

Scenario Macroeconomico

Servizio Studi

Settembre 2007

Scenario Macroeconomico

Settembre 2007

La grande siccità	3
Il prezzo del greggio tocca nuovi massimi	7
Metalli industriali: pronti per un trend rialzista?	10
Stati Uniti: una <i>roadmap</i> per la recessione?	14
Fed: un intervento aggressivo per limitare i danni della crisi del credito	21
Area euro: la crisi accelererà il ritorno al trend. BCE in vedetta	24
Regno Unito: fondamentali positivi, ma scenario tassi più incerto dopo il caso Northern Rock	31
L'Asia	32
Giappone: il calo del PIL in 2007.T2 manterrà ferma la BoJ per il resto del 2007	32
Cina: Crisi? Quale crisi?	37
Mercati valutari: un trimestre da dimenticare per il dollaro, non ancora fuori pericolo	42

La grande siccità

Luca Mezzomo

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com

La rivalutazione del rischio con cui era iniziata l'estate si è ormai trasformata in una vera e propria crisi finanziaria. Le insolvenze sui mutui *subprime* americani hanno messo in difficoltà gli operatori specializzati e bloccato il mercato del credito – e non solo quello dei titoli garantiti da portafogli di mutui. Da qui è partito il secondo livello della crisi, con il blocco dei rinnovi della carta commerciale a breve termine e, quindi, la crisi di due banche tedesche. Nella terza fase, le preoccupazioni per il rischio di liquidità e per il rischio di controparte hanno portato al blocco del mercato monetario e all'aprirsi di una voragine fra i tassi di mercato e i tassi ufficiali. Ciò ha spianato la strada alla quarta fase della crisi: quella costituita dall'emergere di problemi di liquidità presso le banche più dipendenti dal ricorso all'interbancario e culminata nella clamorosa corsa ai depositi che nel Regno Unito ha colpito Northern Rock. L'eccesso di liquidità che nel recente passato aveva compresso i premi al rischio si è improvvisamente prosciugato di fronte al balzo della domanda precauzionale degli operatori finanziari.

**L'impatto
macroeconomico della
crisi finanziaria è tuttora
incerto**

Per il momento, gli effetti reali più visibili della turbolenza sono rappresentati dalla riaccelerazione della crisi immobiliare americana, anche per la drastica ristrutturazione a cui l'industria del credito ipotecario è ora sottoposta. Tuttavia, è improbabile che le conseguenze si fermino qui: quanto accaduto equivale infatti a un'articolata restrizione delle condizioni finanziarie, imperniata su aumento dei tassi di mercato a breve termine, esplosione dei premi per il rischio di credito, chiusura dell'accesso al mercato per gli emittenti di basso rating, calo dei corsi azionari; fattori a cui potrebbe aggiungersi una potenziale restrizione dell'accesso al credito bancario per effetto anche dell'aumento della domanda di riserve da parte delle banche. Tutti assieme, questi fattori possono, se persistenti, penalizzare la crescita dei consumi e degli investimenti anche senza dover ipotizzare improbabili fallimenti a catena di operatori bancari. Purtroppo sussistono almeno due limiti a una valutazione macroeconomica delle conseguenze: in primo luogo, si possono soltanto fare ipotesi sulla durata e sull'estensione della crisi nelle sue varie diramazioni, poiché il clima di fiducia può cambiare repentinamente; inoltre, a questo stadio non siamo in grado di stimare gli effetti se non per alcune componenti legate al costo del credito e alla dinamica di cambi e indici azionari.

La crescita economica per area geografica

	2004	2005	2006	2007	2008
Stati Uniti	3.6	3.1	2.9	2.0	2.2
Giappone	2.7	1.9	2.2	1.9	1.8
Area Euro	1.8	1.6	2.9	2.6	2.1
Europa Orientale	6.8	5.6	6.2	6.6	5.7
America Latina	5.8	4.4	5.6	4.9	4.1
OPEC	7.8	6.9	6.2	5.5	4.4
Asia orientale	7.8	8.2	8.3	8.5	8.1
Africa	4.6	4.6	6.0	5.5	5.3
Crescita mondiale	4.9	4.7	5.3	5.2	4.9

Variazioni medie annue.

**Limite le proiezioni di
crescita 2008**

Con queste avvertenze, che implicano un aumento dell'incertezza sulle stime, le proiezioni sulla crescita economica sono state liminate per tutte le principali macroaree. La revisione è di circa due decimi per gli Stati Uniti e di altrettanto per

l'eurozona. La limatura relativamente modesta tiene conto degli interventi di sostegno alla liquidità effettuati in tutto il mondo, nonché di un allentamento compensativo della politica monetaria consistente in 75pb di taglio dei tassi negli Stati Uniti e nella rinuncia a ulteriore restrizione da parte di BCE e Banca d'Inghilterra. Ciò porta i tassi di crescita attesi nel 2008 rispettivamente al 2,2 e al 2,1% negli Stati Uniti e nell'eurozona.

I nodi che rimangono da sciogliere sono molteplici. In primo luogo, il persistente blocco della circolazione della base monetaria potrebbe alla lunga generare nuove crisi di liquidità o -meno drammaticamente- frenare l'espansione del credito più della norma. Ciò è più probabile dove la raccolta diretta strutturalmente non ha tenuto il passo con l'espansione degli impieghi. Tale rischio può tuttavia essere controllato mantenendo il mercato monetario ben approvvigionato - come BCE, Fed ed ora anche la Banca d'Inghilterra stanno facendo - e tale orientamento alla lunga dovrebbe anche consentire un riassorbimento delle tensioni. Un secondo problema può essere costituito dalla sottovalutazione dell'impatto sui consumi delle famiglie della restrizione creditizia in corso - in particolare negli Stati Uniti, dove è alimentata da un aumento non transitorio delle sofferenze e dal ridimensionamento dell'industria dei mutui. Terzo, potremmo sottovalutare la debolezza del dollaro e, quindi, le ricadute del rallentamento economico sull'economia europea: la combinazione rappresentata da tassi in calo, forte disavanzo esterno e inceppamento dei mercati può infatti rendere più difficoltoso il finanziamento con capitali privati del deficit di parte corrente. Quarto, è incerto quanto un maggior ricorso all'autofinanziamento potrà supplire alla minore disponibilità di credito, e quindi quanto impatterà sulla spesa in conto capitale.

L'economia mondiale affronta questa situazione delicata in una posizione relativamente favorevole, caratterizzata da espansione della domanda interna forte nei paesi emergenti dell'Asia e marginalmente superiore alla media in Europa. Ovviamente né l'Asia né l'Europa sono isolate dagli shock che colpiscono la domanda interna americana, ma sarebbe necessaria una revisione ben più drastica delle stime di crescita per gli Stati Uniti, o uno shock domestico non previsto, perché il rispettivo scenario economico sia modificato in modo significativo.

Il quadro per area in sintesi

Area Euro

Rialzo dei tassi, rallentamento americano e crisi finanziaria stanno abbassando la crescita del Pil, che sarà in linea con il trend già a cavallo del nuovo anno. Tuttavia, il ciclo europeo è meno maturo e complessivamente meno dipendente da quello americano che in passato. Se l'apprezzamento del cambio in area 1,40 si confermasse un fenomeno di breve durata, dovrebbe avere ripercussioni limitate sulle esportazioni in quanto parzialmente compensato dallo sviluppo strutturale dei flussi di vendita verso l'Asia, in particolare di beni capitali. Inoltre, l'eurozona non presenta squilibri paragonabili a quelli americani: il settore delle famiglie presenta un carico di debito in rapporto al reddito disponibile più basso e l'eurozona non ha sperimentato un'erosione degli standard creditizi paragonabile a quella americana; inoltre, il settore immobiliare è sotto limitata pressione, con rischi circoscritti a pochi paesi.

L'impatto maggiore della crisi sulla crescita dovrebbe aversi tramite un rallentamento del credito al settore privato. I mercati hanno *de facto* attuato una restrizione monetaria aggiuntiva rispetto a quella della BCE, rendendo inutile un nuovo intervento da parte della banca centrale. **Nel complesso, il nostro scenario centrale limita a 0,2-0,3% l'impatto degli eventi degli ultimi mesi sull'economia Europea. Rivediamo quindi le stime di crescita per il 2008 al**

2,1% da un precedente 2,3%. Il rallentamento più marcato e più rapido di quanto previsto tre mesi fa contribuirà a contenere le pressioni domestiche sulla dinamica dei prezzi al consumo, ma **permangono rischi verso l'alto per la stabilità dei prezzi**, con pressioni in particolare da alimentari freschi ed energia. La BCE ha riconosciuto tra la sue responsabilità l'ordinato funzionamento dei mercati finanziari ma anche specificato che tale obiettivo di breve termine deve essere raggiunto tramite l'uso di strumenti appositi, operazioni di mercato aperto, e per ogni livello dei tassi ufficiali. Mentre la decisione di variare il *refi* dipende dalla valutazione dei rischi per lo scenario macro e quindi della stabilità dei prezzi nel medio periodo. A settembre in assenza delle anomalie sul mercato monetario la valutazione dei rischi avrebbe condotto a un rialzo di 25 bp, come la BCE aveva ampiamente preannunciato. Quanto più a lungo persiste la crisi, tanto più si riduce lo spazio per un rialzo al 425% del *refi*: lo scenario più probabile diventa perciò il permanere di tassi al 4% per un prolungato periodo di tempo, associato a un *tightening bias*. Anche se la crisi dovesse persistere un taglio dei tassi non si renderebbe necessario se non in uno scenario di rischio in cui la crescita si abbassi inaspettatamente all'1,5% nella prima parte del 2008 per cause non transitorie.

Stati Uniti

La Fed è intervenuta aggressivamente tagliando i tassi di 50 pb il 18 settembre per "prevenire alcuni degli effetti avversi sull'economia nel suo complesso" derivanti dalla restrizione del credito. Il comunicato sottolinea l'aumento di incertezza, ma si astiene dall'indicare un *easing bias* chiaro come veniva invece fatto con il comunicato del 17 agosto. È probabile che ci sia **ancora un taglio di 25 pb a ottobre**. Il sentiero dei tassi dipenderà poi dalla ripresa del funzionamento dei mercati finanziari e dalle indicazioni dei dati nei prossimi mesi. L'utilizzo aggressivo della leva dei tassi per prevenire le correzioni nell'economia reale segnala che gli interventi necessari a stabilizzare la crescita intorno al potenziale potrebbero essere più limitati di quanto scontato dal mercato.

Sul fronte macroeconomico non ci sono motivi per attendersi una riaccelerazione dell'economia. Al contrario, è probabile che si osservino ulteriori cali nella vendita e costruzione di immobili residenziali, il peggioramento dei principali indicatori di fiducia delle famiglie ed imprese, una stagnazione degli ordinativi industriali, il deterioramento del mercato del lavoro. A breve termine, la performance dei consumi sarà probabilmente penalizzata anche dall'andamento dei prezzi dei carburanti. Nello scenario centrale, il sostegno dato dalla domanda estera, i buoni livelli di redditività delle imprese e il calo dei tassi reali di interesse dovrebbero però contenere il **rallentamento economico**, portando a una crescita media annua appena superiore al 2,0%, livello comunque coerente con un aumento del tasso di disoccupazione.

Asia

In **Giappone**, i dati del PIL di 2007.T2 hanno evidenziato un calo degli investimenti e portato a una contrazione del PIL su base trimestrale. La previsione di crescita per il 2007 viene così rivista verso il basso (all'1,9%), con un effetto quasi impercettibile sul 2008 (previsione per il 2008 invariata a 1,8%). Le dimissioni del primo ministro, la turbolenza dei mercati e la revisione verso il basso della crescita del secondo trimestre, insieme al persistere di un'inflazione marginalmente negativa, indurranno la BoJ a mantenere fermi i tassi per il resto del 2007. Per un eventuale prossimo rialzo, la banca centrale aspetterà che la turbolenza dei mercati finanziari sia finita e che ci siano segnali chiari di ripresa della crescita degli investimenti. Pertanto, modifichiamo la previsione del sentiero dei tassi di intervento: i tassi resteranno fermi almeno fino a dopo la pubblicazione del PIL 2007.T3 (a metà novembre). La prossima mossa sui tassi sarà comunque verso l'alto e potrebbe avvenire nel primo trimestre 2008.

La **Cina** non condivide i problemi determinati dalla turbolenza dei mercati finanziari dei paesi industrializzati. Ancora una volta rivediamo verso l'alto le previsioni di crescita: nel 2007 il PIL dovrebbe crescere dell'11,8% e rallentare solo marginalmente all'11,3% nel 2008. La banca centrale ha nuovamente introdotto misure restrittive sui tassi e sul coefficiente di riserva, dopo la pubblicazione dei dati congiunturali di agosto che hanno mostrato un aumento dell'inflazione al 6,5%, dovuto in gran parte ai rincari del comparto alimentare (+18,2% a/a) e la totale assenza di rallentamento della domanda (investimenti fissi, +26,7% a/a e vendite al dettaglio, +17% a/a): Nei prossimi mesi **ci saranno altri interventi restrittivi mirati a far rallentare la crescita.**

Proiezioni sui prezzi delle materie prime

	2004	2005	2006	2007	2008
Petrolio (Brent, \$/barile)	38.3	54.4	65.4	67.8	66.0
	+32.7	+42.1	+20.1	+3.7	-2.7
Materie prime escl. combustibili (1990=100)	122.5	135.1	173.5	198.9	191.2
	+18.5	+10.2	+28.4	+14.7	-3.9
Metalli (1990=100)	134.0	169.3	265.1	326.5	306.3
	+36.2	+26.4	+56.5	+23.2	-6.2
Agricole (1990=100)	105.9	107.6	118.4	130.2	130.3
	+5.5	+1.6	+10.1	+9.9	+0.1

Livelli e variazioni medie annue

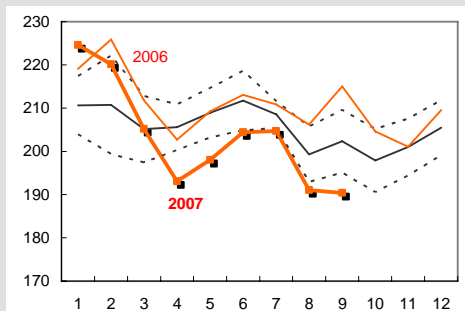
Il prezzo del greggio tocca nuovi massimi

Il prezzo del greggio continua a sorprendere verso l'alto. Mentre l'OPEC ha fatto una concessione alzando le quote di produzione alla riunione di settembre, il prezzo del WTI Cushing e il Brent viaggiano vicini agli \$80. Alcune organizzazioni internazionali e analisti sospettano che, nonostante il rialzo della produzione, i flussi di petrolio non siano sufficientemente forti per soddisfare l'aumento previsto della domanda nell'emisfero boreale. Altri ritengono che il rallentamento negli Stati Uniti inciderà intensamente anche sul mercato del petrolio. Ci aspettiamo una graduale discesa dei prezzi dagli attuali livelli elevati per il resto dell'anno, con una volatilità attesa alta.

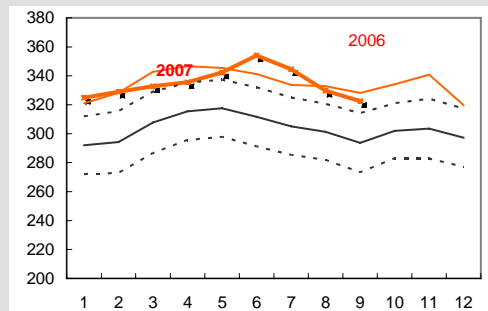
L'OPEC ha sorpreso gli analisti alla riunione di settembre con la decisione di aumentare la produzione di 500.000 barili al giorno, a 27,2 mln bpd, per la prima volta in più di un anno. Il rialzo entrerà in vigore a novembre. Comunque, il target originale di 26,71 mln non è stato precisamente rispettato dai membri dell'OPEC (i dati più recenti sulla produzione mostravano un flusso in eccesso di 900.000 bpd sopra quel target). La decisione di aumentare le quote ufficialmente è stata presa per rispondere ai timori legati ai prezzi elevati del petrolio e al loro effetto sul rallentamento economico mondiale. Per di più, si temeva un surriscaldamento dei mercati già sotto pressione (come, per esempio, il mercato statunitense dei prodotti petroliferi raffinati). La continua discesa contro-stagionale del livello delle scorte e le aspettative di picchi elevati di domanda di petrolio per riscaldamento nell'emisfero boreale ha spinto l'Arabia Saudita ad esercitare pressioni per un rialzo delle quote (attualmente l'Arabia Saudita è l'unico paese OPEC con un eccesso misurabile di capacità produttiva). Altri membri del cartello erano preoccupati che un aumento della produzione, unito alla crisi dei mutui *subprime* e alla fine imminente del periodo estivo (stagione di forte consumo di benzina negli USA), potrebbe condurre ad una grave flessione nelle quotazioni del mercato petrolifero. L'aumento modesto (e un po' ritardato) delle quote può essere considerato come un compromesso fra le due posizioni distinte all'interno dell'OPEC.

A dispetto del rialzo delle quote di produzione, i principali benchmark del greggio hanno raggiunto nuovi livelli record, sostenuti dalla speculazione che la crescita della domanda possa comunque sorpassare la produzione. Il WTI Cushing è andato oltre il livello psicologico di \$80, un livello più alto di quello di inizio anno approssimativamente di un terzo, ed è ridisceso dal tale soglia solo perché si sono moderati i timori legati al potenziale effetto dell'uragano Humberto. Intanto il Brent è salito ad un massimo locale di \$79,7. L'impennata è dovuta in parte al fatto che sia l'IEA sia il DOE prevedono ancora una discesa veloce nella copertura della domanda nei prossimi mesi (i dati più recenti del governo americano sembrano essere in linea con questa *view*). D'altronde, dati OPEC sui piani d'investimento "upstream" indicano aumenti nella capacità produttiva in qualche paese nel breve termine. Comunque il disaccordo fra l'OPEC (che tende ad avere previsioni più conservative) e le agenzie gestite dai paesi consumatori (che prevedono spesso una domanda maggiore) è diventato meno profondo nei giorni passati. L'OPEC ha moderato i toni aggressivi e parla un po' di meno di strozzature, tensioni geopolitiche e attività speculativa dei fondi. Il cartello dei produttori ha fatto un gesto conciliatorio ammettendo che le condizioni del mercato erano strette, ma questo ha indotto speculazioni che ci possa essere uno squilibrio ancora più grave fra offerta e domanda. Onde alleviare le preoccupazioni del mercato (e per ridurre la differenza che esiste sulla carta fra la propria previsione della domanda e il target di offerta dell'OPEC), l'IEA ha tagliato la previsione del fabbisogno per i prossimi due anni e ha anche ridotto la propria previsione di "call on OPEC". Questa *view* un po' più cauta riflette le crescenti preoccupazioni legate agli effetti secondari della crisi *subprime* sulla crescita economica. Ciò nonostante, il cambiamento di previsione è marginale e ci fa pensare che la domanda possa comunque superare l'offerta.

