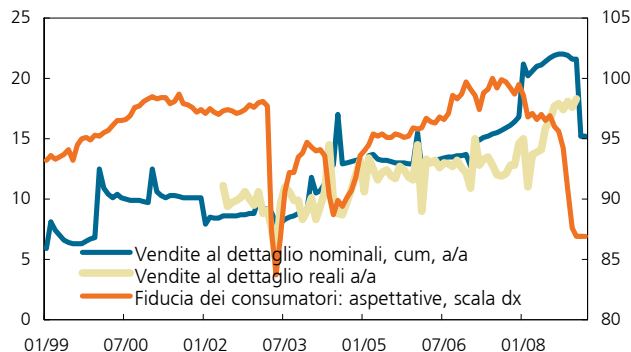
Fonte: Aggregazioni Intesa Sanpaolo su dati EcoWin

La produzione di auto rimbalza



Fonte: EcoWin

Vendite al dettaglio: primi segnali di rallentamento



Fonte: Bloomberg

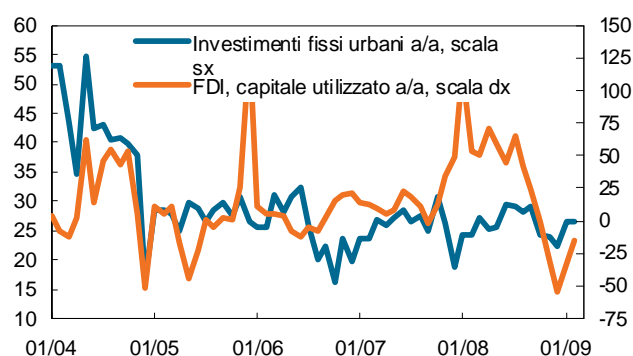
Da investimenti e credito segnali non univoci

Gli investimenti fissi urbani sono saliti in termini cumulati del 26,5% a gennaio, in linea con i tassi di crescita degli ultimi mesi dell'anno, tuttavia, i dati di dicembre sugli investimenti residenziali e sugli investimenti in sviluppo immobiliare continuano a mostrare un rallentamento dei tassi di crescita rispetto ai picchi di metà 2008, in linea con il calo di fiducia degli imprenditori del settore e con il calo delle vendite di spazi edificabili sia per edifici residenziali che per edifici commerciali.

A dicembre la PBOC ha effettuato un altro taglio dei tassi di 27pb portando il tasso sui prestiti a un anno al 5,31% dal 5,58% e quello sui depositi a un anno al 2,25% dal 2,52% e ha ridotto di altri 50pb il coefficiente di riserva obbligatoria sia per le grandi banche sia per le piccole banche. La banca centrale ha poi ridotto il tasso di sconto di 117pb, portandolo all'1,8%. Come abbiamo più volte sottolineato l'impatto diretto sugli investimenti rischia di essere poco

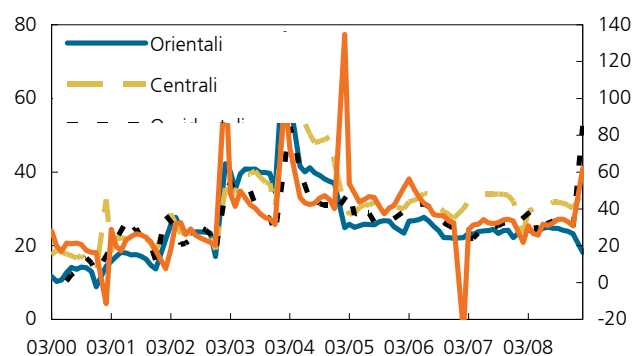
significativo, in quanto gli investimenti sono finanziati per il 76% da mezzi propri e solo per il 16% da prestiti bancari (dati dell'ufficio statistico per il 2006). Inoltre, la solvibilità delle imprese statali e la loro maggior connessione agli ambienti politici le rende target preferiti del credito bancario a discapito delle piccole e medie imprese, che tuttavia sono il vero motore della crescita e dell'occupazione cinese. Un effetto più significativo potrebbe sicuramente venire dall'aumento dei target sul credito deciso nel 2008.

Lieve rimbalzo degli investimenti fissi totali ...



