

## **Scenario Macroeconomico**

**Servizio Studi e Ricerche**  
Settembre 2008

## Indice

Spinte recessive ormai conclamate

Il quadro per area in sintesi

Petrolio: maggiore normalità

### Stati Uniti

L'ombra della crisi bancaria peserà sullo scenario dei prossimi anni

Fed: priorità alla stabilizzazione del sistema finanziario

Politica fiscale USA dopo le elezioni: *mission impossible*

### Area euro – Il 2009 sarà l'anno di minimo del ciclo e di resa della BCE

La recessione è probabilmente già in corso

Inflazione: ancora sopra il 2%, ma si riducono i rischi

BCE: aumentano le *chance* di un'inversione di rotta della politica monetaria

Germania: polvere di stelle

### In Italia nuova contrazione del PIL in arrivo

### Regno Unito: dopo la frenata si attende la contrazione

### Asia

Giappone: crescita moderata, grazie a spesa pubblica e consumi

Cina: rallentamento graduale

### Mercati valutari – più incerto lo scenario del dollaro

26 settembre 2008

2	Nota trimestrale
4	Intesa Sanpaolo Servizio Studi e Ricerche
6	Macroeconomic and Fixed Income Research
9	Luca Mezzomo Responsabile
10	Giovanna Mossetti Economista - USA e Giappone
15	Anna Maria Grimaldi Economista - Area Euro
16	Paolo Mameli Economista - Area Euro
23	Asmara Jamaleh Economista – Mercati Valutari
24	Silvia Guizzo International Economics
33	
35	
39	
40	
45	
46	
46	
51	
58	

## Spinte recessive ormai conclamate

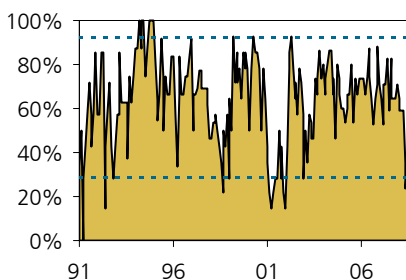
Negli ultimi mesi lo scenario economico è mutato in modo violento. La manifestazione più eclatante è costituita dall'aggravarsi della crisi finanziaria americana. Tuttavia, la crisi finanziaria non è neppure la principale causa dei tagli alle stime di crescita per il 2008 e per il 2009 contenuti in questo rapporto: le revisioni dipendono dalla conferma che è giunta nel corso dell'estate riguardo alla prevista diffusione del rallentamento economico. Tuttavia, la crisi finanziaria penalizzerà la performance economica di Stati Uniti ed Europa nel 2009. Diventa più probabile una svolta della politica monetaria in Europa.

Luca Mezzomo

Negli ultimi mesi lo scenario economico è mutato in modo violento. La manifestazione più eclatante è costituita dall'aggravarsi della crisi finanziaria americana. Il deterioramento è iniziato in luglio con il crescere dei dubbi sulla capacità di Fannie Mae e Freddie Mac, le due principali società di rifinanziamento dei mutui, di sopravvivere all'erosione del capitale che stavano subendo. Il climax si è raggiunto in settembre con il fallimento della banca d'investimento Lehman Brothers, il salvataggio da parte del Tesoro di Fannie Mae, Freddie Mac e del colosso assicurativo AIG, gli interventi per evitare il tracollo dei fondi monetari e, infine, l'annuncio della costituzione di un fondo pubblico da 700 miliardi per acquistare dalle istituzioni finanziarie mutui e titoli collegati ai mutui. Tale fondo attende ancora l'approvazione dei necessari provvedimenti legislativi.

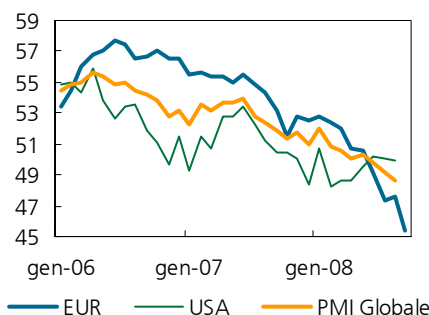
Gli sviluppi sono stati molto più veloci e drammatici di quanto ci attendessimo dopo la relativa calma dei mesi primaverili. Per quanto fosse già atteso che il deterioramento nella qualità dei bilanci bancari e il peggioramento dei conti pubblici avrebbe condizionato lo scenario economico negli anni a venire, la proporzione che va assumendo il dissesto appesantisce considerevolmente le prospettive. Tuttavia, la crisi finanziaria non è neppure la principale causa dei tagli alle stime di crescita per il 2008 e per il 2009 contenuti in questo rapporto. Le revisioni dipendono dalla conferma che è giunta nel corso dell'estate riguardo alla prevista diffusione del rallentamento economico: un numero crescente di paesi, anche emergenti, ha registrato contrazioni della produzione industriale, in coincidenza con un calo sotto quota 50 del PMI globale.

Indice di diffusione della produzione industriale mondiale



Percentuale di paesi con produzione industriale in crescita (non ponderata). Calcolato su serie destagionalizzate.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su fonti nazionali

PMI manifatturiero globale

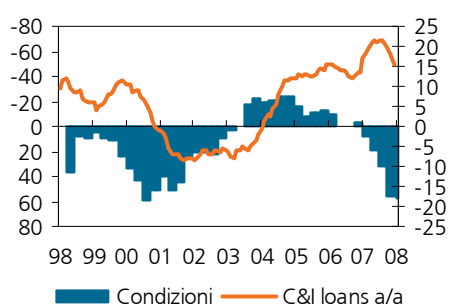


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati NTC

Il peggioramento della congiuntura internazionale deriva contemporaneamente da sviluppi locali simultanei, da fattori comuni (shock energetico, crisi finanziaria) e dal normale processo di trasmissione internazionale dello shock negativo che ha interessato la domanda interna statunitense. Tra i fattori comuni il principale sembra essere stato l'erosione di potere d'acquisto subita dalle famiglie per effetto del **rincarzo energetico**. I prezzi del carburante hanno raggiunto il culmine nel mese di luglio per poi arretrare velocemente sui livelli di aprile/marzo. In media trimestrale il contro-shock sui prezzi in dollari è pari ad un modesto -3,2% contro uno shock di

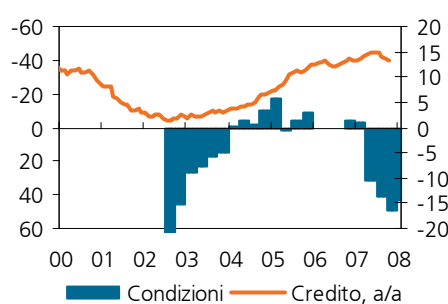
+31,3% nel 2° trimestre ed è perciò insufficiente per sperare in un sostegno attivo alla crescita economica. Anche nei prossimi mesi ci attendiamo un effetto espansivo molto limitato su questo fronte (v. pag. 6). Fuori dagli Stati Uniti, dove le implicazioni reali sono da tempo evidenti, la **crisi finanziaria** ha finora esercitato il suo effetto soprattutto attraverso l'aumento del costo del credito, che potrebbe aver aggravato la pressione sul potere d'acquisto delle famiglie nei paesi con prevalente indebitamento a tasso variabile, e attraverso l'impatto sulla fiducia di consumatori e imprese; al contrario, in molti paesi, la crescita delle erogazioni alle imprese ha continuato ad essere robusta, sicché una significativa restrizione quantitativa sembra aver interessato soltanto il settore delle famiglie. Riguardo alla disponibilità di credito la situazione sembra però destinata a mutare in peggio sia in Nord America, dove una svolta è già in corso, sia nell'Eurozona, dove il rallentamento del credito alle imprese, invece, è appena agli inizi (v. figura) dopo essere stato preannunciato dalle indagini di clima presso le banche.

Stati Uniti: credito commerciale e industriale



Condizioni: Senior Loan Officers Survey, % che restringe le condizioni su C&I Loans a imprese medie e grandi. Credito: variazione a/a dei C&I Loans in essere.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Federal Reserve Board

Eurozona: credito alle imprese non finanziarie



Condizioni: Bank Lending Survey, andamento recente. Credito: impieghi in essere verso imprese non finanziarie, a/a.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Banca Centrale Europea

Lo scenario presenta alcune criticità. In primo luogo, è legittimo chiedersi se la crisi bancaria americana si tradurrà in una recessione "secca" come nel 1990-91. L'ipotesi incorporata nello scenario è che la crisi bancaria sistemica è destinata a generare una deviazione ampia e persistente della crescita economica americana dal trend e, inoltre, rende più probabili contrazioni su base trimestrale; tuttavia, non si sbilancia sull'effettiva distribuzione temporale del divario, che è difficilmente prevedibile. Se la crisi implicherà anche contrazioni su base tendenziale è possibile, ma non scontato, come non è scontato che la gola del ciclo sia alla fine del 2008.

Sul fronte valutario, la situazione di crisi finanziaria associata agli usuali squilibri strutturali degli Stati Uniti rende possibile che il **dollaro** sia di nuovo vittima di occasionali crisi di fiducia. Tuttavia, lo stato di debolezza che ormai affligge anche le altre economie ci rende cauti riguardo alla possibilità che si instauri un nuovo trend di deprezzamento contro euro o yen. Il recente salvataggio delle GSE e l'approvazione del TARP Act dovrebbero contenere la minaccia.

Terzo, rimane aperta la questione se la dinamica della domanda interna nei **paesi emergenti** può mitigare il rallentamento economico globale. La diffusione dei numeri negativi nell'andamento della produzione industriale (v. pag. 2) indica che la trasmissione internazionale dello shock di domanda è ormai in pieno sviluppo e anche i paesi emergenti ne stanno subendo le conseguenze. La piccola svolta della politica monetaria cinese, tuttavia, sembra indicare che almeno questo paese non rinuncerà facilmente al ritmo di crescita degli ultimi anni.

Infine, è dibattuto se l'**effetto di lungo termine** della crisi sarà **inflazionistico o deflazionistico**. Riguardo agli effetti di breve e medio termine non ci sono dubbi: nei prossimi trimestri (purché si eviti una crisi sul dollaro) i fattori ciclici saranno largamente disinflazionistici. L'aumento della

disoccupazione e della capacità inutilizzata ridurranno le pressione endogene, mentre il più rapido riassorbimento dello shock energetico accelererà il rallentamento degli indici generali dei prezzi. Per quanto accomodante sia la politica monetaria, i suoi effetti saranno annullati dalla restrizione creditizia in corso. A più lungo termine, l'effettiva portata deflazionistica della crisi dipende dalla possibilità che l'eccesso di capacità nell'economia si mantenga ampio e persistente, scenario che a sua volta dipende dal mix di politiche economiche che sarà adottato nei prossimi anni, oltre che dalla durata e dall'intensità della fase di ristrutturazione dei bilanci bancari e dall'andamento del dollaro. La moderata ma persistente deflazione giapponese iniziata nel 1997 è stata causata da una combinazione fatale di ingessatura dei bilanci delle imprese per l'impossibilità di far emergere le perdite derivanti dall'esposizione al settore immobiliare, blocco dell'erogazione di credito e calo dei prezzi all'importazione. A sua volta, tale situazione viene ricondotta a politiche monetarie troppo poco aggressive e all'incapacità di promuovere un più veloce risanamento del sistema bancario. Non si è trattato di un caso lineare di *debt deflation* come nella Grande Depressione. Negli Stati Uniti, la cui crisi attuale presenta più similitudini con il Giappone anni '90 che con l'episodio che condusse alla Grande Depressione, uno scenario deflazionistico in stile giapponese si potrebbe profilare se fallissero i piani di risanamento del sistema bancario americano e se venisse clamorosamente meno il sostegno alle politiche di stimolo. L'uso molto attivo del bilancio federale che si sta osservando non sembra però coerente con questo scenario. Viceversa, il rischio che le misure adottate contro la crisi abbiano effetti inflazionistici dipende dall'assunto che, cessato l'effetto deflazionistico della crisi, le prossime amministrazioni federali non ripristinino l'equilibrio dei conti pubblici e/o che la Fed non corregga abbastanza velocemente l'orientamento della politica monetaria. Fermo restando che le dinamiche sul fronte dei costi delle materie prime saranno meno favorevoli rispetto agli anni 1995-2003.

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

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Proiezioni sui prezzi delle materie prime					
	2005	2006	2007	2008P	2009P
Petrolio (Brent, \$/barile)	54,4	65,4	72,7	109,5	98,3
	+42,1	+20,1	+11,2	+50,0	-10,0
Materie prime escl. combustibili (1990=100)	125,6	154,8	176,6	214,5	210,4
	+6,0	+23,2	+14,1	+21,5	-1,9
Metalli (1990=100)	159,5	249,1	292,4	335,1	301,8
	+22,4	+56,2	+17,4	+14,6	-9,9
Agricole (1990=100)	101,5	110,4	115,9	120,6	121,6
	+0,5	+8,8	+5,0	+4,1	+0,8

Nota: livelli e variazioni medie annue

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

## Il quadro per area in sintesi

Lo scenario economico si è ulteriormente deteriorato, per effetto della crescente restrizione del credito. L'aumento dell'inflazione pesa sui redditi reali delle famiglie e controbilancia il sostegno

Stati Uniti

ricevuto dallo stimolo fiscale della primavera. I consumi reali si contrarranno nel secondo semestre 2008.

La crisi bancaria deve ancora mietere vittime: i prossimi trimestri vedranno un ulteriore peggioramento dei bilanci bancari e una conseguente restrizione della dinamica del credito. Nel 2009 la frenata del credito sarà concentrata sulle imprese, portando a una contrazione degli investimenti fissi. A soffrire non saranno solo gli investimenti in edilizia commerciale, ma anche quelli in macchinari e software.

L'intervento di acquisto degli asset delle banche proposto dal Tesoro per 700 miliardi di dollari si aggiunge a una lunga lista di altri interventi pubblici i cui effetti graveranno sul deficit dei prossimi anni, frenando le prospettive di crescita dell'economia nel medio termine. A un deficit previsto dal CBO intorno a 530 miliardi di dollari per il 2009, si aggiungono infatti autorizzazioni di spesa per le GSE per 200 miliardi, i prestiti a Bear Stearns e AIG per circa 114 miliardi complessivi, il sostegno alle case automobilistiche per 25 miliardi. Questi sono gli interventi già attuati, per un costo complessivo pari ad almeno 300 miliardi. Si deve anche aggiungere l'ombra di un probabile intervento di ricapitalizzazione dell'FDIC, l'ente di garanzia dei depositi. L'aspettativa di un aumento dei fallimenti, soprattutto fra le banche regionali che quasi certamente non hanno ancora attuato adeguate svalutazioni del loro attivo, implica non solo che il livello di riserve va riportato al limite legale, ma anche che sarà necessario un intervento più ampio, stimabile in almeno 100-150 miliardi di dollari. Il deficit potrebbe raggiungere i 900 miliardi (6% del PIL) anche prima di aggiungere l'autorizzazione di spesa per 700 mld richiesti per finanziare il Troubled Asset Relief Program. Con il TARP, il deficit potrebbe raggiungere il 10% del PIL nel 2009, e tornare verso il 4-5% del PIL nel 2010.

Rivediamo le nostre stime sul **PIL** dell'area euro drasticamente al ribasso, da 1,7% a 1,1% per l'anno in corso e da 1,4% a 0,6% per il 2009. Il rallentamento della domanda mondiale e l'evoluzione avversa della crisi finanziaria giustificano la revisione, mentre il rientro delle quotazioni del petrolio e dell'euro offrirà solo un marginale supporto. La recessione è probabilmente già in corso almeno in senso tecnico, in quanto ci aspettiamo una seconda contrazione consecutiva del PIL nei mesi estivi dopo quella vista in primavera. La **stagnazione** dell'attività economica proseguirà fino almeno a tutta la prima metà del 2009. Solo verso la fine dell'anno si potrebbe vedere una modesta ripresa. Il rallentamento in corso appare legato più a motivi ciclici (il rallentamento della domanda estera, sulla scia del rallentamento sincronizzato delle principali economie oltre che dell'euro forte, e della domanda interna, per via della perdita di potere d'acquisto dovuta all'aumento dell'inflazione) che non alla crisi finanziaria in corso. La crisi sta producendo sul credito sia un aumento del costo (per ora solo parzialmente trasferito in particolare sulle imprese) sia una restrizione dei criteri del credito, che determinerà un sensibile rallentamento dei prestiti con effetti in particolare sulle costruzioni e sugli investimenti delle imprese.

Area euro

Le stime per la dinamica dei **prezzi al consumo** nell'anno in corso rimangono al 3,6%. Rivediamo, invece, marginalmente al ribasso la previsione per il 2009 al 2,3% da un precedente 2,4%. Per quel che concerne la dinamica sottostante dei prezzi al consumo ci aspettiamo una flessione modesta al 2,3-2,4% nel 2009 da una stima del 2,5% per l'anno in corso. In un'ottica di 18 mesi l'inflazione dovrebbe tornare al di sotto del 2,0% se il sentiero di petrolio e cambio si mantiene più o meno sui livelli del 2009.

Si stanno materializzando le condizioni per un'**inversione di rotta da parte della BCE**: è sempre più probabile una mossa già nei primi mesi del 2009; inoltre l'estensione della crisi finanziaria all'Europa potrebbe addirittura consigliare di anticipare il primo taglio alla fine di quest'anno. Lo scenario include tagli dei tassi BCE per 50pb entro fine estate ma non escludiamo rischi verso il

basso: le 'regole' di politica monetaria suggerirebbero infatti un calo fino al 3,0% entro fine 2009.

L'economia giapponese risente del rallentamento internazionale e della crisi del credito per ora soltanto in modo indiretto. La crescita media annua nel 2009 sarà sugli stessi livelli di quest'anno, intorno all'1%. Nei prossimi trimestri il canale estero smetterà di contribuire alla crescita. La domanda domestica sarà sostenuta dai consumi e dalla spesa pubblica, mentre gli investimenti delle imprese resteranno deboli. Il calo atteso dell'inflazione contribuirà a ridurre i rischi per la domanda interna. La politica monetaria rimarrà in fase di attesa, con interventi di sostegno alla liquidità, ma senza aprire spiragli per eventuali tagli dei tassi. La prossima mossa della banca centrale rimane probabilmente un rialzo nella seconda metà del 2009. La politica fiscale dovrebbe tornare a contribuire alla crescita dopo più di dieci anni di assenza. Il nuovo governo modificherà gli obiettivi di pareggio di bilancio entro il 2011 e userà la leva degli investimenti pubblici per sostenere la crescita.

Giappone

In Cina il rallentamento dell'inflazione, il forte calo della borsa e qualche segnale di rallentamento dal lato degli investimenti hanno indotto recentemente la banca centrale a spostare l'attenzione sulla crescita e a tagliare i tassi. I consumi e i profitti delle imprese continuano a tenere molto bene. I segnali di rallentamento non sono dunque univoci e potrebbero anche essere legati alle misure anti-inquinamento messe in atto prima e durante le Olimpiadi. Lo scenario centrale rimane quello di un rallentamento graduale, guidato essenzialmente da un ridimensionamento degli investimenti e del contributo del canale estero

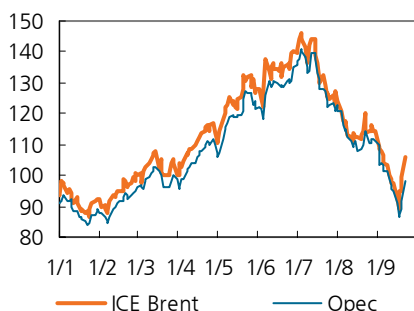
Cina

## Petrolio: maggiore normalità

Le quotazioni del petrolio hanno vissuto una pazzesca estate di rialzo e collasso. Dai 132-136 dollari di metà giugno si è balzati al massimo storico di 146,08 dollari, toccato il 3 luglio; dopo due settimane di volatilità sterile, il 15 luglio è iniziata una veloce discesa, che in un mese ha abbattuto i prezzi fino a 110-113 dollari. Passato senza causare i danni temuti l'uragano Gustav, il moderato accumulo di posizioni speculative lunghe verificatosi nella settimana precedente è stato smontato, e i prezzi sono calati temporaneamente anche sotto i 100 dollari.

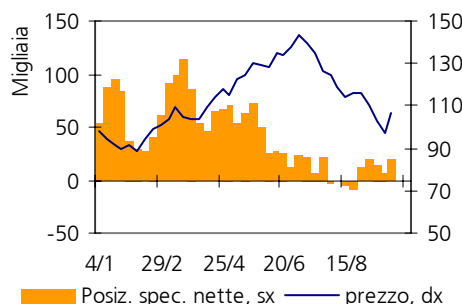
Luca Mezzomo

Andamento dei prezzi del petrolio



Dollari al barile.  
Fonte: Reuters EcoWin

Posizioni non commerciali sul Light Crude al Nymex



Prezzo in USD/barile. Posizioni in migliaia di contratti.  
Fonte: Thomson Reuters e Reuters EcoWin

Le cause di questa svolta repentina sono forse da ricercare più nell'abnormità del rialzo precedente che in eventi specifici. Anche se l'IEA è riluttante ad ammetterlo, ormai i prodotti finanziari costruiti intorno al petrolio hanno assunto vita propria e le dinamiche dei flussi di capitale sono in grado di sovrastare transitoriamente quelle del mercato fisico. Alcuni fatti possono però aver agito da catalizzatore per:

- La tendenza apparentemente inarrestabile al rialzo stava suscitando molto allarme tra i governi, che avevano iniziato ad accusare (non a torto) la "speculazione" finanziaria di quanto stava accadendo. Sommandosi alla diffusa percezione che il movimento dei prezzi avesse perso ogni connessione con le condizioni di mercato, la minaccia di una stretta sull'operatività finanziaria potrebbe aver stimolato le prese di beneficio sui guadagni realizzati, oltre a scoraggiare l'afflusso di nuovi capitali nel comparto.
- Secondariamente, tra luglio ed agosto si sono andati accentuando i segnali di debolezza dell'economia mondiale. Il netto calo degli indici di fiducia nell'Eurozona e i segnali di crisi in Giappone si sono aggiunti alla contrazione degli occupati negli Stati Uniti. La crisi finanziaria americana ha accentuato il clima di pessimismo intorno alle prospettive della domanda.
- Terzo, il dollaro ha guadagnato circa l'8% in termini di cambio medio. Anche se la relazione causale fra prezzo delle materie prime e cambio ha una direzione ambigua nel breve termine, il movimento del dollaro e dei prezzi petroliferi ha beneficiato di un meccanismo di retroazione positiva, con livelli di correlazione elevati.

A breve termine il mercato sembra in grado di consolidarsi sopra 100 dollari. Ma le condizioni di fondo non sono favorevoli a una significativa ripresa dei prezzi.

#### **Dai fondamentali pochi spunti per nuove fiammate dei prezzi**

In effetti i fattori che determinano l'equilibrio fisico di domanda e offerta, corrente e futuro, ora sono più ribassisti che a inizio estate, per quanto di poco. I principali cambiamenti sono costituiti da:

- Tendenza all'apprezzamento del dollaro, ora compromessa dal divampare della crisi finanziaria;
- Revisione al ribasso dello scenario 2009 di crescita economica mondiale, che accentua l'aspettativa di rallentamento della domanda mondiale di petrolio; la crescita di quest'ultima potrebbe fermarsi a meno di 1 mln di b/g nel 2009;
- Ridimensionamento del rischio meteorologico nel Golfo del Messico;
- Calo della percezione di rischio geopolitico connesso alla crisi nel Caucaso e al programma nucleare iraniano.

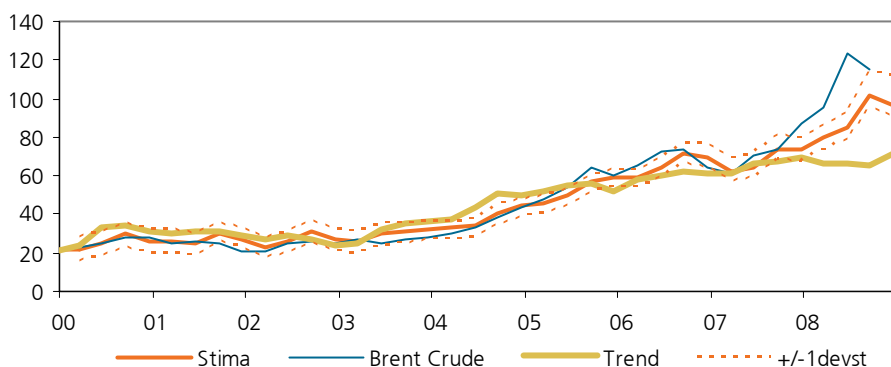
Tra il 2008 e il 2009 si continua ad attendere un incremento significativo (1,9 milioni di barili/giorno) della capacità produttiva nei paesi OPEC, a cui si aggiungerebbero altri 500 mila b/g nei paesi non-OPEC. Assumendo le stime di crescita della domanda pubblicate dalla IEA, la capacità disponibile salirebbe da 2,5 a 4,0 milioni di b/g nel 2009, pari a quasi il 5% della domanda. La maggiore flessibilità dal lato dell'offerta riduce il rischio che eventi inattesi (scioperi, catastrofi naturali o conflitti) creino scarsità di domanda su orizzonti temporali significativi e perciò riduce sia la probabilità di fiammate speculative, sia l'opportunità di incorporare premi per il rischio nelle quotazioni correnti. Tuttavia, a più lungo termine (oltre il 2010) la IEA si attende incrementi di capacità modesti, inferiori a 1 milione di b/g, e quindi nuova erosione del margine disponibile.