Scorte della benzina negli Stati Uniti
(mln di barili)



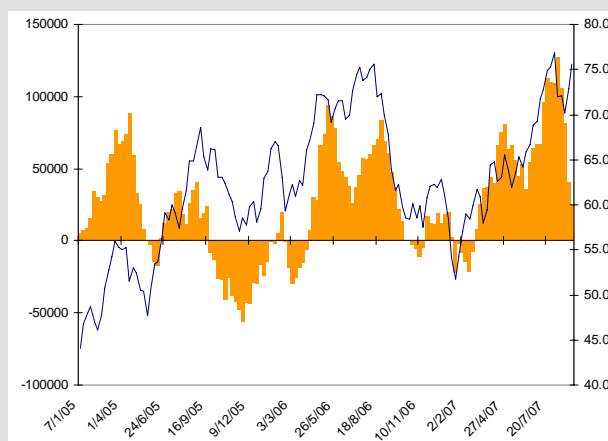
Scorte del greggio negli Stati Uniti
(mln di barili)



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EIA. Le linee tratteggiate rappresentano ± 1 deviazione standard dalla media del mese (linea continua)

In linea con la previsione che avevamo formulato nello scorso rapporto sul mercato petrolifero, i prezzi del greggio sono tornati sui massimi visti a metà estate, anche se il ritracciamento è ora in ritardo rispetto alle attese. Il Servizio Studi di Intesa Sanpaolo ha rivisto verso l'alto la previsione del prezzo del petrolio, portando la media di settembre a \$75. In seguito, ci aspettiamo prezzi sopra \$68 durante il resto dell'anno, con una volatilità elevata e un sentiero discendente meno ripido nei prossimi mesi. Secondo le nostre previsioni, il prezzo toccherà il minimo a marzo 2008. La persistenza dei prezzi elevati è dovuta a vari fattori, compresa la riluttanza dell'OPEC ad alzare generosamente le quote (l'OPEC ritiene che il livello della produzione sia "comodo" e molti membri opponevano anche lo scorso rialzo), la discesa contro-stagionale del livello delle scorte nel terzo trimestre (peggiorata dalla chiusura di una centrale atomica in Giappone), l'impennata imminente della domanda per riscaldamento nell'emisfero boreale e il livello di posizioni nette in futures NYMEX (basso, che mostra che il mercato non è troppo teso). Il recente passaggio del mercato da una situazione di contango a una di backwardation è invece un'arma a doppio taglio: da un lato, scoraggia l'accumulo di scorte, ma dall'altro lato (insieme ai crack spread bassi), riduce la domanda di greggio. Rischi verso il basso alla nostra previsione sono un rallentamento globale più drastico del previsto (che potrebbe impattare negativamente sulla domanda di petrolio) e ulteriori rialzi (anche se improbabili) della produzione OPEC nel breve termine. Nelle condizioni attuali non prevediamo interruzioni gravi dovute a rischi meteorologici o geopolitici. Anche se prevediamo prezzi elevati per i benchmark del greggio per il resto dell'anno, presto i prezzi alla pompa dovrebbero scendere in linea con il trend stagionale e poi riprendere a salire nella primavera del 2008.

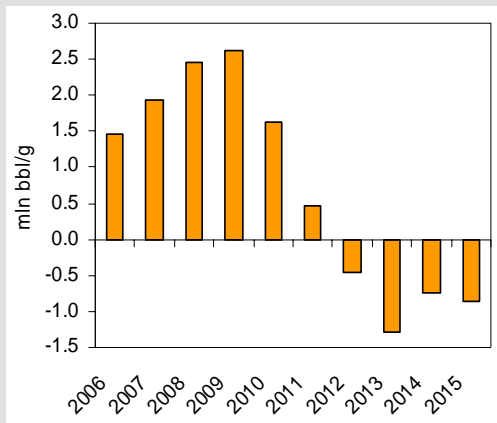
Prezzo del petrolio e posizioni speculative nette



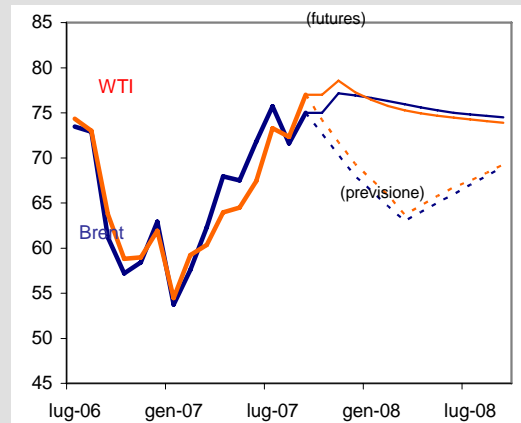
Nonostante tutti i timori legati a un contagio che possa originare dalla crisi subprime, bisogna tenere a mente che il rapporto fra la crescita del PIL e la domanda di petrolio non è sempre ben determinato. Benché ci sia una proporzionalità diretta fra le due variabili nella maggior parte dei casi, la relazione comunque non è lineare (cioè, per una certa accelerazione nella crescita del PIL, l'aumento nella domanda di petrolio potrebbe essere maggiore oppure minore della variazione della crescita del PIL). Se la domanda di petrolio dovesse subire un calo, non se ne potrebbe attribuire la colpa solo alla crisi subprime. Preoccupazioni legate al rallentamento generale dell'economia americana sono emerse già a inizio agosto quando l'espansione nel settore dei servizi si stava moderando e rallentava la creazione di posti di lavoro. Tuttavia, è stato l'effetto della crisi subprime a causare la correzione nei mercati finanziari, impattando così anche i futures sul petrolio (le posizioni totali nette sono scese e il volume degli *open interest* è sceso durante le prime settimane della crisi). Sono state le aspettative di un rallentamento economico generalizzato che hanno spinto gli analisti a prevedere prezzi del petrolio in calo per il trimestre in corso (riteniamo comunque che i prezzi fluttueranno su livelli storicamente alti). Anche il mercato dei futures incorpora un calo (anche se molto graduale) nel prezzo in Q42007. La curva attuale dei futures WTI NYMEX (un risultato del cambiamento da contango a backwardation) dovrebbe continuare a frenare l'accumulo degli stoccaggi, rendendo così il mercato più vulnerabile a interruzioni potenziali nell'offerta.

Crescita attesa della capacità estrattiva

(Le previsioni che riferiscono al futuro lontano sono meno affidabili)



Prezzo del petrolio, medie mensili



Nel medio termine (nel 2009), il rischio elevato di un indebolimento della crescita del PIL mondiale e la spinta verso l'alto alla capacità produttiva OPEC e non-OPEC potrebbe temporaneamente spingere i prezzi su livelli più bassi. Comunque, nel lungo termine, i prezzi del greggio e dei prodotti raffinati dovrebbero trarre supporto dal settore automobilistico (e, in particolare, dalla motorizzazione intensa che sta avvenendo nei paesi in via di sviluppo) e da un'offerta non-OPEC più contenuta. La IEA, il DOE e l'OPEC condividono questa *view*.

(Gyorgy Barta)

Metalli industriali: pronti per un trend rialzista?

Da tempo gli analisti sono **molto positivi sulle prospettive di lungo termine dei metalli industriali**, con raccomandazioni di acquisto sulle scadenze più lontane delle curve dei futures. Le ragioni dietro questo ottimismo sui prezzi nel medio termine sono diverse, e ci limitiamo a elencare le principali: la continua **forza della domanda globale** (dovuta soprattutto alle necessità di materie prime delle economie emergenti), il potenziale freno all'offerta derivante dai conflitti di lavoro (così come la ridotta disponibilità a investire in aree a rischio), il potenziale trasferimento a valle sui metalli degli elevati costi degli input energetici, l'eccesso di domanda di lavoro nelle zone in cui si trovano gli stabilimenti estrattivi e le fonderie, il probabile aumento dei costi di produzione (dovuto a input di qualità decrescente e a cambiamenti di regime fiscale sfavorevoli). Infine, il recente allentamento delle condizioni monetarie avvenuto negli USA può far presagire una domanda persistentemente forte per i metalli industriali anche in quell'area dell'economia mondiale.

I metalli industriali, data la loro forte correlazione con alcuni dei principali indici azionari (come per esempio l'S&P 500), sono la categoria che ha sofferto di più per via della debolezza registrata dai mercati dall'inizio della crisi sui mercati finanziari. Quindi non sorprende che la peggior performance in termini di prezzo nell'ultimo mese sia stata registrata proprio da questo sotto-segmento delle commodities. La loro pessima performance è avvenuta dopo alcuni mesi in cui l'equilibrio fra domanda e offerta era stato sotto pressione e aveva causato un aumento dei prezzi dei metalli base. Per trarre vantaggio dalle attuali condizioni nel settore dei metalli industriali, molti agenti sul mercato aprono posizioni corte sul tratto breve della curva dei futures, a fronte di posizioni lunghe sui contratti più lontani. La curva si sta appiattendendo per via dell'ondata di vendite osservata sul tratto breve e dell'apprezzamento del tratto lungo (quindi lo spread fra contratti lontani e vicini si è ridotto considerevolmente).

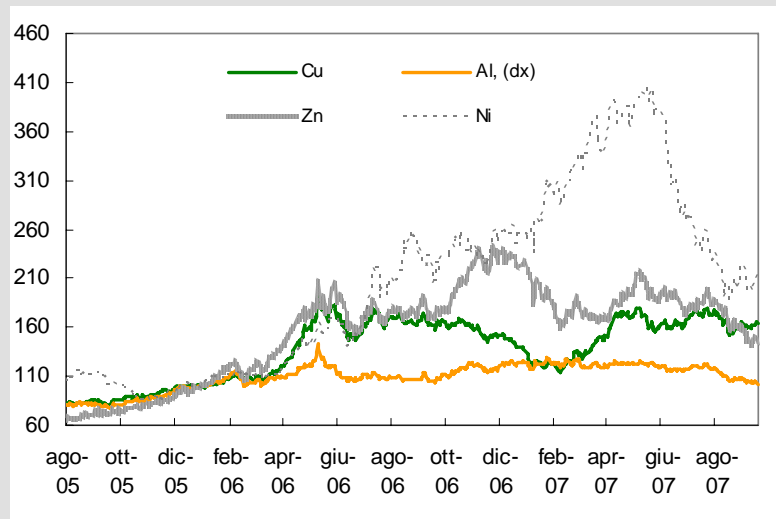
Al di là dei suggerimenti di trading di breve termine, resta piuttosto difficile prevedere l'andamento dei prezzi dei metalli industriali su un orizzonte più lungo. Per anni le previsioni degli analisti hanno ininterrottamente ipotizzato prezzi inferiori rispetto a quelli poi effettivamente osservati. I metalli, come per esempio il rame, hanno sorpreso con shock di prezzo positivi nel contesto bullish che ha caratterizzato il settore. Previsioni disattese sono state una caratteristica del mercato delle commodities in generale, non solo di quello dei metalli base. Se il trend continuerà, possiamo immaginare che qualsiasi previsione corrente possa di nuovo dimostrarsi troppo conservativa. Tuttavia, la curva forward può offrire un'indicazione utile per quello che ci si può aspettare, soprattutto nel breve termine. Dato che il greggio e/o i distillati sono input essenziali in molti processi di fusione usati per creare i metalli industriali, l'attuale appiattimento delle principali curve future sui benchmark del petrolio può dare un'indicazione di quello che potrebbe succedere alle curve relative ai metalli (e questo è anche il motivo per cui prevale un approccio bullish ai futures più lontani sui metalli). Crediamo che i metalli industriali continueranno a rimanere su quotazioni elevate per vari motivi:

- Anche i metalli base sono fortemente influenzati dalla crescita strutturale della domanda cinese.
- La robusta performance dei prezzi dei metalli industriali può essere attribuita anche ai recenti conflitti di lavoro osservati in alcuni settori (come la produzione di rame), alla scarsità di lavoratori qualificati nelle aree in cui le società estrattive hanno i loro impianti (e quindi un aumento del costo del lavoro che può essere poi trasferito a valle) e la qualità decrescente delle materie prime estratte dalle riserve esistenti (l'utilizzo come input di minerale di minor qualità fa aumentare i costi di produzione). Come abbiamo già indicato, anche l'aumento dei prezzi energetici si ripercuote sui prezzi di produzione (specialmente per via dell'ampio ammontare di calore necessario per la conversione degli input grezzi in metalli commerciabili o in prodotti semi-finiti).
- A queste pressioni verso l'alto sui prezzi si aggiungono i costi crescenti di operare in aree più rischiose, come alcuni paesi africani che non offrono garanzie per la sicurezza e la protezione delle attività delle società minerarie internazionali. Infine, ma non da ultimo, gli aumenti di imposta, l'eliminazione di alcuni sussidi e l'aumento delle tariffe attuati recentemente da alcuni paesi

produttori (soprattutto in Cina) hanno avuto il loro effetto e dovrebbero determinare un aumento dei costi unitari.

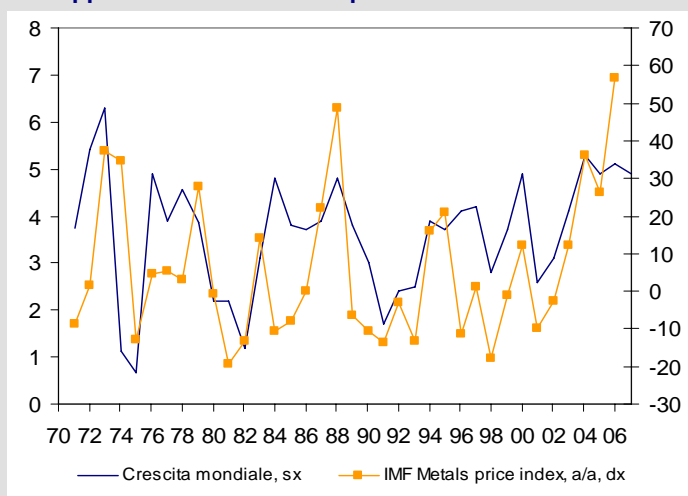
Oltre al loro effetto di trasferimento immediato sui prezzi, costi di produzione più alti significano anche maggiore selettività da parte delle società estrattive nella scelta dei progetti. La crescente scarsità di opportunità di investimento appetibili può scoraggiare gli investimenti di capitale nell'attività estrattiva nonostante i prezzi di mercato più elevati. Così, a sua volta, può generare un problema di squilibrio fra domanda e offerta nel lungo periodo (i mercati dei metalli sono già sotto pressione e quindi più vulnerabili a aumenti inattesi della domanda e a rallentamenti imprevedibili dell'offerta). Alcuni squilibri esistono già, dato l'insufficiente investimento che si osserva in paesi come la Cina, dove la domanda è stata regolarmente sottostimata (conseguenza delle regolari sottostime della crescita del PIL). Alla luce di tutti i fattori che segnalano pressioni verso l'alto sui prezzi, siamo convinti che l'attuale mercato positivo per le commodities è basato su fattori strutturali, e non soltanto temporanei. Se questo è vero, si può prevedere un livello dei prezzi dei metalli industriali generalmente più alto nei prossimi anni.

Andamento del prezzo spot sul LME (prezzo Bid)

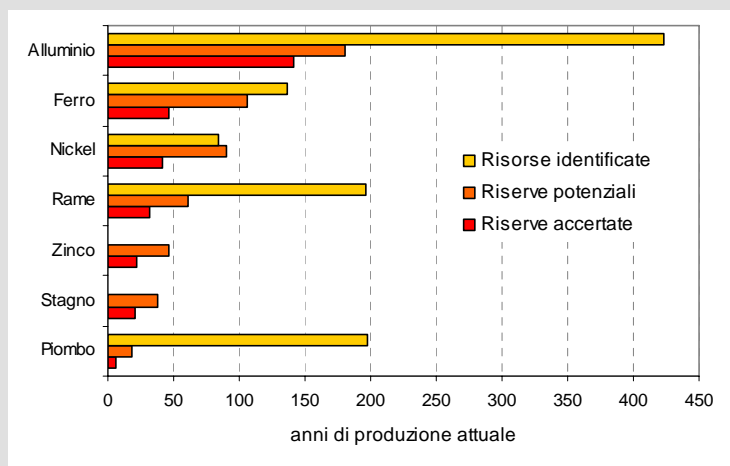


Prima di passare ai dettagli relativi ai singoli metalli industriali, è opportuno analizzare i potenziali effetti delle crisi creditizia di agosto sulla futura performance delle commodities. Una conseguenza diretta e tangibile è stato l'emergere di timori che un potenziale rallentamento globale potrebbe riverberarsi negativamente sull'intera asset class (incluso l'insieme dei metalli industriali). Un effetto indiretto potrebbe derivare dalla reazione della Federal Reserve alla crisi subprime. In genere è necessario un ciclo di tagli dei tassi per far ripartire un'economia, ma un'economia che abbia bisogno di tale stimolo è di solito anche caratterizzata da una domanda di metalli più debole (per esempio, un collasso del mercato immobiliare determina un basso livello di attività nel settore delle costruzioni residenziali e ciò implica una domanda significativamente inferiore per alcuni metalli industriali, come il rame). Tuttavia, il recente (e inatteso) taglio dei fed funds di 50 pb ha dato una forte spinta ai prezzi dei metalli base (in particolare al rame) nell'aspettativa che la domanda per questi materiali possa aumentare in misura significativa. Anche senza il taglio dei tassi, riteniamo che la crescita cinese (e degli altri paesi emergenti) avrebbe potuto compensare il calo della domanda di commodities in altre aree, poiché la crescita nelle economie emergenti non dovrebbe essere influenzata in modo drastico dai problemi negli Stati Uniti. Più precisamente, stimiamo la crescita mondiale al 4,7% (contro il 4,9% del 2007), con un'espansione del 5,9% per i paesi in via di sviluppo (2007: 6,4%).

Rapporto fra la crescita e i prezzi dei metalli industriali



Risorse e riserve dei metalli industriali



Alluminio

L'alluminio, fra i metalli industriali, è rimasto quello con la più bassa volatilità di prezzo (che implica che l'alluminio non ha beneficiato dei bull run osservati per gli altri metalli). Come è avvenuto per gli altri metalli industriali, l'alluminio ha risentito degli effetti negativi della crisi subprime (gli investitori istituzionali hanno ridotto la loro esposizione nell'aspettativa di un possibile rallentamento della crescita e quindi della domanda di materie prime). L'alluminio recentemente è stato scambiato su prezzi relativamente bassi, in parte per via di scorte elevate sul LME. Analogamente a quanto avvenuto per altri minerali di questo tipo, fluttuazioni della domanda cinese sono un fattore decisivo. Un cambiamento significativo si può già vedere all'orizzonte: la Cina è stata un colosso delle esportazioni di alluminio, grazie all'immensa capacità produttiva delle fonderie che ha ereditato da anni di governi motivati dall'espansione dell'industria pesante. Gli anni di eccesso di offerta, tuttavia, potrebbero essere finiti, anche questa volta per motivi politici: il governo attuale si propone di modificare la composizione delle esportazioni cinesi, con una maggiore enfasi sui servizi e sui beni di consumo per uso finale, in modo da ridurre l'utilizzo delle limitate risorse energetiche del paese. A questo scopo, il governo centrale ha imposto nuove tasse e tariffe (e eliminato sussidi) sui produttori di alluminio. Con il graduale calo delle esportazioni nette di alluminio cinese, il paese potrebbe, nel giro di qualche anno, diventare un importatore netto di questo minerale. Per quanto riguarda i recenti sviluppi dei prezzi, il prezzo dell'alluminio è aumentato dell'1,3% dopo il taglio di 50 pb negli Stati Uniti, non riuscendo così a replicare gli aumenti di prezzo ben più ampi degli altri metalli.

Rame

Come abbiamo discusso sopra, interruzioni dal lato dell'offerta (dovute soprattutto a conflitti di lavoro e difficoltà tecniche in vari stabilimenti, come per esempio le miniere in Perù) hanno contribuito a ridurre ulteriormente un livello di scorte già basso. Come per tutti gli altri metalli industriali, è ragionevole prevedere un elevato ritmo di crescita della domanda di rame (derivante da una domanda in forte espansione nei paesi emergenti). La scarsa offerta del materiale grezzo implica che le raffinerie debbano contenere i propri margini, riducendo gli incentivi a produrre. Di nuovo, questo potrebbe portare a pressioni verso l'alto sui prezzi, insieme al rapido aumento delle importazioni cinesi di rame (la bilancia commerciale cinese di rame è negativa, con il deficit più ampio fra tutti i metalli industriali, perchè il rame è usato nelle reti elettriche che si stanno rapidamente espandendo nel paese). Per quanto riguarda i recenti sviluppi dei prezzi, il rame in consegna a novembre sul Shanghai Futures Exchange è aumentato del 2% arrivando a 67000 yuan/mt il 19 settembre. Anche il rame sul LME in consegna a tre mesi è aumentato di circa il 2% a \$7760/t lo stesso giorno (l'aumento del prezzo è stato fortemente influenzato dal taglio dei tassi della Federal Reserve).

Nickel

Negli ultimi mesi si è vista una performance piuttosto modesta del prezzo del nickel, con il mercato su posizioni corte. La debolezza del nickel è attribuibile alla crescente importanza delle sue alternative industriali e dal rallentamento degli ordini in arrivo per la produzione di acciaio inossidabile (i produttori di acciaio sono in una fase di riduzione delle scorte, determinata dal calo del valore dei magazzini). Tuttavia la domanda cinese di nickel rimane sempre sostenuta, in linea con la domanda di altri metalli industriali. Come per lo scenario di prezzo del nickel, sono in atto due fattori: da una parte, i bassi livelli di scorte dovrebbero prima o poi dare di nuovo sostegno ai prezzi. Dall'altra, sono in corso alcuni progetti di investimento, che dovrebbero iniziare a influenzare positivamente l'offerta di nickel, con potenziali effetti negativi sul prezzo.