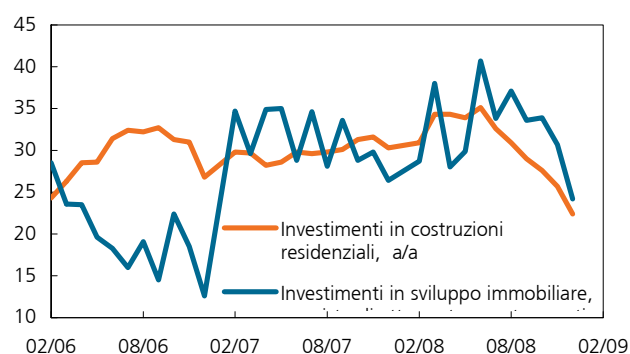
Fonte: Bloomberg

... soprattutto nelle regioni nord orientali



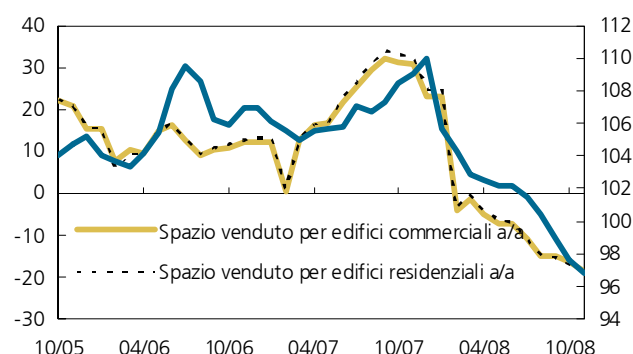
Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EcoWin

Gli investimenti in costruzioni rallentano ...



Fonte: Bloomberg

... in linea con la sfiducia del mercato

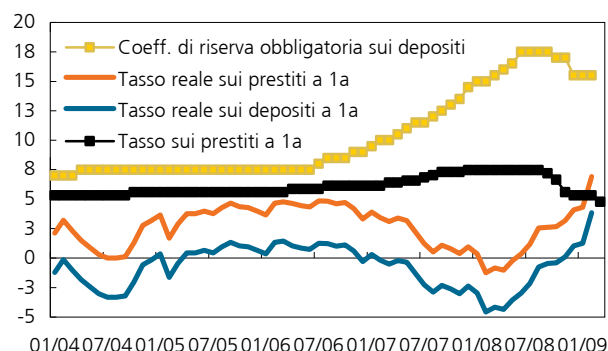


Fonte: Bloomberg

In effetti negli ultimi sei mesi i tassi di crescita di M2 e dei crediti delle istituzioni finanziarie sono saliti notevolmente. In particolare, il tasso di crescita dei crediti delle istituzioni finanziarie è passato da 14,6% in ottobre a 24,2% in febbraio guidato, però, essenzialmente da una crescita fortissima dei finanziamenti di sconto di portafoglio o "bill financing". Questo tipo di finanziamento sarebbe stato pari al 39% del nuovo credito a gennaio secondo fonti di stampa¹⁵, anomalia che avrebbe indotto la CBRC (*China Banking Regulatory Commission*) ad avviare un'indagine tra le banche, che eviterebbero di finanziare le imprese a lungo termine concentrandosi sugli strumenti a breve, più convenienti anche per le stesse imprese. Esse possono, infatti, finanziarsi a 6 mesi attraverso lo sconto di fatture commerciali a un tasso di sconto dell'1,8% rispetto a un tasso sui prestiti a sei mesi attualmente al 4,86%. L'indagine tra le istituzioni monetarie e finanziarie di gennaio mostra, inoltre, un tasso di crescita dei crediti a lungo termine sostanzialmente stabile e un rallentamento dei prestiti al settore commerciale e dell'industria.

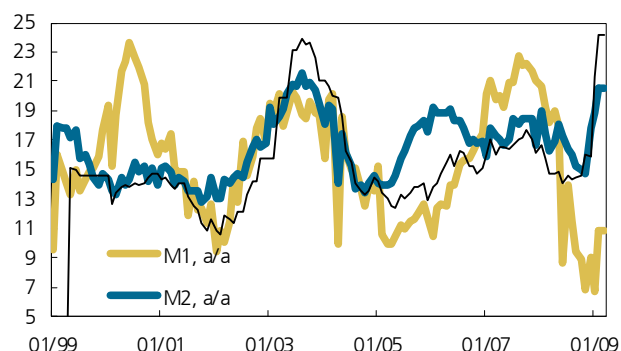
¹⁵ Vedi: http://www.chinadaily.com.cn/bizchina/2009-02/16/content_7481164.htm.