Sulla base del modello strutturale, ipotizzando un valore esterno del dollaro stabile ci attendiamo quotazioni medie nella fascia 93,7-115,2 dollari nel quarto trimestre 2008 (previsione centrale 99,2) e marginalmente superiori nel primo trimestre 2009. La media 2009 è stimata in 99 dollari. Un apprezzamento persistente del 5% del dollaro implicherebbe quotazioni medie più basse di circa 2 dollari, così come una revisione al ribasso di un punto percentuale della stima di crescita mondiale. La proiezione assume un marginale calo (-0,5%) della copertura garantita dalle scorte in giorni di domanda corrente.



Il confronto con i valori prodotti dalla componente di *trend* del modello (60-70 dollari nel 2007-08, poi in salita a 102 dollari tra metà 2009 e fine 2010) mostra che il mercato ha anticipato di oltre due anni le dinamiche prevedibili sulla base dei fondamentali classici. Ciò per rimarcare che, nonostante le aberrazioni degli ultimi mesi, la tendenza al rincaro del petrolio non si può considerare effimera, in quanto è pienamente giustificata dalle dinamiche relative di domanda e offerta che stiamo osservando negli ultimi anni. In altri termini, dobbiamo aspettarci che i carburanti diano un contributo medio positivo alla crescita dei prezzi.

#### Brent Crude - modello trimestrale di previsione



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

#### I fattori di rischio

L'accentuarsi del rallentamento economico mondiale e l'apprezzamento del dollaro sono i due principali fattori che potrebbero spingere le quotazioni petrolifere più marcatamente al ribasso. D'altra parte, un significativo calo dei prezzi sotto 100 dollari porterebbe con sé un andamento della domanda più robusto. Inoltre – e questo potrebbe alla fine risultare il fattore limitante di maggior rilievo – l'OPEC quasi certamente contrasterebbe il declino delle quotazioni con una riduzione della produzione. Richieste nella direzione di un taglio della produzione sono già state avanzate dal Venezuela, mentre il Ministro nigeriano per il petrolio "rimane aperto a tutte le opzioni"<sup>1</sup> e ritiene sia meglio aspettare che la situazione si chiarisca. Il primo passo è un ridimensionamento dell'extra-produzione saudita, che si aggirerebbe attualmente intorno ai 600 mila b/g. La strategia potrebbe essere quella di impedire l'accumulo primaverile di scorte piuttosto che accentuare il decumulo invernale.

Da non trascurare neppure i possibili scenari di recrudescenza del **rischio geopolitico**. Agli usuali punti caldi (Golfo Persico, Nigeria, Venezuela) si è ora aggiunta la Russia, che sta usando il suo controllo delle risorse energetiche per riguadagnare il controllo sulle altre repubbliche ex-sovietiche e condizionare le scelte di politica internazionale dell'Unione Europea. Tali aspetti (inclusa l'ipotesi di un colpo di coda militare dell'Amministrazione Bush, per esempio in Iran, che a inizio estate aveva contribuito a mettere in tensione i prezzi) sono attualmente ignorati dal mercato, che però ci ha già abituato a improvvisi ripensamenti sull'importanza relativa dei fattori di influenza.

<sup>1</sup> Dichiarazione del 4 settembre riportata da Reuters.

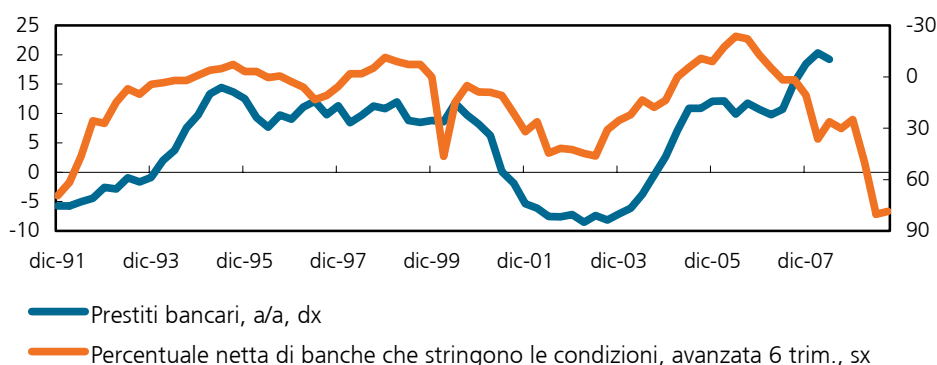


## L'ombra della crisi bancaria peserà sullo scenario dei prossimi anni

L'economia americana e la politica monetaria rimarranno ostaggio delle condizioni dei mercati finanziari e del sistema bancario ancora a lungo. Una delle principali implicazioni degli eventi degli ultimi trimestri riguarda lo scenario di medio termine. Gli interventi per il salvataggio di istituzioni in crisi, la gestione diretta di Freddie Mac e Fannie Mae, la necessità di ricapitalizzare le riserve dell'FDIC già sotto il livello legale dal 2° trimestre, i costi di un pacchetto fiscale già attuato e del pacchetto di salvataggio delle banche in discussione in Congresso, peseranno sul sentiero del deficit americano per diversi anni e freneranno la crescita nel prossimo quinquennio.

Nel breve termine, con un orizzonte a un anno, alla luce degli eventi sui mercati finanziari delle ultime settimane rivediamo ancora verso il basso lo scenario di crescita del 2009, sulla base degli effetti attesi di un'ulteriore restrizione del credito, le cui conseguenze si trasferiranno sull'economia nella parte centrale del prossimo anno. Il collasso del settore del credito, considerato fino a poco fa uno scenario di rischio, ma non lo scenario centrale, implica che la dinamica dell'attivo delle banche sia bloccata più a lungo e in misura più ampia, frenando la crescita della domanda nonostante il livello espansivo dei tassi di intervento.

### Le banche preannunciano una severa restrizione del credito



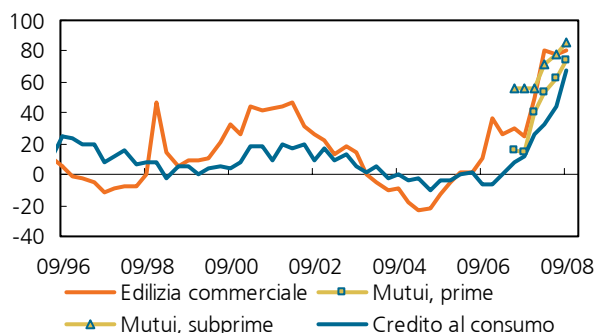
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Federal Reserve

La crisi bancaria sarà accompagnata da un peggioramento dello scenario di crescita, come è avvenuto in tutte le crisi bancarie del passato: il nostro scenario, come quello del consenso e della Fed, prevedeva una ripresa nella seconda metà del 2009: lo scenario centrale è ora che la crescita sia bloccata per gran parte dell'anno, con una riaccelerazione modesta a fine 2009. Le conseguenze delle crisi bancarie sono durature<sup>2</sup>. In particolare, ci attendiamo una serie di trimestri di contrazione degli investimenti fissi delle imprese, non solo per la componente di strutture ma anche per quella di macchinari e software. Il risultato sarebbe una contrazione della spesa per investimenti nel 2009 del 2,8%, in un contesto già debole, con consumi in crescita modesta, intorno all'1%, e rialzo del tasso di risparmio. In questo quadro, con la Fed impegnata a sostenere una richiesta dell'Amministrazione di 700 miliardi di dollari per l'acquisto di titoli illiquidi detenuti dalle banche e a inondare i mercati di liquidità, non è ipotizzabile un rialzo dei tassi di intervento. Il calo del prezzo del petrolio e l'aspettativa di un rientro più rapido delle pressioni inflazionistiche lasciano maggiori margini alla banca centrale per non avviare il processo di rialzo dei tassi che aveva segnalato come probabile a giugno scorso.

<sup>2</sup> C. Reinhart, K. Rogoff, Is the 2007 US Subprime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison, NBER Working Paper, Feb. 2008. L. Laeven, F. Valencia, Systemic Banking Crises: A New Database, IMF Working Paper, 08-224, Set. 2008.

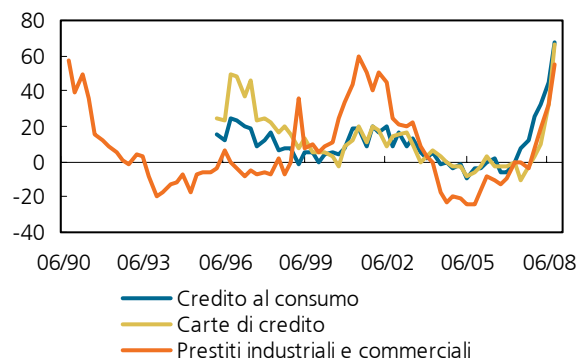
Uno scenario di tassi fermi è coerente con la revisione verso il basso della crescita, sia per il 2° semestre 2008 sia per il 2009. Gli effetti dell'accresciuta restrizione del credito, dell'erosione del reddito reale e del deterioramento del mercato del lavoro porteranno **la dinamica dei consumi nel 3° e nel 4° trimestre in territorio negativo**. L'aspettativa di una restrizione fiscale in arrivo dal 2010 potrebbe anche influenzare negativamente la stima del reddito permanente delle famiglie, attraverso la percezione di un periodo di imposte in rialzo necessario per rispondere ai costi degli interventi a favore del settore bancario. Inoltre, il blocco dei prestiti alle imprese, soprattutto per l'edilizia non residenziale, ma anche per macchinari e software, porterà a un calo degli investimenti fissi per tutto il 2009. Confermiamo la previsione che i principali rischi per il 2009 (e per il 2010) vengono dal mercato finanziario e dagli sviluppi della crisi del settore bancario. Come segnalava il Quarterly Report dell'FDIC di fine giugno (vedi *WEM* del 25 agosto 2008), i bilanci bancari, anche con gli interventi di sostegno delle autorità di politica economica, saranno caratterizzati da una riduzione della leva. La restrizione del credito rimarrà il principale freno per la crescita del 2009.

**Il credito si blocca**



Nota: percentuale netta di banche che stringono le condizioni del credito  
Fonte: Senior Loan Officer Survey, Federal Reserve Board

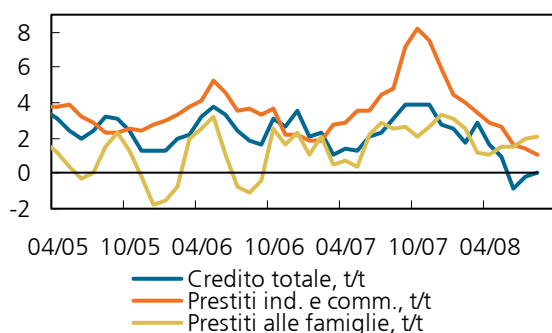
**... per tutti i debitori**



Fonte: Senior Loan Officer Survey, Federal Reserve Board

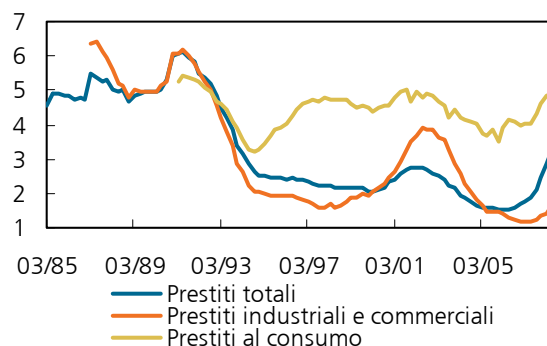
La Senior Loan Officer Survey di luglio, pubblicata ad agosto dalla Fed, ha mostrato un ulteriore peggioramento delle condizioni del credito. Questa indicazione si riflette nei dati sull'attivo delle banche: i dati sul credito mostrano una stagnazione della dinamica trimestrale, diffusa a tutti i tipi di prestiti, anche quelli meno rischiosi.

**Rallenta vistosamente la crescita dei volumi**



Fonte: EcoWin

**Incagli e sofferenze - banche commerciali**



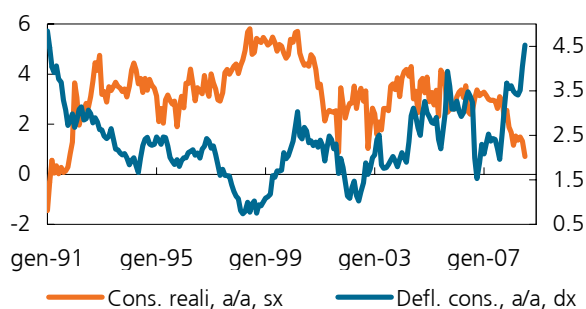
Fonte: Bloomberg

Anche se la previsione per la crescita media del 2008 rimane elevata, a 1,7% per via della revisione verso l'alto dei dati del 2° trimestre, lo scenario per la seconda metà del 2008 è particolarmente debole e contribuisce al rallentamento atteso per il PIL del 2009. **La previsione**

per il 2009 è di una crescita media dello 0,8%. Gli elementi che hanno sostenuto la crescita nel 2° trimestre saranno meno positivi (canale estero) o addirittura negativi (consumi). Inoltre, il settore dell'edilizia residenziale rimarrà in calo fino a metà 2009. L'edilizia commerciale aggiungerà un freno a partire dal 4° trimestre fino a tutto il 2009. Il blocco dei prestiti per l'edilizia non residenziale prelude a una contrazione degli investimenti in strutture e in macchinari e software per tutto il 2009.

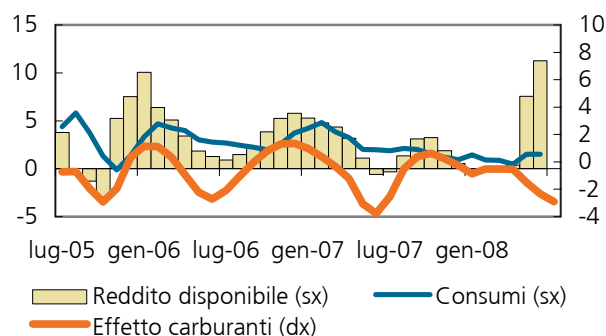
Per i consumi, i dati del 3° trimestre dovrebbero mostrare la prima contrazione della spesa reale delle famiglie da inizio 1991 (prev. Per il 3° trimestre 2008: -2,1% t/t ann). Anche allora l'economia era nel pieno di una crisi del settore immobiliare e di quello bancario, mentre un forte aumento dell'inflazione aveva eroso il potere d'acquisto del reddito delle famiglie. Ancora una volta si conferma che i consumi statunitensi si contraggono ogni volta che ci sono significativi rialzi dell'inflazione. Il ciclo di fine anni '90 aveva rappresentato un'eccezione rispetto alla regolarità del secondo dopoguerra, che vedeva contrazioni della dinamica trimestrale dei consumi in ogni recessione: questa eccezione era essenzialmente dovuta al fatto che l'inflazione aveva registrato un forte calo, sostenendo i redditi reali. I consumi dovrebbero crescere dello 0,7% nel 2008 e nel 2009.

Consumi in calo quando sale l'inflazione



Fonte: EcoWin

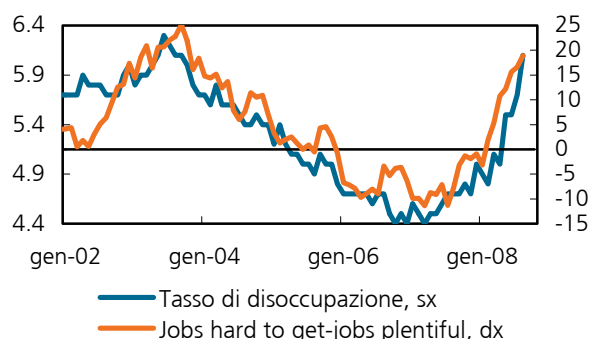
La benzina ancora un freno, lo stimolo fiscale è temporaneo



Fonte: EcoWin

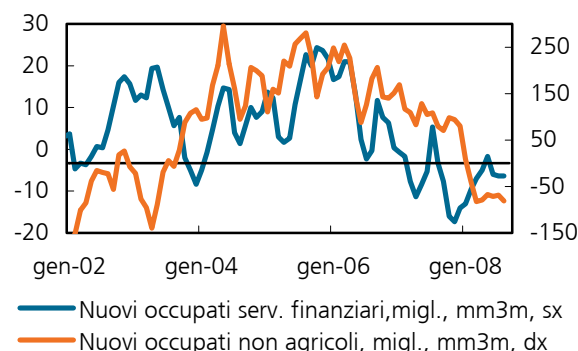
Nella nostra previsione per il 2° semestre, il calo del reddito reale dovuto all'effetto combinato di calo dell'occupazione e fine dello stimolo fiscale concentrato sul 2° trimestre dovrebbe portare a due trimestri consecutivi di contrazione dei consumi, con un modesto recupero a inizio 2009. Questa previsione è soggetta al rischio che nei prossimi mesi il Congresso decida di intervenire con un nuovo pacchetto di stimolo fiscale, evento più probabile se si vedranno indicazioni molto negative dal mercato del lavoro di settembre. La leadership democratica ha discusso la possibilità di un intervento compreso fra 100 e 150 miliardi di dollari, diviso fra rimborsi fiscali e trasferimenti agli stati, che rischiano di dover stringere massicciamente la politica fiscale per riportare in pareggio bilanci in deficit. È però probabile che un eventuale nuovo intervento di stimolo fiscale non arrivi in tempo per sostenere il reddito disponibile del 4° trimestre e possa essere attuato dal nuovo Congresso per sostenere invece i consumi di inizio 2009. Il mercato del lavoro eserciterà un freno consistente alla dinamica del reddito delle famiglie, anche se il ciclo attuale manterrà un ritmo di contrazione degli occupati molto più modesto rispetto a quanto visto nelle recessioni precedenti. Un calo di circa 300 mila occupati nel settore privato nel 4° trimestre e ulteriori contrazioni (in media 200 mila circa per trimestre) nella prima metà del 2009 dovrebbero fare aumentare ancora il tasso di disoccupazione verso il 6,7% l'anno prossimo.

Mercato del lavoro ancora in peggioramento



Fonte: EcoWin

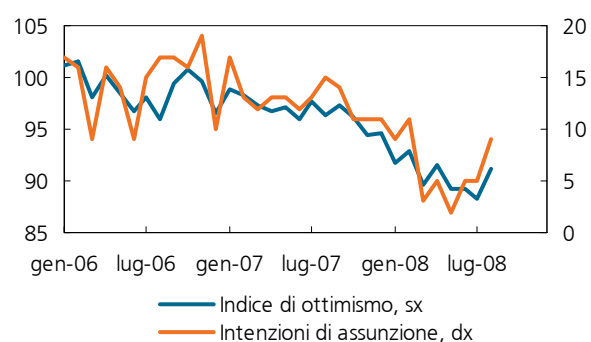
La crisi del credito peserà sull'occupazione



Fonte: EcoWin

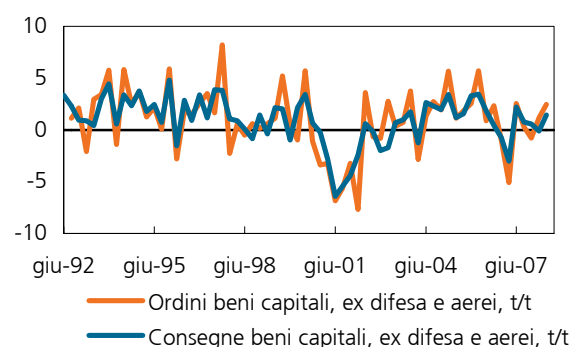
Dal lato degli **investimenti**, le indicazioni da ordini e fatturato restano relativamente positive, considerando gli shock che hanno colpito l'economia. Le indagini di settore non stanno crollando e rispondono in modo positivo al calo dei prezzi delle *commodity*. Anche ipotizzando che gran parte della dinamica degli ordini resti legata alle esportazioni, la componente macchinari degli investimenti fissi non residenziali resta per il momento positiva. Il pacchetto di stimolo fiscale attuato in primavera conteneva misure di incentivo agli investimenti delle imprese che scadono a fine dicembre e questo potrebbe in parte spiegare la dinamica sostenuta degli ordini. La restrizione creditizia attesa per via dei problemi dei bilanci bancari dovrebbe causare l'inizio di un ciclo negativo degli investimenti.

Indice NFIB: il fondo è stato toccato?



Fonte: EcoWin

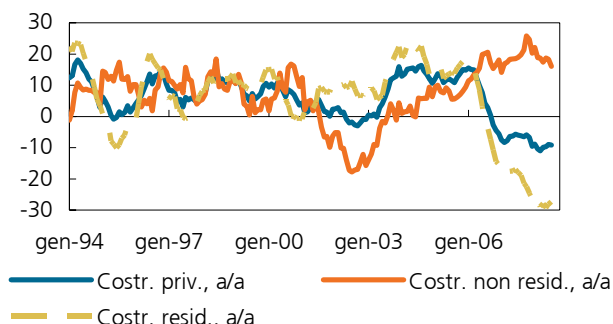
Gli ordini e le consegne non crollano



Fonte: EcoWin

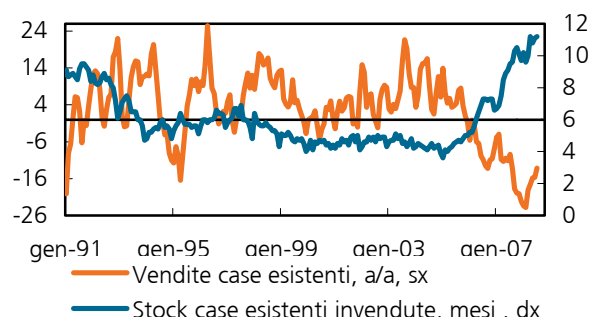
Gli investimenti fissi delle imprese, tuttavia, dovrebbero essere in forte rallentamento, da una crescita media nel 2008 pari a circa il 3,4% allo 0,5% atteso per il 2009, con una contrazione nel 1° trimestre. La vera svolta nello scenario degli investimenti fissi riguarda la **spesa in strutture**. A partire dal 3° trimestre inizierà un trend di calo di questa componente, che ha continuato a crescere fino al 2° trimestre 2008, contro aspettative di contrazione. Le informazioni dal lato del credito per l'edilizia commerciale segnalano che la variazione mensile negativa di luglio registrata dalla spesa in costruzioni private non residenziali dovrebbe finalmente interrompere un trend in rialzo iniziato tre anni fa, interrotto solo tre volte da correzioni modeste e temporanee. In compenso, la spesa in costruzioni residenziali dovrebbe ricominciare a contribuire positivamente (anche se in misura modesta) alla crescita della domanda nella seconda metà del 2009.

Spesa in costruzioni privata



Fonte: EcoWin

Case: fine del tunnel a metà 2009?

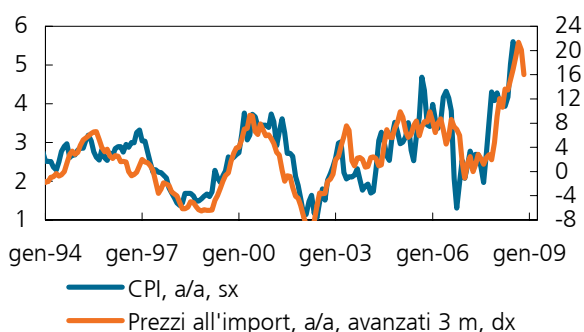


Fonte: EcoWin

Infine, il **canale estero** dovrebbe continuare a contribuire alla crescita, ma in misura molto più contenuta che nell'ultimo anno: il rallentamento della domanda estera e l'apprezzamento del cambio porteranno la crescita dell'export nel 2009 a dimezzarsi rispetto all'8,5% stimato per il 2008.

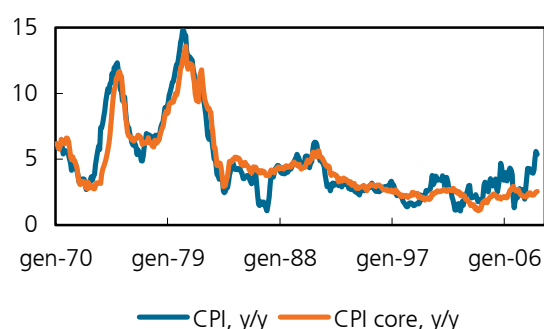
Sul fronte dell'**inflazione**, il calo del prezzo del petrolio e il rientro degli eccessi speculativi registrati nella parte centrale dell'anno indurranno un rallentamento dell'inflazione dai massimi di agosto. Tuttavia, il trend dell'inflazione core è al rialzo con il trasferimento, già evidente nei dati, dell'aumento dell'inflazione *headline* sulla componente al netto di energia e alimentari. Sotto l'effetto dell'inversione del prezzo del petrolio, i prezzi all'import e quelli alla produzione hanno svoltato. Con qualche mese di ritardo anche il CPI svolterà, riportandosi sotto il 4% per fine 2008, anche se l'inflazione *core* potrebbe salire ancora nei prossimi mesi. L'inflazione *core* e quella *headline* dovrebbero convergere all'1,9% a fine 2009. La debolezza della domanda e l'allargamento dell'*output gap* restano l'argomento principale a favore di una politica monetaria paziente nei prossimi trimestri.