Dopo un periodo di scambi appena al di sopra del livello di \$30000 all'inizio dell'estate, che è generalmente un periodo di domanda debole per questo metallo, il prezzo del nickel è ora in un processo di normalizzazione, con un ritorno degli acquisti sul mercato. L'aumento dei prezzi verso il livello di 32200\$/t a metà settembre suggerisce che adesso il mercato ritiene probabile una ripresa della produzione di acciaio inossidabile, che potrebbe sostenere la domanda di nickel.

Zinco

L'equilibrio domanda/offerta è determinante per la performance di prezzo dello zinco: l'estrazione mineraria è stata inferiore alle aspettative e il proseguimento di una domanda forte dovrebbe migliorare lo scenario del quarto trimestre (le scorte sui vari mercati ufficiali nel mondo sono su livelli bassi, in linea con l'andamento stagionale). Nel giro di un anno, l'attesa espansione della capacità produttiva (in gran parte dovuta a una maggiore produzione cinese) e il calo della domanda dal Nord America dovrebbero essere compensati dal continuo aumento della domanda cinese, derivante in gran parte dal settore manifatturiero. Sul fronte dei recenti sviluppi di prezzo, lo zinco ha seguito e si è apprezzato in modo analogo a quanto visto per gli altri metalli industriali (dopo la mossa della Fed, il prezzo dello zinco è salito del 2,2%).

(Gyorgy Barta)

Stati Uniti: una *roadmap* per la recessione?

Sergio Capaldi

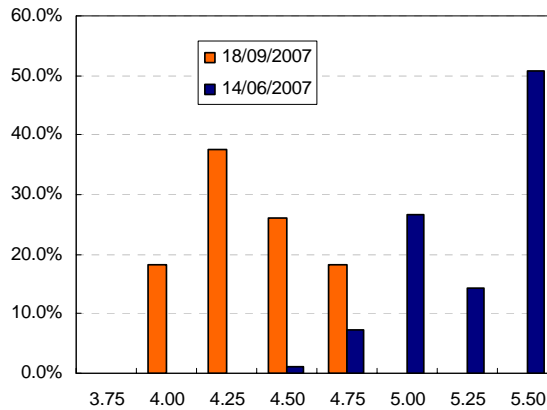
sergio.capaldi@intesasanpaolo.com

Negli ultimi mesi il tenore delle informazioni sullo stato di salute della maggiore economia mondiale ha ancora una volta ribaltato le aspettative dei mercati. Dopo che i dati del secondo trimestre avevano allontanato lo spettro della recessione ed indotto qualcuno anche a pensare alla necessità di nuovi rialzi, le informazioni sul terzo hanno fatto riaffiorare i brividi della crisi. Il *financial turmoil* prodotto dai mutui sub prime, con la restrizione creditizia che ne è seguita, giustificano una revisione al ribasso delle stime di crescita degli investimenti edili. Il calo dei prezzi immobiliari ed il forte peggioramento della dinamica occupazionale motivano un ridimensionamento anche dei consumi privati. A parziale compensazione il deprezzamento del cambio e la crescita globale ancora molto vivace sostengono la dinamica delle esportazioni in un momento in cui le importazioni soffrono del rallentamento della domanda domestica, ciò che ne risulta è un maggior contributo alla crescita del canale estero. La *bottom line* è una revisione al ribasso della crescita 2008 al +2,2%: non è ancora la previsione di una recessione ma restiamo sotto il consenso anche dopo il recente *downgrade* delle stime per il 2008.

Per ciò che riguarda il breve periodo, gli ultimi dati hanno fortemente ridimensionato le prospettive di crescita degli ultimi mesi dell'anno, mentre il trimestre in corso non dovrebbe risentire se non in modo molto modesto della crisi di liquidità che ha investito i mercati. Sul 2007.T3 tuttavia agirà l'effetto negativo del forte rallentamento occupazionale avvenuto tra giugno ed agosto. Le parole di molti autorevoli esponenti della Fed confermano la predatazione del deterioramento delle prospettive di crescita. Le prospettive macro di breve periodo sono piuttosto grigie: la crisi dei sub prime ha effetti potenzialmente recessivi sia perché avviene in una fase di rallentamento economico sia in quanto è essa stessa espressione di un affanno da parte di famiglie e consumatori americani.

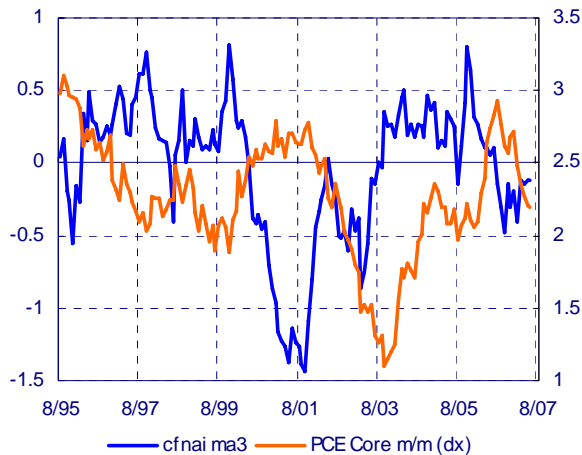
Come era naturale che accadesse la recessione del settore edile si è propagata a quel segmento del settore finanziario ad esso collegato, il credito immobiliare. Mesi di cali delle vendite di abitazioni e delle operazioni di rifinanziamento prodotto dalla stagnazione dei prezzi ed dal rialzo dei tassi di interesse hanno inciso sull'attività di intermediazione e i ricavi a questa collegati (interessi, commissioni etc.). A ciò si è aggiunto il peggioramento del merito di credito sui mutui esistenti ed i timori che molto altro ancora sia ancora da scoprire o da venire. Ai dubbi sull'effettivo danno patrimoniale prodotto dal calo dei prezzi dei titoli legati al *real estate*, il mercato ha reagito con un improvviso ed intenso aumento dell'avversione al rischio che ha penalizzato i prezzi di molte altre *asset classes*. Nell'impossibilità di discernere l'effettiva portata del problema i mercati hanno deciso che i gatti di notte sono tutti neri. Dopo qualche giorno di forti tensioni le banche centrali sono corse ai ripari provvedendo ad immettere abbondanti dosi di liquidità nel tentativo di estinguere un focolaio di crisi dagli effetti potenzialmente molto dannosi (si è anche parlato di un possibile *credit crunch*). Nel giro di qualche settimana i mercati hanno ritrovato una certa stabilità lasciando tuttavia sul campo una diversa sensibilità e percezione dei rischi in gioco. La valutazione del merito di credito si è fatta in generale più selettiva con l'effetto di rendere più costoso l'acquisto di fondi per banche ed imprese. Il cambiamento di atteggiamento circa il *subprime issue* si è anche immediatamente riflesso sulle aspettative di politica monetaria. Attualmente le opzioni sui *futures* dei *fed funds* scontano con una probabilità superiore all'80% tassi al 4,5% o inferiori entro la fine dell'anno.

**Probabilità implicite nelle opzioni sul
FOMC dell'11 dicembre 2007**

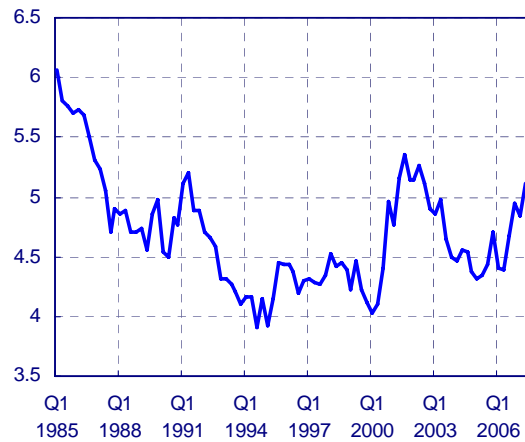


Tutto ciò è avvenuto in un momento in cui dopo mesi di dati fortemente negativi erano emersi nel quadro macro alcuni segnali di recupero (ISM, occupazione, ordini di durevoli) tali che le aspettative di mercato di un primo taglio si erano prima spostate verso *meeting* più distanti nel tempo per poi scomparire del tutto. In quel preciso istante la doccia fredda rappresentata dalla crisi di fiducia e di liquidità ha interrotto bruscamente il sonno dorato di molti "esperti" ora divenuti incredibilmente preoccupati dalla gravità della crisi. L'impatto sulle stime di mercato non si è fatto attendere, la survey condotta da Bloomberg nel corso di giugno evidenziava l'aspettativa di una accelerazione della crescita verso il potenziale nella seconda metà dell'anno e nel 2008, a distanza di pochi mesi questa previsione si è trasformata in una previsione di crescita poco superiore al 2%. Se le speranze di vedere un surriscaldamento dell'economia e delle pressioni inflative già nel corso del 2008 possono considerarsi defunte quelle di vedere una recessione sono quanto mai vive e scalcianti. Secondo una indagine svolta dalla Fed di Philadelphia tra i previsori professionali la probabilità di vedere un calo del Pil nel prossimo trimestre (2007.Q4) sono salite al 17%. In effetti se il problema dei sub prime fosse di natura squisitamente finanziaria, una iniezione selettiva di liquidità ed una regolamentazione più restrittiva potrebbero essere sufficienti a tranquillizzare i mercati. La crisi verrebbe superata lasciando operare la disciplina di mercato senza gravi strascichi sulla crescita. Sebbene non priva di alcuni elementi di verità questa lettura dimentica l'origine stessa del problema, origine piazzata all'interno del principale motore di crescita dell'economia, le famiglie americane. L'aumento delle inadempienze (*delinquency rates*) sui mutui ed il credito al consumo suggeriscono che nonostante una sostanziale tenuta del mercato del lavoro le famiglie già faticano a servire il proprio livello di debito. In quest'ottica la crisi dei sub prime è solo una manifestazione di un problema più ampio legato alla precedente sovraestensione del credito, che ora genera una crescente difficoltà a servire il debito e quindi cali dei prezzi immobiliari.

Crescita ed inflazione una relazione ancora in piedi

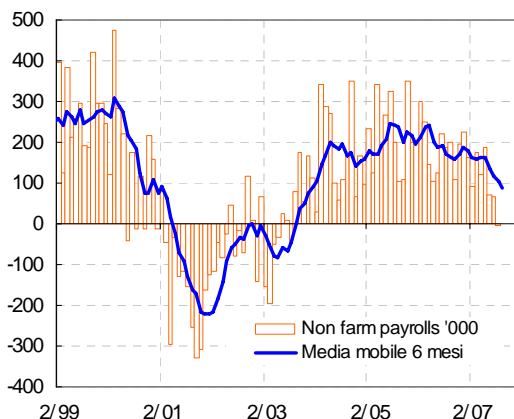


Inadempienze. Solo all'inizio se l'economia rallenta

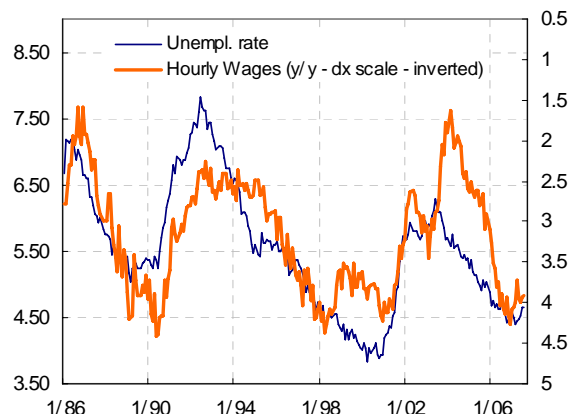


La *roadmap* di questo scenario macro nei prossimi mesi prevede un peggioramento della performance di crescita lungo queste linee: 1) ulteriori cali nella vendita e costruzione di immobili residenziali, 2) il peggioramento dei principali indicatori di fiducia delle famiglie ed imprese, 3) una stagnazione degli ordinativi industriali, 4) un deterioramento del mercato del lavoro, 5) un raffreddamento dei consumi privati e 6) un rallentamento dell'inflazione. Con tutta probabilità quest'ultimo punto ci porterà nel 2008 a riaffrontare il tema della disinflazione e dei suoi possibili rimedi. Consideriamo infatti che 1) periodi di crescita inferiori al potenziale liberano risorse produttive e spinte disinflazionistiche, 2) partiamo presumibilmente da un livello di inflazione core sotto il 2% e che quindi il raggiungimento di un livello di inflazione indesiderato, quantificabile intorno all'1%, sarebbe questione di mesi, 3) che la stabilizzazione del cambio dovrebbe raffreddare la già modesta inflazione importata dal resto del mondo. Ulteriori pressioni dovrebbero derivare dal calo delle quotazioni petrolifere rispetto ai livelli attuali.

La crescita occupazionale in *soft landing*



La dinamica salariale segnala una riduzione delle spinte inflative

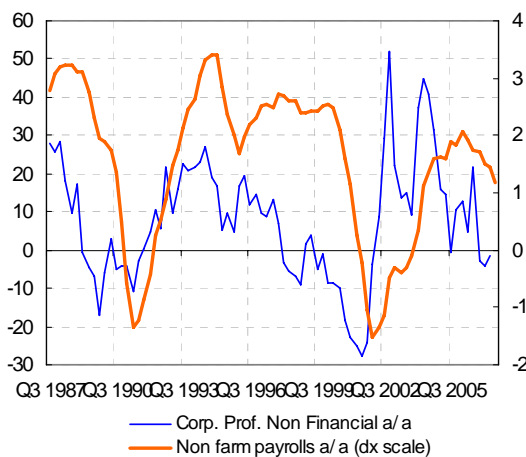


Il mercato del lavoro: la crescita occupazionale continua a rallentare. La moderazione della crescita occupazionale iniziata da oltre un anno in accordo con il rallentamento dell'economia ha sperimentato negli ultimi tre mesi un significativo

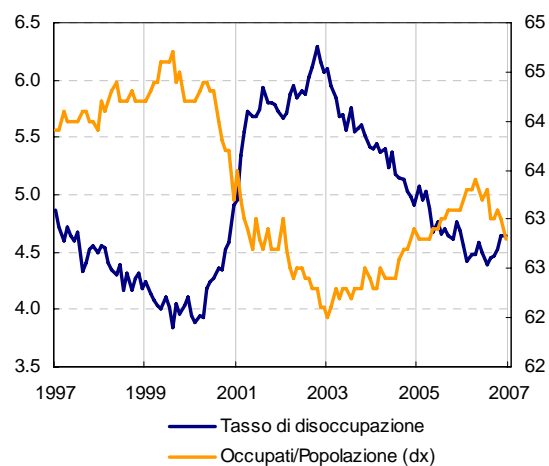
peggiore. Anche il tasso di disoccupazione dopo mesi di relativa stabilità in prossimità dei minimi ha iniziato timidamente a peggiorare risalendo al 4,6%, un valore giudicato in linea al tasso NAIRU secondo la stima degli economisti di mercato¹. La moderazione dei salari orari osservata negli ultimi mesi non sembra indicare, in effetti, un surriscaldamento del mercato del lavoro e questo confermerebbe un livello del NAIRU sostanzialmente in linea con i valori correnti.

Oltre al deciso rallentamento dei payrolls altri indicatori hanno fornito segnali poco incoraggianti. Il rapporto Popolazione/Occupati, il tasso di partecipazione, gli occupati in *part time* per debolezza dell'economia ed il calo degli indici di diffusione, solo per citarne alcuni, descrivono un punto di svolta ciclico dopo la fase di ripresa post recessiva. In particolare il rallentamento dei profitti non suggerisce un quadro di recupero dell'occupazione. Di fronte ad un calo dei profitti le imprese di norma ristrutturano e come prima cosa smettono di assumere nuovo personale, in questo senso il calo dei nuovi posti di lavoro evidenziato dalle statistiche sui *job openings* suggerisce che ci siamo già addentrati in questa prima fase.

La stagnazione dei profitti induce ristrutturazioni d'organico



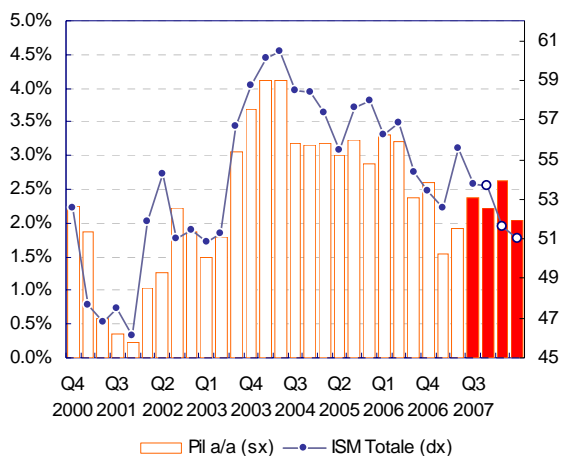
Tasso di disoccupazione. Il minimo è alle spalle



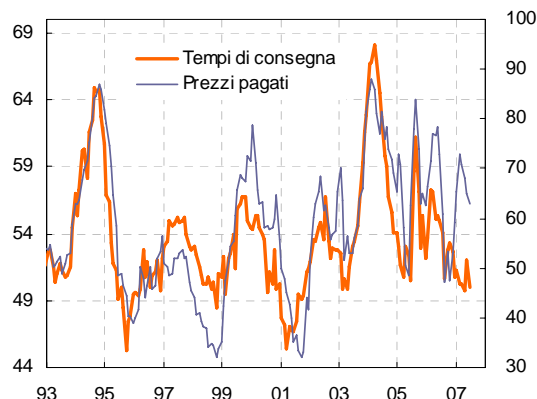
Se il rallentamento della crescita occupazionale continua a rappresentare la tendenza futura del mercato del lavoro abbiamo un quadro coerente con un rialzo significativo del tasso di disoccupazione. Considerando che abbiamo già raggiunto e superato la soglia di *break even* (150 mila nuovi occupati mensili) la velocità di risalita del tasso di disoccupazione dipenderà da quanto rapido sarà il rallentamento occupazionale dei prossimi mesi, un profilo coerente con il passo di crescita che prevediamo per la seconda metà dell'anno dovrebbe portare al 4,9% entro la fine dell'anno.

¹ I verbali del meeting di agosto del FOMC riferiscono di un abbassamento delle stime di Nairu. Pur se non a conoscenza della stima puntuale formulata dal FOMC, la mediana delle stime di mercato raccolte nello stesso periodo segnalavano un calo dello 0,3% della precedente stima (2006.Q3) fissando il Nairu al 4,65%.

Il calo delle indagini ISM ha confermato la caducità della ripresa



Il calo dei tempi di consegna indica minori pressioni sui prezzi



I consumi privati

Le indagini presso le imprese. Le ultime indagini ISM confermano la caducità della ripresa primaverile. Non solo la *survey* sul manifatturiero dimezza il recupero del 2007.T2, anche l'indagine gemella sui servizi, meno ciclica, ha mostrato di condividere la correzione del manifatturiero. Il calo degli indici ISM conferma le previsioni di crescita moderata nella seconda metà dell'anno. Aggregando le indagini ISM in base ai pesi che i due macro settori hanno nell'economia, si ricava un indice di diffusione totale a 53,7 (media del 2007.T3), valore poco superiore a quello rilevato nel 2006.T4 quando la crescita del Pil fu del 2,1% t/t (ann.). In prospettiva i rapporti scorte/produzione e ordini inevasi/scorte suggeriscono che il ciclo delle scorte dovrebbe aver esaurito la sua spinta propulsiva; le indagini svolte presso le piccole aziende indicano ulteriori e più ampi spazi di correzione nel breve periodo per gli indici ISM.

I consumi privati rappresentano l'ultimo baluardo del soft landing dell'economica americana. La forza dei consumi ha permesso sin ora di tollerare la crisi dell'edile ed il rallentamento degli investimenti industriali senza gravi ripercussioni sul resto dell'economia e sull'occupazione in particolare. La tendenza nei prossimi trimestri verrà guidata oltre che dalla crescita del reddito sempre più dalla variabili patrimoniali. Il rallentamento della ricchezza immobiliare dovuto al calo degli investimenti e dei prezzi delle case dovrebbe presto iniziare ad incidere sulla dinamica dei consumi. Il rialzo dei tassi di interesse sui mutui ipotecari e la riduzione dei margini di rivalutazione delle case dovrebbe essiccare questa fonte di liquidità delle famiglie favorendo il ritorno dei consumi su di un sentiero di crescita più ancorato alle fonti di reddito da lavoro. Il rallentamento dei consumi dovrebbe manifestarsi in modo più evidente nel 2008 a seguito anche del manifestarsi di un peggioramento del mercato del lavoro nella seconda metà del 2007 e nel 2008: il rallentamento della crescita occupazionale coniugato con la moderazione della dinamica salariale determineranno un rallentamento del reddito disponibile indebolendo ulteriormente la dinamica dei consumi.