Tassi ufficiali: il calo dell'inflazione fa salire i tassi reali



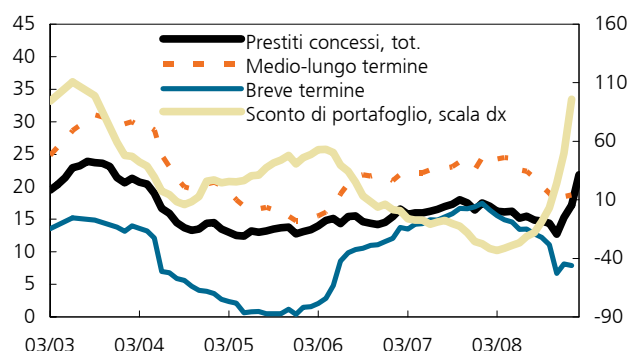
Fonte: Bloomberg

L'offerta di moneta e il credito delle istituzioni finanziarie aumentano



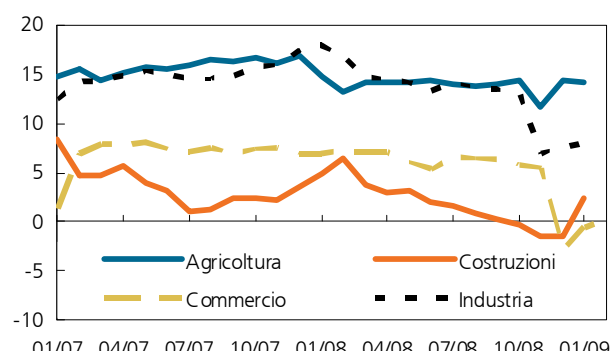
Fonte: Bloomberg, Monetary and Financial Institutions Survey

L'aumento del credito è guidato dai finanziamenti di sconto di portafoglio



Fonte: EcoWin, Monetary and Financial Institutions Survey

Crediti delle istituzioni finanziarie per settore



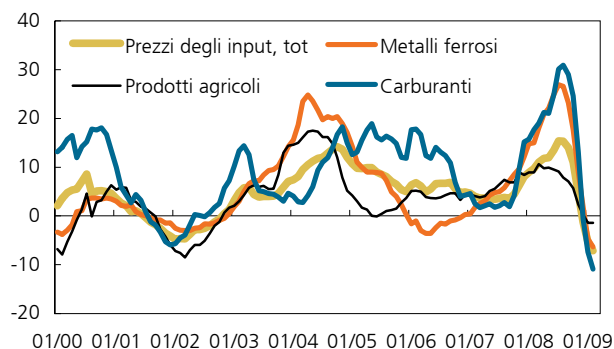
Fonte: EcoWin, Monetary and Financial Institutions Survey

Il calo dell'inflazione fa salire i tassi reali

L'inflazione è scesa dell'1,6% a febbraio con cali concentrati sui prodotti alimentari. Flessioni marcate dei prezzi degli input, soprattutto dei metalli, si sono poi riflessi in una discesa dei prezzi alla produzione sia dei beni destinati all'industria (-5,7% a febbraio) sia di quelli destinati al consumo (-0,4% a febbraio). Questo trend discendente dovrebbe invertirsi intorno a metà anno ma nel frattempo continuerà a riflettersi sui prezzi al consumo, lasciando l'inflazione media per il 2009 in territorio negativo a -0,7%.

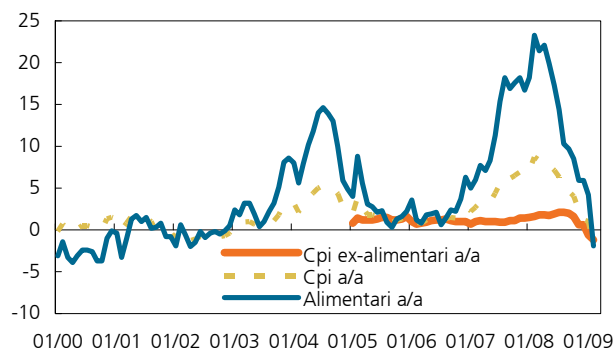
Il calo più veloce dell'inflazione ha completamente neutralizzato i tagli dei tassi dell'autunno, tanto che i tassi reali, sia sui prestiti sia sui depositi, sono tornati in territorio positivo. Non escludiamo quindi che, in presenza di un peggioramento dei dati macro nei prossimi mesi la PBOC decida di limare ulteriormente i tassi e continui a impedire un rafforzamento del cambio, anche attraverso l'acquisto di Treasury. Nonostante le recenti preoccupazioni, poi smentite, espresse dai membri del governo riguardo alla solidità del debito americano la Cina ha di fatto aumentato gli acquisti di Treasury che sono saliti sia in livello (+50% a gennaio a/a) sia rispetto al totale delle riserve, in linea con l'arresto del trend di apprezzamento del cambio.