Le pressioni rientreranno, ma solo in parte



Fonte: EcoWin

Aumenti dei prezzi diffusi (Trimmed mean – Dallas Fed)



Fonte: EcoWin

## Fed: priorità alla stabilizzazione del sistema finanziario

La Fed è impegnata sul fronte della difesa della stabilità finanziaria. Le azioni della banca centrale si stanno moltiplicando<sup>3</sup> e confermano che il focus è fornire liquidità e stabilizzare i mercati, **mentre i tassi sono ora uno strumento relativamente inefficace per far fronte alla crisi del credito**. Alla riunione del FOMC, i tassi sono rimasti fermi al 2%. Nel comunicato si afferma che "le tensioni sul mercato finanziario sono aumentate in modo significativo e il mercato del lavoro è ulteriormente peggiorato". Sull'inflazione, il comunicato non si sbilancia e non incorpora una valutazione degli effetti della recente inversione del trend del prezzo del petrolio. Il comunicato afferma che l'inflazione è rimasta elevata e che il Comitato si aspetta che ci sia un rallentamento della dinamica dei prezzi, pur ribadendo la valutazione di uno scenario "che rimane altamente incerto". Il punto rilevante è che i rischi su crescita e inflazione hanno uguale peso: "entrambi sono di significativa preoccupazione per il Comitato". Nelle audizioni in Congresso Bernanke ha sottolineato che la caratteristica principale dello scenario economico è la crescente restrizione del credito e il blocco dei mercati finanziari. Bernanke ha affermato che "se le condizioni finanziarie non migliorano per un periodo di tempo prolungato, le implicazioni per l'economia nel suo complesso potrebbero essere molto negative". Secondo Bernanke l'attività economica ha decelerato in modo diffuso e "la stabilizzazione del sistema finanziario è una pre-condizione essenziale per la ripresa economica". Anche l'intervento di acquisto degli asset delle banche proposto dal Tesoro può solo mitigare gli effetti di quella che Bernanke ha definito la peggior crisi finanziaria del dopoguerra.

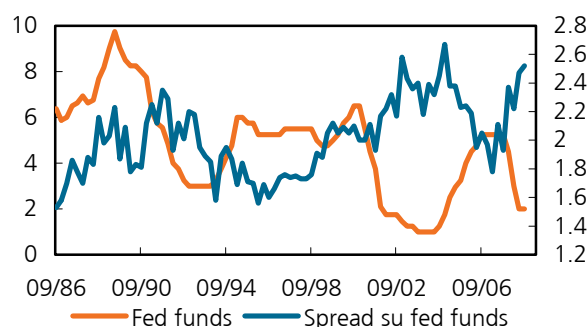
La Fed ha lasciato aperte tutte le porte per il sentiero dei tassi. Per ora è ovvio che non sono i tassi ma la mancanza di circolazione di liquidità a bloccare l'economia. **Tagli dei tassi saranno considerati quando la situazione sarà normalizzata e interventi in risposta agli effetti economici di un credit crunch potrebbero essere anche efficaci**. Per ora si naviga a vista, con l'obiettivo di sbloccare i mercati del credito e vedere un ritorno alla circolazione della liquidità.

Le condizioni finanziarie non rispondono ai tassi ufficiali



Fonte: EcoWin, Bankrate

Tassi sui prestiti alle imprese: spread in aumento



Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System

<sup>3</sup> La Fed ha creato un link esclusivamente dedicato agli "interventi recenti" sul sito del Board: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/recentactions.html>.



## Politica fiscale USA dopo le elezioni: *mission impossible*

Giovanna Mossetti

I programmi elettorali dei due candidati alle elezioni presidenziali americane sono caratterizzati da tagli di imposte piuttosto ampi, mirati alle rispettive basi elettorali dei due partiti. Lo scenario del deficit federale, indipendentemente dalle misure delineate nella campagna elettorale, è comunque segnato: il trend di ampio allargamento potrà essere arginato solo con future manovre restrittive. All'inevitabile allargamento del deficit nel prossimo decennio, determinato dagli interventi fiscali del 2001-03, si aggiungono i rischi legati al costo, ancora molto incerto ma sicuramente molto elevato, degli interventi di salvataggio di Fannie Mae, Freddie Mac e AIG e a possibili ulteriori effetti collaterali della crisi del credito. Il rientro del deficit richiederà una ricetta simile a quella degli anni '90: meno spese e più tasse.

La turbolenza sui mercati finanziari ha ridotto l'attenzione tipicamente rivolta alla campagna elettorale americana a un mese e mezzo dall'appuntamento delle elezioni presidenziali. Gli sviluppi della crisi del credito lasceranno una pesante eredità al prossimo presidente e al prossimo Congresso, con un deficit in forte aumento e la necessità di gestire gli effetti dell'ulteriore peggioramento dei bilanci bancari atteso per i prossimi trimestri, la normalizzazione del settore della finanza immobiliare e una possibile riforma della regolamentazione bancaria. Le risorse saranno scarse e, dopo due mandati repubblicani caratterizzati da tagli di imposte, è probabile che nonostante le promesse pre-elettorali dopo il 2010 l'economia americana sia frenata da rialzi delle imposte necessari per contenere un deficit in forte espansione. **Senza includere gli effetti dei salvataggi recenti il deficit 2009 sarà probabilmente intorno a 535 miliardi di dollari, pari al 3,6% del PIL.**

Il 4 novembre, oltre all'elezione del Presidente e del Vice Presidente, verranno rinnovati tutti i seggi della Camera dei Rappresentanti, un terzo di quelli del Senato e 11 governatori. **Il nuovo Congresso avrà una forte maggioranza democratica.** Il destino del Congresso è infatti più facile da prevedere rispetto all'esito del voto presidenziale, con l'aspettativa del mantenimento di una maggioranza ampia dei democratici sia alla Camera sia al Senato. Sulla base della Costituzione, i seggi della **Camera** vengono rinnovati ogni due anni. La camera ha 435 rappresentanti. I democratici detengono attualmente 233 seggi, i repubblicani 202. L'equilibrio politico alla Camera è esattamente invertito rispetto alla situazione prima delle elezioni *midterm* del 2006, quando i repubblicani avevano 230 seggi. Al **Senato**, i seggi vengono rinnovati a rotazione e solo una parte viene rinnovata a ciascuna elezione presidenziale e *midterm*: a novembre verranno rinnovati 35 seggi. Su un totale di 100 seggi, oggi il Senato ha 49 senatori democratici e 49 repubblicani, con due indipendenti di cui uno è schierato con i democratici.

Composizione del Congresso		
	Senato	Camera
Democratici	49	233
Repubblicani	49	202
Indipendenti	1	1
Seggi vacanti	1	3
<b>Totale</b>	<b>100</b>	<b>435</b>
<b>Da eleggere</b>	<b>35</b>	<b>435</b>

Fonte: US Senate, US House, Office of the Clerk

I democratici sono favoriti nella rielezione del Senato, poiché su 35 seggi da rinnovare, ne hanno solo 12 da difendere, mentre i repubblicani devono difenderne 33. Secondo le stime del Cook Political Report, i democratici dovrebbero guadagnare fra 5 e 7 seggi al Senato, e alla Camera dovrebbero aggiungere fra 12 e 17 seggi alla maggioranza già forte con cui arrivano al voto di novembre. Pertanto **il Senato potrebbe vedere una composizione di 54-56 Democratici contro 42-44 repubblicani. Alla Camera, la maggioranza democratica potrebbe essere di 245-250 rappresentanti contro 183-190 repubblicani.** La Camera era stata in mano ai repubblicani dal

1994 fino al 2006; il Senato aveva avuto una maggioranza repubblicana dal 2002 al 2006. Solo nelle legislature precedenti il 1992 si ritrovano casi in cui entrambi i rami del Congresso erano in mano ai democratici.

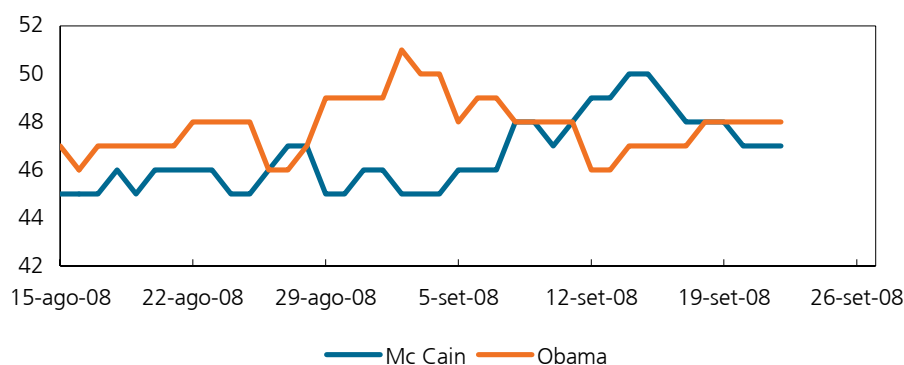
Lo scenario centrale è ora che i due rami del Congresso si trovino di nuovo in una situazione di controllo dello stesso partito. La situazione tipica del Congresso è invece il **bipolarismo**, che si è osservato in circa il 60% degli anni dal 1955. Il periodo 2001-06, con Camera e Senato Repubblicani, è stato l'unico dal 1955 in cui i Repubblicani hanno controllato entrambi i rami del Congresso. In un Congresso diviso l'approvazione di riforme e di nuovi progetti diventa meno probabile, tuttavia eventuali "eccessi" dell'Amministrazione vengono corretti dal controllo parlamentare e l'agenda governativa ritorna più verso il centro. **La performance dei mercati nei periodi di Congresso diviso è nettamente migliore in media rispetto ai periodi di congresso monocolore.** Fra il 1955 e il 2006, nei periodi di Congresso diviso, mediamente l'S&P 500 è salito del 12%, mentre i rendimenti a 10 anni sono scesi di circa 20pb. Con il Congresso Repubblicano, l'S&P è sceso di 0,5% e i rendimenti sono scesi di 20pb. Con il Congresso Democratico, l'S&P è salito di 5,8% e i rendimenti sono aumentati di 38pb. Mediamente, un Congresso diviso è associato quindi con un andamento migliore di entrambi i mercati; questa evidenza può essere spiegata dal fatto che in un Congresso diviso un partito controlla l'altro, limitando da un lato la tendenza dei Repubblicani a favorire le grandi aziende, ad aumentare la spesa per la difesa e a tagliare le imposte (con effetti negativi sul deficit), e arginando dall'altro lato la tentazione democratica di spendere per programmi sociali e alzare le imposte per finanziarli.

La forte crescita del deficit attesa il prossimo anno e i rischi che gli strascichi della crisi attuale sulle finanze pubbliche federali pesino ulteriormente sul disavanzo rendono probabile che la politica fiscale del prossimo quinquennio sia simile a quella che seguì la crisi delle Savings & Loans (S&L): rialzi delle imposte necessari per contenere il deficit potrebbero portare a un marcato rallentamento della crescita nella parte centrale del mandato del nuovo Presidente. Le piattaforme elettorali dei candidati, che includono ampi tagli di imposte, sono incompatibili con lo scenario economico che si profila per i prossimi anni.

### 1. I programmi elettorali promettono tagli di imposte, e garantiscono deficit in forte aumento

I sondaggi non sono conclusivi per quanto riguarda il voto presidenziale, che rimane incerto (vedi grafico). Nell'ultima settimana le preferenze per McCain sono aumentate in parte per via della percezione da parte degli elettori di una maggiore esperienza politica (legata anche all'età e alla lunga carriera in Senato) di McCain rispetto a quella attribuita a Obama. In un sondaggio condotto il 15 settembre, il 63% degli intervistati afferma che McCain ha l'esperienza necessaria per diventare presidente, il 50% ritiene che Biden sia pronto per la presidenza. Il 44% ritiene che Obama abbia l'esperienza necessaria per la presidenza, ma il 45% non lo ritiene pronto. Nei giorni successivi però la forbice si è richiusa e Obama è ritornato ad avere un vantaggio su McCain, dopo il peggioramento della crisi dei mercati e l'annuncio delle iniziative del Tesoro a favore del sistema bancario.

Sondaggi influenzati dalla crisi finanziaria



Fonte: Rasmussen Reports

I **programmi elettorali** dei due candidati per quanto riguarda la politica economica sono molto diversi sul fronte delle imposte in termini di principi ispiratori, ma hanno in **comune effetti di riduzione delle imposte e del gettito e aumenti del deficit su un orizzonte a 10 anni**. Le posizioni di Obama e di McCain riflettono pienamente le divergenze ideologiche dei due partiti sulla questione fiscale: tagli delle imposte alle fasce alte di reddito per i repubblicani, tagli alle imposte per le fasce intermedie di redditi per i democratici. Le posizioni sulla questione imposte contenute nei programmi tuttavia saranno difficilmente conciliabili con i vincoli che il nuovo presidente erediterà dalla crisi del credito e dal rallentamento ciclico attuale. Il deficit federale è previsto in espansione molto marcata ed è possibile che lo scenario dei prossimi anni sia incompatibile con qualsiasi riduzione di imposta.

### 1.1 Effetti sul gettito delle proposte di Obama

Il programma del senatore Obama sulle imposte è costituito da alcuni punti essenziali, i cui effetti sul gettito del prossimo decennio sono mostrati nella tabella più sotto. **Il principio di fondo è ridurre le aliquote sulle classi di reddito intermedie e alzarle sui percentili più alti della distribuzione. Il risultato netto comunque è un allargamento del deficit rispetto alle proiezioni a legislazione invariata**, come appare dalla tabella. Questo risultato dipende dal fatto che la legislazione corrente gonfia le entrate attese attraverso un gettito crescente dall'Alternative Minimum Tax e prevede il rialzo delle aliquote ai livelli precedenti le riforme dell'Amministrazione Bush dal 2010 in poi. Il Congresso finora ha temporeggiato su queste due componenti della chiusura attesa del deficit, adottando ogni anno misure temporanee. Come emerge dalla penultima riga della tabella, **al netto della correzione dell'AMT e della fine dei tagli fiscali prevista dal 2010 in poi dalla legislazione vigente, la proposta Obama ha un effetto di riduzione del deficit per tutti gli anni fra il 2010 e il 2018.**

Programma economico Obama (versione dei consiglieri economici)

Misure fiscali proposte del Senatore Obama (versione: diffusa dai suoi consiglieri economici)  
Impatto sulle entrate, 2009-18

	Anno fiscale										Totale 2009-18
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
(1) Rendere permanenti interventi attuati nel 2001-03 per redditi al di sotto di \$250000 (\$200000 per individui non sposati)	-0.1	0.0	-84.2	-111.9	-111.2	-110.9	-110.1	-109.2	-108.4	-107.4	-853.5
(2) Rendere permanenti le aliquote ridotte su capital gains per redditi sotto \$250000 (\$200000 non sposati). Aliquota del 20% su capital gains e dividendi per redditi al di sopra di tali soglie	18.2	7.9	-4.3	-20.4	-25.4	-26.4	-27.4	-28.5	-29.6	-30.9	-166.8
(3) Ripristinare PEP/Pease ** con limiti più elevati nel 2009-10; ripristinare aliquote massime a 36/39,6%	24.8	37.3	9.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	71.7
(4) Estendere e indicizzare aggiustamento AMT	-27.3	-73.5	-82.7	-90.8	-105.6	-120.7	-137.2	-155.8	-175.8	-197.6	-1,167.1
(5) Congelare l'imposta di successione	-0.6	-1.0	-12.9	-29.4	-32.6	-35.7	-38.5	-41.3	-44.5	-47.5	-284.1
(6) Credito di imposta di 500 \$ (1000 \$ per coppia) per 95% delle famiglie	-48.6	-66.0	-67.9	-69.7	-71.5	-73.3	-75.2	-77.2	-79.1	-81.0	-709.5
(7) Altro	-33.5	-95.3	-158.2	-210.3	-235.1	-256.1	-278.3	-302.8	-329.0	-357.1	-2,255.8
<b>Totale misure proposte</b>	<b>-10.2</b>	<b>-84.4</b>	<b>-230.2</b>	<b>-309.3</b>	<b>-332.5</b>	<b>-351.7</b>	<b>-371.9</b>	<b>-394.1</b>	<b>-418.4</b>	<b>-444.8</b>	<b>-2,947.6</b>
Addendum:											
<b>Impatto aggiuntivo sul gettito, al netto dell'estensione dei tagli di imposta e della stabilizzazione dell'AMT</b>	<b>18.5</b>	<b>-8.8</b>	<b>38.5</b>	<b>64.7</b>	<b>68.0</b>	<b>74.9</b>	<b>81.7</b>	<b>88.9</b>	<b>96.5</b>	<b>104.1</b>	<b>627.1</b>
<b>Entrate imposte federali % PIL in base alla proposta Obama</b>	<b>18.8</b>	<b>18.2</b>	<b>18.0</b>	<b>18.2</b>	<b>18.1</b>	<b>18.1</b>	<b>18.1</b>	<b>18.2</b>	<b>18.3</b>	<b>18.4</b>	<b>18.2</b>

Fonte: Tax Policy Center. Nota: PEP e PEASE sono i programmi di eliminazione delle esenzioni sul reddito inclusi negli interventi del 2001 e 2003 poi parzialmente congelati nel 2007.

Le misure principali contenute nel programma di Obama sono:

- Estensione delle misure approvate con gli interventi del 2001-03 relative a detrazioni per figli a carico e per coppie sposate sui redditi sotto i 250 mila dollari (200.000 per individui);
- Estensione della riduzione delle aliquote su capital gain per redditi sotto 250 mila dollari; rialzo a 20% su dividendi e capital gain per individui sopra soglie 250 mila/200 mila dollari;
- Rialzo delle aliquote massime a 36-39,6% e abolizione delle detrazioni sul reddito attuate nel 2003;
- Credito di imposta di 500 dollari per individuo (1.000 dollari per coppia) per redditi sotto 250 mila dollari;
- Estensione e indicizzazione dell'aggiustamento dell'Alternative Minimum Tax;
- Esenzione dall'imposta sul reddito per pensionati con reddito inferiore a 50 mila dollari.

A queste misure se ne aggiungono altre di modesto impatto sul gettito. Come mostra la tabella elaborata sulla base delle simulazioni del Tax Policy Center, le proposte di Obama sono complessivamente negative per quanto riguarda lo scenario delle entrate. A parte il rialzo delle aliquote delle imposte sul reddito e su *capital gain* e dividendi per i redditi superiori a 200 mila dollari, ci sono misure non specificate che dovrebbero aumentare il gettito, senza dettagli, e in ogni caso non sufficienti a controbilanciare l'allargamento del disavanzo determinato dalle altre riduzioni di imposte. Come notato sopra, però la maggior incertezza sul sentiero del deficit dipende da tagli di imposte di Bush e da AMT.

## 1.2 Effetti sul gettito delle proposte di McCain

Anche il programma di McCain prevede riduzioni di imposte, distribuite però non solo sulle classi intermedie di reddito, bensì estese a tutte le classi di reddito: per questo l'impatto complessivo delle misure proposte da McCain è molto più negativo rispetto a quelle della piattaforma di Obama. La base del programma di McCain è costituita dai **tagli di imposta sul reddito delle famiglie attuati dall'Amministrazione Bush** nel periodo 2001-03, che vengono estesi indefinitamente. Anche McCain, come Obama, prevede una soluzione per il problema dell'Alternative Minimum Tax. Inoltre, le proposte di McCain includono misure a favore del reddito da capitale, con aliquote ridotte per le imposte su dividendi e capital gain, oltre a un graduale sentiero di riduzione delle imposte sul reddito delle società.

Le misure proposte da McCain includono:

- Rendere permanente i tagli di imposta del 2001-03;
- Indicizzare in modo permanente i redditi soggetti all'Alternative Minimum Tax;
- Alzare soglia esenzione imposta di successione;
- Alzare esenzione per familiari dipendenti;
- Ridurre progressivamente le imposte sul reddito delle società;
- Estendere ammortamento accelerato per investimento in macchinari;
- Eliminare possibilità elusione fiscale società.

### Programma McCain (versione consiglieri economici)

Misure fiscali proposte del Senatore McCain (versione: diffusa dai suoi consiglieri economici)

Impatto sulle entrate, 2009-18

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Totale 2009-18
	0.0	0.0	-155.0	-212.6	-216.9	-220.6	-224.5	-228.7	-233.2	-238.2	-1,729.8
(1) Rendere permanenti tutte le misure del 2001-2003, a parte l'abolizione della tasse di successione (infl.+5% all'anno dal 2014)	-27.3	-73.4	-83.2	-92.0	-106.7	-123.6	-144.8	-168.2	-193.3	-220.5	-1,232.8
(3) Alzare la soglia di esenzione dall'imposta di successione a \$5 mln, aliquota a 15%	-1.2	-2.0	-26.4	-60.0	-66.6	-72.8	-78.5	-84.3	-90.8	-97.0	-579.6
(4) Alzare l'esenzione per familiari dipendenti a \$500 p/a fra 2010 e 2016 e poi indicizzare per inflazione	0.0	-5.0	-9.2	-12.2	-15.3	-19.6	-24.0	-28.7	-31.1	-32.8	-177.9
(5) Ridurre l'aliquota di imposta sulle società a 30% nel 2010-11, 28% nel 2012-13, 26% nel 2014, e dopo a 25%	0.0	-47.3	-47.5	-71.2	-65.1	-87.3	-99.1	-102.0	-105.5	-109.8	-734.7
(6) Eliminare la deduzione per attività di produzione domest	5.6	8.0	9.6	10.1	10.4	10.3	10.3	10.6	11.1	11.5	97.6
(7) Ammortamento di tutti i macchinari con vita 3-5 anni fino al 2013.	-101.1	-54.9	-36.8	-23.8	-14.8	86.6	48.8	29.0	16.4	5.6	-45.0
(8) Estendere e modificare credito per R&D.	-7.1	-9.1	-10.6	-11.8	-12.8	-13.9	-15.0	-16.2	-17.5	-19.0	-133.1
(9) Eliminare deduzioni per corporate welfare e loopholes società petrolifere. Stima fornita dai consiglieri di McCain, senza dettagli verificabili	22.5	31.2	33.0	34.7	36.3	37.9	39.6	41.3	43.1	45.0	364.8
<b>Totale di tutte le misure</b>	<b>-108.5</b>	<b>-152.4</b>	<b>-326.0</b>	<b>-438.9</b>	<b>-451.5</b>	<b>-402.9</b>	<b>-487.2</b>	<b>-547.1</b>	<b>-600.8</b>	<b>-655.1</b>	<b>-4,170.5</b>

Addendum:

#### Impatto aggiuntivo sul gettito, al netto dell'estensione dei tagli di imposta e della stabilizzazione dell'AMT

	-79.9	-76.7	-57.3	-64.9	-50.9	23.6	-33.7	-64.1	-85.8	-106.1	-595.8
<b>Entrate imposte federali % PIL in base alla proposta McCain</b>	<b>18.2</b>	<b>17.7</b>	<b>17.4</b>	<b>17.5</b>	<b>17.4</b>	<b>17.8</b>	<b>17.6</b>	<b>17.5</b>	<b>17.4</b>	<b>17.4</b>	<b>17.6</b>

Fonte: Tax Policy Center

## 2. Lo scenario del deficit: verso livelli giapponesi?

Gli scenari di politica fiscale che emergono dai programmi elettorali dei due candidati alla presidenza si scontrano violentemente con la realtà. Aggiungendo gli effetti delle proposte dei due programmi elettorali allo scenario di deficit proiettato dal Congressional Budget Office (CBO) si avrebbe un ulteriore peggioramento di un trend di significativi rialzi del disavanzo federale.

L'analisi del CBO a legislazione invariata, che non include ancora i costi collegati agli interventi straordinari delle ultime settimane (Fannie Mae e Freddie Mac, AIG, nuovo finanziamento alla Fed), proietta uno scenario non favorevole per il prossimo biennio e maschera il probabile peggioramento successivo grazie al crescente contributo del gettito dell'AMT (che dovrà essere riformata) e alla fine dei tagli delle imposte dell'Amministrazione Bush.

La previsione del CBO per l'anno fiscale 2009 è di **deficit a 432 miliardi di dollari**. Il congelamento degli effetti della mancata indicizzazione della AMT all'inflazione è costato 47 miliardi nel 2007. Il Tax Policy Center stima che una modifica neutrale sul gettito dell'AMT che riporti l'imposta al suo obiettivo originario (evitare che individui ad alto reddito abbassino eccessivamente le imposte pagate utilizzando deduzioni) richiederebbe di alzare del 4% l'aliquota sui redditi superiori a 100 mila dollari.

Il prossimo Congresso dovrà agire sulla questione dell'AMT e sulla fine dei tagli di imposta dell'Amministrazione Bush. Il CBO ha stimato uno scenario alternativo in cui i tagli delle imposte vengono prorogati per tutto il prossimo decennio e la soglia di reddito per la tassazione con l'AMT è indicizzata all'inflazione. Il risultato è un **aumento complessivo del deficit sui prossimi 10 anni di 4,2 tln dollari**, senza includere il presunto costo degli interessi associato. Anche ipotizzando che il Congresso agisca su queste due componenti dal 2010 in poi, lo scenario più probabile per il 2009 è che non vi siano modifiche radicali alla legislazione, ma una ripetizione di quanto avvenuto nell'ultimo anno. Il CBO stima che l'indicizzazione per l'AMT e il congelamento dei tagli di imposta aumenterebbero il deficit dell'anno fiscale 2009 di 100 miliardi di dollari.