Nel breve periodo le prospettive di crescita dei consumi sono fortemente condizionate dal comportamento del prezzo della benzina. Il rincaro estivo delle quotazioni del greggio non si è ancora riflesso nei prezzi al dettaglio determinando una significativa compressione dei margini di utile. Il ripristino dei normali margini di raffinazione dovrebbe riportare il costo della benzina sopra i US\$ 3 al gallone ed indebolire il potere d'acquisto delle famiglie. Inoltre i dati sui consumi privati di luglio pur essendo molto positivi potrebbero non riflettere la

reale forza dei consumi nel terzo trimestre, il rallentamento della dinamica occupazionale avvenuto tra giugno ed agosto ed il peggioramento della fiducia dei consumatori potrebbero aver già inciso negativamente sulla spesa delle famiglie di agosto e settembre. In questo senso **la nostra previsione (+2,7% t/t) presenta alcuni rischi verso il basso.**

Gli investimenti industriali

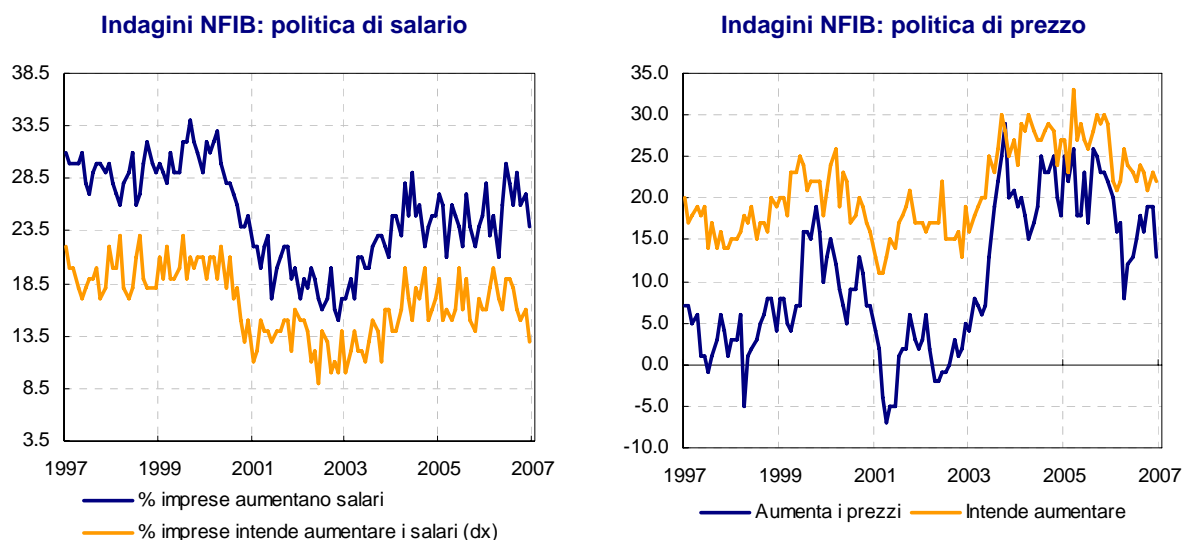
Il ristagno degli ordinativi di beni capitali e della spesa in costruzioni non residenziali hanno reso più fosche anche le prospettive degli investimenti industriali. L'andamento dei profitti ed il calo della domanda di prestiti bancari rende improbabile una loro accelerazione. I profitti incidono sulla dinamica degli investimenti in due modi. Il primo è finanziario, fornendo cioè i mezzi economici per i nuovi investimenti direttamente dall'interno. Il secondo è economico, i profitti correnti danno una idea della produttività del capitale e come tali sono informativi nelle decisioni di investimento. Al di là di come la si voglia spiegare la stagnazione dei profitti avrà l'effetto di moderare la crescita degli investimenti da un lato e dall'altro di incidere sulla crescita occupazionale impegnando le imprese in una fase di ristrutturazione.

L'edilizia residenziale

L'edilizia residenziale continua ad essere, per il momento, l'unico settore dell'economia americana in aperta recessione. Dopo che qualche segnale di stabilizzazione aveva indotto a credere che il settore avesse ormai toccato il fondo, i nuovi cali delle vendite, del numero di nuovi cantieri e della fiducia dei costruttori hanno allontanato il punto di svolta per l'immobiliare. Il contributo alla crescita continuerà ad essere negativo nei prossimi trimestri. Occorre mettere in evidenza che sebbene il settore edile potrebbe completare l'aggiustamento nel 2008 i suoi effetti sul resto dell'economia potrebbero aver solo iniziato a prendere presa. Dopo anni di abbondante disponibilità finanziaria prodotta dall'estrazione di valore dalla ricchezza immobiliare, nel 2007 si assiste ad un sostanziale inaridimento di questa fonte di reddito. Questo effetto colpirà i consumi nel medio periodo in modo più evidente nel corso del 2008 in corrispondenza di una maggiore debolezza del mercato del lavoro e dei redditi personali.

L'inflazione

A dispetto del recente rincaro energetico, la dinamica dei prezzi al consumo ha consolidato una moderata tendenza al rallentamento nel corso dell'anno. Al netto di alimentari ed energia l'inflazione si è riportata al 2,1% a/a ad agosto il valore più basso dal settembre 2005 e sembra destinata a scendere sotto il 2% nei primi mesi del 2008 dopo circa 4 anni di oscillazioni sopra questa soglia. Il calo dell'inflazione dovrebbe favorire il ridimensionamento delle aspettative di medio periodo (Univ. del Michigan) stabili intorno al 3,0% dal 2005. In prospettiva la diminuzione della percentuale di utilizzo delle risorse produttive dovrebbe favorire un ulteriore rallentamento dei prezzi al consumo. Il calo dei tempi di consegna evidenziato dalla indagini ISM conferma indirettamente il progressivo scemare delle pressioni inflative. L'aumento del tasso di disoccupazione su livelli ritenuti coerenti con la stabilità dei salari ed il recupero della produttività dovuta alle ristrutturazioni aziendali dovrebbero indurre il rallentamento del costo del lavoro per unità di prodotto ed anche per questa via favorire il rallentamento dei prezzi core.



Conclusioni

Lo scenario macroeconomico si ingarbuglia grazie alla crisi dei mutui. Sullo sfondo di una economia già in rallentamento la crisi potrebbe accelerare in maniera indesiderata il raffreddamento della maggiore economia del mondo. Il nostro scenario prevede una crescita moderata (sub potenziale) nel corso della seconda metà dell'anno e nel prossimo. Crescita sufficiente a produrre un progressivo deterioramento dei principali indicatori occupazionali. L'estensione del periodo di crescita sub potenziale e la stagnazione dei profitti domestici porteranno ad un incremento del tasso di disoccupazione e ad un rallentamento della dinamica dei salari e dei consumi. **L'assenza di segnali di stabilizzazione dal settore edile e la propagazione ad altri capitoli di domanda giustificano una revisione al ribasso della crescita 2008 di circa lo 0,3 al 2,2% a/a.** Difficile dire oggi, con tutte le incertezze dello scenario macro, se ai timori dell'inflazione seguiranno quelli della disinflazione quel che è certo è che ne risentiremo parlare.

Previsioni – Stati Uniti

	2006	2007	2008	2006		2007				2008	
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (US\$ 1996,a/a)	2.9	2.0	2.2	2.4	2.6	1.5	1.9	2.4	2.2	2.6	2.0
- trim./trim. annualizzato				1.1	2.1	0.6	4.0	2.8	1.5	2.2	1.7
Consumi privati	3.1	2.9	2.3	2.8	3.9	3.7	1.4	2.7	1.6	2.5	2.5
IPL - privati non residenziali	6.6	4.1	3.8	5.1	-1.4	2.1	11.1	6.3	1.5	3.3	2.2
IPL - privati residenziali	-4.6	-14.7	-5.9	-20.4	-17.2	-16.3	-11.6	-11.0	-7.0	-5.9	-3.9
Consumi e inv. pubblici	1.8	1.6	1.4	0.8	3.5	-0.5	4.1	0.9	1.2	1.2	1.3
Esportazioni	8.4	6.8	7.1	5.8	14.3	1.1	7.6	8.1	7.6	7.1	6.2
Importazioni	5.9	2.3	3.9	5.4	1.6	3.9	-3.2	5.3	3.8	3.6	3.7
Var. scorte (contrib., % Pil)	0.1	-0.3	0.0	0.0	-0.3	-0.2	0.0	0.1	0.0	0.0	-0.1
Partite correnti (% Pil)	-6.2	-5.5	-4.9	-6.6	-5.7	-5.8	-5.7	-5.5	-5.3	-5.0	-4.9
Deficit Federale (% Pil)	-1.6	-1.8	-2.4								
Debito pubblico (% Pil)	62.7	64.1	65.5								
CPI (a/a)	3.2	2.8	2.1	3.4	2.0	2.4	2.7	2.5	3.6	2.9	1.7
Produzione Industriale	4.0	2.1	2.3	4.0	-1.5	1.1	3.4	3.9	2.4	2.6	1.3
Disoccupazione (%)	4.6	4.6	5.1	4.7	4.5	4.5	4.5	4.7	4.8	4.9	5.0
Federal Funds (%)	4.96	5.10	4.75	5.25	5.25	5.26	5.25	5.13	4.78	4.75	4.75
Tasso a 10 anni (%)	4.79	4.68	5.06	4.90	4.63	4.68	4.85	4.73	4.46	4.76	5.06
Cambio effettivo	82.5	78.8	77.8	81.7	81.6	81.9	79.3	77.3	76.8	77.5	78.0

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

Fed: un intervento aggressivo per limitare i danni della crisi del credito

Giovanna Mossetti

giovanna.mossetti@intesianpaolo.com

La Fed è intervenuta aggressivamente tagliando i tassi di 50 pb per prevenire alcuni degli effetti avversi sull'economia nel suo complesso derivanti dalla restrizione del credito. Il comunicato sottolinea l'aumento di incertezza, ma si astiene dall'indicare un *easing bias* chiaro come veniva invece fatto con il comunicato del 17 agosto. E' probabile che ci sia ancora un taglio di 25 pb a ottobre. Il sentiero dei tassi dipenderà dalla ripresa del funzionamento dei mercati finanziari e dalle indicazioni dei dati nei prossimi mesi. L'utilizzo aggressivo della leva dei tassi per prevenire le correzioni nell'economia reale segnala che gli interventi necessari a stabilizzare la crescita intorno al potenziale potrebbero essere più limitati di quanto scontato dal mercato.

Il **FOMC** ha deciso all'unanimità per un intervento aggressivo di 50 pb, portando così il tasso sui fed funds al 4,75% e il tasso di sconto al 5,25%. Il comunicato indica chiaramente la **natura preventiva** della mossa di ieri che sicuramente include un effetto "sorpresa" sui mercati e un segnale forte di presenza attiva della banca centrale. Le vicende della Bank of England insegnano che un atteggiamento rigido delle autorità monetarie può portare a sviluppi poi molto costosi, come la corsa ai depositi su Northern Rock.

Secondo il FOMC la crescita, moderata nella prima metà dell'anno, è messa a rischio dagli effetti attesi della crisi finanziaria: la restrizione delle condizioni del credito ha il potenziale di intensificare la correzione immobiliare e di contenere la crescita più in generale. La riduzione dei tassi vuole prevenire gli effetti avversi della crisi e sostenere una crescita moderata. Questa affermazione segnala che la banca centrale vorrebbe mantenere l'economia su un sentiero complessivamente non troppo diverso da quello visto nella prima metà dell'anno.

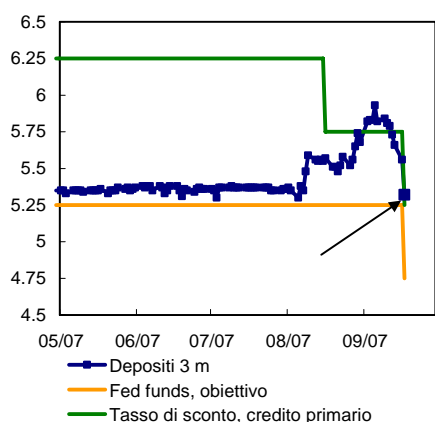
Al contrario di quanto emerso dal comunicato della riunione straordinaria del 17 agosto, questa volta **si parla di nuovo di inflazione**: i dati dell'inflazione core sono migliorati modestamente quest'anno. Tuttavia il Comitato ritiene che alcuni rischi di inflazione rimangano e continuerà a seguire gli sviluppi sul fronte dei prezzi attentamente. La valutazione dei rischi di inflazione non è ancora radicalmente diversa da quella dei comunicati pre-crisi, anche se viene omessa la frase secondo cui una moderazione sostenuta delle pressioni inflazionistiche deve ancora essere dimostrata in modo convincente. Il riferimento all'inflazione riflette sicuramente le preoccupazioni espresse da diversi presidenti di Fed regionali. Ma più in generale i timori relativi all'inflazione restano radicati negli elementi di rischio citati in primavera: prezzi delle materie prime ancora in aumento, deprezzamento del cambio e crescita potenziale più bassa per via di un rallentamento della produttività.

Cosa farà la Fed?

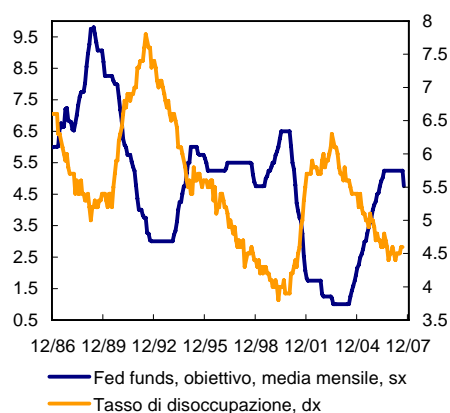
Nel comunicato l'*easing bias* non è esplicito, ed è molto ammorbidito rispetto al comunicato del 17 agosto. Allora vi era una sola indicazione di rischio, verso il basso sulla crescita (i rischi verso il basso sulla crescita sono aumentati in misura apprezzabile, senza parlare di inflazione), insieme al riconoscimento dell'accresciuta incertezza. Questa volta invece si afferma che si afferma prima che alcuni rischi sull'inflazione rimangono e poi che gli sviluppi sui mercati finanziari hanno "aumentato l'incertezza intorno allo scenario economico". I dati del prossimo mese saranno deboli e confermeranno che la correzione del settore immobiliare è stata intensificata dalla restrizione del credito. Come ha commentato Greg Ip sul WSJ, "un altro taglio è una conclusione tutt'altro che scontata.

La Fed segnala che, dopo interventi sui tassi legati ai timori degli effetti perversi della crisi finanziaria, gli sviluppi dell'economia torneranno a essere dominanti e in questo quadro l'inflazione rimane importante. I rischi sui tassi restano per un altro taglio a fine ottobre, di 25 pb. La reazione del mercato, che sui contratti della primavera ha aggiunto quasi un altro taglio (*futures* maggio a 4,06 da 4,26), sembra eccessiva. La mossa preventiva del 18 settembre rende meno probabile la necessità di interventi così ampi e prolungati sui fed funds. A meno di una revisione molto netta della crescita prevista per i prossimi trimestri (intorno all'1%) al momento sembra ragionevole aspettarsi ancora un intervento di 25 pb a fine ottobre e poi una pausa che permetta di valutare gli sviluppi dell'economia americana e di quella mondiale.

Una volta normalizzate le condizioni del credito...



...il sentiero dei tassi dipenderà ancora dal mercato del lavoro



Fonte: Ecowin

Questo scenario centrale dipende ovviamente dalla ripresa dell'operatività dei mercati finanziari e dalle condizioni del credito. Una normalizzazione del mercato del credito entro un mese o due renderebbe minore l'incertezza e limiterebbe i danni all'economia. Il modello FRB/US ²dell'economia americana stimato dalla Fed, mostra che un **taglio dei fed funds di 100 pb ha l'effetto di aumentare la crescita del PIL nel primo anno di 0,6% e nel secondo di 1,7%**. Sull'inflazione, l'effetto stimato è un rialzo rispetto allo scenario iniziale di 0,2 nel primo anno e di 0,6% nel secondo. Secondo il modello della Fed, inizialmente il calo dei tassi non viene percepito come permanente e per questo inizialmente la risposta dell'economia è ritardata. Con il passare del tempo gli agenti economici rivedono le loro previsioni incorporando il più basso costo del credito e le componenti della spesa più sensibili ai tassi aumentano (in particolare gli investimenti fissi e quelli residenziali).

In un lavoro recente³ Mishkin (Board Fed) ha analizzato il ruolo degli investimenti residenziali nella trasmissione della politica monetaria negli USA. Nell'analisi di Mishkin si osserva che gli investimenti residenziali agiscono come meccanismo di trasmissione della politica monetaria attraverso più canali rispetto a quanto

² *Aggregate Disturbances, Monetary Policy and the Macroeconomy: The FRB/US Perspective, Federal Reserve Bulletin, January 1999*

³ *F.Mishkin, Housing and the Monetary Transmission Mechanism, Finance and Economics Discussion Papers, 2007-40, Federal reserve Board, Agosto 2007*

incorporato nel modello FRB/US. Mishkin mostra che in alcuni casi correzioni ampie del mercato immobiliare possono portare a instabilità finanziaria del tipo osservato negli ultimi mesi. Il lavoro di Mishkin elabora una simulazione degli effetti di un calo dei prezzi delle case del 20% e mostra che **un intervento sui tassi preventivo**, attuato cioè non appena si manifesta lo shock e quindi prima che se ne osservino gli effetti sulle variabili reali, **sarebbe in grado di limitare in gran parte il costo in termini di crescita del PIL**. Nel caso del modello FRB/US, un taglio dei tassi di 75 pb limiterebbe la correzione della crescita del PIL a circa 0,3 pp dopo tre anni e un aumento del tasso di disoccupazione quasi impercettibile (+0,1 p dopo tre anni). Se fossero operanti tutti i canali di trasmissione per il settore immobiliare (aggiungendo cioè un effetto ricchezza e un effetto che agisce attraverso il bilancio delle famiglie a quelli inclusi nel modello FRB/US), un taglio dei tassi di 175 pb porterebbe a un costo sulla crescita di circa 0,5 pp dopo tre anni con un aumento molto limitato del tasso di disoccupazione (0,25 pp). E' probabile che uno degli argomenti a favore del taglio aggressivo del 18 settembre si trovi nell'analisi di Mishkin: un ampio taglio preventivo di fronte a una possibile ampia correzione dei prezzi delle case può evitare gran parte delle sue ripercussioni sull'economia reale.

L'analisi di Mishkin, per quanto "teorica", **insieme alle condizioni dell'economia** vigenti oggi, **aiuta a restringere l'intervallo di previsione per i tagli attesi dei fed funds**. La Fed ha recentemente abbassato la stima della **crescita potenziale** e nel comunicato del 18 settembre ha detto che il suo obiettivo è di "promuovere una crescita moderata nel tempo". Nella frase precedente si dice che nel primo semestre la crescita economica è stata moderata: si può dedurre che per moderata la Fed intenda una crescita intorno al 2,5%. Pertanto i tagli dei tassi non dovrebbero portare a una crescita nel 2008-2009 al di sopra di tale ritmo, soprattutto se si riuscirà a evitare un forte rallentamento. Inoltre, occorre considerare il livello del **tasso di disoccupazione** da cui si parte ad agosto 2007: il 4,6% rimane al di sotto di quello che oggi la Fed percepisce come il tasso di equilibrio e qualsiasi intervento sui tassi non deve portare a un ulteriore calo della disoccupazione. Infine per ora **i prezzi delle case** non sono scesi del 20% e un calo di tale entità è all'estremo più pessimistico delle stime per i prossimi anni, anche usando l'indice Case-Shiller. Per questo indice, il calo dei prezzi delle case è stato del 3,2% a/a in 2007.T2.