Prezzi degli input a/a



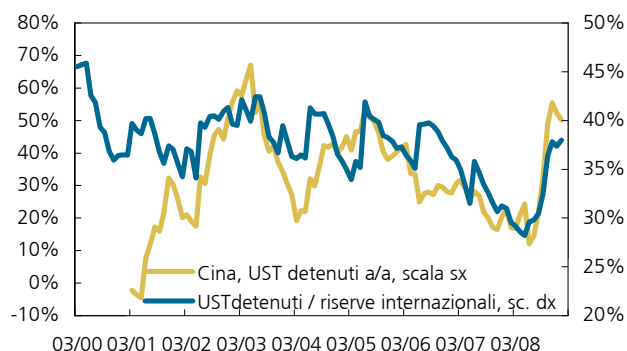
Fonte: Bloomberg

Prezzi al consumo a/a



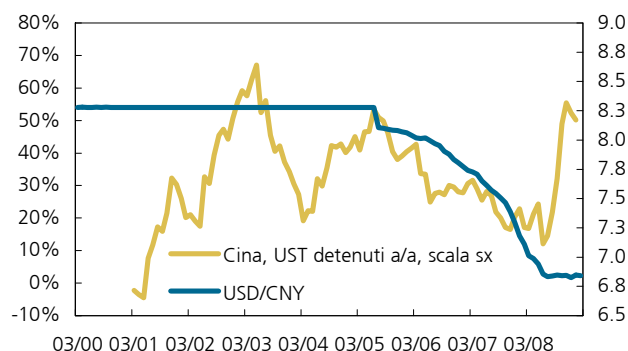
Fonte: Bloomberg

La Cina continua a comperare T-note ...



Fonte: Bloomberg

... e il cambio smette di apprezzarsi



Fonte: Bloomberg

Conclusioni

Il governo ha presentato il bilancio per il 2009 durante la sessione annuale del Congresso del Popolo che si tiene all'inizio di marzo, reiterando gli obiettivi di mantenimento della crescita all'8%, di promozione delle misure di assistenza sociale e di sostegno ai consumi ma dando pochi dettagli sull'implementazione delle misure stesse. Il governo prevede un aumento del deficit nazionale (che include il governo centrale e governi locali) dallo 0,3% nel 2008 al 3% nel 2009, con un deficit di 950 miliardi di yuan finanziato con l'emissione di titoli di cui 200 miliardi da parte dei governi locali. Il governo mantiene, inoltre, un obiettivo di crescita dell'8% nel 2009, livello ritenuto necessario per espandere l'occupazione, con un'inflazione media annua del 4% e un tasso di disoccupazione al di sotto del 4,6% rispetto al 4,2% del 2008.

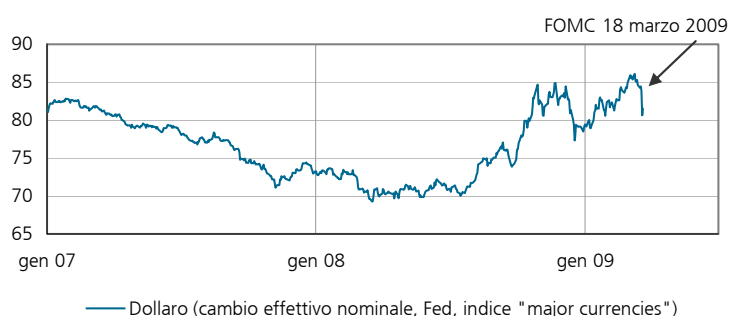
In considerazione del continuo rallentamento degli indicatori del settore manifatturiero nei paesi industrializzati e della domanda mondiale, nonché dei segnali di debolezza del mercato del lavoro in Cina, le ipotesi del governo appaiono eccessivamente ottimiste. Coerentemente con la revisione al ribasso delle nostre stime del PIL e dei consumi privati negli Stati Uniti e in Europa, rivediamo al ribasso la crescita dell'economia cinese per il 2009 a 5,9% dalla precedente stima di dicembre (6,7%) con un rallentamento piuttosto marcato concentrato nei primi due trimestri del 2009, e un miglioramento solo nella seconda parte dell'anno, dovuto all'effetto ritardato dell'allentamento della politica del credito sugli investimenti e a una lieve ripresa della domanda mondiale. La crescita per il 2010 è prevista tornare poco al di sopra del 9%, ma i rischi rimangono al ribasso.

Mercati valutari – “Falso segnale” lo strappo post-FOMC del dollaro

DOLLARO

Asmara Jamaleh

Il 2008 è stato l'anno della “riscossa” del dollaro, e proprio quando è scoppiata la seconda fase della crisi finanziaria (v. fig.) nell'estate 2008 (la prima risaliva all'estate 2007). Il 2009 si è aperto all'insegna della continuità (trend di fondo rialzista) rispetto alla seconda metà del 2008. Ma a marzo, esattamente in concomitanza del FOMC, il dollaro ha subito un brusco crollo (v. fig.), subendo, il primo giorno di calo, il più ampio deprezzamento giornaliero mai registrato dal 1985 in termini di cambio effettivo nominale.



Fonte: EcoWin

La domanda d'obbligo è se si tratti di (1) un'evoluzione transitoria oppure di (2) un'inversione di tendenza destinata a durare nel tempo (almeno per tutto il 2009) ed eventualmente con l'inaugurazione di nuovi minimi sotto quelli del 2008. Propendiamo per la prima ipotesi.