Proiezioni CBO - Scenario base								
	Effettivo							Totale 2009-13
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
Deficit (-) o avanzo (mld USD)	-161	-407	-438	-431	-325	-126	-147	-1,466
Deficit (-) o avanzo (% PIL)	-1,2	-2,9	-3,0	-2,8	-2,0	-0,7	-0,8	-1,8

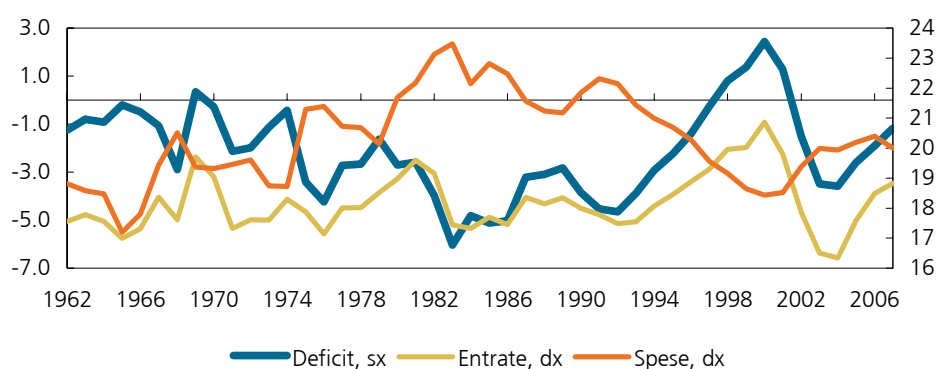
Fonte: CBO (Congressional Budget Office)

In questo scenario molto probabile, **il deficit federale del 2009 sarebbe a 535 miliardi di dollari, pari al 3,6% del PIL** (sulla base di un'ipotesi di crescita del PIL 2009 dell'1,1%). Le stime dei costi dell'intervento di salvataggio di Fannie Mae e Freddie Mac variano e sono al momento molto aleatorie. Poole, ex-presidente della St Louis Fed ed esperto sulle agenzie, dà una stima a suo avviso conservativa di un possibile costo di 300 miliardi di dollari, basata sull'ipotesi che l'attivo delle agenzie si svaluti di circa il 5%. Con un impatto di questa entità e assumendo che l'onere si scarichi interamente sul prossimo anno fiscale, **il deficit salirebbe a 835 miliardi, pari al 5,7% del PIL nel 2009, sui livelli del 1982. Anche ipotizzando un peso sul deficit di soli 100 miliardi di dollari, a 635 miliardi il deficit sarebbe vicino al 4,5% del PIL.**

Per far fronte alla crisi ormai sistemica sui mercati finanziari, il Tesoro ha annunciato una proposta di intervento per finanziare l'acquisto di titoli illiquidi collegati al settore immobiliare detenuti da istituzioni finanziarie. Questa proposta ha come modello la soluzione della crisi delle S&L di fine anni '80, che avvenne con l'istituzione della Resolution Trust Corporation. Il Tesoro ha indicato un tetto per i fondi disponibili per l'acquisto di asset a **700 miliardi di dollari**. Inoltre, è stato annunciato che i 50 miliardi di dollari dell'Exchange Stabilization Fund saranno utilizzati

per garantire i depositi in fondi di mercato monetario. Aggiungendo i 700 miliardi alle stime di deficit 2009 indicate nei paragrafi precedenti (il che non è scontato, perché dipende dalle modalità di finanziamento del fondo, che potrebbe attingere anche a capitali privati) si avrebbero dei numeri impressionanti. Se all'intervallo di previsione per il deficit di 630-830 miliardi si aggiungono 700 miliardi, il risultato porta a una **possibile esplosione transitoria del deficit** a un intervallo compreso fra 1.400 e 1.500 miliardi nel 2009. Questo equivale a una proiezione di deficit **intorno al 10% del PIL**. L'iniezione di fondi per gli interventi straordinari avrebbe un **effetto di allargamento temporaneo del deficit**. Sui deficit degli anni successivi peserebbero invece i **costi degli interessi** sui titoli aggiuntivi emessi dal Tesoro per finanziare gli interventi. Il CBO proietta i rendimenti a 10 anni fra il 2010 e il 2019 al 5,4% e il tasso sui T-bills a tre mesi al 4,7%. Con un aumento del debito intorno a 1.500 miliardi e un costo degli interessi al 5%, i deficit dal 2010 in poi sarebbero aggravati di circa 80 miliardi di dollari all'anno, intorno allo 0,5% del PIL. A uno scenario di questo genere si può accompagnare solo un periodo di duratura restrizione fiscale dopo il 2010, con effetti inevitabili sulla crescita del prossimo quinquennio.

Deficit, spese ed entrate federali in percentuale del PIL



Fonte: CBO

## Area euro – Il 2009 sarà l'anno di minimo del ciclo e di resa della BCE

- Rivediamo drasticamente al ribasso le nostre stime sul PIL area euro, da 1,7% a 1,1% per l'anno in corso e da 1,4% a 0,6% per il 2009. Il rallentamento della domanda mondiale e l'evoluzione avversa della crisi finanziaria giustificano la revisione, mentre il rientro delle quotazioni del petrolio e dell'euro offrirà solo un marginale supporto.
- La stagnazione dell'attività economica proseguirà fino almeno a tutta la prima metà del 2009. Solo verso la fine del prossimo anno si potrebbe vedere una modesta ripresa.
- Il rallentamento è legato a motivi ciclici: il rallentamento della domanda estera, lo shock su petrolio e cambio.
- La crisi finanziaria in corso farà sentire gli effetti sul ciclo nei prossimi mesi. Sebbene riteniamo che i rischi sistemici sul sistema bancario in Europa siano contenuti, ci aspettiamo a breve un giro di vite sui prestiti al settore privato tramite un aumento dei tassi praticati e una stretta delle condizioni al credito.
- Le stime per la dinamica dei prezzi al consumo nell'anno in corso rimangono al 3,6%. Rivediamo, invece, marginalmente al ribasso la previsione per il 2009 al 2,3% da un precedente 2,4%.
- Ci aspettiamo una flessione solo modesta della dinamica sottostante dei prezzi al consumo (al netto di energia ed alimentari freschi) al 2,3-2,4% nel 2009 da una stima del 2,5% per l'anno in corso. Quel che si rischia è un profilo d'inflazione *core* più o meno coincidente con quello generale.
- Con un quadro di riferimento in rapido peggioramento aumentano le *chance* che la BCE possa dare inizio ad un ciclo espansivo ad inizio 2009.
- La BCE vorrà mantenere toni prudenti di qui a fine anno e vedere consolidati i segnali di rallentamento ciclico nonché di rientro delle pressioni sulla dinamica dell'indice generale dei prezzi, prima di adottare una linea più morbida.
- Non è possibile escludere una mossa già nei primi mesi del 2009. Al momento riteniamo che la BCE taglierà i tassi di 50pb per fine estate 2009 ma non escludiamo rischi verso il basso. Quanto in là la BCE vorrà spingersi dipende a nostro avviso dall'evolvere del quadro di riferimento.

Anna Grimaldi – Paolo Mameli

Previsioni macro	2007	2008P	2009P	2008				2009P			
				1	2	3P	4P	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti, a/a)	2,6	1,1	0,6	2,1	1,4	0,6	0,4	0,0	0,4	0,9	1,2
- t/t				0,7	-0,2	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4
Consumi privati	1,6	0,4	0,5	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3
Investimenti fissi	4,3	2,0	-0,1	1,5	-0,8	-0,4	-0,1	-0,1	0,2	0,5	0,5
Consumi pubblici	2,3	1,4	1,4	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Esportazioni	6,1	3,5	2,7	1,8	0,1	0,0	0,5	0,8	1,0	1,0	1,0
Importazioni	5,5	3,5	3,4	1,9	0,2	0,2	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2
Var. scorte (contrib., % PIL)	0,0	0,1	0,4	0,3	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Partite correnti (% PIL)	0,3	-0,4	0,0	-0,6	-0,7	-0,2	-0,1	-0,3	0,0	0,3	0,1
Deficit pubblico (% PIL)	-0,6	-1,2	-1,6								
Debito pubblico (% PIL)	66,4	66,6	66,4								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	2,1	3,6	2,3	3,4	3,6	3,9	3,3	2,9	2,9	2,9	2,9
Produzione industriale (a/a)	3,4	0,1	0,5	0,2	-0,8	-1,1	0,3	-1,1	0,6	1,0	1,5
Disoccupazione (ILO, %)	7,4	7,3	7,9	7,2	7,3	7,3	7,5	7,8	7,9	7,9	8,0
Euribor 3 mesi	4,28	4,81	4,60	4,52	4,86	4,96	5,00	4,84	4,55	4,49	4,52
EUR/USD	1,37	1,49	1,35	1,50	1,56	1,50	1,40	1,36	1,33	1,34	1,35

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

Fonte: EcoWin, Intesa Sanpaolo

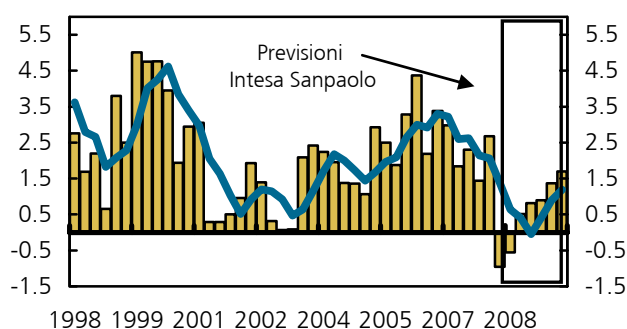


## La recessione è probabilmente già in corso

Nell'area euro la recessione è probabilmente già in corso, almeno nella definizione più banale: ci aspettiamo che il PIL possa essersi contratto per il 2° trimestre consecutivo nel periodo luglio-settembre, dopo il -0,2% t/t visto nei mesi primaverili. In particolare, il **deterioramento degli indici di fiducia delle imprese e dei dati reali su ordini e produzione industriale nei mesi estivi è stato straordinario**. Più in generale, dopo un biennio di crescita sopra il potenziale (nel 2006-2007 il PIL è cresciuto in media del 2,8%) quattro sono le cause che hanno spinto l'economia sull'orlo della recessione: 1) il rallentamento dell'economia americana; 2) la crisi sul credito; 3) la salita dei prezzi delle materie prime e in particolare del petrolio; 4) l'apprezzamento dell'euro. Se questa è la diagnosi, per capire quanto sarà lungo il guado da attraversare per uscire dalle secche della stagnazione occorre esaminare l'evoluzione in corso di queste quattro cause.

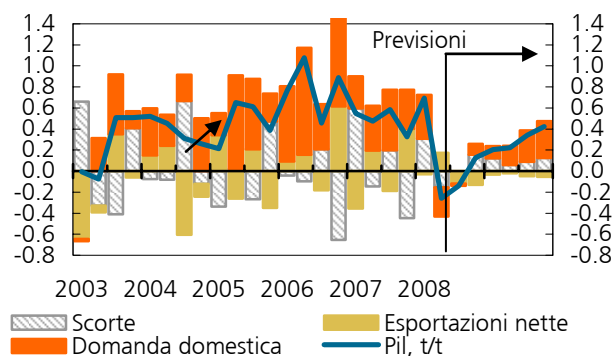
**L'area euro vedrà una recessione in senso tecnico e una sostanziale stagnazione dell'attività fino almeno a tutta la prima metà del 2009**

### Il punto di minimo del ciclo si avrà solo nel 2009



Fonte: Eurostat e previsioni Intesa Sanpaolo

### La ripresa della domanda domestica sarà assai graduale



Fonte: Eurostat e previsioni Intesa Sanpaolo

1) Il rallentamento dell'economia americana è ancora in corso e non ci sono segnali di significativa ripresa nel breve termine. Se è vero che il mercato immobiliare, dopo la caduta epocale degli ultimi due anni, potrebbe aver toccato il fondo, la crisi finanziaria in corso costituisce un grave rischio per il sistema bancario e rende assai più restrittive le condizioni finanziarie per famiglie e imprese. In particolare, la domanda delle famiglie, dopo il supporto rivelatosi temporaneo del pacchetto fiscale attuato in primavera, sembra mostrare una flessione assai più significativa di quella evidenziata nell'ultima recessione del 2001. Le importazioni dal resto del mondo verso gli Stati Uniti hanno già subito una significativa battuta d'arresto e per una ripresa degna di questo nome occorrerà probabilmente attendere il 2010. In sintesi, nel presente Rapporto dimezziamo la stima sul PIL USA 2009 (da 1,8% a 0,9%); ciò, tenendo conto di una elasticità da noi stimata nel modello Oxford Economics Forecasting di circa quattro decimi (coerente con altri lavori empirici, ad esempio un recente studio BCE<sup>4</sup>), implica una **revisione al ribasso di circa lo 0,4% sul PIL area euro**. Inoltre, c'è da segnalare che **il vero rischio per l'area euro non è tanto che la crescita americana nel 2009 possa risultare inferiore a quella attesa, ma soprattutto che la ripresa non si concretizzi nemmeno nel 2010** a causa degli effetti di trascinarsi derivante dal ciclo di insolvenze bancarie e dall'esaurirsi dello spazio di manovra sul fronte fiscale. Tenuto conto del fatto che il ciclo europeo è solitamente sfasato di 3-4 trimestri rispetto a quello americano, ne deriverebbe che la ripresa per l'Eurozona sarebbe rimandata non al 2010 ma al 2011.

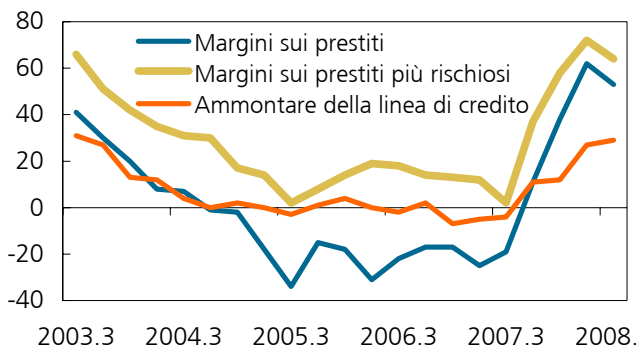
**La revisione al ribasso delle stime di crescita è dovuta più al rallentamento della domanda mondiale...**

2) La crisi sul credito sta subendo una drammatica evoluzione negativa, che mette seriamente a rischio l'assetto del sistema bancario negli Stati Uniti. Anche in Europa la situazione non è del

<sup>4</sup> S. Déas and I. Vansteenkiste, "The transmission of US cyclical developments to the rest of the world", *ECB working papers*, August 2007.

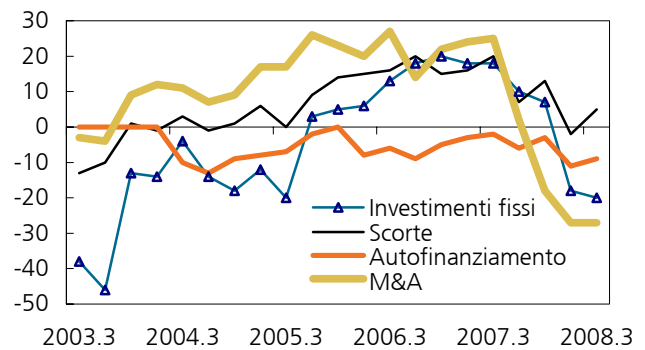
tutto tranquillizzante, visto che il 40% delle svalutazioni fin qui effettuate (e degli aumenti di capitale decisi) dalle banche fa capo ad istituti europei. Le stime dell'impatto della crisi in corso sull'economia reale sono di difficile quantificazione, anche perché si tratta di eventi rari che marcano una discontinuità rispetto alle normali fluttuazioni economiche. Il tentativo più completo a riguardo ci sembra quello della Commissione Europea, che simula nel suo modello QUEST III<sup>5</sup> l'impatto congiunto di: 1) un razionamento del credito quantificabile in un aumento del collateral richiesto alle famiglie che implichi un calo del 5% nel medio termine del rapporto tra debiti ipotecari e PIL; 2) un aumento del costo del debito (sia per le famiglie che per le imprese) quantificabile in un aumento degli spread sui tassi di 50 punti-base. Entrambi questi fenomeni sembrano già avviati nell'Eurozona, come emerge dalle ultime Bank Lending Surveys (vedi figure). **Ne deriva un impatto congiunto complessivo sulla crescita di -0,6%** (lo shock 1 riduce investimenti in costruzioni e consumi privati, lo shock 2 agisce sensibilmente anche sugli investimenti delle imprese).

La Bank Lending Survey evidenzia intenzioni di restrizione sia sul costo che sull'ammontare delle linee di credito...



Fonte: ECB Bank Lending Survey, elaborazioni Intesa Sanpaolo

...il che comincia a riflettersi in una contrazione della domanda netta di crediti da parte delle imprese



Fonte: ECB Bank Lending Survey, elaborazioni Intesa Sanpaolo

3) La salita dei prezzi delle materie prime e del petrolio in particolare è stata il fattore che forse più di ogni altro ha contribuito finora al rallentamento congiunturale nell'area euro, andando a pesare in particolare sul potere d'acquisto delle famiglie (ma anche, in minor misura, sui margini di profitto delle imprese). Tuttavia, rispetto a tre mesi fa questo shock ha invertito direzione, in quanto i prezzi delle *commodity* hanno evidenziato un sensibile calo dai massimi toccati proprio a inizio luglio. In particolare il prezzo del petrolio, dopo essere raddoppiato tra la metà del 2007 e la metà del 2008, ha da allora perso quasi il 30%. Peraltro, il nostro scenario centrale sul petrolio è cambiato in misura assai inferiore: infatti abbassiamo di appena 1 dollaro la stima sul prezzo medio del Brent Crude nel 2009 (a 98 dollari da 99 dollari precedente), mentre il 2008 dovrebbe chiudersi con una quotazione media di 109\$ anziché 117 dollari come da noi stimato tre mesi fa. Nel complesso, **abbiamo rivisto verso il basso di circa il 5% il profilo del prezzo del petrolio nell'orizzonte di previsione**. Tenendo conto di una elasticità da noi stimata nel modello OEF di due decimi, il calo delle quotazioni petrolifere, *ceteris paribus*, ha un **impatto sul PIL nel 2009 di +0,1%**. Verosimilmente, a nostro avviso, l'impatto si sentirà maggiormente nella seconda metà dell'anno, in quanto soltanto a partire dalla prossima primavera il rientro dei prezzi delle *commodity* si rifletterà in un riavvicinamento al 2% dell'inflazione, e poi occorrerà ancora qualche mese prima che il maggior potere d'acquisto delle famiglie si rifletta in maggiori decisioni di spesa da parte dei consumatori.

...che non agli shock su materie prime ed euro, che, in relazione ai recenti movimenti, potrebbero dare un sollievo nella seconda metà del 2009

<sup>5</sup> "Alternative scenario for the euro area: a credit-squeeze would further dampen domestic demand", Box 2.7.1 in "Economic Forecasts", Spring 2008, European Commission.

4) L'ultima variabile da considerare è l'andamento del tasso di cambio, che finora ha pesato sulla crescita in quanto il cambio effettivo dell'euro ha toccato un massimo nel mese di aprile a 116,04 (Fonte: BCE, EER-22), in progresso di oltre l'8% rispetto a un anno prima. Tuttavia, anche in questo caso questa variabile ha cominciato ad agire in senso inverso, con un trend diventato evidente da inizio luglio in poi. Nel complesso, le previsioni sul tasso di cambio dell'euro che includiamo nel nostro scenario base in questo Rapporto implicano un euro più debole: rivediamo al ribasso la stima media da 1,53 a 1,50 per il 2008 e da 1,41 a 1,35 per l'anno prossimo. Ne deriva un profilo del tasso di cambio effettivo dell'euro di circa il 2% più basso. In questo caso, l'elasticità da noi stimata del PIL al tasso di cambio è di quasi lo 0,8% (anche in questo caso tale stima non è distante da altri lavori empirici ad esempio della BCE<sup>6</sup>), dunque l'impatto sul PIL area euro della revisione dello scenario sul tasso di cambio è di poco più di 0,1%.

Revisione dello scenario di crescita nell'area euro rispetto a giugno	
	Impatto sul PIL area euro
Minore crescita Usa (-0,9%)	-0,4%
Crisi sul credito	-0,6%
Calo del prezzo del petrolio (-5% ca)	+0,1%
Deprezzamento dell'euro (-2%ca)	+0,1%
<b>IMPATTO CUMULATO</b>	<b>-0,8%</b>

Nota: l'impatto della crisi sul credito è calcolato dalla Commissione Europea in caso di 1) razionamento del credito quantificabile in un aumento del collaterale richiesto alle famiglie che implichi un calo del 5% nel medio termine del rapporto tra debiti ipotecari e PIL; 2) un aumento del costo del debito (sia per le famiglie che per le imprese) quantificabile in un aumento degli interest rate spread di 50pb; le altre stime sono da noi ottenute tramite simulazioni sul modello OEF.

Fonte: Commissione Europea, elaborazioni Intesa Sanpaolo

In sintesi, l'impatto cumulato dell'evoluzione delle quattro variabili considerate produce una sensibile revisione al ribasso della stima sulla crescita nell'Eurozona, in misura pari a otto decimi di punto. Di conseguenza, **tagliamo drasticamente, da 1,4% a 0,6%, la nostra stima sulla crescita media del PIL l'anno prossimo**. In conseguenza del dato negativo sul PIL riferito al 2° trimestre e della probabile stagnazione della crescita nel resto dell'anno (segnalata dagli indicatori anticipatori) **rivediamo anche verso il basso, da 1,7% a 1,1%, la stima sul PIL 2008**. Tali stime implicano uno scenario di **debolezza che si protrae almeno per tutta la prima metà del 2009**, con un punto di minimo del ciclo nel 1° trimestre 2009 con una crescita annua in territorio lievemente negativo. Lo scenario non è particolarmente pessimistico, in quanto sconta una ripresa congiunturale con tassi di crescita trimestrali dell'ordine di 0,4% t/t nella seconda metà del prossimo anno, grazie all'impatto positivo sui consumi del calo dell'inflazione e sull'export dell'indebolimento dell'euro (oltre a un possibile recupero della domanda mondiale). **Il rischio tuttavia è che, soprattutto in uno scenario di mancata ripresa negli Stati Uniti, la ripresa sia ancora rinviata.**

Rivediamo drasticamente al ribasso le stime di crescita per l'area euro

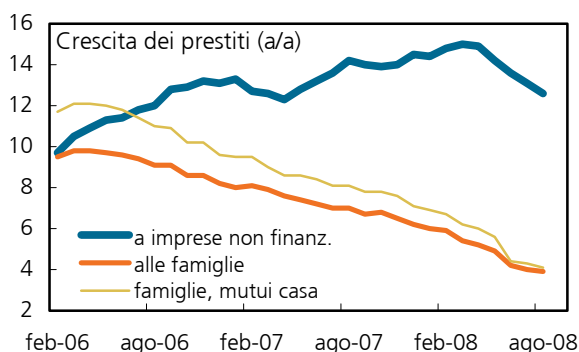
In Europa per il momento non vediamo segnali di *credit crunch* ma semmai un rallentamento dei prestiti legato a nostro avviso più all'andamento del ciclo che non alla crisi finanziaria. I prestiti al settore privato, pur mostrando un rallentamento dai massimi, hanno mantenuto un ritmo di crescita elevato ad agosto, pari all'8,8% a/a. Si nota un andamento divergente tra prestiti alle famiglie e alle imprese: i prestiti alle famiglie hanno toccato un minimo a 4,1% a/a, guidati al ribasso dal rallentamento dei mutui (per effetto sia della salita dei tassi che della crisi immobiliare in atto in alcuni Paesi). Viceversa i prestiti alle imprese non finanziarie mantengono un ritmo di crescita a due cifre, al 12,6% a/a ad agosto (non lontano dal massimo di 14,9% a/a toccato ad aprile). Pertanto per ora non si è visto un razionamento del credito. Tuttavia, occorre rilevare che **il mantenimento di tali ritmi di crescita appare dovuto più a problemi di**

La crisi finanziaria, pur non implicando a nostro avviso un rischio sistemico per il sistema bancario europeo, provocherà un rallentamento dei prestiti alle imprese

<sup>6</sup> "The impact of exchange rate shocks on sectoral activity and prices in the Euro Area, ECB WP n. 796 Agosto 2007.

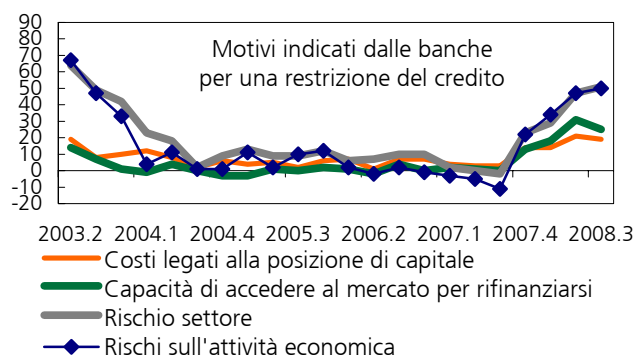
autofinanziamento e al difficile accesso al mercato dei capitali che non a nuovi investimenti o intenzioni di ampliamento della capacità produttiva. Inoltre, sembra emergere tra le imprese una sorta di "preferenza per la liquidità" legata a motivi precauzionali vista la crisi in corso, che alimenta l'indebitamento bancario.

I prestiti alle imprese, a differenza di quelli alle famiglie, hanno mantenuto vigore...



Fonte: BCE

...ma rallenteranno per via della restrizione del credito (dovuta a motivi legati più al ciclo che non alla crisi finanziaria)



Fonte: ECB Bank Lending Survey

È interessante rilevare che l'intenzione (finora per la verità rimasta per lo più tale) di stringere i criteri di credito comunicata dalla banche nell'ultima ECB Bank Lending Survey (luglio 2008) è dovuta più a fattori ciclici che non alla crisi finanziaria in atto. Infatti, indicando i motivi per rendere più restrittivi gli standard di credito, le banche segnalano non tanto quelli legati al costo o alla difficoltà di accesso al capitale (indicati rispettivamente da una banca su quattro e una su cinque), bensì quelli legati all'andamento del ciclo ovvero i rischi sull'attività economica in generale o sull'andamento di un'impresa o di un settore (tali rischi sono indicati da una banca su due). Pertanto, ci aspettiamo un rallentamento del credito non tanto dovuto ai rischi "sistemic" sul sistema bancario, bensì a un "più tradizionale" rallentamento ciclico. I risultati della ECB Bank Lending Survey confermano anche che la prossima restrizione del credito riguarderà maggiormente le imprese che non le famiglie.