Dopo l'intervento del 18 settembre, la nostra previsione è che ci sia ancora un taglio a fine ottobre di 25 pb, sempre che si osservi un miglioramento del funzionamento dei mercati e non ci siano segnali di deterioramento delle condizioni del credito. L'allentamento della politica monetaria deve essere trasmesso all'economia attraverso i mercati finanziari: l'intervento della Fed più ampio di quanto atteso forse mira anche a dare uno shock positivo alla fiducia del sistema bancario che riattivi i canali di trasmissione. Su questo punto però occorrerà vedere il comportamento dei mercati nelle prossime settimane.

Un totale di 75 pb di allentamento, se i meccanismi di trasmissione delle politica monetaria tornano a funzionare con il ripristino dell'attività nel mercato monetario, dovrebbero essere sufficienti a riportare l'economia sul sentiero di crescita "moderata" desiderato dalla Fed senza generare over-shooting. Tuttavia come è stato sottolineato da tutte le banche centrali, il grado di incertezza intorno allo scenario centrale è enormemente aumentato e il sentiero della politica monetaria resta quanto mai dipendente dai dati macroeconomici e dagli sviluppi sui mercati finanziari.

Area euro: la crisi accelererà il ritorno al trend. BCE in vedetta

Limitato impatto dalla crisi per l'eurozona

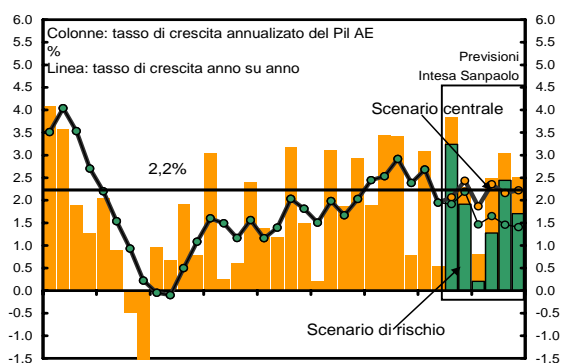
Anna Maria Grimaldi

anna.grimaldi@intesasanpaolo.com

Valutare ex ante le ripercussioni della recente crisi finanziaria sull'economia reale è operazione non facile. L'effetto dipende dalla fase ciclica in cui l'economia si trova ma anche da quanto a lungo persisterà la crisi. In complesso, riteniamo che l'impatto sull'economia area euro sarà sicuramente meno grave che negli Stati Uniti. Il nostro scenario centrale limita a 0,2-0,3% le ripercussioni della crisi sulla crescita. Sostanzialmente il Pil tornerà a viaggiare in linea con il potenziale prima del previsto. Rivediamo quindi la stima per il 2008 al 2,1% da un precedente 2,3%.

Sebbene riteniamo che l'impatto della turbolenza sui mercati dovrebbe essere limitato allo 0,2-0,3% in termini di crescita annua, non possiamo del tutto escludere una restrizione creditizia veicolata dalla pressione sulla liquidità delle banche e da un aumento dell'avversione al rischio, in particolare per gli operatori più dipendenti dal mercato interbancario per il finanziamento degli impieghi. In un tale scenario di rischio la crescita potrebbe tornare significativamente sotto potenziale il prossimo anno, calando verso l'1,5%. Ne risentirebbe in particolare la domanda interna, dal momento che condizioni al credito meno favorevoli ed il calo di morale peserebbero sulle decisioni di spesa di famiglie e imprese.

Se la crisi dovesse persistere la crescita potrebbe calare sotto il potenziale per buona parte del 2008



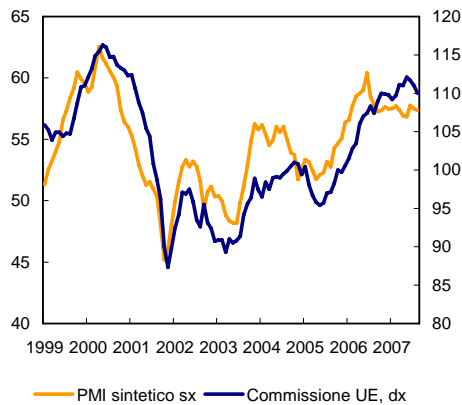
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il ciclo europeo è meno maturo di quello americano

Dopo circa cinque trimestri di espansione, l'economia area euro è entrata in primavera in una fase di normalizzazione e di graduale rallentamento verso il potenziale, mentre gli Stati Uniti sono cresciuti al di sotto o al trend per buona parte del 2006 e nella prima metà del 2007.

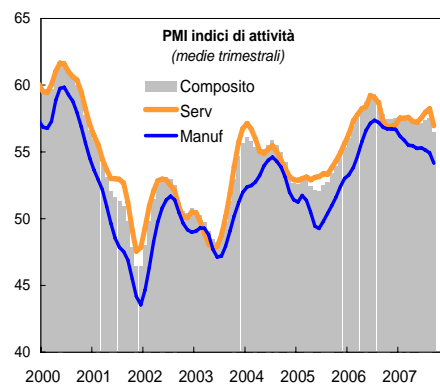
In agosto, nonostante la turbolenza sui mercati gli indici di fiducia si sono mantenuti su livelli ancora coerenti con una crescita sostenuta dell'attività. Nel manifatturiero, si è visto un calo delle attese a tre mesi che può ritenersi ancora fisiologico considerati i massimi raggiunti a inizio Primavera. Nei servizi, si è registrata una sostanziale stabilità delle condizioni generali. L'indagine di fiducia economica della Commissione UE ed il PMI composito rimangono su livelli coerenti con una crescita del Pil intorno al 2,5% nella seconda metà di quest'anno.

La fiducia è rimasta su livelli elevati in estate



Fonte: Commissione UE, NTC research ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Reazione più marcata nell'industria che nei servizi



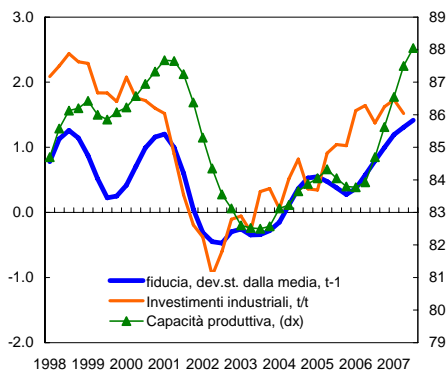
Fonte: NTC research ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Sostegno alla crescita dovrebbe venire ancora dalla domanda interna. Il ciclo degli investimenti rimane in una fase espansiva, dal momento che l'utilizzo della capacità produttiva è ai massimi dal 2000, la fiducia nel comparto dei beni capitali rimane su livelli elevati e la profittabilità delle imprese in estate risultava ancora alta.

Nonostante il calo delle intenzioni di spesa evidenziato dall'indagine di agosto della Commissione Europea, i consumi dovrebbero tenere il passo più sostenuto visto nei mesi primaverili. Il processo di generazione del reddito da lavoro rimane solido con una crescita dell'occupazione che stando alle indicazioni dalle imprese dovrebbe rimanere vivace fino all'autunno.

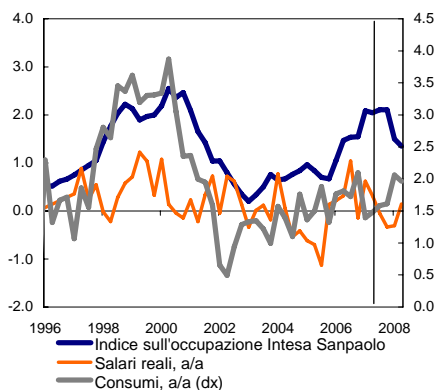
Le scorte risultavano ancora insufficienti dalle ultime indagini congiunturali e dovrebbero offrire quindi supporto addizionale all'attività fino all'autunno.

La spesa in macchinari dovrebbe crescere ancora a ritmi sostenuti



Fonte: Commissione UE, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Consumi sostenuti da una buona dinamica occupazionale fino a inizio 2008



Fonte: Eursotat, NTC research ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le politiche fiscali offriranno supporto alla crescita il prossimo anno

Ci aspettiamo un contributo significativo dalle politiche fiscali alla crescita nel 2008. È possibile che in caso di un rallentamento più marcato delle attese, i governi decidano di lasciar funzionare gli ammortizzatori sociali liberamente. Uno stimolo fiscale era già programmato in alcuni paesi. In **Germania**, una riduzione della aliquota sui profitti al 30% da un precedente 38% effettiva da gennaio 2008, offrirà supporto al settore delle imprese. In **Francia**, il presidente Sarkozy ha fatto

approvare a giugno una serie di interventi destinati principalmente alle imprese per un valore di circa 10 mld di euro. In **Spagna**, è più che probabile che il surplus di bilancio possa essere in parte eroso per limitare il rallentamento della crescita al di sotto del 3%. In **Italia**, il governo ha indicato che la manovra 2008 sarà quanto meno neutrale e potrebbe prevedere una serie di interventi volti a ridurre la pressione fiscale.

L'Europa è meno dipendente dalla domanda americana di quanto non lo fosse in passato

Un rallentamento degli Stati Uniti anche più significativo di quanto scontato dalle nostre stime (2,2%), non dovrebbe aver ripercussioni particolarmente gravi sulla crescita del Pil, dato che ogni punto in meno di crescita americana ha un effetto stimato in -0,1-0,25% sul PIL dell'eurozona.

La quota di esportazioni verso gli Stati Uniti rappresentava solo il 13% del totale dell'export europeo dal 25% del 2000, mentre i flussi con l'Asia e l'OPEC contavano per circa il 49%. Ma le dinamiche dirette tramite analisi dei flussi commerciali sono in parte fuorvianti. L'Area euro rimane uno dei più grandi esportatori mondiali con una quota di circa il 16% del totale e quindi le imprese europee sono particolarmente sensibili alle fluttuazioni della domanda globale. Il resto del mondo, grazie al contributo dall'economie emergenti è in grado di offrire un maggior supporto alla crescita globale, anche nel caso di una recessione negli Stati Uniti.

L'apprezzamento del cambio è un elemento di preoccupazione ma i danni dovrebbero essere contenuti

L'apprezzamento del cambio da inizio agosto sia verso il dollaro (+2,2%) che in termini di cambio effettivo (+1,5%) , associato a preoccupazioni per le ripercussioni della crisi in particolare sul ciclo americano, potrebbe pesare sulla performance delle esportazioni europee anche se riteniamo che i fondamentali supportano una normalizzazione del dollaro in area 1,25 -1,27 di qui a sei mesi.

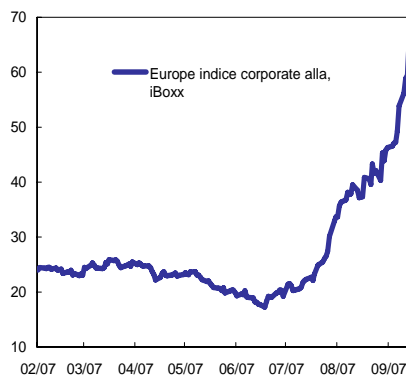
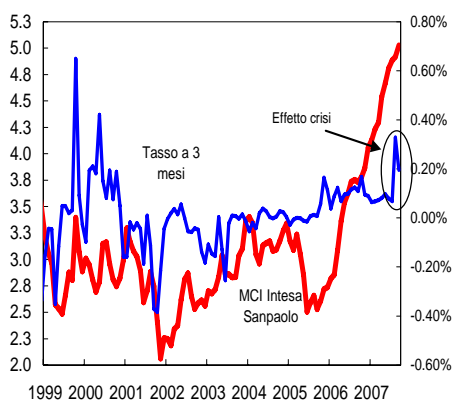
Va, inoltre, considerato che grossa parte delle esportazioni europee verso l'Asia soddisfa domanda di beni capitali che segue un trend strutturale più che ciclico e quindi dovrebbe essere meno elastica al cambio.

La crisi si farà sentire tramite condizioni monetarie meno favorevoli

Il maggiore impatto della crisi sull'economia reale dovrebbe manifestarsi tramite mutate condizioni al credito a famiglie e imprese e /o attraverso una crisi di liquidità in senso stretto intesa come default di una grossa istituzione di credito.

Gli sviluppi sui mercati finanziari nelle ultime settimane suggeriscono che le condizioni finanziarie nell'Area Euro sono più restrittive e resteranno tali per un periodo più lungo del previsto.

Condizioni finanziarie in netto peggioramento



Fonte: Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

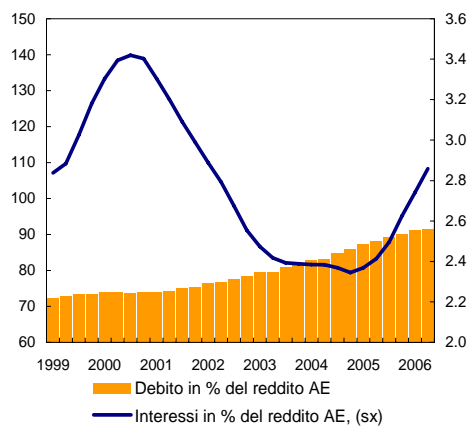
Anche se le anomalie sul mercato monetario dovessero rientrare nel prossimo mese, aiutate dal taglio dei tassi FED di 50 bp, il premio a rischio sarà più elevato; gli spreads più ampi e le condizioni finanziarie più restrittive di cinque mesi fa. Le condizioni al credito rimanevano ancora ampiamente favorevoli nell'indagine di luglio condotta dalla BCE, ma è più che probabile che l'edizione di novembre riveli un cambiamento rispetto ai mesi estivi.

L'aumento della preferenza per la liquidità tra le Banche Europee riflette, in parte, preoccupazioni, di come l'evolvere della situazione sui mercati influenzerà le poste sui loro bilanci e quindi il loro *capital adequacy ratio*. La pressione sui *capital ratios* congiuntamente a possibili perdite associate all'esposizione diretta o indiretta – tramite società veicolo - è molto probabile che influenzerà la capacità delle banche di estendere credito al settore privato o comunque renderà meno agevole l'accesso al credito. Indicazioni a riguardo si avranno con l'indagine della BCE sulle condizioni al credito dal momento che l'indagine offre anche indicazioni dell'impatto di variazioni nei *capital ratio* sulle condizioni di erogazione del credito.

L'area euro dovrebbe essere comunque in grado di digerire condizioni finanziarie più restrittive. Le famiglie europee sono sicuramente meglio posizionate di quelle americane, per fronteggiare condizioni monetarie più stringenti. Il ricorso al debito delle famiglie è cresciuto dal 45% del prodotto interno nel 1996 al 60% nel 2006, negli Stati Uniti è passato al 99% dal 68%. In percentuale del reddito disponibile il debito è salito al 92% dal 72% nel 1999 nell'Area Euro . L'aumento è decisamente più marcato negli Stati Uniti dove il debito è passato dal 99% del reddito disponibile al 136%. La spesa per interessi incide per il 14,5% del reddito in America a fronte del 2,9% nell'eurozona.

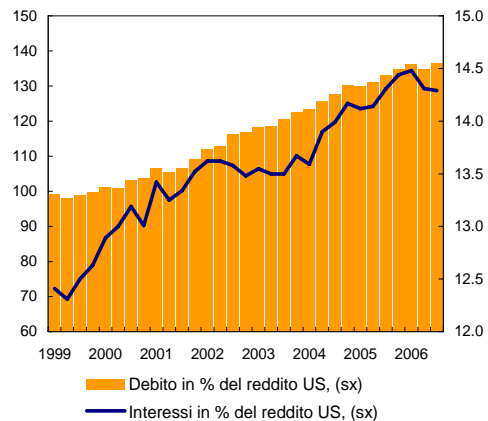
Ma l'impatto dovrebbe essere limitato, dal momento che non si riscontrano squilibri in alcun modo paragonabili a quelli americani

Nell'AE, l'incidenza del debito e del costo del debito sul reddito delle famiglie...



Fonte: ECB, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

...è molto inferiore che negli Stati Uniti



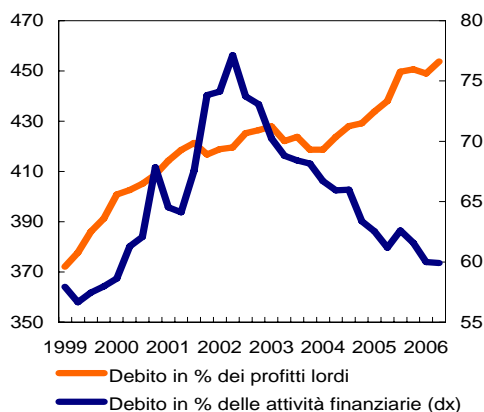
Fonte: FED ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Inoltre, dal momento che non sembra esserci un equivalente dei *subprime* statunitensi è improbabile che emerga un problema di sofferenze sul credito ipotecario di proporzioni paragonabili a quelle americane. A rinforzo di questa tesi, non c'è evidenza che il settore immobiliare nell'area euro sia sopravvalutato, se si eccettuano le situazioni di Spagna, Irlanda e Francia.

Anche la posizione finanziaria del settore *corporate* risulta relativamente solida, come del resto negli Stati Uniti. Il debito delle imprese europee in percentuale del Pil è cresciuto considerevolmente tra il 2003 ed il 2007 fino a toccare il 68% del Pil. In ragione dei profitti lordi il debito è passato al 350% dal 260% del 1999.

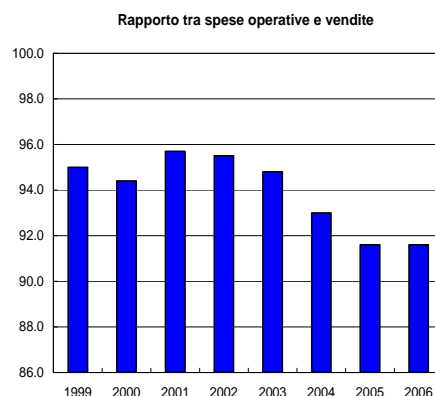
L'aumento riflette nel 2006 un ampio ricorso al credito ed un aumento della spesa per interessi. Tuttavia, la leva finanziaria si è ridotta sensibilmente dal 2002, in quanto l'indebitamento ha avuto spesso come contropartita l'acquisizione di asset finanziari. Pertanto può concludersi che l'aumento dell'indebitamento riflette un accesso particolarmente favorevole al credito.

L'aumento del debito delle imprese tra il 2003 ed il 2006 riflette il facile accesso al credito



Fonte: ECB, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La profittabilità delle imprese quotate ancora alta



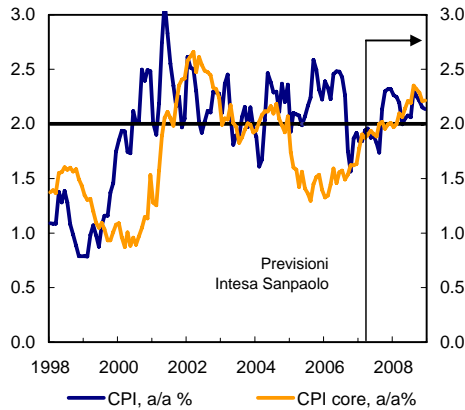
Fonte: ECB ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La BCE nell'ultimo bollettino nota che il costo di finanziamento esterno delle imprese non finanziarie--ottenuto come media ponderata del costo delle differenti fonti di finanziamento--è aumentato sensibilmente nel secondo trimestre del 2007. Il costo del capitale di rischio è aumentato per effetto del calo dei corsi azionari. In generale il ricorso al mercato dei capitali è diventato più costoso per effetto degli allargamenti degli *spreads*. I tassi bancari sui prestiti alle imprese sono saliti ulteriormente. È probabile che la recente crisi sul mercato interbancario possa avere delle ripercussioni ulteriori sulla domanda di credito, ma questo sarebbe uno sviluppo desiderabile data la crescita a due cifre dei prestiti al settore privato nonostante i rialzi dei tassi ufficiali di 200pb da fine 2005. Ma anche in presenza di un aumento del costo esterno di finanziamento le ripercussioni sulle decisioni di spesa delle imprese dovrebbero essere sostenibili, dal momento che la profittabilità delle società quotate sembra essere relativamente insensibile alla recente turbolenza sui mercati.