Infatti, a scatenare con il FOMC questa violenta e generalizzata correzione, è stata la decisione della Fed di anticipare, rispetto alle attese, l'avvio della fase di acquisto di *Treasuries*, di cui aveva soltanto prospettato la possibilità, senza lasciar intendere di aver fretta di ricorrere anche a questo mezzo. Chiaramente un'espansione quantitativa dell'offerta di liquidità in dollari ne riduce il valore, quindi la reazione di generalizzato deprezzamento è normale. Ad amplificarlo può avere contribuito la percezione che se la Fed non ha indugiato oltre è perché il quadro economico-finanziario degli Stati Uniti si è deteriorato ulteriormente – pur essendo state avviate già da tempo molteplici iniziative sul fronte della politica monetaria e di quella fiscale per contrastare la crisi. Se così fosse veramente, la nostra idea, come sostenevamo ai tempi dello scoppio della seconda crisi nell'estate 2008, è che, anche questa volta, non possono non risentirne negativamente anche le altre principali economie, con in più l'aggravante che in un contesto di recessione mondiale nessuna di esse può permettersi un apprezzamento ulteriore e protratto rispetto a quello (eccessivo anche in termini assoluti) registrato post-FOMC.

Inoltre, la prospettiva di altri acquisti di *Treasuries* da parte della Fed genera attese di calo dei rendimenti il che, se si accompagna ad altre iniziative (v. ultimo piano di salvataggio del sistema finanziario proposto dal Segretario del Tesoro Geithner, v. tentativi di soluzione del caso AIG, etc.) volte a ricreare un clima di fiducia può agevolare l'afflusso di capitale estero. La (ripresa e la) continuità degli acquisti di *assets* USA da parte degli investitori esteri, istituzionali e non, è di fondamentale importanza per la tenuta del dollaro.

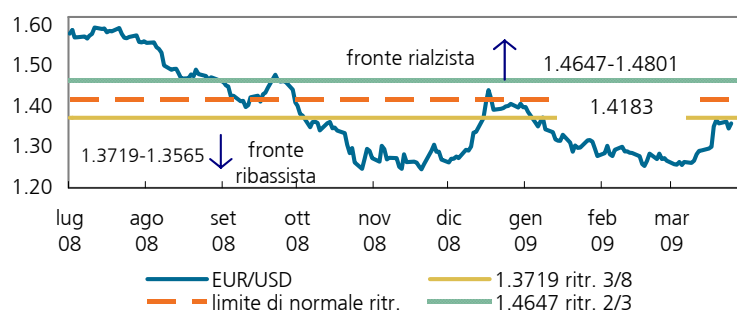
Possiamo anche affermare che la divisa statunitense abbia perso il proprio primato rispetto ad alcuni anni fa, ma questo non implica necessariamente che sia stata rimpiazzata da un'altra valuta. Una transizione è in corso da almeno tre anni, quando la Cina ha abolito il *peg* bilaterale con il dollaro agganciando la propria divisa a un *basket* di valute (luglio 2005). Inoltre, in linea anche con le nostre previsioni di ripresa della crescita USA nel 2010, dopo la contrazione di

quest'anno (v. scheda "Stati Uniti"), sia in termini numerici che di qualità della stessa (orientamento decrescente al consumo, e propensione crescente al risparmio), i primi a lasciarsi il peggio alle spalle potrebbero essere proprio gli Stati Uniti e questo sarebbe uno degli elementi a favore del dollaro. Un altro è il ridursi del disavanzo di parte corrente, associato all'aumento della propensione al risparmio. Inoltre, è possibile che anche altri vadano seguendo sempre più l'esempio USA, sia coloro che già hanno iniziato ad acquistare titoli di debito pubblico domestico (BoJ e BoE) ma anche coloro che parrebbero più restii (BCE), anche se bisogna dire che recentemente vari esponenti BCE, compreso Trichet, hanno espresso disponibilità a utilizzare strumenti non ortodossi di politica monetaria. In tal caso i rapporti tra valute andrebbero riequilibrandosi "automaticamente" tornando verso i livelli pre-FOMC.

Riteniamo, quindi, che il recente strappo ribassista post-FOMC del dollaro sia al più precursore di una fase di vulnerabilità moderata del dollaro, e comunque di una fase passeggera di breve o brevissimo termine, non destinata a riportarlo verso i minimi del 2008. Già nel 2° trimestre potrebbe rialzare la testa, per poi gradualmente rientrare al di sotto dei massimi pre-FOMC fra il 3° e il 4° trimestre, ma mantenendosi in media su livelli più elevati rispetto al 2008.