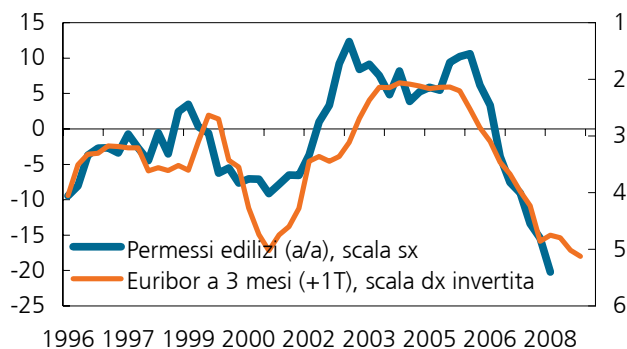
In sintesi, lo scenario non incorpora un *credit crunch* in quanto è vero che la circolazione di liquidità in particolare sul mercato interbancario è "inceppata", ma l'adeguatezza del capitale per le banche dell'Eurozona al momento non appare significativamente intaccata. Ciò che finora è avvenuto è che le banche hanno "soportato" un più elevato costo del capitale senza trasferirlo significativamente sulle imprese. Tuttavia, riteniamo che sia solo questione di tempo affinché si verifichi un pieno trasferimento del costo del capitale alla clientela *corporate*. Ciò favorirà un deciso rallentamento dei prestiti alle imprese non finanziarie, e anche la stessa crescita dell'offerta di moneta dovrebbe risentirne, spingendo M3, stimiamo, verso i valori "di equilibrio" stimati dalla BCE. Anzi stimiamo che M3 possa rallentare poco sopra il 4% a/a in media nel 2009.

Come evidenziato nell'ultimo Rapporto Trimestrale, l'andamento del mercato immobiliare costituisce uno dei principali rischi per diverse economie nell'area euro. L'eccezione è rappresentata dalla Germania, che non avendo avuto una crescita sostanziale delle costruzioni negli ultimi anni non ha eccessi da correggere su tale mercato. Confermiamo l'idea espressa tre mesi fa secondo cui è assai probabile una recessione immobiliare in alcuni Paesi, segnatamente Spagna e Irlanda, per i quali si può parlare di vero e proprio scoppio di una bolla speculativa simile a quella creata negli Stati Uniti, da cui derivano conseguenze assai negative per la crescita non solo nel breve termine, vista l'importanza che il settore immobiliare (e residenziale in particolare) ha assunto in tali Paesi. Crescono i rischi sulla tenuta del mercato immobiliare anche

Il mercato immobiliare è a rischio in diversi Paesi

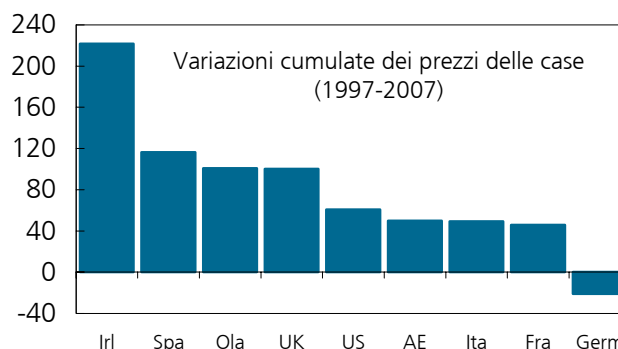
in Paesi a metà strada tra questi due estremi e che rappresentano una importante fetta di economia dell'area euro e cioè Francia e Italia.

La correzione del settore immobiliare è appena cominciata. Pesa l'aumento dei tassi di interesse di mercato



Fonte: Eurostat, Datastream, Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

La sopravvalutazione in alcuni mercati è superiore a quella registrata nei Paesi anglosassoni

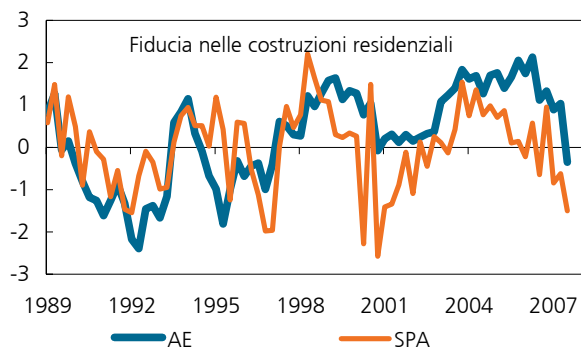


Fonte: OCSE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Riguardo agli indici di attività, gli investimenti in costruzioni hanno cominciato a mostrare una sostanziale stagnazione nell'area euro. Di più, gli indici anticipatori, primo fra tutti i permessi edilizi, hanno subito un forte calo, segnalando che **la correzione nel settore è appena cominciata**. Anche gli indici di fiducia, in particolare nel settore residenziale e in alcuni Paesi, non danno segnali confortanti in chiave prospettica. **Il calo dei permessi edilizi appare mostrare una significativa correlazione (inversa) con l'aumento dei tassi di interesse di mercato** (vedi figura). Pertanto, solo un significativo calo dei tassi di interesse, grazie o al venir meno delle tensioni sui mercati finanziari o a un taglio dei tassi BCE, può ridare (parziale) sollievo al settore. D'altra parte, i cicli nel settore immobiliare hanno solitamente durata pluriennale e l'offerta sta cominciando solo ora (con ritardo visti i tempi medi di 2 anni di conclusione dei cantieri) ad adeguarsi allo scenario di minore domanda.

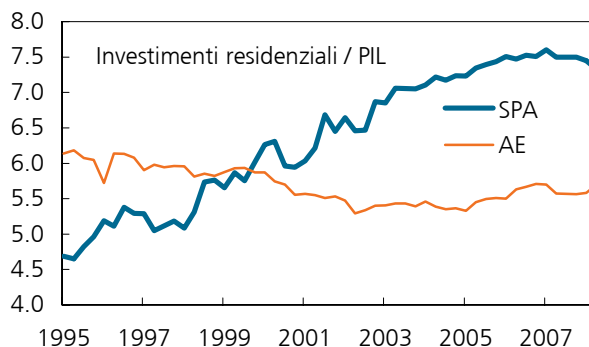
Riguardo all'andamento dei prezzi, **il rallentamento in alcuni grandi Paesi (non solo la Spagna ma anche la Francia) è cominciato già da qualche tempo** (il picco in termini di crescita annua è stato raggiunto nel 2005). Anche in questo caso i Paesi più a rischio sono quelli che hanno accumulato una maggior sopravvalutazione nell'ultimo decennio, e cioè l'Irlanda (dove i prezzi sono cresciuti tra il 1997 e il 2007 di oltre il 200%!), la Spagna e l'Olanda (dove i prezzi sono più che raddoppiati); in tali economie i prezzi delle case nel periodo considerato sono cresciuti più che nei Paesi anglosassoni. Il calo dei prezzi in conseguenza dello sgonfiamento di tali eccessi aggraverebbe la correzione degli indici di attività nel settore. L'ultimo aspetto da considerare è che, in tali Paesi, le ripercussioni della crisi immobiliare saranno rilevanti per l'intera economia, visto l'alto peso che il settore ha raggiunto sia sul Prodotto Interno Lordo sia sull'occupazione. In Spagna e Irlanda, le costruzioni hanno contribuito per circa il 10% al PIL e per oltre il 20% alla crescita degli occupati dal 2000 al 2007. Inoltre, l'alta percentuale (circa il 90%) dei mutui a tasso variabile in questi due Paesi aumenta la correlazione degli indici di mercato immobiliare con i tassi di interesse di mercato e dunque accentua i rischi. **In sintesi, per il complesso dell'area euro, gli investimenti in costruzioni potrebbero evidenziare un segno negativo nel 2009.**

In Spagna gli indicatori segnalano più chiaramente un rallentamento ciclico nel settore...



Fonte: EcoWin, elaborazioni Intesa Sanpaolo

...e più forti sono i rischi sull'economia visto il peso che le costruzioni hanno raggiunto rispetto al PIL

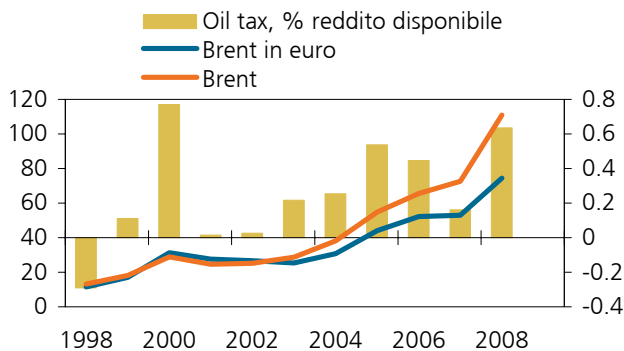


Fonte: EcoWin, elaborazioni Intesa Sanpaolo

I consumi privati si confermano l'anello debole della catena. Stimiamo che il reddito disponibile delle famiglie sia rimasto fermo in termini reali quest'anno, in quanto l'incremento del reddito disponibile nominale (3,6%) è stato interamente annullato dall'inflazione, laddove l'anno scorso la spesa della famiglie era stata sostenuta da un buon incremento del reddito reale (+1,7%). Stimiamo che nel 2009 il reddito disponibile in termini reali possa evidenziare una ripresa assai modesta, dello 0,6%. Di conseguenza, i consumi privati, dopo essere cresciuti di appena lo 0,3% quest'anno (dall'1,4% del 2007), rimarranno all'incirca sugli stessi livelli l'anno prossimo. È vero che il recente rientro dei prezzi energetici porterà sollievo, ma ci vorrà tempo prima che esso si rifletta pienamente sui prezzi al consumo (che vediamo riavvicinarsi al 2% solo in primavera) e poi, con ritardo, sulle decisioni di spesa dei consumatori, dunque una ripresa potrebbe arrivare solo nella seconda metà del 2009. Inoltre, la passata salita dei prezzi non ha ancora esplicito pienamente i suoi effetti. Al riguardo, **abbiamo stimato la "tassa da petrolio" che ha gravato sui consumatori quest'anno**, calcolata come aggravio sui consumi energetici derivante dall'aumento dei prezzi. In termini quantitativi la bolletta energetica è aumentata quest'anno rispetto all'anno scorso di una cifra intorno ai 49 miliardi per l'intera area euro, ovvero circa lo 0,5% del valore aggiunto. Il risultato è che **i consumatori non solo hanno pagato una "oil tax" in misura superiore allo 0,6% del reddito disponibile quest'anno, ma questa si aggiunge alla 'bolletta' pagata (tra lo 0,2% e lo 0,5% del reddito) in ciascuno degli ultimi sei anni**. Questi risultati confermano che i consumatori hanno pagato il conto più salato dello shock energetico. La tassa da petrolio (che, nonostante il recente rientro, resta storicamente caro) sembra gravare più sulle famiglie che non sulle imprese, anche perché, mentre queste ultime (al di fuori del settore finanziario) godono di una redditività ancora discreta, la dinamica del reddito da lavoro si è mantenuta estremamente contenuta.

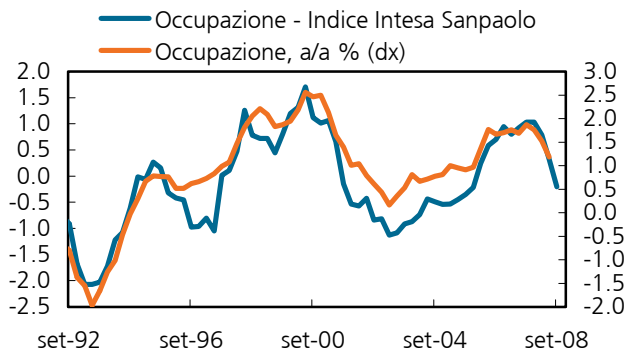
I consumatori hanno pagato il conto della bolletta energetica...

Negli ultimi anni, la "tassa da petrolio" ha gravato sui consumi



Fonte: Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

In prospettiva, l'occupazione dovrebbe offrire minor supporto



Fonte: Commissione Europea, BCE e Intesa Sanpaolo

Se la morsa inflativa potrebbe attenuarsi nei prossimi mesi ridando un certo sollievo alle famiglie, un'altra nube potrebbe addensarsi sui consumatori e cioè un mutato scenario per il mercato del lavoro. L'occupazione nell'ultimo decennio ha evidenziato un robusto ciclo espansivo. Anche grazie alle riforme attuate alla fine degli anni '90 tese a ridurre il costo dei licenziamenti (ben 16 nei diversi Paesi, contro le appena 4 del quinquennio precedente), il tasso di disoccupazione ha toccato un minimo appena sopra il 7% (oggi i disoccupati sono quasi 4 milioni in meno rispetto al 1996). Tuttavia, oltre all'attenuarsi degli effetti delle passate riforme, i fattori ciclici stanno a nostro avviso già spingendo in direzione opposta la tendenza per il mercato del lavoro. Anzi **il tasso di disoccupazione ha già iniziato a invertire in misura decisa nei Paesi più in difficoltà nell'attuale fase ciclica** (in Spagna al 10,4% a metà 2008 dall'8% di un anno prima, in Italia al 6,5% nel 1° trimestre dal 6,1% di un anno prima, in Irlanda al 6,1% ad agosto dal 4,5% di un anno prima). In base all'indice sull'occupazione Intesa Sanpaolo, **stimiamo una crescita dell'occupazione poco sotto l'1% quest'anno e nulla l'anno prossimo. La nostra previsione sul tasso di disoccupazione vede un graduale aumento al 7,6% per la fine dell'anno e all'8% per la fine dell'anno prossimo.**

...e potrebbero non poter più contare sul sostegno dell'occupazione

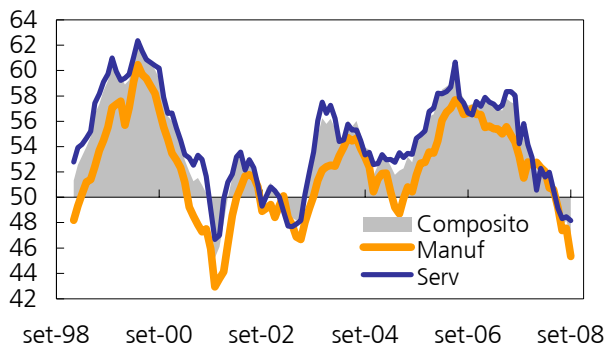
A pesare sull'economia dal lato dell'offerta in questa fase sembra essere più il rallentamento della domanda mondiale (oltre all'effetto dei passati rialzi del petrolio e dell'euro) che non la crisi finanziaria in atto, che ha fatto salire i tassi di interesse di mercato ma che non comporta per ora rischi sistemici sul sistema bancario. Un segnale in tal senso viene dal fatto che **il deterioramento estivo ha riguardato in particolare l'industria**, con un calo verticale sia degli indici di fiducia che di ordini e produzione, **mentre meno marcato è stato il peggioramento del morale nel settore dei servizi**. Il manifatturiero sembra risentire di: 1) una compressione dei margini dovuta alla salita dei prezzi delle materie prime (vedi figura); 2) il rallentamento della domanda dall'estero; 3) l'apprezzamento dell'euro.

A pesare sugli investimenti, più che la crisi finanziaria, è il rallentamento della domanda mondiale e l'effetto dei passati rialzi delle materie prime

In ogni caso, riteniamo che, oltre a tali fattori ciclici, anche la crisi finanziaria possa cominciare a pesare sugli investimenti, frenando l'economia dal lato dell'offerta. Infatti, come detto sopra, ci aspettiamo che le banche trasferiscano sulla clientela *corporate* il maggior costo del debito. **Ipotizzando che il tasso Euribor a 3 mesi resti al 5% per tutto il 2009, l'impatto sull'economia è di 3 decimi di punto in meno di crescita, di cui un decimo a carico dei consumi e due decimi degli investimenti. Inoltre, a pesare sugli investimenti può essere non soltanto il maggior costo del debito ma anche il deterioramento della posizione finanziaria (e di liquidità) delle imprese.** A questo riguardo, un recente studio della BCE<sup>7</sup> conferma che nei 6 principali Paesi dell'area euro l'indebitamento e il costo del debito hanno un impatto negativo sugli investimenti mentre il cash flow ha un impatto positivo. Dunque, gli investimenti possono essere frenati non soltanto da un aumento dell'indebitamento o del costo del capitale (quale sta avvenendo), ma anche da una diminuzione della liquidità a disposizione delle imprese (un elemento nuovo nella presente crisi). In base a quella simulazione, gli investimenti mostrano una elasticità al *cash flow* (visto come proxy dell'esistenza di vincoli finanziari) in media dello 0,4% (si va dallo 0,3% della Germania allo 0,6% dell'Italia). Analogamente, un aumento del rapporto di indebitamento o dell'onere del debito impatta negativamente sugli investimenti (con una elasticità media in entrambi i casi di -0,1%). Tali risultati segnalano la **possibilità che i vincoli di liquidità che stanno emergendo nel sistema finanziario intacchino in misura significativa le decisioni di investimento delle imprese. Nel complesso, stimiamo che gli investimenti fissi totali nell'area euro mostrino una sostanziale stagnazione nel 2009, a -0,2% da +1,8% di quest'anno.**

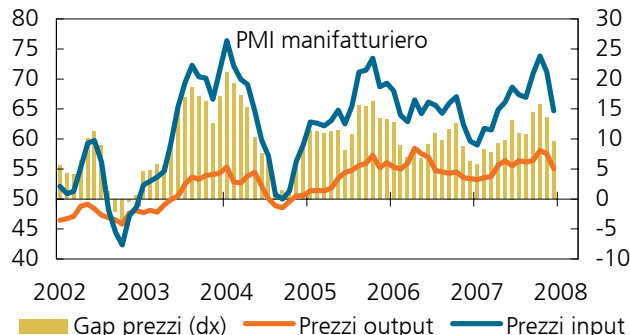
<sup>7</sup> "The impact of financial position on investment. An analysis for non-financial corporations in the Euro Area" (Carmen Martinez-Carrascal, Annalisa Ferrando), ECB Working Paper n. 943 Settembre 2008.

Il calo della fiducia è più evidente nell'industria che nei servizi...



Fonte: Markit Economics

...a causa di una compressione dei margini per le imprese

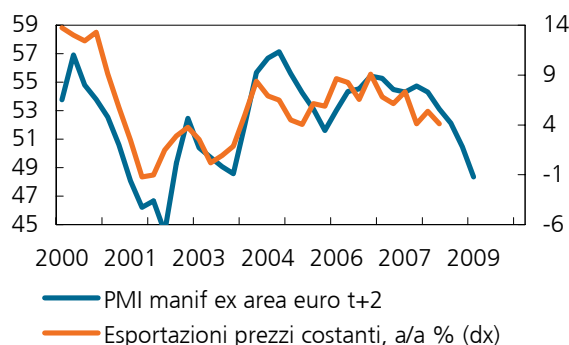


Fonte: Markit Economics, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le esportazioni, dopo aver retto bene all'urto del rallentamento statunitense, stanno cominciando a ripiegare in misura decisa. Ciò che più colpisce è il calo in Germania, il maggiore esportatore mondiale e finora il fiore all'occhiello dell'export europeo nonostante il rallentamento del ciclo mondiale. Nella maggiore economia dell'area l'export, dopo il calo (-0,2% t/t in termini reali) dei mesi primaverili, ha subito una nuova flessione a luglio (-1,7% m/m in termini nominali). I dati sugli ordini mostrano un deciso **calo delle commesse dall'estero in particolare per quel che riguarda i beni capitali** (-8,3% t/t a luglio). Poiché l'export di beni capitali verso i Paesi emergenti (Est Europa ed Asia, principalmente) è stato il motore dell'industria tedesca negli ultimi anni, un'inversione di tendenza in questo settore appare essere determinante per il ciclo europeo. In effetti, la domanda non solo dai Paesi sviluppati ma anche dai Paesi emergenti sembra evidenziare un minor vigore, anche a causa dell'impatto dei rincari delle materie prime, di cui quegli stessi Paesi sono i maggiori consumatori.

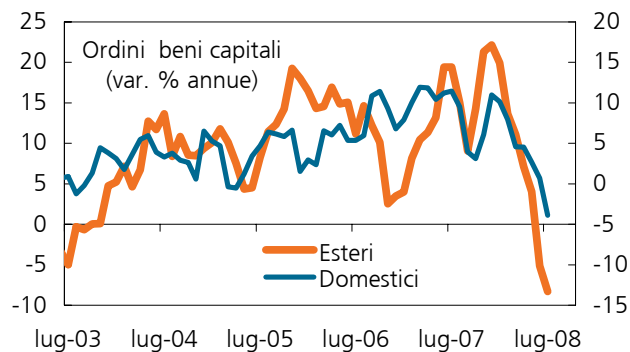
L'export risente dello scenario di rallentamento sincronizzato delle principali economie mondiali. A rischio la domanda di beni capitali dai Paesi emergenti

Il rallentamento sincronizzato delle principali economie aumenta i rischi sull'export...



Fonte: Eurostat, Markit Economics ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

...che stanno cominciando a pesare sulla meccanica tedesca (finora punto di forza dell'export verso i Paesi emergenti)



Fonte: Ministero dell'Economia tedesco, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Ciò che più conta è che, a differenza di qualche mese fa, siamo oggi in presenza di un **rallentamento sincronizzato delle principali aree economiche**, che, proprio per il maggior sincronismo dei cicli, aumenta le probabilità di recessione mondiale. Se a ciò si aggiunge che l'aumento dei costi di trasporto sta frenando i volumi del commercio, si ottiene che l'export dell'area euro dovrebbe ulteriormente rallentare l'anno prossimo dopo il già deciso ridimensionamento di quest'anno. Stimiamo che la domanda dal resto del mondo di prodotti europei possa rallentare a poco sopra il 7% l'anno prossimo, poco più della metà dei ritmi medi visti nel triennio d'oro 2004-2006. Di conseguenza, vediamo l'export rallentare ulteriormente al 2,6% l'anno prossimo dal 3,3% di quest'anno, ovvero attestarsi su ritmi di crescita dimezzati

La crisi sul credito potrebbe pesare non solo sul ciclo ma anche sul PIL potenziale

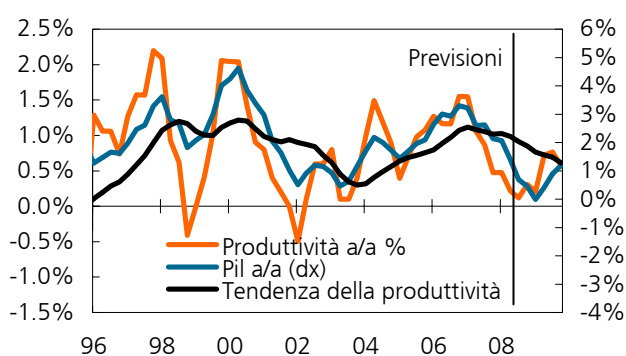


rispetto a quelli del quadriennio precedente. Nel complesso, tenendo conto di una sostanziale stabilità (al 3,5%) delle importazioni, **stimiamo che il commercio con l'estero possa sottrarre quasi tre decimi alla crescita nel 2009** (dopo che ancora nel 2008, grazie al favorevole inizio d'anno, il contributo dovrebbe esser rimasto positivo).

Infine, segnaliamo il rischio che la crisi finanziaria in corso, se forse non è in questa fase il principale motivo del rallentamento ciclico dell'area euro, possa tuttavia avere un impatto sul PIL potenziale. Nell'ultimo rapporto segnalavamo che gli shock cumulati sul costo dell'energia e sul costo del capitale potevano avere un impatto di -0,3% sul PIL potenziale dell'area, di cui due decimi dovuti alla crisi sul credito<sup>8</sup>. Poiché lo shock petrolifero è (in parte) rientrato, ne deriva che **le stime sul PIL potenziale, che tradizionalmente si attestano al 2,25%, possano essere riviste attorno al 2%**. Anche le recenti dichiarazioni di esponenti BCE (Liikanen il 23/9: "The disturbances to global growth are such that they impact not only the economic cycle, but also slow the potential growth rate in many economies") sembrerebbero andare in questa direzione.

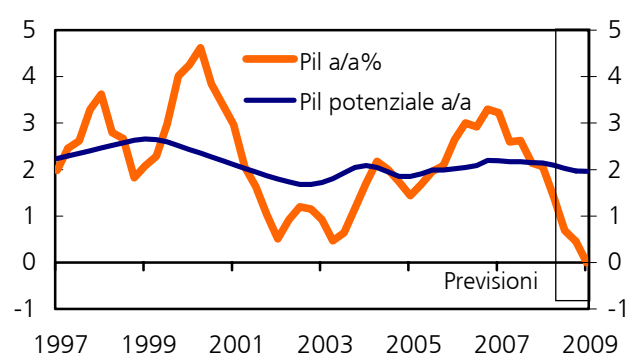
Esiste il rischio che le maggiori difficoltà di accesso e la scarsa liquidità di alcuni mercati finanziari, il razionamento del credito, il blocco dei canali di M&A e il maggior costo di raccolta del capitale, riducendo l'efficienza nell'allocazione delle risorse e aumentando i vincoli di liquidità, causino un calo del PIL potenziale. L'analisi di Reinhart e Rogoff<sup>9</sup> segnala il rischio che, in caso di restrizione del credito e, a maggior ragione, di crisi bancaria, a risentirne sia la crescita non solo di breve termine ma anche di medio periodo (ne deriverebbe il rischio che la crescita area euro possa rimanere sotto livelli accettabili anche per il 2010-2011). Da notare che ciò è particolarmente vero in caso di crisi immobiliare, e lo studio di Reinhart e Rogoff, sebbene condotto specificamente per gli Stati Uniti, ammette che la crisi americana presenta notevoli analogie con altri Paesi che nel 2007 hanno subito vistosi cali dei prezzi immobiliari come Spagna e Irlanda. Peraltro, l'Eurozona nel suo complesso, sebbene non abbia evidenziato per ora una vera e propria crisi né immobiliare né bancaria, tuttavia sta soffrendo in pieno le conseguenze indirette della crisi americana.