Inflazione: i rischi sono ancora verso l'alto

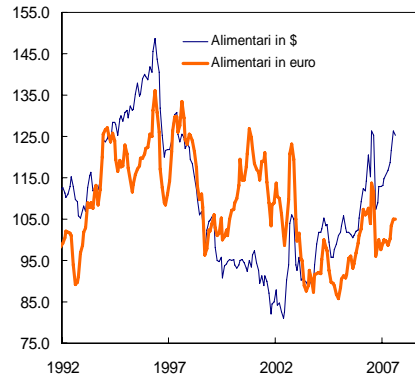
La dinamica dei prezzi al consumo si è mantenuta al di sotto del target BCE nell'ultimo anno. Da settembre in avanti, un effetto base sfavorevole dalla componente energia dovrebbe spingere l'inflazione al di sopra del 2,0% a/a fino a toccare un picco del 2,3% a/a a dicembre. Il nostro scenario sconta un prezzo del petrolio in media di 66,4\$ a barile nel 2008, ma non escludiamo rischi verso l'alto. Incorporando il profilo dei *futures*, l'inflazione potrebbe toccare il 2,5% a dicembre. Ulteriori rischi derivano dall'andamento dei prezzi delle *commodities*, in particolare grano e prodotti derivati del latte, il cui rialzo ha avuto per il momento ripercussioni limitate sui prezzi al consumo grazie in parte all'apprezzamento dell'euro, ma non escludiamo maggiori pressioni da ottobre in avanti.

Inflazione in salita



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Prezzi degli alimentari ai massimi dal 1992, l'impatto è contrastato dall'euro forte



Fonte: Confindustria ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Anche con un rallentamento della crescita al potenziale, il prossimo anno persisteranno pressioni domestiche sulla dinamica dei prezzi al consumo. L'*output gap* resterà positivo per buona parte del 2008, per effetto della passata prolungata espansione al di sopra del potenziale. I salari vedranno una modesta accelerazione per effetto ritardato delle pressioni sul mercato del lavoro. In media annua, l'inflazione si dovrebbe collocare al 2,1%, stima rivista al ribasso da un precedente 2,2% ma tuttora più elevata del consenso (2,0%).

Un ulteriore elemento di preoccupazione per la stabilità dei prezzi rimane la dinamica degli aggregati monetari. A luglio, la media mobile a tre mesi di M3 ha accelerato ulteriormente all'11,1%a/a, una velocità di circa tre volte superiore a quella del Pil nominale. Il credito alle imprese continuava ad aumentare. I prestiti alle famiglie hanno rallentato ma viaggiano ancora oltre il 7% su base annua. È possibile che la restrizione monetaria attuata dai mercati, se duratura, contribuisca a calmierare la dinamica degli aggregati monetari nei prossimi mesi.

BCE di vedetta

La BCE ha deciso di congelare il *refi* al 4% alla riunione di settembre, dal momento che il mercato aveva de facto attuato la restrizione monetaria che l'analisi dello scenario macro e dei rischi per la stabilità dei prezzi avrebbero richiesto altrimenti. La BCE valutava a inizio settembre la politica monetaria ancora sul lato accomodante e manteneva quindi un *tightening bias*.

Lo scenario macro nelle stime di settembre era sostanzialmente invariato rispetto a giugno. Le previsioni incorporavano le informazioni disponibili fino al 24 di agosto e coprivano dunque un periodo troppo breve per poter impattare la valutazione dello scenario macro. Tuttavia, la BCE riconosceva maggiori rischi verso il basso ed un margine d'incertezza più ampio sulle previsioni di crescita in ragione della crisi in atto. La BCE riteneva necessario attendere maggiori informazioni sia dai mercati che dall'economia reale per trarre una lezione conclusiva sul corso della politica monetaria.

Da inizio settembre la situazione sul mercato monetario non è cambiata in modo significativo. I Membri del Consiglio direttivo hanno chiaramente indicato che la BCE riconosce tra le sue responsabilità il funzionamento ordinato dei mercati finanziari unitamente al mandato di stabilità dei prezzi nel medio periodo. Tuttavia il Presidente nella sua testimonianza al Parlamento europeo ha precisato che ciascuna responsabilità prevede l'uso di strumenti diversi dal momento che si tratta di due mandati differenti e che non si influenzano in modo diretto. La BCE ha finora operato tramite operazioni di finanziamento straordinarie, che il

Presidente Trichet valutava come adeguati. Il funzionamento dei mercati finanziari deve essere garantito per ogni livello di prezzo (tasso di policy). Il tasso refi è uno strumento di policy di medio periodo e alterazioni del tasso ufficiale si rendono necessarie se e solo se cambia la valutazione dello scenario macro e quindi la valutazione dei rischi per la stabilità futura dei prezzi.

**Tassi al 4,25% a fine 2007
sono un evento a
probabilità decrescente**

Sebbene la BCE si sia voluta lasciare la strada aperta per ulteriori ritocchi al refi nel caso di un rientro della crisi, tassi al 4,25% sembrano oramai un evento a bassa probabilità. Il persistere delle anomalie sul mercato monetario ha reso le condizioni finanziarie più restrittive ed avrà comunque delle ripercussioni, sia pure limitate, sulla crescita dell'area che tornerà più rapidamente al trend. Il consenso degli analisti si è spostato in questa direzione nell'ultimo mese. Riteniamo che anche la BCE incorporerà nelle stime di dicembre una crescita al potenziale nel 2008 e lascerà le stime d'inflazione leggermente al di sopra del 2,0%. Lo scenario più probabile a questo punto è di tassi fermi per tutto il 2008 ed il permanere di un tightening bias. Se e solo se dovesse verificarsi un vero e proprio credit crunch in Europa la crescita potrebbe tornare al di sotto del potenziale ed in tal caso si renderebbe necessario un aggiustamento del refi.

Previsioni – Area Euro

	2006	2007	2008	2006				2007				2008		
				4	1	2	3	4	1	2	3	1	2	3
Pil (prezzi costanti, a/a)	2.9	2.6	2.1	3.3	3.2	2.5	2.5	2.1	1.9	2.3	2.3			
- t/t				0.9	0.7	0.3	0.5	0.5	0.6	0.7	0.6			
Consumi privati	1.9	1.5	2.0	0.5	0.0	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.5			
Investimenti fissi	5.3	5.0	3.0	1.7	2.0	-0.2	1.1	0.8	0.8	0.8	0.6			
Consumi pubblici	1.9	1.8	1.3	0.4	0.8	0.1	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3			
Esportazioni	8.2	5.8	4.4	3.1	0.8	1.1	1.2	0.9	1.1	1.1	1.1			
Importazioni	7.8	5.1	4.9	1.6	0.9	0.6	1.7	1.2	0.9	1.2	1.4			
Var. scorte (contrib., % Pil)	0.1	0.0	0.3	-0.5	0.2	-0.1	0.1	0.1	-0.1	0.3	0.2			
Partite correnti (% Pil)	-0.1	0.1	0.0	0.3	0.2	-0.2	0.2	0.1	0.0	-0.1	0.2			
Deficit pubblico (% Pil)	-1.6	-1.0	-1.1											
Debito pubblico (% Pil)	68.0	67.1	65.9											
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	2.2	2.0	2.1	1.8	1.9	1.9	1.9	2.3	2.2	2.0	2.2			
Produzione industriale (a/a)	4.0	2.9	2.5	0.6	0.8	0.3	0.7	0.6	0.6	0.8	0.6			
Disoccupazione (ILO, %)	7.9	7.0	6.9	7.6	7.2	7.0	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9			
Euribor 3 mesi	3.08	4.09	4.35	3.59	3.82	4.07	4.10	4.38	4.31	4.33	4.35			
EUR/USD	1.26	1.35	1.29	1.29	1.31	1.35	1.36	1.38	1.33	1.28	1.26			

Variazioni % sul periodo precedente, se non diversamente indicato

Regno Unito: fondamentali positivi, ma scenario tassi più incerto dopo il caso Northern Rock

Asmara Jamaleh

asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com

Per la terza volta di fila quest'anno rivediamo al rialzo la previsione di crescita dell'economia britannica, che ora collochiamo al **2,8%-2,9% nel 2007** dal 2,6% precedente. Resta invece invariato lo scenario di rallentamento per il 2008, che vede comunque l'economia assestarsi in prossimità del potenziale. Questa è la ragione principale per cui **restiamo dell'idea che i tassi non dovrebbero essere ridotti l'anno prossimo, nonostante sia il mercato sia il consenso si stiano orientando in quella direzione. Probabilmente però buona parte di questo (recente) cambio di rotta nelle aspettative è stato prodotto dalle preoccupazioni scatenate dalla crisi di Northern Rock**, il quinto maggiore *mortgage lender* britannico, che hanno costretto la *Bank of England* ad intervenire iniettando liquidità. Comunque, **se la crisi dovesse propagarsi e raggiungere dimensioni tali da produrre un impatto apprezzabile anche in termini reali** – rischio che al momento, realisticamente, è difficile misurare – allora potrebbe effettivamente aprirsi lo spazio per un allentamento monetario nel 2008.

Se invece limitiamo l'analisi ai fondamentali soltanto il quadro è molto positivo. Dopo lo strabiliante e inatteso 0,8% t/t del secondo trimestre, anche il terzo dovrebbe andare bene, pur se decelerando verso 0,6%. Buona è la tenuta dei consumi – che dovrebbero rallentare solo dal quarto in avanti – e in recupero sono gli investimenti. Scarso se non nullo è al contrario il contributo delle esportazioni nette. L'inflazione è sotto controllo nel breve, ma sia il permanere di "margini ridotti di capacità inutilizzata" sia il nuovo rialzo delle quotazioni petrolifere mantengono qualche rischio verso l'alto nel medio termine. Robusta resta anche la dinamica dei prezzi immobiliari. Più controverso invece l'andamento sul mercato del lavoro, con i disoccupati in calo ma ad un ritmo inferiore al primo e secondo trimestre. E in calo sono anche le retribuzioni, che se mantenessero questa dinamica toglierebbero una discreta quota di potenziali pressioni inflative. Nel complesso quindi, se dobbiamo valutare da che parte stiano i **rischi sul nostro scenario questi sono verso il basso**, e non solo per le ripercussioni negative di un eventuale acuirsi della crisi. Infatti, con previsioni di rallentamento nel 2008, se le tendenze in atto sul mercato del lavoro non si invertono, il quadro inflazionistico potrebbe migliorare ulteriormente. Con tali premesse, se la crisi precipitasse, effettivamente l'ipotesi di riduzione dei tassi potrebbe diventare realistica.

Previsioni – Regno Unito

	2006	2007	2008	2006				2007				2008																						
				4	1	2	3	4	1	2	3	1	2	3																				
PIL (prezzi cost., a/a) t/t	2.8	2.9	2.1	3.1	3.0	3.0	2.9	2.5	2.4	2.1	2.0	0.8	0.7	0.8	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5															
Consumi privati	1.9	2.6	1.8	1.1	0.5	0.8	0.6	0.3	0.4	0.5	0.5	1.1	-1.1	1.0	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5															
Investimenti fissi	8.0	4.9	2.0	3.1	1.1	-1.1	1.0	0.5	0.6	0.6	0.6	11.7	-6.3	4.8	-0.3	-0.8	-1.0	2.0	1.4	1.3	1.1	1.1												
Consumi pubblici	2.4	2.1	2.5	0.5	0.5	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	11.7	-5.8	4.7	-0.8	-0.7	-0.4	1.8	1.1	1.2	1.2	1.3												
Esportazioni	11.7	-6.3	4.8	-0.3	-0.8	-1.0	2.0	1.4	1.3	1.1	1.1	11.7	-5.8	4.7	-0.8	-0.7	-0.4	1.8	1.1	1.2	1.2	1.3												
Importazioni	11.7	-5.8	4.7	-0.8	-0.7	-0.4	1.8	1.1	1.2	1.2	1.3	0.0	-0.2	0.3	-0.7	0.1	0.5	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1												
Var. scorte (contrib., % Pil)	0.0	-0.2	0.3	-0.7	0.1	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	-3.7	-3.2	-3.1	-4.4	-3.7	-3.1	-3.2	-3.2	-3.2	-3.2	-3.2												
Partite correnti (% Pil)	-3.7	-3.2	-3.1	-4.4	-3.7	-3.1	-3.2	-3.2	-3.2	-3.2	-3.2	-2.9	-2.4	-2.8	44.0	43.9	44.8	2.9	3.1	2.5	3.4	3.7	3.4	2.8	2.7	2.4	2.3	2.6						
Deficit (% Pil)	-2.9	-2.4	-2.8	44.0	43.9	44.8	2.9	3.1	2.5	3.4	3.7	3.4	2.8	2.7	2.4	2.3	2.6	0.1	0.5	0.8	-0.1	-0.2	0.7	-0.1	0.4	0.2	0.1	0.2						
Debito (% Pil)	44.0	43.9	44.8	2.9	3.1	2.5	3.4	3.7	3.4	2.8	2.7	2.9	2.7	2.8	2.7	2.6	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.6	2.7	2.8	2.8							
RPIX (a/a)	2.9	3.1	2.5	2.9	2.7	2.8	2.9	2.8	2.7	2.6	2.7	4.80	5.88	5.73	5.17	4.60	4.86	5.21	5.20	5.15	5.10	5.15	5.23	1.84	1.99	1.91	1.92	1.95	1.99	2.01	1.99	1.95	1.92	1.90
Produzione Industriale	4.80	5.88	5.73	5.17	4.60	4.86	5.21	5.20	5.15	5.10	5.15	4.50	5.11	5.17	4.60	4.86	5.21	5.20	5.15	5.10	5.15	5.23	1.84	1.99	1.91	1.92	1.95	1.99	2.01	1.99	1.95	1.92	1.90	
Long Gilt	4.50	5.11	5.17	4.60	4.86	5.21	5.20	5.15	5.10	5.15	5.23	1.84	1.99	1.91	1.92	1.95	1.99	2.01	1.99	1.95	1.92	1.90	101.0	103.9	103.5	103.6	104.6	104.2	104.4	102.4	103.0	104.3	104.3	
Sterlina/dollaro	1.84	1.99	1.91	1.92	1.95	1.99	2.01	1.99	1.95	1.92	1.90	101.0	103.9	103.5	103.6	104.6	104.2	104.4	102.4	103.0	104.3	104.3	101.0	103.9	103.5	103.6	104.6	104.2	104.4	102.4	103.0	104.3	104.3	
Cambio effett. (1990=100)	101.0	103.9	103.5	103.6	104.6	104.2	104.4	102.4	103.0	104.3	104.3	101.0	103.9	103.5	103.6	104.6	104.2	104.4	102.4	103.0	104.3	104.3	101.0	103.9	103.5	103.6	104.6	104.2	104.4	102.4	103.0	104.3	104.3	

Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato.

L'Asia

Giappone: il calo del PIL in 2007.T2 manterrà ferma la BoJ per il resto del 2007

Giovanna Mossetti

giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com

La turbolenza dei mercati finanziari, le dimissioni del primo ministro e la contrazione del PIL del secondo trimestre, evidenziata dalla revisione della stima preliminare, rendono probabile **un ulteriore prolungamento della pausa nel processo di normalizzazione dei tassi di interesse** da parte della BoJ. Lo scenario della politica interna è al momento difficile da prevedere, ma deve passare attraverso la selezione di un nuovo leader per l'LDP, fissata per il prossimo 19 settembre. Alla luce degli eventi dell'ultima settimana è probabile che nel breve termine la guida dell'LDP passi in mano alle fazioni del partito più contrarie alle riforme. Nel medio termine, con la prospettiva di elezioni il prossimo anno, qualsiasi riforma verrà bloccata e il nuovo governo userà la spesa pubblica come leva per contrastare l'erosione del consenso. L'inversione di tendenza sul fronte delle riforme all'interno dell'LDP sarà considerato in modo negativo dai mercati; d'altra parte lo stallo politico porterà anche al blocco di qualsiasi discussione relativa alla reintroduzione della tassa sui consumi che si profilava per il prossimo anno: è probabile che si mantenga invariato l'obiettivo di medio termine di pareggio di bilancio per il 2011, ma che il suo raggiungimento diventi progressivamente meno credibile.

La dinamica dell'economia non risentirà su un orizzonte di uno-due anni della crisi politica, e manteniamo una previsione di crescita per il 2007-08 vicina al potenziale, pur abbassandola di qualche decimo rispetto a due mesi fa per via della sorpresa negativa alla crescita del secondo trimestre. La revisione della stima del **PIL per il 2007.T2 ha mostrato un calo della crescita di -0,3% t/t**, dalla stima preliminare di +0,1% t/t (consenso: -0,2% t/t). La revisione verso il basso era già stata suggerita dal netto peggioramento della stima degli investimenti fissi emerso con l'indagine del MoF sulla spesa in conto capitale delle imprese (in calo di 4,9% a/a contro il +4,8% a/a registrato nei conti trimestrali). Dai dati trimestrali emerge un calo degli investimenti fissi, diffuso a tutti i sotto-settori: -1,2% t/t per gli investimenti fissi privati, -3,4% t/t per gli investimenti residenziali, -2,6% t/t per gli investimenti pubblici. La straordinaria debolezza degli investimenti nei conti trimestrali contrasta con le indicazioni del Tankan di giugno, delle misure di profittabilità delle imprese e della continua crescita della domanda di lavoro. La debolezza dei dati degli ultimi mesi non era tanto marcata da segnalare una contrazione così ampia. Il sentiero della crescita nel secondo semestre del 2007 rimane incerto, ma sulla base dei dati congiunturali sembra probabile un rimbalzo dopo il calo di 2007.T2. In ogni caso, **la previsione di crescita del PIL al 2,4% per il 2007 viene rivista verso il basso (all'1,9%), con un effetto quasi impercettibile sul 2008 (previsione per il 2008 invariata a 1,8%).**

Dati misti, ma non coerenti con altre contrazioni del PIL

Nei mesi primaverili i dati congiunturali giapponesi hanno dato segnali di erosione del trend di crescita sopra il 2% visto fino a T1. Tuttavia la debolezza delle indagini e dei dati congiunturali non era tale da indicare la contrazione della crescita osservata nella revisione delle stime del PIL nel secondo trimestre. Questa conclusione era supportata dall'indagine Tankan di giugno, che vedeva indici di diffusione circa invariati rispetto ai trimestri precedenti.

Indagine MoF: spesa per investimenti delle imprese (a/a)

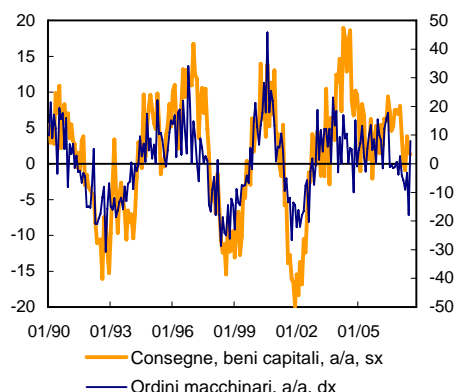
	Apr-Giu 2006	Lug-Set	Ott-Dic	Gen-Mar 2007	Apr-Giu
Totale	16.6	12.0	16.8	13.6	-4.9
ex-software	18.4	11.9	17.6	14.2	-5.7
Manifatturiero	14.1	7.3	15.4	12.7	11.7
ex-software	15.2	8.3	15.5	13.6	10.7
Non manifatturiero	17.9	14.8	17.5	14.1	-13.1
ex-software	20.1	14.0	18.8	14.6	-14.0
Servizi	11.4	22.5	19.1	7.2	-20.1

Fonte: MoF

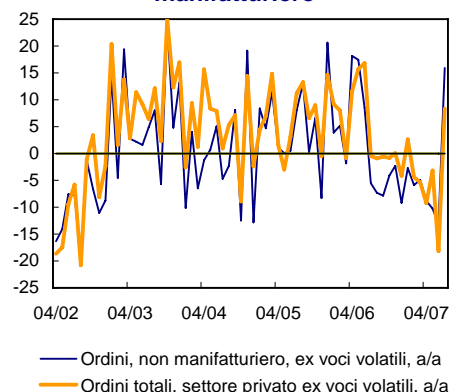
I dati di **produzione industriale e ordini** mostrano un quadro misto ma non uniformemente negativo. La contrazione su base mensile della produzione a cavallo fra il primo e il secondo trimestre era attribuibile alla necessità di smaltire l'accumulo di scorte registrato nella parte finale del 2006: la ripresa dell'output di giugno (+1,3% m/m) sembrava segnalare una normalizzazione dell'attività di produzione. Il dato di luglio è di difficile lettura, per via degli effetti del terremoto, che hanno influenzato negativamente l'output e rendono inaffidabili le informazioni per valutare il trend sottostante. Il METI segnala un aumento atteso sostenuto per la produzione di agosto (+6,8% m/m), determinato in larga misura della ripresa dell'output nel settore trasporti (+22% m/m), indotto in parte dal calo di produzione nel settore causato dal terremoto di luglio. Secondo le previsioni del METI, settembre dovrebbe vedere una correzione (-2,5% m/m). Sulla base di queste proiezioni, la produzione industriale dovrebbe essere di 4,3% a/a a settembre.