EURO

L'euro ha inaugurato il 2009 replicando, in formato ridotto, quanto aveva già fatto nei tre mesi tra luglio e ottobre 2008: allora era sceso dal suo massimo storico di 1,6038 EUR/USD il 15 luglio a un minimo di 1,2328 il 28 ottobre. In un lasso di tempo solo di poco inferiore ha replicato lo stesso movimento da quota 1,4055 di inizio anno fino a un minimo di 1,2455 il 4 marzo 2009. Qui stava partendo una fase laterale quando all'improvviso, **sull'annuncio dell'ultimo FOMC, il cambio ha messo a segno uno scatto rialzista inerpicandosi da 1,2984 a 1,3517 in un solo giorno**. Il giorno successivo il movimento si è esteso fino a 1,3737 e da lì a oggi il cambio è andato assestandosi all'interno dell'area 1,34-1,37.



Fonte: EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Come spiegato ampiamente sopra, nel paragrafo dedicato al dollaro, questa *spike* dell'euro è imputabile esclusivamente al FOMC, non deriva da fattori di forza propria dell'euro, si è trattato di un movimento (deprezzamento violento e) generalizzato di dollaro.

Dal punto di vista dell'analisi tecnica il movimento è rimasto comunque finora contenuto all'interno del fronte ribassista che si chiude con il corridoio 1,3565-1,3719. La soglia di 1,3719 è stata lesa più volte ma solo a livello *intra-day*, non è stata sfondata. In ogni caso la reazione rialzista sarebbe giustificabile tecnicamente fino a 1,4183 che è il limite di "normale" ritracciamento – senza compromettere (a meno che non cambi lo scenario economico-finanziario) la possibilità di successivo rientro a 1,30 e sotto, eventualmente verso 1,25-1,23 (come avvenne anche a dicembre, v. fig.). Invece, il fronte rialzista vero e proprio - quello che potrebbe riaprire il varco verso i massimi storici dell'anno scorso a 1,50-1,60 – resta distante perchè si inaugurerebbe solo una volta sfondato in senso proprio il corridoio 1,4647-1,4801.

Anche dal punto di vista dei fondamentali vi sarebbe ancora spazio per provare a rientrare almeno nella fascia 1,30-1,25 entro una finestra temporale che non dovrebbe protrarsi oltre il trimestre. Perché, mentre i primi effetti del pacchetto di stimolo fiscale si farebbero sentire già a partire dal 2° trimestre favorendo la crescita, nell'area euro, invece, si starebbe ancora ultimando il processo di allentamento monetario consistente certamente in un'ulteriore riduzione dei tassi ma verosimilmente anche nel ricorso a strumenti non ortodossi di politica monetaria. Sotto tale ipotesi l'assestamento dei rapporti di cambio tra tali valute (euro e dollaro *in primis*) verrebbe agevolato quasi meccanicamente. Nello stesso lasso di tempo, probabilmente più nella prima parte dell'orizzonte considerato, il quadro economico-finanziario dell'area euro non mostrerebbe, invece, ancora segnali di miglioramento e recentemente hanno cominciato a circolare notizie relative al rischio che le trimestrali delle aziende europee, in pubblicazione a partire da aprile e relative al 1° trimestre, potrebbero rivelare brutte sorprese. Senza tenere conto poi dell'ancora non risolta questione della stabilità del sistema bancario dell'Europa Centro-orientale, verso cui le banche di alcuni paesi dell'area euro sarebbero esposti e dei problemi stessi di grave deterioramento dei conti pubblici di alcuni paesi della stessa area euro, soprattutto a seguito delle manovre fiscali varate per far fronte alla crisi. Si tratta di un insieme di fattori che giustificerebbe un arretramento dell'euro verso i valori suddetti.

Solo successivamente nel corso del 2° semestre ed entrando nel 2010 il cambio andrebbe gradualmente riprendendo quota verso 1,35-1,40, principalmente perché allungandosi l'orizzonte temporale si porrebbe il problema di trovare di nuovo come finanziare l'esplosivo disavanzo pubblico USA – una voragine apertasi con i pacchetti di stimolo fiscale varati dall'amministrazione americana. Sull'orizzonte annuale o poco più (entro il due-anni), nonostante il problema del grave deficit fiscale USA, si fa fatica a ipotizzare un ritorno dell'euro verso 1,60, perché, stante il nostro scenario centrale sui tassi Fed e BCE, nel 2010 la crescita USA si riprenderebbe decisamente più dell'area euro rispetto al baratro in cui entrambe si ritrovano nel 2009. E, infatti, il nostro modello basato sui rendimenti a breve europei e statunitensi, nonché contemporaneamente sugli indici PMI e ISM manifatturieri in quanto proxy anticipatori dei rispettivi ritmi di crescita, proietterebbe a livello di *fair value* di equilibrio statico, senza utilizzare la componente di aggiustamento dinamico, valori del cambio compresi tra 1,38 e 1,28 da qui a fine 2010. Pur ammettendo possibili fasi di *overshooting* del cambio come se ne sono avute in passato, in assenza di *shock* esogeni "nuovi", i massimi storici dell'euro raggiunti nell'estate 2008 sembrerebbero dunque alle spalle, e il futuro prossimo del dollaro, pur essendogli precluso il ritorno ai fasti di un certo passato, gli permetterebbe di navigare su livelli più elevati rispetto a quelli degli ultimissimi anni, senza dover passare nuovamente per i minimi del 2008.