#### La tendenza della produttività resta modesta



Fonte: Eurostat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

#### Stimiamo un PIL potenziale non superiore al 2%



Fonte: Eurostat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

A ciò occorre aggiungere che la produttività nell'area euro continua a viaggiare a ritmi ben inferiori a quelli dei Paesi anglosassoni (0,5% a/a nel 1° trimestre 2008), a causa delle ben note maggiori fragilità strutturali che contraddistinguono l'Eurozona e cioè: **maggiore rigidità del**

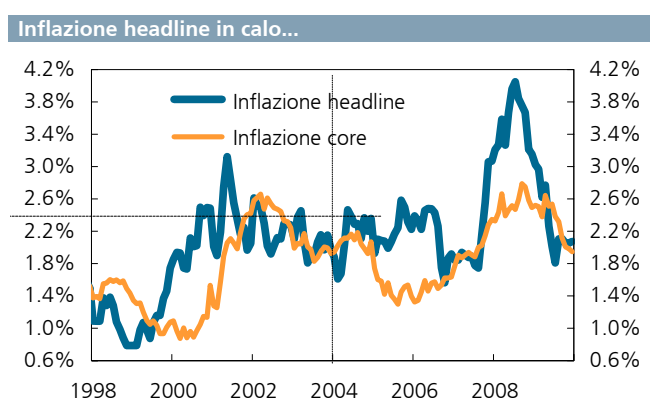
<sup>8</sup> "The implications of supply-side uncertainties for economic policy", OECD Economic Outlook n. 83, Chapter 3, June 2008.

<sup>9</sup> "Is the 2007 U.S. sub-prime financial crisis so different? An international historical comparison" (C. Reinhart, K. Rogoff), Febbraio 2008.

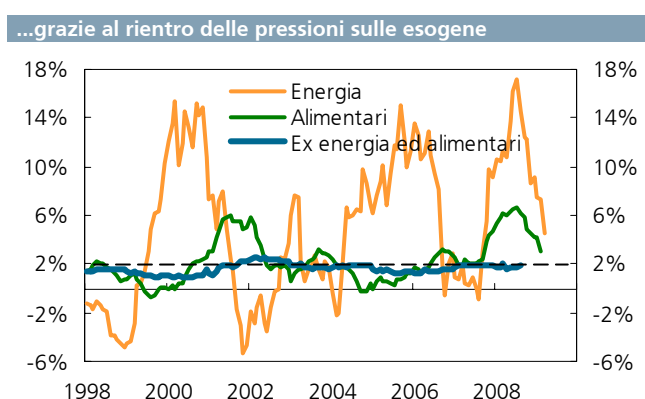
mercato del lavoro, minore concorrenza sui mercati delle materie prime e dei beni finali, eccessiva regolazione e trend demografici sfavorevoli, tutti fattori che si stanno muovendo non certo in senso favorevole ad un recupero di produttività. I grafici in basso raffigurano le nostre stime sull'andamento della produttività e del PIL potenziale nell'area euro.

## Inflazione: ancora sopra il 2%, ma si riducono i rischi

L'inflazione dell'area euro ha toccato un picco al 4,0% a/a ad agosto scorso, il massimo assoluto da quando la BCE ha assunto la conduzione della politica monetaria. Le continue sorprese sulla dinamica dei prezzi al consumo sono venute da petrolio ed alimentari freschi. La dinamica sottostante è rimasta più moderata, ma sulla misura preferita dalla BCE – al netto di alimentari freschi ed energia - ha comunque accelerato al 2,6% a/a dal 2,0% di un anno fa.



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le stime per la dinamica dei prezzi al consumo nell'anno in corso rimangono al 3,6%. **Rivediamo, invece, marginalmente al ribasso la previsione per il 2009 al 2,3% da un precedente 2,4%.**

Il calo del prezzo del greggio e il ritracciamento delle materie prime alimentari a fine estate hanno già mostrato i primi effetti sulla dinamica dell'indice generale dei prezzi. Tuttavia, il rientro del prezzo del petrolio è sostanzialmente in linea con la nostra ipotesi centrale di giugno scorso, quando assumevamo un petrolio in media sui 100\$ a barile nel 2009 (nelle nostre stime più recenti il greggio è visto in media a 98,5\$). Ci attendiamo, invece, un cambio più debole rispetto a giugno di circa il 4%. Ciò spiega un profilo di previsione sostanzialmente inalterato per il prossimo anno. Soltanto un ulteriore calo del prezzo del greggio di circa il 15% (15\$ a 83\$ in media nel 2009) nella prima metà del prossimo anno a fronte di un cambio stabile consentirebbe un ritorno dell'inflazione al 2% nella seconda metà del 2009.

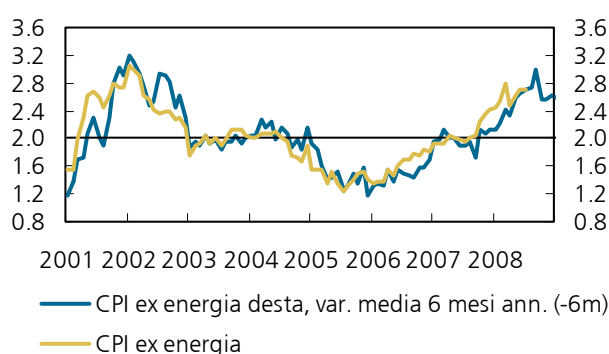
Per quel che concerne la dinamica sottostante dei prezzi al consumo ci aspettiamo una flessione modesta al 2,3-2,4% nel 2009 da una stima del 2,5% per l'anno in corso. La nostra modellistica suggerisce ancora rischi verso l'alto nel breve periodo per la dinamica sottostante del CPI dal momento che:

1. È più che probabile che non si siano ancora visti a pieno gli effetti dei passati rincari di energia ed alimentari su alcuni capitoli di spesa. Nonostante un parziale rientro nei mesi estivi, l'indice dei prezzi pagati è rimasto su livelli molto elevati sia nel manifatturiero che nei servizi. L'indice dei prezzi praticati è salito meno in termini relativi. Potrebbe, quindi, essere solo una questione di tempo prima che le pressioni accumulate a monte vengano traslate

a valle. Vi è spazio limitato per un'internalizzazione degli aumenti di costo dato il calo dei margini aziendali da fine 2007.

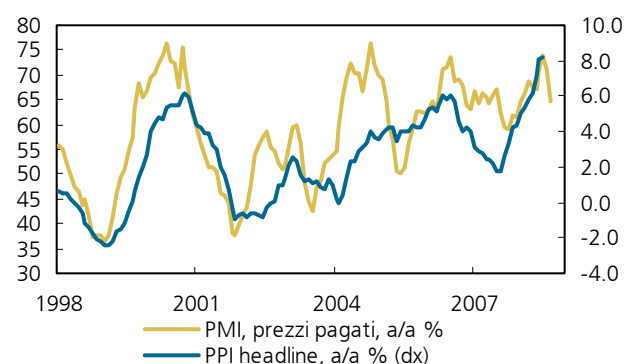
- Per il momento i salari contrattuali hanno visto una dinamica piuttosto moderata: stando alle stime di Eurostat il costo del lavoro avrebbe finanche rallentato al 2,7% a/a nei mesi primaverili. Tuttavia, non possiamo escludere che l'erosione di potere d'acquisto, che sta già causando tensioni sociali, induca a rivendicazioni più significative nei prossimi mesi innescando aumenti più cospicui dei salari almeno nei settori protetti. In Germania, l'IG Metal rivendica aumenti dell'8% per il 2008-09, una delle richieste più cospicue dall'inizio degli anni '90.

#### Inflazione core ancora in salita nei prossimi mesi



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

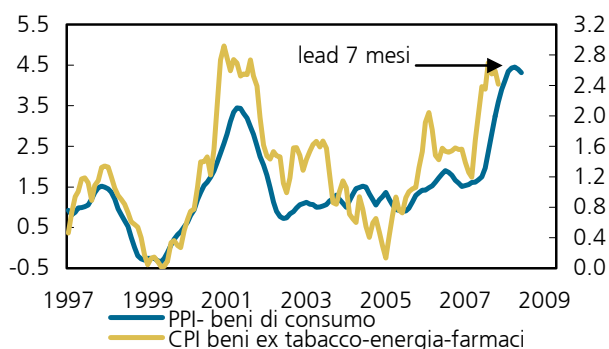
#### Prezzi pagati ancora su livelli elevati



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

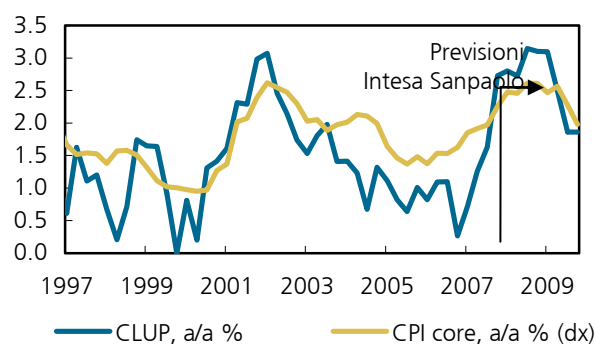
Nella seconda metà 2009, un profilo di crescita più debole di circa sette decimi rispetto a giugno scorso dovrebbe contribuire a frenare la dinamica sottostante dei prezzi al consumo. Tuttavia, l'impatto del rallentamento ciclico sulla dinamica del CPI potrebbe essere meno significativo che in passato. L'OCSE<sup>10</sup> stima che lo *shock* sul greggio e la crisi finanziaria potrebbero aver inciso sul PIL potenziale per circa tre decimi spingendolo al di sotto del 2%. Se così fosse l'*output gap* risulterebbe solo marginalmente più ampio che nelle nostre stime di giugno e contribuirebbe ad una dinamica solo marginalmente più tenue dell'inflazione *core*.

#### Ancora qualche pressione dai prezzi a monte



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### CLUP in territorio inflativo fino a metà 2009



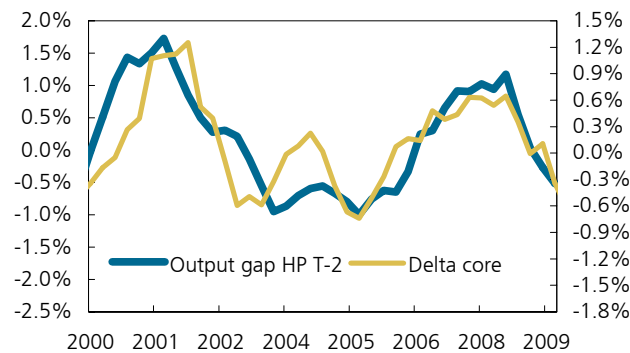
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

<sup>10</sup> OECD Economic Outlook, Chapter 3 ("The implications of supply-side uncertainties for economic policy"), giugno 2008.

Quel che si rischia è un profilo d'inflazione *core* più o meno coincidente con quello generale. Non può escludersi che vi sia anche una maggiore persistenza dell'inflazione sottostante nel corso del prossimo anno. La nostra modellistica, basata sulla dinamica trimestrale del costo del lavoro ed una misura di *output gap* ottenuta tramite un semplice filtro HP, suggerisce rischi verso l'alto alle nostre previsioni d'inflazione *core* ottenute tramite l'aggregazione dei profili Paese.

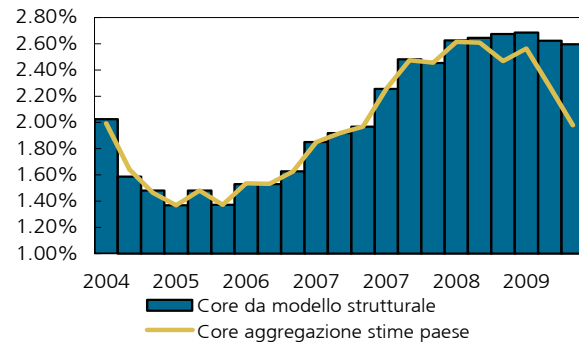
In un'ottica di 18 mesi l'inflazione dovrebbe tornare al di sotto del 2,0% se il sentiero di petrolio e cambio si mantiene più o meno sui livelli del 2009. L'andamento delle componenti esogene dipende chiaramente dall'evoluzione dello scenario internazionale. Gli eventi delle ultime settimane suggeriscono che la crescita americana si manterrà ben al di sotto del trend per un periodo più lungo di quanto non anticipavamo qualche mese fa. È, quindi, ragionevole assumere che la crescita mondiale risentirà del rallentamento americano, ciò dovrebbe contribuire ad attenuare le pressioni dall'economia reale.

Il ciclo frenerà la dinamica core nel 2° semestre 2009



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I nostri modelli segnalano una core al 2,6%



Fonte: Eurostat e stime Intesa Sanpaolo

In conclusione manteniamo un profilo di previsione quasi inalterato per la dinamica del CPI rispetto a giugno scorso. Di qui a dodici mesi, l'inflazione *core* rimane ancora soggetta a rischi verso l'alto nel caso in cui dovessero materializzarsi effetti di seconda battuta via prezzi e salari. Ma i rischi sono scemati rispetto a giugno scorso. Il netto deterioramento del quadro internazionale di riferimento dovrebbe limare le pressioni reali sulla dinamica inflazionistica globale nei prossimi 18/24 mesi.

## BCE: aumentano le *chance* di un'inversione di rotta della politica monetaria

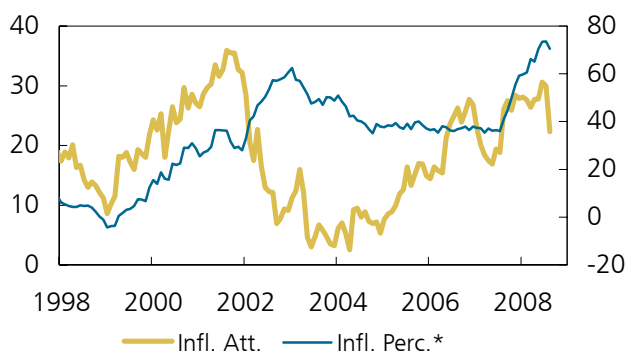
Il quadro internazionale di riferimento e le prospettive per l'Eurozona sono chiaramente più fosche che a giugno scorso e sono deteriorate sensibilmente nell'ultimo mese. La variazione del PIL è stata probabilmente negativa anche nei mesi estivi. I dati qualitativi sulle imprese segnalano inconfutabilmente che in estate il settore manifatturiero ha risentito del pesante apprezzamento del cambio e del rincaro del greggio visti nei dodici mesi precedenti. Il rallentamento della domanda mondiale sta colpendo anche la Germania, che ha fatto da locomotiva negli ultimi due anni. I mesi finali dell'anno difficilmente vedranno un recupero significativo quando si faranno sentire le ripercussioni del rallentamento del manifatturiero sulla domanda interna. L'erosione di potere d'acquisto ha già penalizzato la spesa per consumi nei mesi primaverili e le prospettive rimangono piuttosto magre. Già dai mesi estivi ci aspettiamo una brusca frenata degli investimenti aziendali dato il netto peggioramento del quadro di riferimento. Nel 2009, è difficile immaginare una ripresa di qualche rilievo. Una volta assorbito lo shock da petrolio e cambio si

faranno sentire gli effetti della crisi finanziaria. Le stime dello staff BCE di settembre ci sembrano a questo punto un po' troppo ottimistiche, dal momento che davano come punto centrale per la crescita 2009 l'1,2%.

Con un quadro di riferimento in rapido peggioramento aumentano le *chance* che la BCE possa dare inizio ad un ciclo espansivo ad inizio 2009. I commenti da Francoforte sono diventati più morbidi nelle ultime settimane. La percezione è che comincia ad aleggiare maggiore preoccupazione per la crescita. Persino un falco come Weber ha dichiarato "che la crescita si sta indebolendo sensibilmente". Certo una crescita più debole non cancella le preoccupazioni per la dinamica inflazionistica, come ha segnalato Weber. Ma anche le stime d'inflazione di settembre sembrano oggi troppo conservative dal momento che incorporavano il profilo dei *future* sul greggio al 14 agosto e da allora il prezzo del petrolio ha corretto ulteriormente. **La BCE vorrà mantenere toni prudenti di qui a fine anno e vedere consolidati i segnali di rallentamento ciclico nonché di rientro delle pressioni sulla dinamica dell'indice generale dei prezzi, prima di adottare una linea più morbida.**

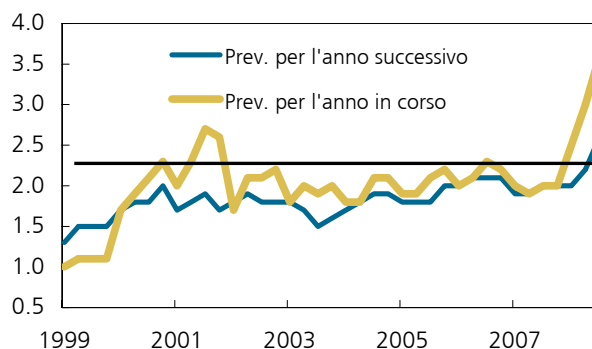
È cruciale che in questa fase le attese d'inflazione rimangano sotto controllo onde evitare che la dinamica sottostante dei prezzi al consumo scappi di mano. Le attese delle famiglie sono rientrate sensibilmente in agosto, ma l'inflazione percepita rimane su massimi assoluti.

Attese sotto controllo ma la percezione è ancora più elevata dell'inflazione effettiva



Fonte: Commissione Europea ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Stime di consenso in aumento



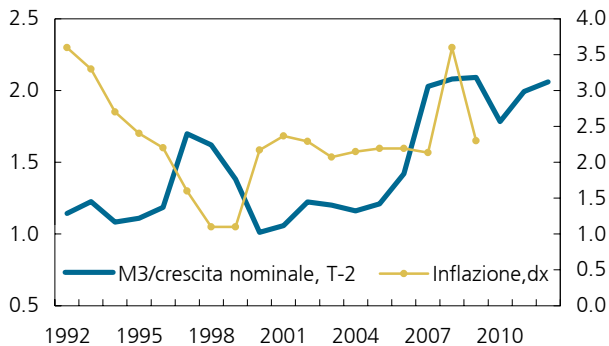
Fonte: ECB Survey of Professional Forecasters e stime Intesa Sanpaolo

L'inflazione attesa dagli analisti economici era ancora in salita stando ai dati di Consenso. L'inflazione implicita nei linkers è scesa sulle scadenze più brevi rispetto a luglio scorso, come si evidenziava nel Bollettino BCE di settembre, ma è in salita sulle scadenze più a lungo termine.

**Abbassare del tutto la guardia potrebbe essere prematuro anche alla luce della dinamica ancora sostenuta degli aggregati monetari.** In un recente lavoro la BCE<sup>11</sup> trova che la dinamica di M3 corretta per i flussi internazionali di portafoglio migliora le capacità previsiva rispetto ad un *random walk* su un orizzonte di previsione di medio termine. Estrarre l'informazione dalla dinamica di M3 sarebbe soltanto più complicato che in passato.

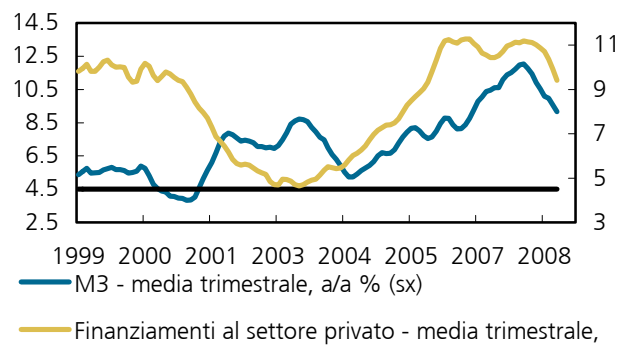
<sup>11</sup> Do monetary indicators lead Euro Area inflation? ECB working paper no 867.

M3 ancora un indicatore importante



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

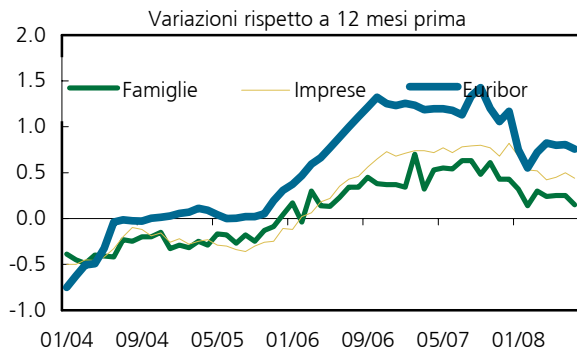
Per ora la dinamica rimane sostenuta...



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

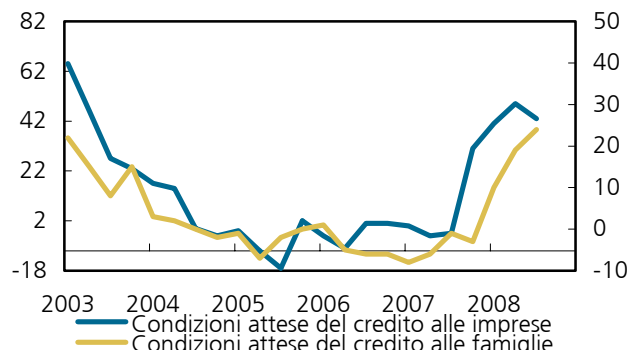
Per il momento si è visto solo un rallentamento dei prestiti alle famiglie. I prestiti alle imprese viaggiavano ancora al 12,6% a/a in agosto, in rallentamento rispetto ai sei mesi precedenti ma ancora sui livelli di marzo 2007. Le banche hanno, infatti, traslato solo in parte l'aumento dei tassi di mercato, stando ai dati BCE di luglio. L'ultima *Bank Lending Survey* segnalava condizioni al credito sostanzialmente invariate rispetto all'indagine di aprile, ma le Banche intervistate avevano indicato nei sei mesi precedenti una netta stretta delle condizioni di accesso. È, quindi, solo questione di tempo prima che arrivi una stretta significativa sui tassi e sull'ammontare di credito erogato.

L'aumento dei tassi praticati è stato contenuto



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Ma una stretta più severa arriverà a breve

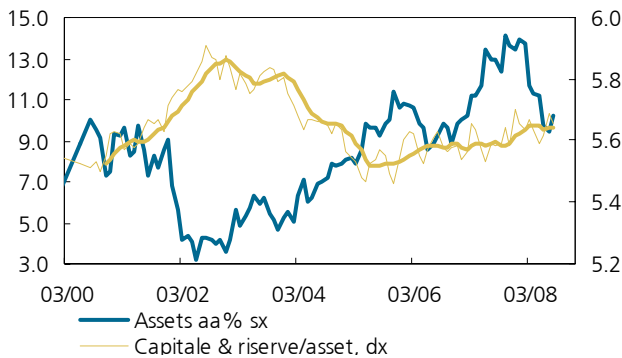


Fonte: BCE Bank Lending Survey ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Ci sembra tuttora improbabile che l'area euro possa passare per una crisi bancaria come quella americana. L'Eurozona non ha sperimentato eccessi del credito paragonabili a quelli del mercato americano e i livelli di indebitamento delle famiglie sono mediamente inferiori. Tuttavia, sarebbe poco prudente escludere che gli eventi delle ultime settimane possano vedere ripercussioni più severe anche su questa sponda dell'Atlantico. Se ciò si verificasse, la crescita economica sarebbe ulteriormente penalizzata nella seconda metà del prossimo anno.

Il mercato interbancario rimane inceppato con il fixing a 3 mesi al 5%. Anche sulle scadenze più vicine il fixing è prossimo al 5% data l'aumentata preferenza per la liquidità a ridosso di fine trimestre. Se il fixing dell'Euribor dovesse rimanere sui livelli attuali, i tassi reali diventerebbero restrittivi già a ridosso del nuovo anno.

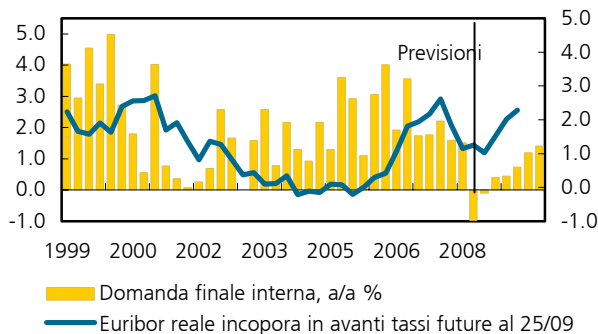
La posizione di bilancio delle banche rimaneva relativamente solida in agosto



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

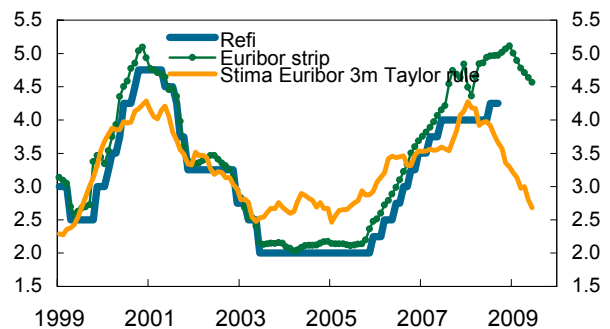
La situazione di mercato potrebbe avere, inoltre, ripercussioni sul sistema bancario e innescare una stretta anche più severa sul credito con conseguenze non trascurabili per la crescita. Difficilmente un taglio dei tassi ufficiali ridurrebbe il differenziale Euribor-*refi*, ma quanto meno abbasserebbe il livello dei tassi dando un minimo di sollievo al ciclo. La nostra regola di Taylor (con un peso di 0,6 sull'*output gap* e di 0,4 sull'*inflation gap*) consiglierebbe di portare i tassi a tre mesi al di sotto del 3% nel 2009.