Sul fronte degli **ordini** le indicazioni di aprile e maggio (con un aumento del 2,2 e del 5,9% m/m, rispettivamente) erano coerenti con la fine della correzione delle scorte. La forte correzione di giugno, arrivata insieme a un deterioramento delle indagini presso le imprese e diffusa a tutti i settori rendeva ancora difficile discernere un trend. I dati di luglio hanno segnato un ampio rimbalzo (+17% m/m, +8% a/a), esteso ai settori che erano rimasti più deboli nei trimestri precedenti (settore IT, con un peso vicino al 50% del totale degli ordini). Un punto importante dello spaccato degli ordini è che anche il settore non manifatturiero ha registrato un netto rimbalzo e rende meno probabile che la contrazione degli investimenti nel settore non manifatturiero evidenziata dall'indagine del MoF si estenda al terzo trimestre. Tuttavia con l'evidenza disponibile finora è chiaro che la BoJ non ha informazioni sufficienti per alzare i tassi nei prossimi mesi.

Ordini e consegne in ripresa a luglio...



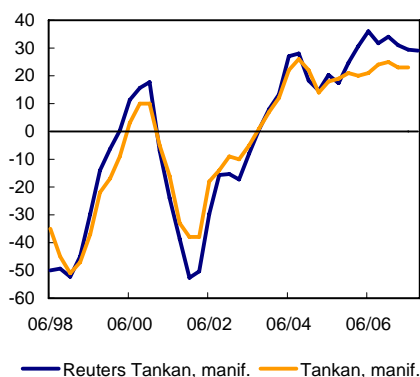
...con un netto miglioramento del settore non manifatturiero



Fonte: Ecwin

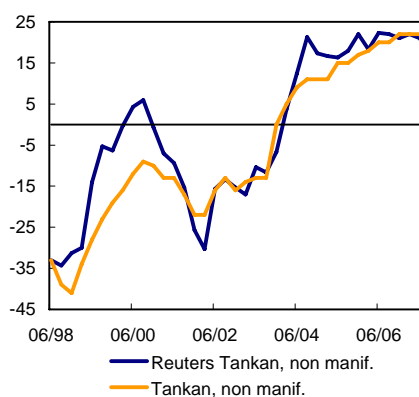
Le **indagini di settore** per ora restano su un trend coerente con un rallentamento della crescita: il prossimo Tankan (in uscita il 1° ottobre) difficilmente darà indicazioni differenti, anche alla luce dell'apprezzamento del cambio degli ultimi mesi. Ciò nonostante, la crescita dovrebbe mantenersi al di sopra del potenziale, e l'*output gap* è ancora in territorio ampiamente positivo. L'ultimo dato pubblicato dal MoF mostra un *output gap* di 0,6% in 2007.T2, dopo il +0,8% di 2007.T1.

Reuters Tankan e Tankan: grandi imprese manifatturiere



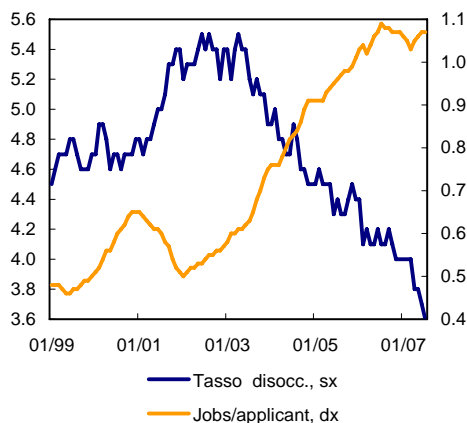
Fonte: Ecwin

...e non manifatturiere



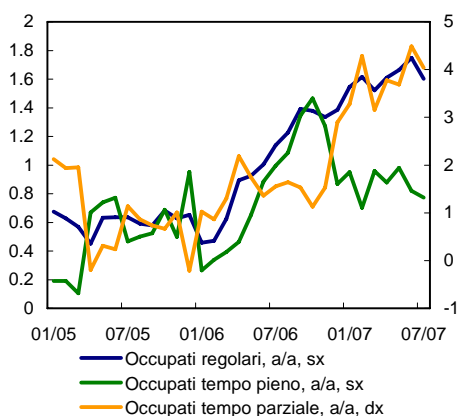
I dati del PIL 2007.T2 hanno focalizzato l'attenzione sugli investimenti fissi delle imprese, ma un contributo negativo è venuto anche dall'**edilizia residenziale**, che ha registrato un calo di 3,4% t/t. I dati più recenti sui nuovi cantieri (-23,4% a/a ad agosto) indicano che la debolezza del settore dovrebbe protrarsi anche nel terzo trimestre, nonostante il proseguimento del trend verso l'alto dei prezzi degli immobili e dei terreni. Come ha indicato in passato la banca centrale, il mercato immobiliare giapponese è molto segmentato e a fronte di recuperi molto sostenuti in alcuni grandi città, in altre aree rimane ancora in fase di deflazione.

Il calo del tasso di disoccupazione continua...



Fonte: Ecwin

...grazie alla crescita degli occupati e alla stagnazione della forza lavoro

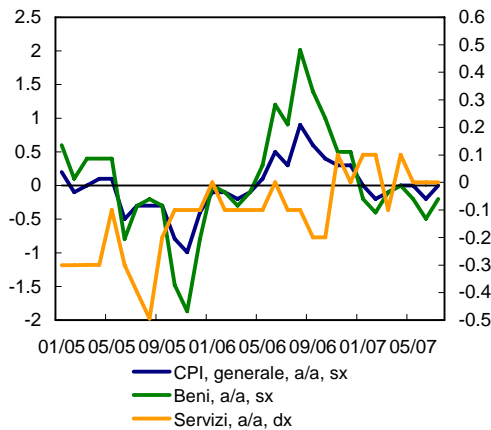


La voce **consumi** nei dati del secondo trimestre è stata marginalmente rivista verso il basso, a una crescita di 0,3% t/t, in rallentamento dal +0,8% t/t di T2 e +1,1% di 2006.T4. Lo scenario per la seconda metà dell'anno è di rallentamento rispetto al primo semestre, in risposta alla nuova tranches di aumenti delle aliquote

di imposta sui redditi, a una dinamica dei salari sempre negativa, all'incertezza dello scenario politico. I dati mensili sulla spesa delle famiglie hanno registrato un calo di -0,1% a/a in termini reali a luglio. La crescita dei consumi resta però supportata dalla dinamica dell'occupazione ancora molto positiva. I dati del mercato del lavoro hanno mostrato un nuovo calo del tasso di disoccupazione al 3,6% a luglio, insieme a un aumento del *jobs/to/applicant ratio* a 1,06. La crescita dell'occupazione, pur restando positiva e al di sopra dell'1% a/a ha rallentato soprattutto nel comparto degli occupati a tempo pieno. L'indice di fiducia delle famiglie ad agosto è sceso solo marginalmente dai livelli bassi dei mesi precedenti, indicando che la turbolenza dei mercati finanziari non ha avuto un effetto significativo.

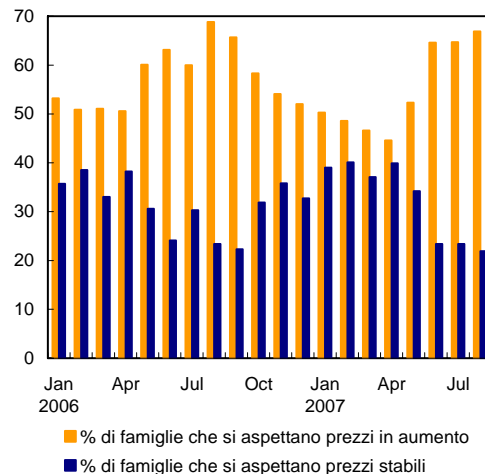
Dal lato dell'**inflazione** il quadro non è cambiato rispetto a luglio. I **prezzi alla produzione** restano su un trend positivo(1,9% a/a ad agosto). Nel settore dei beni di consumo, i prezzi alla produzione sono in aumento da diversi mesi, dando supporto alla previsione che nella parte finale del 2007 si dovrebbe vedere una trasmissione di questo trend anche sul comparto beni del CPI. Per quanto riguarda i prezzi al consumo, i dati di luglio hanno mantenuto l'inflazione in territorio marginalmente negativo (-0,1% a/a per l'aggregato al netto degli alimentari freschi). Sui prezzi pesa anche il persistente calo degli affitti: i prezzi dei servizi complessivi sono piatti, ma al netto degli affitti sono in aumento di 0,3% m/m, 0,2% a/a. Nei prossimi mesi potrebbe esserci anche l'impatto di una nuova tornata di riduzione delle tariffe delle telecomunicazioni. Il vice-governatore Muto ha affermato recentemente che il comportamento dell'inflazione al consumo è difficile da spiegare, considerando che l'output gap è positivo da quasi due anni. L'indagine presso le famiglie (v. grafico qui sotto) però mostra un netto aumento della percentuale che si aspetta inflazione positiva nel prossimo anno, dai minimi vicini al 50% del primo trimestre, ora più di due terzi delle famiglie si aspetta incrementi dei prezzi nei prossimi dodici mesi.

Inflazione al consumo ancora a zero....



Fonte: Ecwin, Cabinet Office

...ma le famiglie si aspettano inflazione positiva



Conclusioni

Nelle prossime settimane l'attenzione dei mercati sarà concentrata sulla nomina del successore di Abe alla guida dell'LDP e sui possibili cambiamenti per lo scenario di politica fiscale. Nel quadro di forte incertezza politica interna e di turbolenza sui mercati, la BoJ resterà ferma per ancora molti mesi: la prossima mossa è rimandata a 2008.T1. Il trend di medio termine dei tassi per ora

comunque non cambia: con un output gap positivo, una previsione di crescita del PIL nel 2008 intorno al potenziale, e un lento ritorno dell'inflazione al di sopra dello zero, i tassi di intervento dovrebbero salire gradualmente nel 2008.

Previsioni – Giappone

	2006	2007	2008	2006				2007				2008		
				4	1	2	3	4	1	2	3	1	2	3
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.2	1.9	1.8	2.5	2.6	1.7	2.2	1.3	1.0	1.9	2.1			
- trim/trim annualizzato				5.6	3.0	-1.2	1.6	1.8	1.9	2.1	2.5			
Consumi privati	0.9	1.6	1.5	4.3	3.4	1.0	0.4	1.2	1.8	1.9	1.9			
IFL - priv. non residenziali	7.6	2.6	2.0	12.7	-0.8	-4.8	3.2	1.6	1.7	3.1	3.6			
IFL - priv. residenziali	1.0	-1.7	1.1	7.0	-3.0	-13.0	5.7	1.2	1.6	1.8	1.8			
Investim. pubblici	-7.6	-3.1	1.0	15.7	-4.9	-9.9	12.3	0.3	0.3	0.3	0.4			
Consumi pubblici	0.4	0.9	1.4	0.3	-0.8	1.4	1.7	1.3	1.3	1.3	1.3			
Esportazioni	9.6	6.6	3.2	3.5	14.2	3.1	3.6	2.6	2.7	2.7	4.2			
Importazioni	4.6	2.0	4.1	-0.3	3.6	2.4	3.6	2.2	2.7	4.5	7.6			
Var. scorte (contrib., % Pil)	0.0	-0.1	0.3	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.2			
Partite correnti (% Pil)	3.9	4.6	4.5	4.5	4.4	5.1	4.3	4.5	4.6	4.6	4.4			
Deficit (% Pil)	-6.6	-6.2	-5.9											
Debito/PIL (% Pil)	163.9	165.6	169.1											
CPI (a/a)	0.2	0.0	0.6	0.3	-0.1	-0.1	-0.2	0.3	0.7	0.4	0.6			
Produzione Industriale	4.5	2.0	1.6	8.6	-4.8	0.5	3.9	1.9	1.3	0.6	2.1			
Disoccupazione (%)	4.1	3.8	3.6	4.0	4.0	3.8	3.8	3.7	3.6	3.6	3.6			
Tasso a 3 mesi - CD (%)	0.33	0.70	1.11	0.48	0.64	0.64	0.77	0.73	1.03	0.95	1.15			
Tasso a 10 anni (%)	1.76	1.79	1.98	1.68	1.65	1.87	1.81	1.82	1.89	1.94	1.99			
Dollaro/Yen (Yen)	116.4	119.4	116.0	117.8	119.4	120.8	119.2	118.2	119.5	117.1	115.3			
Cambio effettivo (1990=100)	124.6	117.6	123.5	121.6	119.2	116.2	117.3	117.5	118.1	122.4	125.1			

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

Cina: Crisi? Quale crisi?

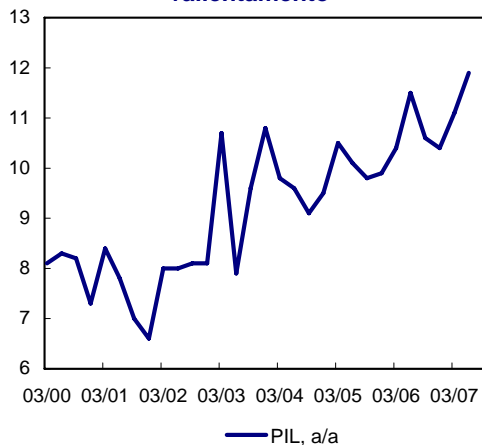
Giovanna Mossetti

giovanna.mossetti@intesanapaolo.com

Mentre gran parte delle banche centrali dei paesi industrializzati si dibatte sulle misure da adottare per far fronte alla crisi del credito, la People's Bank of China ha alzato i tassi di intervento di 27 pb, il quinto intervento nel 2007, in risposta ai dati uniformemente forti del mese di agosto. I dati hanno confermato che gli interventi restrittivi, attuati a ritmi sempre più sostenuti da inizio anno, non hanno dato luogo al rallentamento atteso.

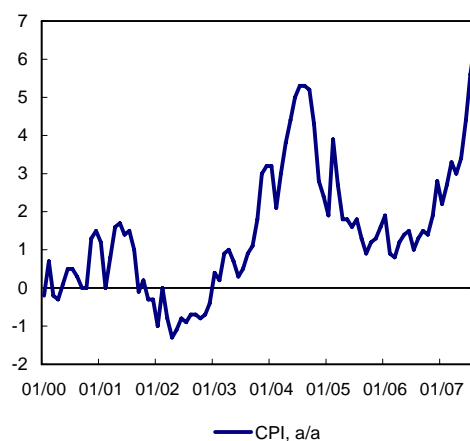
Le nuove misure di politica monetaria hanno portato il tasso sui depositi al 3,87% e il tasso sugli impieghi al 7,29%, il quinto rialzo da inizio 2007. Le misure restrittive includono anche un nuovo rialzo del coefficiente di riserva obbligatoria, al 12,5%: il coefficiente era al 9% a fine 2006 ed è stato alzato sette volte da inizio 2007. La decisione della banca centrale segue la pubblicazione dei dati congiunturali di agosto che hanno mostrato un aumento dell'inflazione al 6,5%, dovuto in gran parte ai rincari del comparto alimentare (+18,2% a/a) e la totale assenza di rallentamento della domanda (investimenti fissi, +26,7% a/a e vendite al dettaglio, +17% a/a): Nei prossimi mesi **ci saranno altri interventi restrittivi mirati a far rallentare la crescita**. Ancora una volta dobbiamo rivedere verso l'alto le previsioni di crescita: nel 2007, il PIL dovrebbe aumentare dell'11,8% (precedente previsione 10,4%), con un'aspettativa di marginale rallentamento all'11,3% nel 2008.

PIL a/a: per ora, nessuna indicazione di rallentamento



Fonte: Ecowin

L'inflazione accelera, spinta dagli alimentari



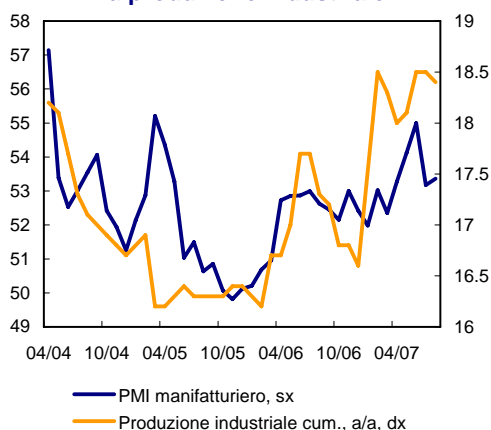
L'aggiornamento trimestrale dello scenario economico cinese non indica cambiamenti significativi di trend rispetto a quanto osservato con lo scenario di giugno. Dal lato delle **imprese** le indagini di settore e i dati di produzione industriale e di investimenti fissi rimangono sul sentiero di crescita della prima metà dell'anno, e non appaiono segnali di rallentamento significativo, nonostante il ritmo serrato di interventi restrittivi da parte delle autorità intrapresi da inizio 2007.

L'unica serie che ha mostrato un rallentamento è quella della **produzione industriale**: ad agosto l'output è cresciuto del 17,5% a/a, tornando sui livelli di inizio anno dopo i picchi di giugno (+19,4% a/a) e luglio (18% a/a). I ritmi meno forti di crescita della produzione riflettono probabilmente l'abolizione degli incentivi alle esportazioni decisi a giugno e in vigore da luglio (come si osserva anche dai dati dell'export). La crescita media della produzione industriale nel 2006 è stata del 16,6%. Inoltre, il mese di agosto ha visto un forte rallentamento della produzione di auto (da 27% a/a a 17%): questa componente è molto volatile e

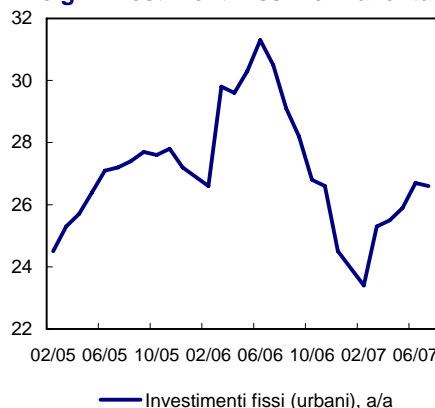
potrebbe riaccelerare nel resto dell'anno. Questo punto emerge dal grafico che include la produzione industriale cumulata: nei primi otto mesi dell'anno, la produzione industriale è cresciuta del 18,4% rispetto allo stesso periodo del 2006, e il ritmo non è cambiato sostanzialmente nella parte centrale del 2007. Il **PMI del settore manifatturiero**, a 54 ad agosto, rimane su livelli coerenti con espansione dell'attività, con una ripresa degli ordini dall'estero e una continua crescita degli ordini totali. Gli **investimenti fissi urbani** si sono stabilizzati su un tasso di crescita del 26,7% a/a nel periodo gennaio-agosto, in linea con le informazioni di luglio (+26,6% a/a). La crescita degli investimenti residenziali rimane molto forte nonostante i tentativi della banca centrale di ridurre il credito al settore. Gli **investimenti residenziali** sono aumentati del 29% nel periodo gennaio-agosto (da 28,9% del periodo gennaio-luglio), spinti anche da una forte dinamica positiva dei prezzi. I prezzi degli immobili sono aumentati dell'8,2% a/a ad agosto nelle 70 grandi città.

Il comportamento degli investimenti trova supporto nell'andamento degli **aggregati monetari e creditizi**. I prestiti in essere sono aumentati del 17% ad agosto (da 16,6% di luglio), con una forte accelerazione dei nuovi prestiti erogati ad agosto (+61,5% a/a). Gran parte di questi nuovi prestiti sono per mutui immobiliari e hanno contribuito al boom del settore immobiliare in Cina, concentrato nelle grandi città. I dati confermano che il tentativo di frenare la crescita degli aggregati creditizi attraverso controlli amministrativi ha avuto un successo temporaneo, con effetti osservabili nella seconda metà del 2006 ma non più rilevanti nel 2007.