STERLINA

Similmente all'euro anche la sterlina ha mantenuto nel 1° trimestre del 2009 la tendenza ribassista – seppure più "schiacciata" – intrapresa dai massimi di luglio 2008 a quota 2,00 GBP/USD fino a scendere a un minimo di 1,3498 il 23 gennaio quasi replicato (1,3653) l'11 marzo. La discesa è stata agevolata dal mix di politiche economiche espansive messe in atto per affrontare la crisi (v. Scheda Paese "Regno Unito"): generoso pacchetto di stimolo fiscale da una parte e una politica monetaria che ha visto i tassi venire ridotti di 450pb tra ottobre e marzo portando il *bank rate* ai minimi storici di 0,50% e avviando il *quantitative easing* con l'inserimento a marzo del piano di acquisto di *gilts* da parte della *Bank of England* (BoE) da spalmarci su più mesi e con modalità rivedibili a seconda delle necessità.

Inizialmente la BoE aveva accolto favorevolmente il deprezzamento del cambio, vedendo in esso la possibilità di favorire le esportazioni e per questa via ridurre l'entità della recessione attesa. Il 24 marzo però sono usciti i dati di inflazione, che hanno sorpreso verso l'alto perché hanno mostrato un incremento del tendenziale di febbraio dal 3,0% al 3,2% ovvero al di sopra del

limite massimo della banda obiettivo ($2\% \pm 1\%$), il che ha fatto partire la lettera di giustificazioni da parte di Mervyn King al Cancelliere dello Scacchiere Darling, dove è stato spiegato che trattasi di una situazione del tutto occasionale e che la tendenza dei prossimi mesi sarà discendente. Il governatore della BoE, King, ha dichiarato che a far inaspettatamente risalire l'inflazione potrebbe aver contribuito il precedente deprezzamento della sterlina. Questo potrebbe ridurne il *downside* in generale ma non dovrebbe essere sufficiente a evitare che a breve e comunque entro il 2° trimestre la sterlina possa passare nuovamente in prossimità dei minimi recenti tra 1,40 e 1,35 GBP/USD (non escludibile a priori, ma in tal caso si tratterebbe di una fugace *spike*, un'incursione tra 1,35 e 1,30) e verso 0,95-0,98 EUR/GBP (anche qui non escludibile a priori, ma si tratterebbe di una fugace *spike*, un'incursione in un intorno della parità). Infatti, tra 1° e 2° trimestre si attende l'uscita di dati molto negativi, è ancora il periodo più a rischio sia a livello macro sia per quanto riguarda la pubblicazione delle trimestrali aziendali da aprile in poi relative al 1° trimestre.

Successivamente, nella seconda metà dell'anno, potrebbe partire un graduale recupero, soprattutto contro dollaro (avendo anche la BoE tassi leggermente più alti della Fed) e forse un po' meno, invece, contro euro (dato che la BCE dovrebbe mantenere i tassi comunque più alti rispetto alla BoE). Sostanzialmente su un orizzonte annuale e oltre (entro il 2010) il recupero contro euro rispetto ai livelli correnti o agli eventuali nuovi minimi a breve prospettati sopra dovrebbe procedere con un certa regolare continuità anche perché è possibile che la combinazione tassi d'interesse/crescita attesi nel 2010 dopo la recessione comune del 2009 torni a essere più favorevole per il Regno Unito che per l'area euro (v. previsioni nostro scenario centrale su scheda "area euro" e scheda "Regno Unito"). Inoltre, nel corso del 2009 non appare molto probabile (se non al massimo come toccata e fuga) che si vadano a esplorare nuovi massimi o minimi rispetto ai record (relativi o assoluti) registrati nel 2008 (ovvero sopra quota 2,00 GBP/USD o sopra quota 1,00 EUR/GBP).