I tassi reali sono già restrittivi



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La regola di Taylor stima tassi inferiori al 3% nel 2009



Fonte: BCE, Reuters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Ci sembra quindi che si stiano materializzando le condizioni per un'inversione di rotta da parte della BCE. Non è possibile escludere una mossa già nei primi mesi del 2009. Al momento riteniamo che la BCE taglierà i tassi di 50pb per fine estate 2009 ma non escludiamo rischi verso il basso. Quanto in là la BCE vorrà spingersi dipende a nostro avviso dall'evolvere del quadro di riferimento. Sicuramente in un'ottica di 18 mesi stanno sensibilmente scemando i rischi sulla dinamica dei prezzi al consumo, dal momento che la crescita globale risulterà più debole di quanto non scontavamo qualche mese fa. È pur vero che il trasferimento del debito dal settore privato al settore pubblico in America non riduce la preferenza per un'inflazione moderata che aiuti a contenere l'onere del debito nei prossimi anni. Il rischio è che si veda ancora una politica monetaria in America piuttosto lasca e che questa si rifletta sulla dinamica della liquidità globale via Paesi emergenti il cui cambio è ancora agganciato al dollaro. Nel medio periodo, in un contesto internazionale in cui le preferenze sono per un'inflazione moderata, assicurare la stabilità delle attese d'inflazione nell'Eurozona potrebbe risultare più oneroso in termini di crescita domestica.

## Germania: polvere di stelle

Con due anni di crescita al di sopra della media europea, la Germania ha vissuto un momento di gloria. Si pensava che le riforme strutturali iniziate nel 2001 avrebbero assicurato un ritorno duraturo di una vecchia star della crescita. Dopo un inizio d'anno brillante ma gonfiato da effetti di calendario inusuali ed un clima eccezionalmente mite, si è vista una contrazione del PIL nel 2° trimestre, che si riteneva fosse in larga misura di natura tecnica. Fino alla primavera, le indagini sulle imprese e i dati su ordini e produzione indicavano, difatti, una sorprendente resilienza del manifatturiero tedesco a fronte del perdurare dell'apprezzamento del cambio e dello shock petrolifero. **Nei mesi estivi il quadro si è ribaltato: tra giugno e settembre l'indice IFO ha perso circa 10 punti** ed è tornato al di sotto della media di lungo termine. Le imprese manifatturiere soffrono di più di quelle dei servizi dello shock energetico e sul cambio nonché della frenata della domanda di beni capitali dall'Asia. Sul fronte domestico c'è poco da sperare: il rallentamento dell'export peserà sulla spesa in macchinari. La spesa per consumi continua a deludere, stando ai dati di luglio sulle vendite al dettaglio, mentre ci si attendeva un recupero dal momento che la tenuta del mercato del lavoro e l'accelerazione salariale avrebbero dovuto contrastare l'erosione di potere d'acquisto legata al picco inflazionistico. A fronte dell'incertezza sul quadro di riferimento le famiglie hanno invece optato per un aumento del risparmio precauzionale, una tendenza che difficilmente sarà invertita nel breve periodo. Stando ai dati sugli ordini, dovrebbe rimanere in crescita anche se su ritmi modesti la spesa in costruzioni, sostenuta da investimenti privati in progetti. Le indicazioni disponibili sono coerenti con una contrazione del PIL anche nel 3° trimestre. È difficile ipotizzare un miglioramento significativo a cavallo del nuovo anno dal momento che lo stimolo può venire solo dall'esterno. **Tagliamo quindi sensibilmente le nostre stime di crescita per il biennio in corso all'1,5% dal 2,2% nel 2008 e allo 0,6% da un precedente 1,4% nel 2009.**

Anna Grimaldi

**Vediamo l'inflazione tornare al di sotto del 2% in media il prossimo anno** grazie al rientro delle pressioni su energia e alimentari e, in parte, a un effetto base favorevole. **Ci attendiamo un deterioramento dei saldi di finanza pubblica.**

Nel 2008, il bilancio chiuderà al meglio in pareggio, l'aumento della spesa previdenziale vistosi in corso d'anno controbilancia l'andamento ancora discreto dell'entrate. Nel 2009, il rallentamento ciclico potrebbe spingere i saldi in rosso.

Previsioni macro	2007	2008P	2009P	2008				2009P			
				1	2	3P	4P	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti, a/a)	2,6	1,5	0,5	2,6	1,7	0,9	0,7	-0,4	0,3	1,0	1,3
- t/t				1,3	-0,5	-0,2	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4
Consumi privati	-0,3	-0,8	0,0	-0,4	-0,7	-0,3	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3
Investimenti fissi	4,8	4,0	0,2	3,3	-1,7	0,0	0,1	0,1	0,2	0,4	0,5
Consumi pubblici	2,2	1,8	1,0	1,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Esportazioni	7,7	4,3	1,4	2,1	-0,2	0,0	0,4	0,6	0,8	1,0	1,2
Importazioni	5,2	3,4	3,8	3,1	-1,3	0,1	0,8	1,3	1,3	1,5	1,6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0,1	0,0	0,8	0,8	-0,3	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2
Partite correnti (% PIL)	6,9	7,2	7,3								
Deficit pubblico (% PIL)	0,1	0,2	0,5								
Debito pubblico (% PIL)	65,2	64,8	63,5								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	2,3	3,0	1,7	3,1	3,0	3,1	2,6	2,1	1,7	1,5	1,4
Produzione industriale (a/a)	5,9	0,9	0,7	1,6	-1,7	-2,3	0,5	0,6			
Disoccupazione (ILO, %)	9,0	7,9	8,2	8,2	7,9	7,7	7,9	8,0	8,1	8,3	8,2
Euribor 3 mesi	4,28	4,81	4,60	4,52	4,86	4,96	5,00	4,84	4,55	4,49	4,52
EUR/USD	1,37	1,49	1,35	1,50	1,56	1,50	1,40	1,36	1,33	1,34	1,35

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

Fonte: EcoWin, Intesa Sanpaolo



## In Italia nuova contrazione del PIL in arrivo

L'economia italiana è probabilmente già in recessione in senso 'tecnico', in quanto il PIL dovrebbe essersi contratto per il secondo trimestre consecutivo nel periodo luglio-settembre. Per la media 2008 stimiamo una crescita zero (ma non è da escludere un numero lievemente negativo). Se le cause dell'attuale crisi discendono dal quadro internazionale e sono quindi comuni alle altre economie (anzi, il nostro Paese appare meno esposto di altri alla crisi sul credito), l'Italia risulta più soggetta a rischi recessivi visto il basso tasso di crescita potenziale derivante dalle sue fragilità strutturali.

Paolo Mameli

In Italia, dopo la doccia fredda della contrazione del PIL nei mesi primaverili (-0,3% t/t), l'evoluzione degli indicatori congiunturali a inizio estate ha mostrato una ulteriore contrazione sia della produzione industriale che della fiducia delle imprese. Sulla base di queste indicazioni, è **assai probabile che l'economia sia già in recessione in senso "tecnico"**, in quanto il PIL dovrebbe essersi contratto per il secondo trimestre consecutivo nel periodo luglio-settembre. Il trimestre in corso rappresenterebbe, in termini di crescita annua, il punto di minimo per l'attuale ciclo. Ipotizzando poi a fine anno (ottimisticamente) un incremento di un decimo del PIL, si ottiene al meglio una crescita zero per la media del 2008. Ma non si può escludere un numero lievemente negativo.

Nel 2009 la crescita dovrebbe tornare in territorio solo marginalmente positivo, stimiamo allo 0,4%. Tale stima è il risultato di un trascinarsi negativo dall'anno precedente, visto che è sottesa a tassi di crescita su base trimestrale non particolarmente pessimistici: 0,2% t/t nella prima metà dell'anno, 0,3% nella seconda. Un parziale sollievo l'anno prossimo dovrebbe arrivare dal rientro delle quotazioni delle materie prime e dell'euro. Un'incognita è comunque rappresentata dall'evolversi della crisi sui mercati finanziari. In sintesi, rispetto a due mesi fa, **rivediamo al ribasso le stime sul PIL** italiano nel 2008 e 2009, rispettivamente a zero da 0,3% e a 0,4% da 0,6%. Se le cause dell'attuale crisi discendono dal quadro internazionale e sono quindi comuni alle altre economie, l'Italia risulta più esposta a rischi recessivi visto il basso tasso di crescita potenziale derivante dalle sue fragilità strutturali.

Previsioni macro	2007	2008P	2009P	2008				2009P			
				1	2	3P	4P	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti, a/a)	1,4	0,0	0,4	0,3	-0,1	-0,5	0,0	-0,3	0,1	0,7	0,9
- t/t				0,5	-0,3	-0,3	0,1	0,1	0,2	0,2	0,4
Consumi privati	1,5	-0,4	0,4	0,0	-0,3	-0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,4
Investimenti fissi	1,3	1,1	0,5	0,4	0,3	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1
Consumi pubblici	0,8	0,0	0,5	0,0	-0,2	-0,2	0,2	0,2	0,1	0,4	0,4
Esportazioni	4,0	-0,8	2,2	-1,0	0,3	0,5	0,7	0,2	0,7	0,8	0,8
Importazioni	4,5	0,6	1,4	1,3	-0,7	0,4	0,3	0,3	0,5	0,7	0,7
Var. scorte (contrib., % PIL)	0,0	-0,5	0,1	-0,3	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1
Partite correnti (% PIL)	-2,4	-2,7	-1,3	-4,0	-3,7	-0,8	-2,0	-3,0	-1,3	0,3	-1,3
Deficit pubblico (% PIL)	-1,9	-2,5	-2,3								
Debito pubblico (% PIL)	104,0	103,1	102,2								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1,8	3,6	2,3	3,3	3,8	4,0	3,4	2,8	2,1	1,9	1,9
Produzione industriale (a/a)	-0,1	-2,2	0,1	0,8	-0,8	-1,7	0,0	0,1	0,1	0,3	0,3
Disoccupazione (ILO, %)	6,1	6,7	7,0	6,5	6,7	6,8	6,9	7,0	7,0	7,0	7,0

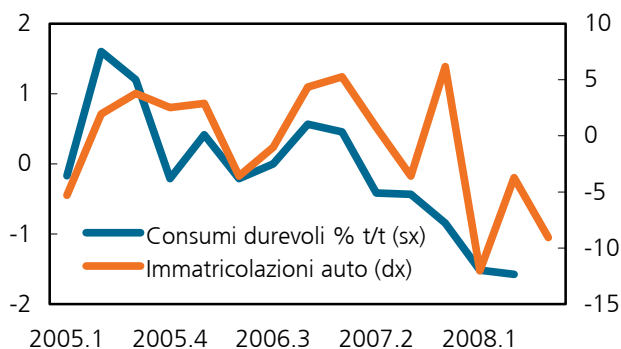
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato.

Fonte: ISTAT, previsioni Intesa Sanpaolo

### Consumi: pesa ancora la perdita di potere d'acquisto, si avvicina lo spettro della disoccupazione

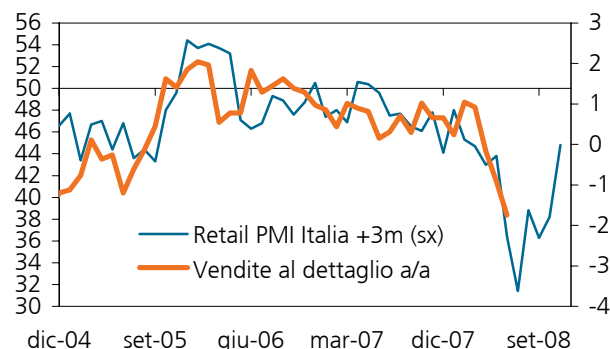
Lo stallo della crescita di quest'anno è stato dovuto principalmente alla stagnazione dei **consumi** delle famiglie, che stimiamo essersi contratti dello 0,4% quest'anno. Tale frenata è il risultato di un deciso ridimensionamento del **reddito disponibile reale**, che stimiamo essersi contratto dello 0,2% quest'anno (dopo il +1% del 2007); l'anno prossimo c'è da attendersi un recupero, che comunque manterrà il potere d'acquisto sotto i livelli del 2007. Anche in presenza di una contrazione del tasso di risparmio (usuale nelle fasi di debolezza del ciclo), ciò si rifletterebbe in una sostanziale stagnazione dei consumi. Dunque, il fattore che sta più pesando sulla crescita non è tanto il minor contributo dall'estero (che anzi stimiamo ancora positivo dello 0,4% quest'anno), né l'aumento dei tassi di interesse (finora assorbito in maniera non traumatica), bensì il calo dei redditi reali derivante dall'aumento dell'**inflazione**. Pertanto, solo un significativo rientro dell'inflazione potrebbe ridar fiato alle famiglie. Ciò potrà avvenire a nostro avviso solo nella seconda parte del 2009.

#### I beni durevoli rappresentano un deciso freno ai consumi totali



Fonte: Istat, EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

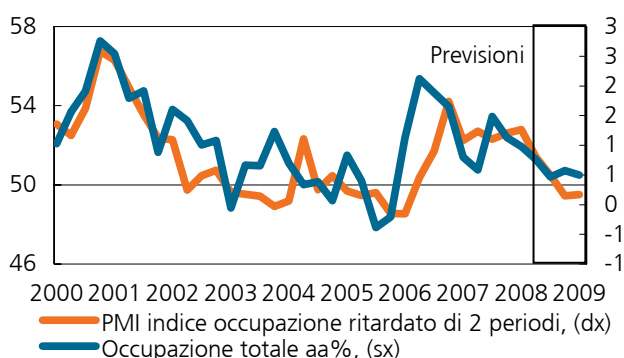
#### Le vendite al dettaglio hanno ancora spazi di discesa



Fonte: Istat, Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

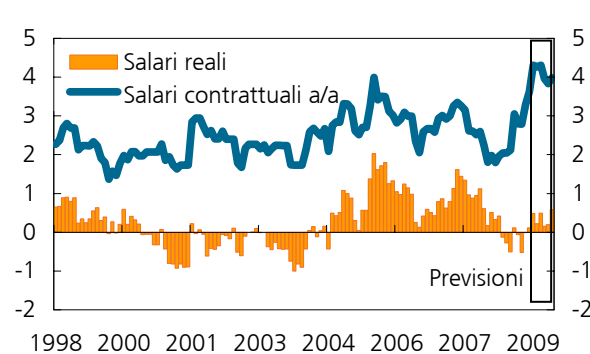
L'**occupazione** sta mostrando segnali di inversione dopo un ciclo espansivo durato oltre 10 anni. A inizio anno l'occupazione ha continuato ad aumentare soprattutto nella componente femminile e nelle forme contrattuali a tempo parziale o determinato, ma l'incremento del tasso di partecipazione ha causato un aumento del tasso di disoccupazione al 6,5%. Riteniamo che l'occupazione sia destinata a riflettere il peggioramento delle prospettive congiunturali, crescendo al più attorno al mezzo punto percentuale sia quest'anno che il prossimo, ovvero ai minimi dal 1997 (questo scenario sconta anche un attenuarsi degli effetti delle passate riforme). **Un possibile aumento del tasso di disoccupazione, stimiamo al 7% l'anno prossimo, aggiunge rischi verso il basso sui consumi.**

#### Verso un'occupazione poco più che stagnante



Fonte: Markit Economics, Istat e previsioni Intesa Sanpaolo

#### I salari reali restano negativi

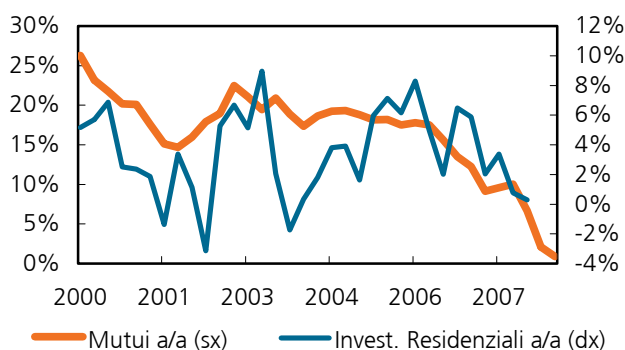


Fonte: Istat e previsioni Intesa Sanpaolo

### Investimenti: impatto sinora limitato dalla crisi sul credito; costruzioni a un punto di svolta

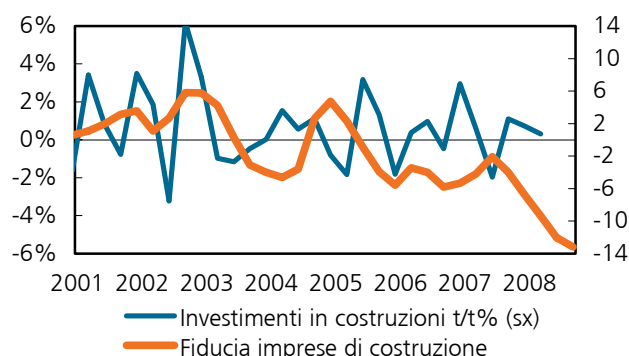
Anche gli **investimenti** hanno mostrato una stagnazione nel 2008 e sono impostati per una ripresa solo modesta l'anno prossimo (0,5%). Infatti, pur in presenza di un lieve recupero degli investimenti in macchinari e trasporti, le costruzioni hanno subito una battuta d'arresto, risultando ferme dopo 10 anni ininterrotti di espansione. Riteniamo che gli investimenti in costruzioni possano ristagnare non solo quest'anno ma anche il prossimo, e che tale previsione sia soggetta a rischi verso il basso. Il ricorso ai mutui, dopo aver registrato tassi di crescita a doppia cifra dalla fine degli anni '90 fino all'autunno scorso, si è in sostanza interrotto (a luglio si è registrata per la prima volta una contrazione rispetto a un anno prima), in conseguenza sia del minor potere d'acquisto delle famiglie che della salita dei tassi di interesse (il tasso applicato sui nuovi mutui ad agosto è stato di 5,96%, ai massimi da sei anni). La minor domanda di mutui, accanto al peggioramento degli indicatori dal lato dell'offerta (la fiducia dei costruttori è ai minimi da 9 anni), segnala **un aumento dei rischi di correzione del mercato immobiliare**.

#### Si è arrestata la crescita dei mutui



Fonte: Istat, Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

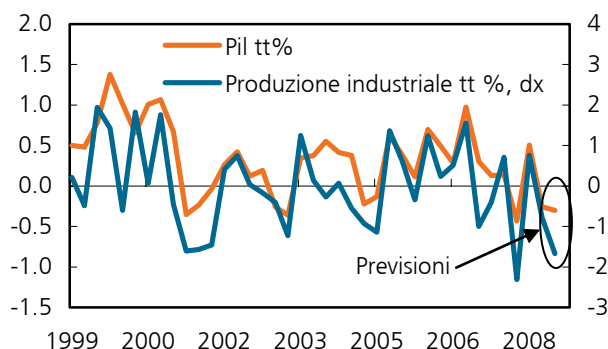
#### A picco la fiducia dei costruttori



Fonte: Istat, ISAE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

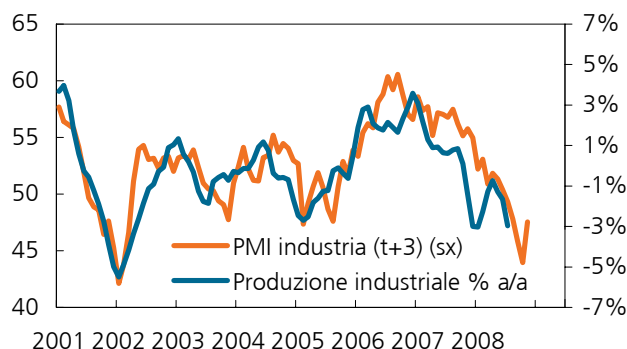
La **crisi sul credito** ha avuto un impatto per ora relativamente modesto. Il credito alle imprese ha mantenuto ritmi di crescita vivaci, pur mostrando un rallentamento che si aggiunge a quello osservato per le famiglie. Esso tuttavia appare legato a problemi di autofinanziamento o precauzionali e non finalizzato a nuovi investimenti o all'incremento della capacità produttiva. Non è tanto l'adeguamento al maggior costo del credito, quanto le incerte prospettive di domanda, a pesare in questa fase sugli investimenti delle imprese. Naturalmente, l'aggravarsi in corso della crisi sui mercati finanziari è comunque da monitorare attentamente in quanto può aumentare ulteriormente il costo e/o la capacità di accesso al capitale da parte delle imprese.

#### Produzione e PIL ancora in calo nel 3° trimestre



Fonte: Istat e previsioni Intesa Sanpaolo

#### La produzione industriale ha ancora margini di discesa



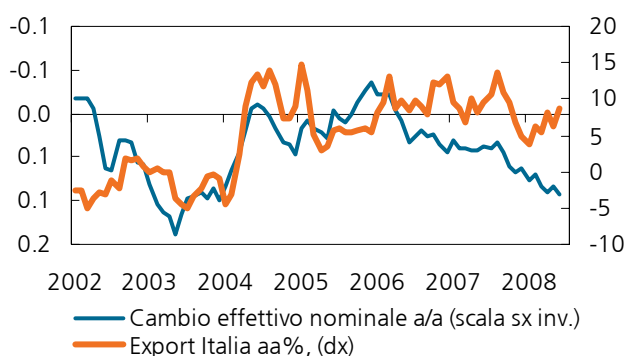
Fonte: Istat, Markit Economics ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Export: il rallentamento sincronizzato del ciclo mondiale aumenta i rischi

Entrambi i flussi commerciali hanno mostrato una ripresa a **luglio** rispettivamente dello 0,5% m/m e dello 0,2% m/m. Nei primi sette mesi dell'anno, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, l'export verso il Mercosur, l'OPEC e la Russia è cresciuto a ritmi superiori al 20% a/a, mentre all'estremo opposto si sono collocate le vendite negli Stati Uniti e in Giappone, contrattesi in entrambi i casi di oltre il 4% a/a. Tuttavia, riteniamo che questo ritrovato vigore dell'export all'inizio del 3° trimestre (dopo il calo registrato nei tre mesi precedenti) possa essere temporaneo. Infatti, stanno solo ora iniziando a manifestarsi gli effetti del calo della domanda ormai evidente non soltanto dagli Stati Uniti e dal Giappone ma soprattutto dalle principali economie di sbocco, di cui la prima e la terza (Germania e Spagna) sono virtualmente in recessione.

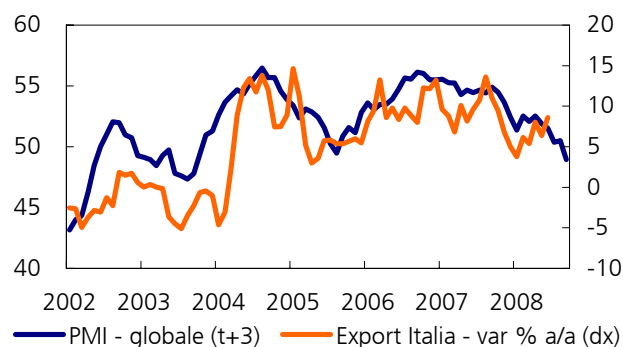
Il rientro dai massimi dell'euro (in calo dell'8,5% sul dollaro nel trimestre in corso) potrà dare sollievo alle esportazioni soltanto nella seconda metà del 2009, quando potrebbe registrarsi anche un recupero della domanda. Fino ad allora le imprese esportatrici soffriranno, perché la tenuta di alcuni mercati (Russia in primis) potrà salvare solo alcuni comparti (ad esempio il lusso) ma non l'intero "made in Italy". In particolare la meccanica, tradizionale punto di forza del nostro export e assai legata all'indotto proveniente dalla Germania, sembra poter risentire della stagnazione in atto nel maggior mercato di sbocco per le merci italiane.

#### Finora l'export ha tenuto nonostante il cambio forte...



Fonte: Istat, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### ... ma aumentano i rischi legati alla minore domanda mondiale



Fonte: EcoWin, Istat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

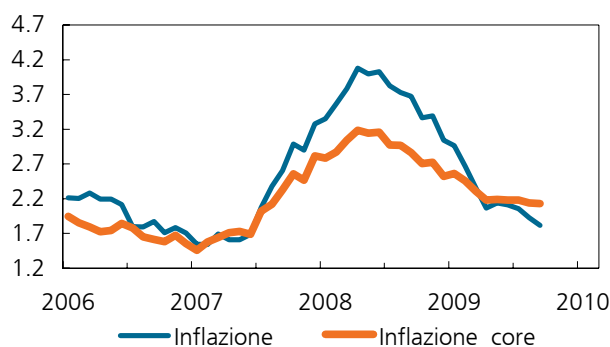
### L'inflazione si riavvicinerà al 2% soltanto attorno alla metà del 2009

L'inflazione è rimasta al 4,1% a/a ad agosto (4,2% a/a secondo l'indice armonizzato). Nel mese i prezzi sono saliti di un decimo di punto (così come il mese precedente), sulla scia dei rincari soprattutto nel settore del tempo libero (+0,7% m/m) e nel settore alberghiero e della ristorazione (+0,3% m/m); anche gli alimentari confermano aumenti superiori alla media (+0,2% m/m), con notevoli incrementi in particolare per la pasta (+1,1% m/m); da notare anche che i trasporti fanno segnare una variazione mensile di +0,2% m/m nonostante il calo dei prezzi dei carburanti (benzina verde -4,2% m/m, gasolio -4,9% m/m), per via degli effetti ritardati del caro petrolio sui prezzi dei trasporti aerei e marittimi. Dall'altro lato, sono scesi i prezzi nelle comunicazioni (-0,7% m/m, -3,7% m/m per le apparecchiature e materiale telefonico), nel settore delle tariffe per la casa (-0,3% m/m) e nell'abbigliamento (-0,1% m/m).