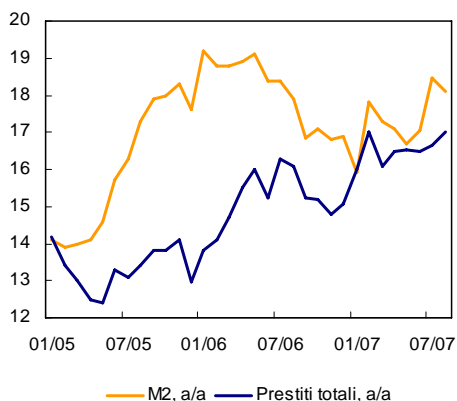
La produzione industriale...



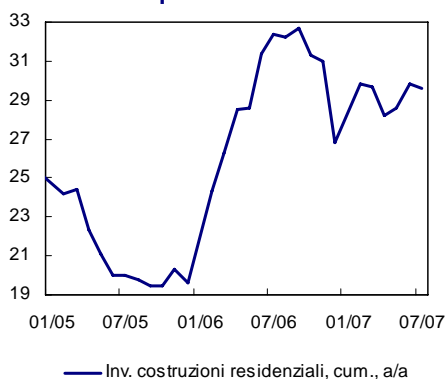
...e gli investimenti fissi non rallentano



I prestiti riaccelerano...



...e gli investimenti in costruzioni crescono ancora quasi del 30%

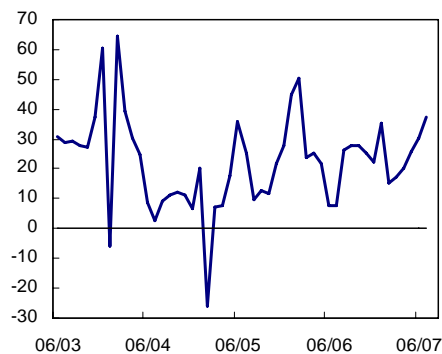


Fonte: Bloomberg, Ecowin

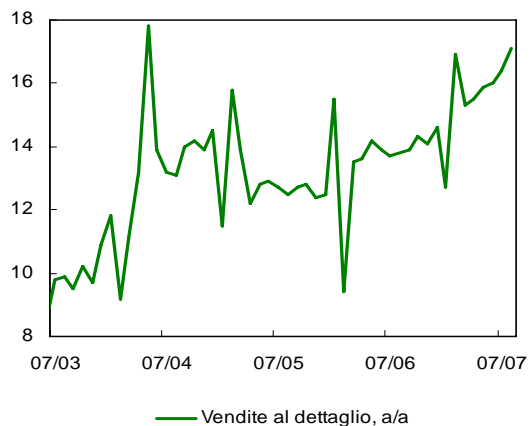
Negli obiettivi delle autorità delineati nei piani pluriennali di sviluppo si evidenzia la volontà di cambiare la composizione della crescita, riducendo il peso relativo degli investimenti e del canale estero a favore di un peso maggiore per la **domanda di consumi**. Su quest'ultimo fronte, si osserva un'accelerazione delle vendite al dettaglio a partire da fine 2005 e una nuova pronunciata accelerazione delle vendite di auto. I consumi in termini reali sono cresciuti intorno al 9% fra il 2005 e il 2006, per accelerare all'11% nel 2007 e al 13% previsto per il 2008. Questa accelerazione è concentrata nella parte urbana della popolazione. La spesa per consumi delle famiglie che vivono in zone rurali cresce a un ritmo sostenuto ma costante, mentre si prevede una marcata accelerazione della crescita della spesa per le famiglie urbane. La quota della popolazione urbana è pari a circa il 44% della popolazione totale, ed è in aumento costante. Per mettere la crescita dei consumi in prospettiva, la spesa nominale delle famiglie urbane nel 2007-2008 è prevista in aumento di circa il 18% (dall'11% del 2006) mentre per le famiglie rurali la crescita dei consumi nominali rimane vicina al 10%.

L'altra faccia della medaglia della forte crescita della domanda di consumi si trova nell'andamento dell'**inflazione**. Il dato di agosto, +6,5% a/a, è fortemente gonfiato dai rincari del comparto alimentare (+18,2% a/a). Il trend verso l'alto dei prezzi dei beni alimentari resterà in atto almeno fino alla primavera visto che è dovuto in parte al rincaro dei prezzi dei beni agricoli (comune a livello globale) ma in parte alla forte accelerazione dei prezzi delle carni: questi ultimi troveranno sollievo solo fra un paio di trimestri quando gli effetti dei sussidi pubblici si vedranno in un aumento dell'offerta. L'inflazione al netto degli alimentari è dello 0,9% a/a, in linea con quanto osservato nel 2006 (+1%). Tuttavia è chiaro che i prezzi sono in accelerazione in molti comparti e questo è vero soprattutto se si osservano gli indici per la popolazione urbana. La risposta delle autorità monetarie agli ultimi dati di inflazione è stata quasi immediata: l'introduzione di misure restrittive ha sempre risposto a indicazioni di accelerazione dell'inflazione. Benchè recentemente questa accelerazione sia concentrata sui prezzi degli alimentari, il timore che si inneschino rialzi delle aspettative di inflazione è sufficiente a indurre rialzi dei tassi ufficiali. Inoltre, la banca centrale mira a riportare i tassi reali sui depositi in territorio positivo, anche se finora questo obiettivo non è stato soddisfatto. Il rialzo dei tassi sui depositi a 3,87% infatti lascia il livello dei tassi nominali ben al di sotto della crescita dei prezzi (6,5% a/a ad agosto).

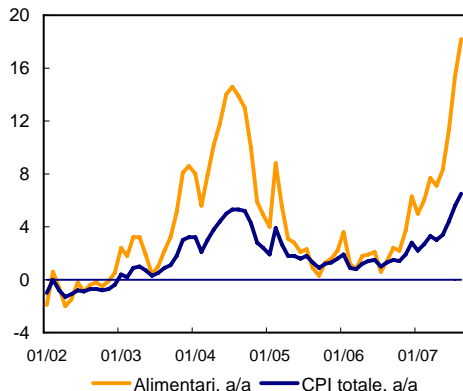
Le vendite di auto crescono oltre il 30%...



...e le vendite al dettaglio accelerano

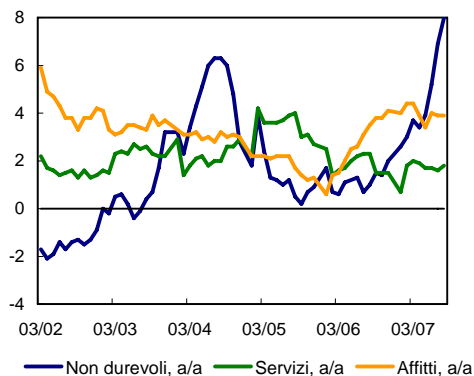


Inflazione in rialzo, ancora pesantemente influenzata dal comparto alimentare



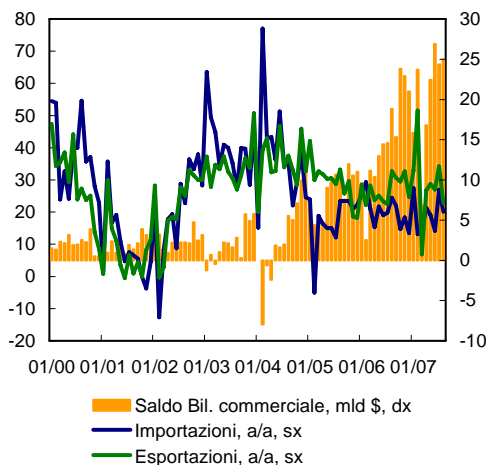
Fonte: Ecowin

...ma spinta anche da altri capitoli



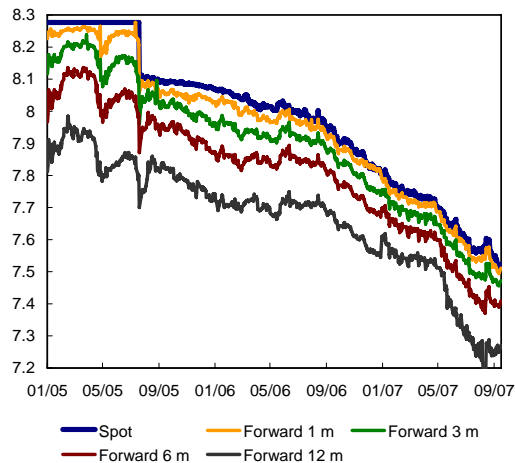
Dopo l'introduzione delle misure amministrative decise all'inizio dell'estate mirate a frenare la crescita delle esportazioni si è osservato un rallentamento della crescita dell'export. Il governo aveva abolito gran parte dei sussidi all'export con effetto da luglio in poi. I dati di **bilancia commerciale** mostrano un nuovo record per il saldo (a 25 mld \$ da 24,4 mld di luglio), ma un rallentamento della dinamica delle esportazioni (+22,7% a/a ad agosto da 34,2% di luglio). Questo rallentamento in parte però riflette la forte accelerazione dell'export del mese precedente, indotta dall'annuncio delle misure sulle esportazioni. Inoltre, il ritiro di prodotti cinesi dovuto a utilizzo di sostanze pericolose può avere generato un rallentamento della dinamica delle vendite all'estero. Ad agosto anche il ritmo delle importazioni ha rallentato (da 26,9% a/a di luglio a 20,1% di agosto). Per ora il saldo di bilancia commerciale conferma il continuo contributo positivo del canale estero alla crescita cinese e l'ininterrotto accumulo di riserve in valuta estera, benché il cambio rimanga sul sentiero di apprezzamento iniziato due anni fa.

Il canale estero continua a contribuire alla crescita...



Fonte: Bloomberg, Ecowin

...e non è intaccato dall'apprezzamento del cambio



Previsioni

La crescita per il **2007 viene rivista verso l'alto all'11,8%**, alla luce dei dati più forti delle attese per il secondo trimestre (11,9% a/a da 11,1% a/a di 2007.T1) e dell'ulteriore accelerazione registrata con i dati dei primi due mesi del terzo trimestre. I consumi privati dovrebbero crescere dell'11,2% (dal 9,2% del 2006), gli investimenti fissi non residenziali del 23% (dal 20,3% del 2006), gli investimenti residenziali del 19,4% (dal 15,5% del 2006). Queste previsioni segnalano che le autorità monetarie interverranno ancora con misure restrittive nei prossimi mesi, alzando i tassi di intervento probabilmente altre due volte entro fine anno e aumentando ancora il coefficiente di riserva obbligatoria. Anche a fronte di ulteriore restrizione sulla politica monetaria la crescita nel 2008 rimarrà intorno all'11% (previsioni: 11,3%).

Previsioni – Cina

		2003	2004	2005	2006	2007	2008
PIL (prezzi correnti)	mld CNY	13582,3	15987,8	19223,9	21568,9	24874,5	28598,4
	a/a	12,9	17,7	20,2	12,2	15,3	15,0
PIL (prezzi costanti)	a/a	10,0	10,1	10,4	11,1	11,9	11,5
Consumi	a/a	6,5	8,1	9,1	9,2	11,2	13,1
Investimenti fissi	a/a	24,6	20,2	20,0	19,7	23,3	18,8
Consumi pubblici	a/a	6,5	8,3	10,2	9,4	8,7	8,0
Esportazioni	a/a	33,8	22,8	20,2	21,3	19,4	16,1
Importazioni	a/a	37,3	21,7	7,0	11,2	15,9	16,3
Produzione industriale	a/a	26,2	21,5	13,8	10,6	11,2	10,4
Tasso di disoccupazione	%	4,2	4,2	4,2	4,2	4,1	4,0
Inflazione (CPI)	a/a	1,1	3,9	1,8	1,5	4,2	2,9
Tasso d'interesse (b/t)	%	5,3	5,4	5,6	5,9	6,5	6,7
USD/CNY (media)		8,28	8,28	8,19	7,97	7,61	7,30
	a/a		0%	-1%	-3%	-4%	-4%
USD/CNY (fine periodo)		8,3	8,3	8,1	7,8	7,5	7,1
EUR/CNY (fine periodo)		9,6	10,6	9,7	10,0	10,2	9,1

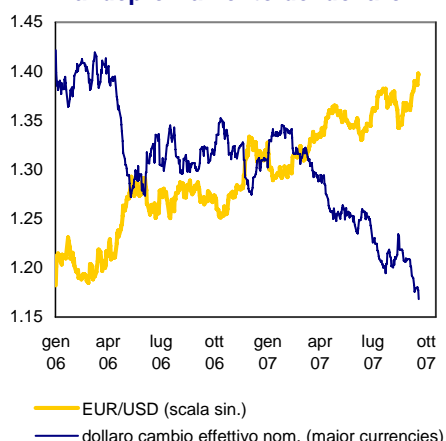
Fonte: Intesa Sanpaolo

Mercati valutari: un trimestre da dimenticare per il dollaro, non ancora fuori pericolo

Asmara Jamaleh
asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com

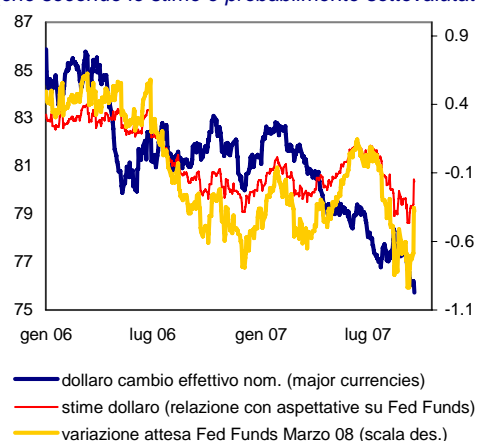
Rispetto allo scorso trimestrale di giugno il dollaro si è deprezzato significativamente: del 4,5% in termini di cambio nominale effettivo (*major currencies index*). Simmetricamente l'euro, nel bilaterale con il biglietto verde, ha guadagnato il 4,5%, lo yen addirittura il 7,1% mentre la sterlina lo 0,7% scarso. **Un "risultato" simile non era facilmente prevedibile**, perchè probabilmente non lo era la catena di ripercussioni su diversi mercati ed aree che si è osservata da agosto.

Apprezzamento dell'euro perfettamente speculare al deprezzamento del dollaro



Aspettative sui Fed Funds variabile chiave per il dollaro

(che secondo le stime è probabilmente sottovalutato)



Sull'euro rischi verso l'alto: upside fino a 1,44-1,45 se il quadro USA peggiora ulteriormente nel breve

L'euro si è apprezzato molto, raggiungendo la faticosa soglia di 1,40 EUR/USD, perchè a fronte del ridimensionarsi delle aspettative di rialzo dei tassi BCE la Fed si è trovata a dover tagliare i tassi ed ulteriore allentamento è atteso prossimamente. Si aggiunga che allo stesso tempo, con il pessimo *employment report* di settembre, sono emersi anche timori sulla solidità della crescita USA, a prescindere dalla crisi sul mercato dei crediti. **Assumendo che la situazione negli USA non precipiti**, né dal punto di vista puramente dei fondamentali, né sul fronte crisi, e che su entrambi i versanti anche l'area euro ne possa risentire negativamente, **la corsa della divisa europea dovrebbe arrestarsi in prossimità dei livelli correnti e iniziare ad invertire la rotta per fine anno**, proseguendo con rientro verso 1,30 durante il prossimo. Ad 1,41 dov'è arrivato il cambio già è ampiamente sopravvalutato ma a livello di previsione puntuale possiamo inserire valori superiori nel brevissimo termine. Infatti in una situazione come quella corrente dove incertezza e tensione sono molto elevate è opportuno dare più peso allo scenario di rischio.

Abbiamo così stimato la relazione di breve termine tra dollaro e aspettative sui tassi USA – al momento la variabile principale, se non l'unica, che guida la divisa. Se ne ottiene che **la prospettiva di un ulteriore allentamento di 50 pb dei Fed Funds quale risulta dai futures entro marzo 2008 potrebbe non essere stata incorporata appieno dal rapporto EUR/USD, perchè in quel caso – in base alle stime – l'upside arriverebbe fino a 1,44-1,45**. Inseriamo quindi 1,44 come previsione puntuale sull'orizzonte a un mese.

Comportamento della sterlina paradigmatico di quanto potrebbe accadere all'euro

La sterlina ha seguito un'evoluzione analoga all'euro fino a che non è scoppiato il caso Northern Rock. Quasi esclusivamente a questo infatti è

collegabile la revisione dello scenario sui tassi BoE (venire meno delle aspettative di un'ultima stretta nel quarto trimestre, v. art. su Regno Unito). Da quel momento in poi la divisa britannica, che in un mese soltanto aveva guadagnato il 5% sul dollaro, ha iniziato a perdere quota, mentre l'euro invece saliva inaugurando nuovi record storici. **I rischi di un acuirsi della crisi nel Regno Unito pone un downside sul cambio** con rientro sotto 2,00 GBP/USD e simultaneamente approfondimento dell'incursione sopra 0,7000 EUR/GBP. Ma soprattutto, il caso della sterlina è a nostro avviso rappresentativo di quello che potrebbe accadere all'euro se venisse meno anche la prospettiva di un ultimo rialzo BCE o se la crisi travolgesse qualche importante nome europeo.

La valuta che invece ha seguito il percorso più chiaro è stata quella nipponica. In questo caso la crisi scoppiata sui *subprime* ha generato *risk aversion* e di qui un massiccio smantellamento di *carry trades*, a tutto vantaggio dello yen, sia contro dollaro che contro euro nella prima fase, solo contro dollaro in quella successiva. Nonostante siano venute meno le aspettative di un rialzo dei tassi BoJ prima di fine anno, complici anche sviluppi non favorevoli sul fronte dei dati giapponesi, **fino a che lo stato di crisi permane e non si ripristina una buona propensione al rischio, lo yen dovrebbe continuare a restare supportato** (114-116 USD/JPY area *pivot*). **Probabile al contrario che si rivedano fasi di comportamento divergente in cross con l'euro, dove a dominare è infatti la dinamica dell'EUR/USD** (il *downside* però non dovrebbe estendersi oltre 164-166).

SERVIZIO STUDI

Responsabile
Gregorio De Felice

Gruppo di lavoro:

Luca Mezzomo

Macroeconomia
Sergio Capaldi
Anna Maria Grimaldi
Giovanna Mossetti
Gyorgy Barta

Mercati valutari
Asmara Jamaleh

Database Management
Simonetta Melotto

Nucleo Editoriale
Sonia Papandrea
Raffaella Caravaggi

IMPORTANTI COMUNICAZIONI

Il presente documento è stato preparato, nell'ambito della propria attività di ricerca studi e analisi, da Intesa Sanpaolo S.p.A. ("Intesa Sanpaolo") banca di diritto italiano iscritta all'Albo delle Banche al n. 5361 e capogruppo del "Gruppo Intesa Sanpaolo" iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari, autorizzata da Banca d'Italia alla prestazione dei servizi di investimento.

Il presente documento è stato pubblicato da Banca Caboto S.p.A. ("Caboto") banca di diritto italiano iscritta all'Albo delle Banche al n. 5570 società appartenente al "Gruppo Intesa Sanpaolo" iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari, autorizzata da Banca d'Italia alla prestazione dei servizi di investimento.

Le informazioni fornite e i dati qui contenuti sono tratti da informazioni fornite al pubblico dalle società oggetto del presente studio (le "Società"), o da notizie altrimenti pubbliche e si riferiscono alla data del presente documento.

Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di Intesa Sanpaolo e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede; in nessun caso si potrà ritenere che siano state rilasciate attestazioni o garanzie, esplicite o implicite, in merito alla loro attendibilità, completezza o correttezza. La società, i dirigenti, i rappresentanti o i dipendenti del Gruppo non assumono alcuna responsabilità per eventuali danni – diretti o indiretti, patrimoniali e non – derivanti dall'uso delle informazioni qui riportate. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari.

ALTRE COMUNICAZIONI

Il presente studio è distribuito da Banca Caboto, ed è reso disponibile alle società del Gruppo, che potranno metterlo a disposizione dei propri clienti in ragione dei preventivi accordi e del preventivo assenso di Intesa Sanpaolo. Costituiscono canali di diffusione la posta cartacea, la posta elettronica e il sito internet di Caboto (www.caboto.it).

Il presente documento è di esclusiva proprietà di Intesa Sanpaolo a cui appartiene ogni diritto di proprietà intellettuale su dati, informazioni, opinioni e valutazioni. Esso non può essere riprodotto né ridistribuito, direttamente o indirettamente, a nessun'altra persona ovvero pubblicato, in tutto o in parte, per nessuno scopo, senza specifica autorizzazione di Intesa Sanpaolo.