YEN

Dopo l'ondata di *risk aversion* che, innescata dalla crisi finanziaria, ha condotto lo yen dai minimi a quota 110 fino a massimi abbandonati nel lontano 1995 (14 anni fa!) a quota 87 USD/JPY, il 1° trimestre del 2009 ha rappresentato la fase del "giusto ritorno" verso quota 100 USD/JPY suggerendo la direzione per i prossimi mesi. Infatti, buona parte dei *carry trades* sullo yen dovrebbero ormai essere stati smontati, per cui solo tassi elevati o buoni fondamentali potrebbero consentire, per il prosieguo dell'anno un ulteriore apprezzamento della divisa nipponica. Invece, i tassi, a 0,10%, sono tornati a essere i più bassi di tutti anche se seguiti questa volta a breve distanza da Stati Uniti e Svizzera entrambi a 0,25%. E, inoltre, l'economia giapponese si trova di nuovo in recessione/deflazione con la peculiarità però che proprio l'apprezzamento dello yen è significativamente responsabile del deterioramento delle condizioni di crescita: due terzi circa della contrazione del 4° trimestre del 2008 sono, infatti, imputabili al contributo negativo del canale estero. Dopo aver sfiorato quota 100 USD/JPY ai primi di marzo il cambio dovrebbe tendere a stabilizzarsi all'interno di una fascia più debole centrata sul *range* 100-105 USD/JPY tra il 2° e il 3° trimestre, sia perché non vi sono più le condizioni esterne (flussi legati all'impennata della *risk aversion* ovvero smantellamento di *carry trades*) che lo possano sostenere automaticamente sia perché gli stessi fondamentali domestici, sia in termini assoluti, sia in termini relativi rispetto alle altre principali aree economiche, suggeriscono un indebolimento del cambio.

Appare poco probabile che la BoJ si trovi a dover seguire l'esempio della SNB (banca centrale svizzera) che oltre a tagliare i tassi a livelli quasi giapponesi (0,25%) è recentemente intervenuta sui mercati valutari per indebolire il franco svizzero. L'economia elvetica è, infatti, attesa anch'essa in recessione quest'anno, e dato che trattasi di una piccola economia le cui esportazioni sono perlopiù rivolte all'area euro, siccome il franco nell'ultimo mese stava "divergendo", ovvero stava andando apprezzandosi contro euro, l'intervento della SNB

effettuato a quota 1,47 EUR/CHF fino a riportare il cambio a un soffio da 1,55 EUR/CHF può ritenersi appropriato. Diverso è il caso dello yen, che, invece, nello stesso lasso di tempo stava già rientrando autonomamente verso livelli meno sbilanciati (e in deprezzamento) fino a sfiorare proprio in quei giorni quota 100 USD/JPY. E dunque la BoJ non dovrebbe trovarsi costretta a intervenire direttamente sui mercati valutari vendendo yen e acquistando di contro dollari ed eventualmente euro, come aveva paventato mesi fa di essere disposta a fare in caso di necessità – ovvero probabilmente se il cambio avesse avvicinato e/o superato (verso il basso) quota 80 USD/JPY.

Il rischio che eventualmente potrebbe porsi rispetto al nostro scenario centrale è che si inneschi una nuova ondata di *risk aversion* molto elevata a seguito di un'eventuale tornata di trimestrali aziendali relative al 1° trimestre del 2009 (in uscita da aprile in poi) molto peggiori delle attese. In tal caso, infatti, è possibile che lo yen, mentre la Fed procede con l'acquisto di *Treasuries*, si rafforzi di nuovo. Ma questo non dovrebbe comportare una modifica del nostro profilo previsivo, bensì eventualmente solo una dilazione temporale – probabilmente nemmeno ampia, ma concentrabile in poche settimane – della fase acuta di debolezza dello yen (la transizione attraverso la fascia 100-105 USD/JPY). Successivamente, tra fine 2009 e inizio 2010, con l'avvio della ripresa globale, lo yen dovrebbe re-immettersi sul proprio sentiero di equilibrio di lungo periodo, che secondo le stime basate sui differenziali di tasso/rendimento, il principale *driver* di lungo termine del cambio dello yen, si collocherebbe su quell'orizzonte temporale in un intorno di 95 USD/JPY.

Intesa Sanpaolo Servizio Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice		
Tel. 02 879+(6) – 02 8021 + (3)		
Macroeconomic & Fixed Income Research		
Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
Fixed Income Strategist		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
Macroeconomia		
Anna Maria Grimaldi	62118	anna.grimaldi@intesasnpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
Commodities		
Enrico Bernini	62057	enrico.bernini@intesasnpaolo.com
Research Assistant		
Serena Fumagalli	62118	serena.fumagalli@intesasnpaolo.com
Simonetta Melotto	62102	simonetta.melotto@intesasnpaolo.com
International Economics		
Economista Macro - Asia Emergenti		
Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasnpaolo.com

Appendice

Certificazione degli analisti

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

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

Comunicazioni specifiche:

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

Comunicazioni importanti

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

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

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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

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

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

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

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

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

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

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

Per i soggetti residenti in Italia: il presente documento è distribuito esclusivamente a 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.