Riteniamo che l'inflazione sia sui picchi e possa d'ora in avanti imboccare un trend al ribasso sulla scia della moderazione in corso dei prezzi energetici (che tuttavia non dovrebbe impedire un nuovo aumento delle tariffe di elettricità e gas a ottobre). In ogni caso, ci vorrà del tempo prima che il rientro dei prezzi delle materie prime si trasmetta ai listini finali, anche perché la

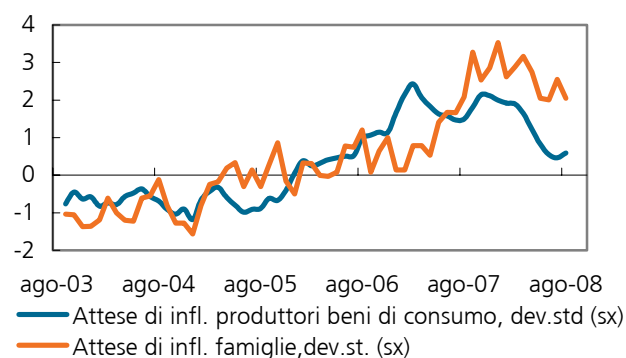
precedente impennata non si era riflessa pienamente sulla catena produttiva. Riteniamo che da qui a fine anno il CPI possa scendere di appena qualche decimo di punto, e che un riavvicinamento al 2% si possa avere soltanto a partire dalla metà dell'anno prossimo (nell'ipotesi di un prezzo medio del petrolio poco sotto i 100 dollari nel 2009). Stimiamo un'inflazione media al 3,6% nel 2008 e al 2,3% nel 2009.

#### Il rientro dell'inflazione sarà graduale



Fonte: Istat e previsioni Intesa Sanpaolo

#### Gli operatori economici si attendono un rientro dell'inflazione

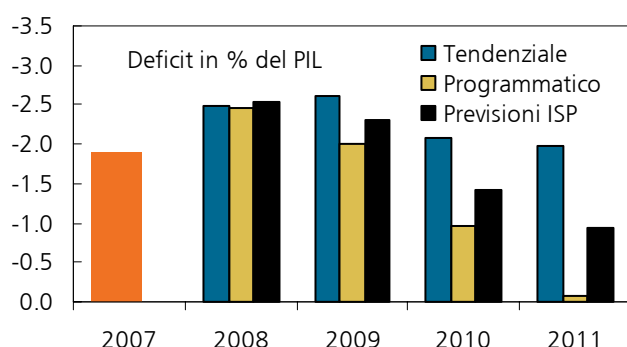


Fonte: EcoWin, Istat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Dalle politiche economiche scarso supporto alla crescita

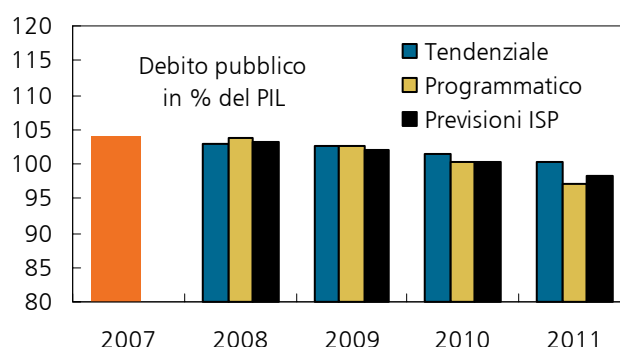
A fronte di un mercato peggioramento del ciclo, ci aspettiamo scarso supporto dalle **politiche economiche**: la politica monetaria darà sostegno solo marginale alla crescita nel 2009 (ci aspettiamo al più mezzo punto di taglio del tasso di riferimento, probabilmente a 2009 inoltrato), la politica fiscale agirà semmai in senso restrittivo visto che stimiamo il deficit contrarsi al 2,3% nel 2009 dal 2,5% di quest'anno. Infatti la prospettiva di un deterioramento nei conti pubblici ha indotto il Governo ad adottare provvedimenti fiscali che lasciano sostanzialmente invariate le imposte per l'anno in corso e ne comportano un aumento netto di quasi 3 miliardi nel 2009. Nel complesso, stando alle Relazioni tecniche allegate ai provvedimenti, il decreto ICI (D.L. 93/2008) e il decreto fiscale (D.L. 112/2008) comportano per il 2009 una manovra netta correttiva di oltre 10 miliardi. **Pur ritenendo che l'impatto effettivo sarà ben inferiore, non vi è legittimamente da attendersi un contributo anti-ciclico dalla politica fiscale.**

#### Deficit in aumento nel 2008 e in marginale calo nel 2009



Fonte: DPEF 2009-13, previsioni Intesa Sanpaolo

#### Il debito pubblico scenderà sotto il PIL solo nel 2011



Fonte: DPEF 2009-13, previsioni Intesa Sanpaolo

## Regno Unito: dopo la frenata si attende la contrazione

Asmara Jamaleh

Nel corso del 3° trimestre i dati relativi all'economia britannica hanno mostrato un **deterioramento del quadro di crescita su tutti i fronti**: tutti gli indicatori hanno infatti registrato un peggioramento rispetto ai mesi precedenti, lasciando il **3° trimestre** in rotta per una **contrazione** (-0,1% t/t). La criticità della situazione è emersa inequivocabilmente solo in agosto, quando è stata pubblicata la seconda stima del PIL del 2° trimestre, rivisto al ribasso dallo 0,2% preliminare ad una crescita 0,0% t/t. Il contributo negativo alla crescita proviene sia dai consumi privati sia dagli investimenti. Gli effetti della crisi finanziaria, la restrizione evidente del credito, e il crollo del mercato immobiliare hanno colpito pesantemente sia le famiglie sia le imprese. Sulle prime poi pesa negativamente anche il deterioramento delle condizioni del mercato del lavoro, con dinamiche retributive che non salvaguardano il mantenimento del reddito reale, e la disoccupazione in aumento ininterrotto e accelerato da sei mesi consecutivi. Nonostante le misure adottate dalla banca centrale per affrontare i problemi di liquidità e quelle varate dal governo a favore del settore immobiliare, nel breve le prospettive di miglioramento appaiono scarse. A compensare la debolezza della domanda interna dovrebbe essere invece sempre più il canale estero, grazie al deprezzamento recente e atteso del cambio. La sterlina, che già si è deprezzata significativamente sia contro dollaro sia contro euro, dovrebbe indebolirsi ulteriormente nei mesi a venire, anche per effetto del consolidarsi di **aspettative di taglio dei tassi ufficiali**. La battuta d'arresto che ha subito la crescita, che resterà comunque molto debole per tutto il biennio 2008-2009 (1,2% atteso nel 2008 e 1,0% atteso nel 2009: abbondantemente sotto il potenziale che è circa il doppio), giustificerebbe un allentamento monetario già nel breve. Tra l'altro lo *spread* dei tassi di mercato rispetto al *bank rate* è ancora elevatissimo e negli ultimi giorni si è allargato ulteriormente, riflettendo in parte anche preoccupazioni in merito alle condizioni di liquidità per fine anno. Al momento, però, a trattenere la banca centrale dal tagliare i tassi è il livello dell'inflazione, che non solo è andata salendo, ma da maggio è stabilmente al di sopra del limite superiore della banda obiettivo (2,0% ±1,0%) e difficilmente potrà scendere durevolmente al di sotto, se non nel 2009. È fondamentalmente per questa ragione che un taglio dei tassi quest'anno appare poco probabile, nonostante recentemente siano andate formandosi aspettative in tal senso. Appare più verosimile che la BoE inizi ad allentare i tassi non prima del 2° trimestre 2009, ma i rischi di tale previsione, soprattutto per le incertezze legate alla crisi finanziaria e del credito, sono che il primo taglio possa eventualmente venire anticipato nel tempo.

Previsioni macro	2007			2008P			2009P			2009P		
	2007	2008P	2009P	2008			2009P					
				4	1	2	3P	4P	1	2	3	
PIL (prezzi cost., a/a)	3,1	1,2	1,0	2,8	2,3	1,4	0,8	0,4	0,4	0,7	1,3	
t/t				0,6	0,3	0,0	-0,1	0,2	0,2	0,3	0,5	
Consumi privati	3,1	1,8	0,4	0,4	1,1	-0,1	-0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	
Investimenti fissi	6,0	-4,1	-1,3	2,2	-1,5	-5,3	-2,0	-0,3	0,0	0,5	1,0	
Consumi pubblici	1,9	2,2	2,3	0,2	0,9	0,4	0,7	0,6	0,5	0,6	0,5	
Esportazioni	-5,1	0,9	3,7	-1,3	0,6	-0,5	1,0	0,9	0,9	1,0	1,1	
Importazioni	-2,4	-0,3	1,8	-0,7	-1,2	-1,4	0,8	0,6	0,4	0,5	0,6	
Var. scorte (contrib., % PIL)	0,4	-0,1	0,1	0,0	-1,0	0,6	0,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	
Partite correnti (% PIL)	-4,3	-3,1	-3,2	-3,5	-2,4	-3,4	-3,3	-3,3	-3,4	-3,3	-3,2	
Deficit (% PIL)	-2,8	-3,0	-3,8									
CPI (a/a)	2,3	3,8	3,0	2,1	2,4	3,4	4,6	4,8	4,3	3,3	2,5	
Produzione Industriale	0,3	-1,1	-0,1	0,2	-0,4	-0,7	-0,8	-0,1	0,1	0,2	0,3	
Disoccupazione (%)	2,7	2,7	3,2	2,5	2,5	2,6	2,8	2,9	3,0	3,1	3,2	
Eurosterlina a 3 mesi	5,95	5,78	5,28	6,31	5,69	5,86	5,80	5,75	5,70	5,40	5,20	
Sterlina/dollaro	2,00	1,90	1,67	2,04	1,98	1,97	1,90	1,75	1,70	1,67	1,65	
Cambio effett. (1990=100)	103,5	92,0	86,6	101,2	95,5	92,7	92,1	87,9	86,7	86,1	85,9	

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

Fonte: EcoWin, Intesa Sanpaolo

## Asia

### Giappone: crescita moderata, grazie a spesa pubblica e consumi

- L'economia giapponese risente del rallentamento internazionale e della crisi del credito per ora solo in modo indiretto. Giovanna Mossetti
- Nei prossimi trimestri il **canale estero** smetterà di contribuire alla crescita. La **domanda domestica** sarà sostenuta dai consumi e dalla spesa pubblica, mentre gli investimenti delle imprese resteranno deboli.
- Il calo atteso dell'**inflazione** contribuirà a ridurre i rischi per la domanda interna.
- La **politica monetaria** rimarrà in fase di attesa, con interventi di sostegno alla liquidità, ma senza aprire spiragli per eventuali tagli dei tassi. La prossima mossa della banca centrale rimane probabilmente un rialzo nella seconda metà del 2009. La **politica fiscale** dovrebbe tornare a contribuire alla crescita dopo più di dieci anni di assenza. Il nuovo governo modificherà gli obiettivi di pareggio di bilancio entro il 2011 e userà la leva degli investimenti pubblici per sostenere la crescita.

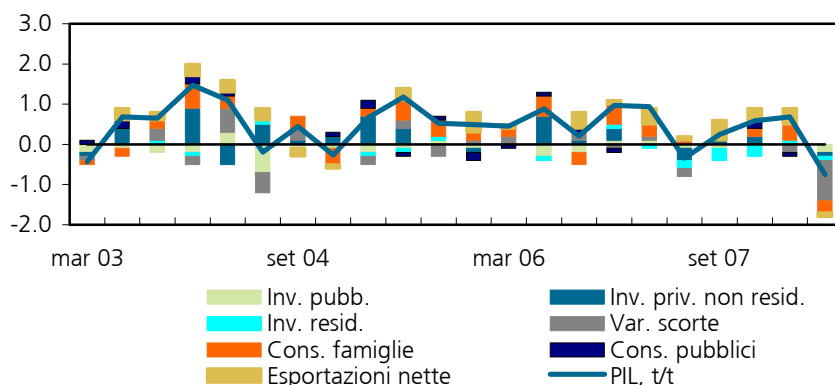
Previsioni macro	2007	2008P	2009P	2009P								
				2007			2008			2009P		
				4	1	2	3P	4P	1	2	3	
PIL (prezzi costanti, a/a)	2,0	1,1	1,1	1,4	1,3	1,2	1,1	0,6	-0,1	1,0	1,3	
- trim/trim annualizzato				2,9	4,0	-2,9	0,6	0,7	1,4	1,2	2,1	
Consumi privati	1,5	1,0	1,7	1,5	3,3	-2,0	0,8	1,1	1,9	1,7	3,3	
IFL - priv. non residenziali	1,9	0,5	3,6	4,8	0,7	-3,8	1,6	3,5	4,8	4,7	4,9	
IFL - priv. residenziali	-9,3	-6,8	4,0	-31,9	19,5	5,6	1,7	2,7	5,4	5,2	3,4	
Investim. pubblici	-2,5	-1,6	-0,2	2,3	5,5	-9,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	
Consumi pubblici	0,7	1,2	1,5	3,4	-1,7	3,7	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	
Esportazioni	8,6	8,8	4,8	10,8	17,1	2,3	2,7	2,8	8,2	2,0	7,4	
Importazioni	1,8	2,7	7,7	3,9	5,6	-1,6	2,0	8,6	9,3	8,3	10,9	
Var. scorte (contrib., % PIL)	0,1	-0,4	-0,1	0,1	-0,1	-0,4	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	
Partite correnti (% PIL)	4,8	3,5	3,3	4,8	4,4	4,1	2,9	2,6	2,8	3,3	3,5	
Deficit (% PIL)	-6,2	-5,8	-5,3									
Debito/PIL (% PIL)	162,6	167,3	169,8									
CPI (a/a)	0,1	0,9	0,3	0,5	1,0	0,9	1,1	0,8	0,9	0,5	0,0	
Produzione Industriale	2,8	2,0	1,0	7,5	-1,9	0,8	0,9	0,5	1,3	0,8	1,2	
Disoccupazione (%)	3,9	3,9	3,9	3,8	3,8	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	
Tasso a 3 mesi - CD (%)	0,71	0,96	1,41	0,77	0,80	0,90	1,00	1,13	1,40	1,40	1,45	
Dollaro/Yen (Yen)	117,8	104,3	98,7	113,1	105,2	104,0	106,2	101,9	100,9	99,0	98,0	
Cambio effettivo (1990=100)	118,5	127,8	138,8	120,4	128,1	127,7	124,4	131,1	134,0	137,9	140,4	

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

Fonte: EcoWin, Intesa Sanpaolo

I dati del **PIL giapponese nel 2° trimestre** sono stati estremamente deludenti: la crescita negativa di -0,7% t/t è stata il risultato di un **calo di tutte le componenti della domanda**. Il contributo maggiore è venuto dal calo delle scorte, ma per la prima volta dal 3° trimestre 2006 è stato negativo anche il contributo dei consumi privati (-0,3pp) e per la prima volta dal 2004 il canale estero ha registrato un segno meno (-0,1pp). Le informazioni relative allo scenario per il 3° trimestre sono modestamente positive, con l'aspettativa di una ripresa della crescita complessiva, dovuta a una dinamica dei consumi di nuovo positiva, a investimenti pubblici in accelerazione e investimenti privati non residenziali circa invariati. Il forte calo dell'avanzo commerciale visto nel 2° trimestre dovrebbe ridimensionarsi, ma difficilmente il canale estero contribuirà in misura significativa alla crescita dei prossimi trimestri.

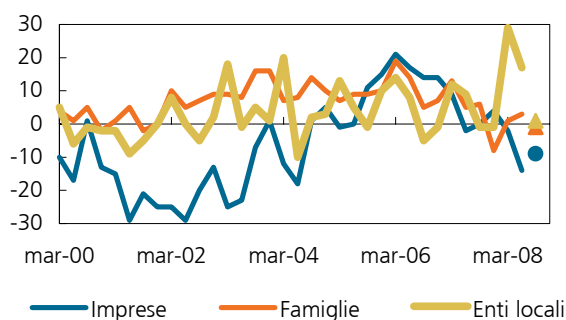
PIL: contributi alla crescita (t/t)



Fonte: EcoWin

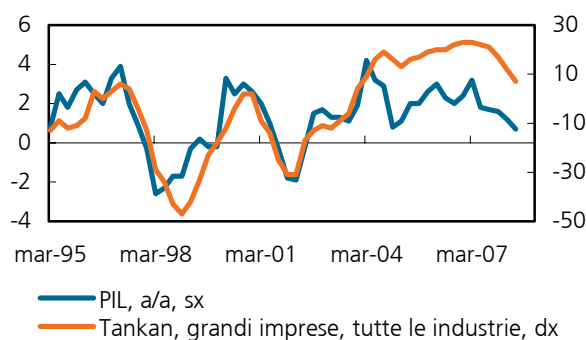
Nel medio termine l'economia giapponese rimane soggetta all'incertezza legata alla crisi del credito e alla congiuntura americana. Tuttavia, rispetto agli altri paesi industrializzati, il Giappone per ora è rimasto largamente ai margini della turbolenza dei mercati del credito. L'andamento degli aggregati creditizi è rimasto positivo, anche se è in vista un rallentamento dei prestiti bancari alle imprese. I risultati della Senior Loan Officer Survey delle banche giapponesi pubblicata a luglio, relativa al 2° trimestre, confermano che l'economia giapponese risentirà del rallentamento globale, ma il ciclo del credito non rischia di trasformare una restrizione ciclica in un *credit crunch*. L'indagine presso le banche, infatti, segnala un indebolimento della domanda di prestiti da parte delle imprese (soprattutto di piccole dimensioni), con l'aspettativa di ulteriore debolezza anche nei tre mesi successivi: il fattore determinante per la debolezza attesa della dinamica dei prestiti riguarda il rallentamento del fatturato. I prestiti alle famiglie invece sono stati sostenuti e non sono previsti in significativo peggioramento nei tre mesi successivi all'indagine. Per quanto riguarda le condizioni del credito, si segnala un trend di minore accomodamento per i prestiti alle imprese, più che di restrizione *tout court*. L'indice di diffusione è a -1 per le grandi e medie imprese e a 5 per quelle piccole, con l'aspettativa di un modesto aumento della restrizione nei tre mesi successivi. Per le famiglie, la percentuale delle banche che intendono restringere le condizioni del credito nei prossimi tre mesi è solo marginalmente maggiore rispetto a quella che le allenta. Queste informazioni sono coerenti con l'aspettativa di rallentamento (o quasi stagnazione) della crescita nei prossimi trimestri, non con una recessione pesante.

Indagine del credito: domanda di prestiti



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

Tankan e PIL: verso il basso

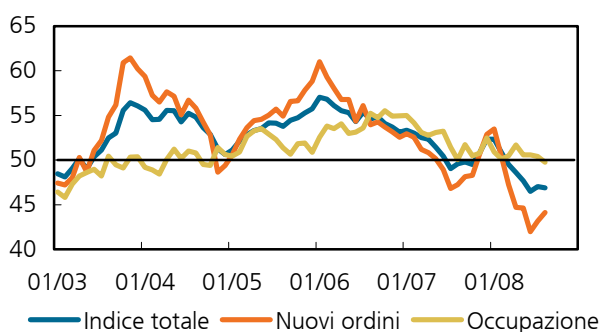


Fonte: EcoWin



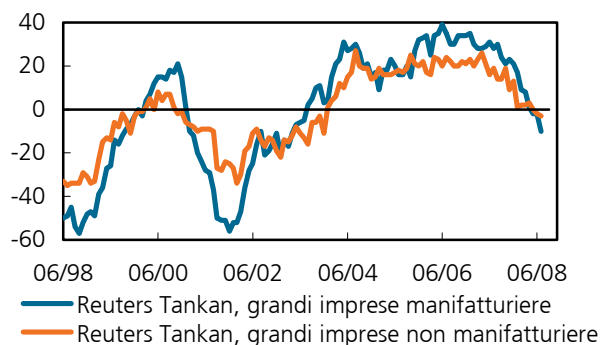
La **domanda domestica** è stata debole per gran parte dell'ultimo anno, anche prima di vedere i dati negativi del 2° trimestre. Per la fine del 2008 e il 2009, la previsione vede una dinamica debole per gli **investimenti fissi non residenziali privati**, e una crescita modestamente positiva dei consumi delle famiglie. Per quanto riguarda gli investimenti fissi delle imprese, le indagini di settore indicano una stagnazione nel breve termine. Per quanto riguarda gli investimenti residenziali, i nuovi cantieri si sono stabilizzati e gli ordini per costruzioni sono rimbalzati nel mese di luglio: la spesa per investimenti residenziali dovrebbe tornare a crescere nella seconda parte dell'anno.

#### Imprese colpite dall'aumento dei prezzi



Fonte: EcoWin

#### ...soprattutto nel settore manifatturiero

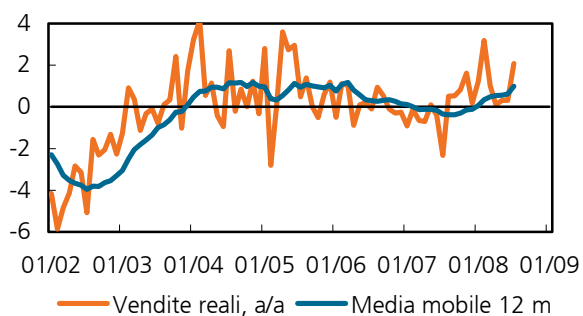


Fonte: EcoWin

Le vicende sul fronte politico segnalano che è probabile un'inversione di rotta per il trend negativo o al massimo piatto degli **investimenti pubblici**. La nomina di Taro Aso a nuovo segretario dell'LDP, e quindi a Primo Ministro, potrebbe imprimere una svolta interventista alla politica fiscale. Aso ha mantenuto posizioni esplicitamente favorevoli a un allentamento della politica fiscale per sostenere la crescita. Oltre a essere un sostenitore di aumenti della spesa pubblica per infrastrutture, Aso ha anche indicato di essere favorevole a tagli delle imposte e a una dilazione della scadenza fissata dal governo per il raggiungimento del pareggio di bilancio (2011). Anche prima della svolta governativa si era registrato un forte incremento degli ordini per costruzioni pubbliche nei primi quattro mesi del 2008. E' probabile che gli investimenti pubblici tornino a contribuire positivamente alla crescita della domanda nei prossimi trimestri.

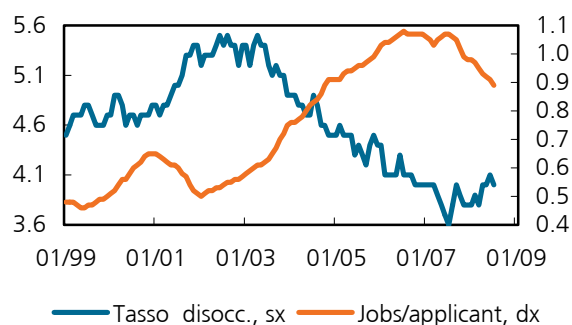
Sul fronte dei **consumi**, il freno maggiore alla spesa delle famiglie è stato rappresentato dall'aumento dell'inflazione e dall'erosione del potere d'acquisto. Il mercato del lavoro rimane relativamente sostenuto, e la crescita del reddito da lavoro ha contribuito a una dinamica positiva dei consumi. Il calo del prezzo del petrolio e un mercato del lavoro sostenuto anche da fattori demografici sono coerenti con consumi in aumento modesto ma positivo.

#### I consumi non sono crollati



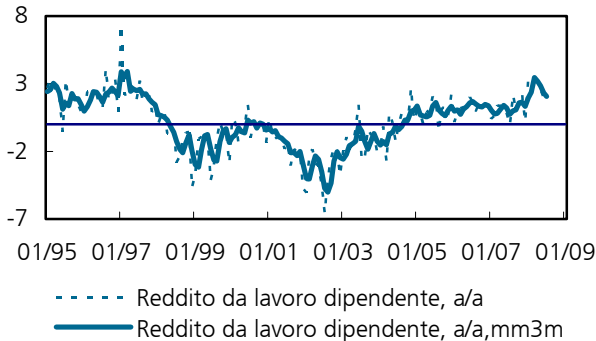
Fonte: EcoWin

#### Il mercato del lavoro tiene



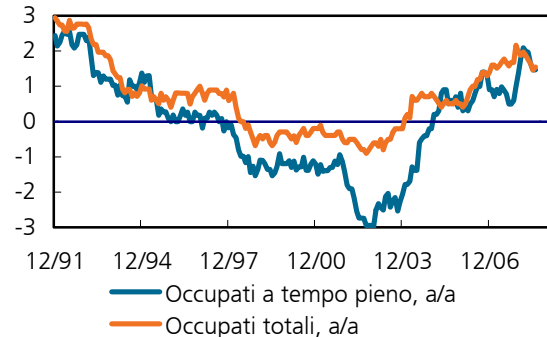
Fonte: EcoWin

Supporto alla spesa dal reddito da lavoro...



Fonte: EcoWin

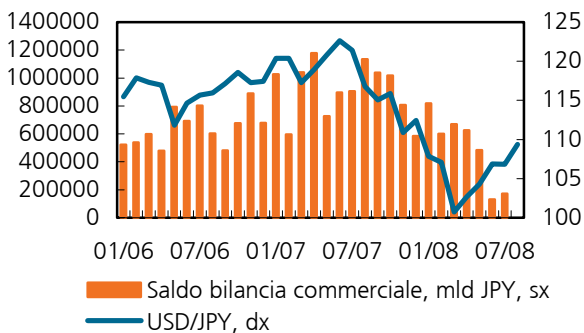
...e dalla crescita dell'occupazione



Fonte: EcoWin

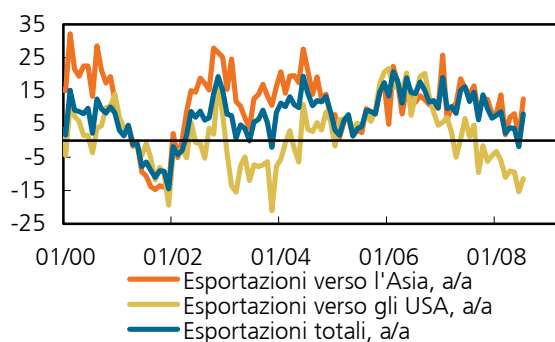
La **domanda estera** è stata il motore della crescita giapponese a partire da metà 2007. Con il 2° trimestre 2008 si è segnata una volta evidenziata dal crollo dell'avanzo commerciale, spiegato dal rallentamento congiunto dell'export verso gli USA e verso l'Asia. I dati del 3° trimestre sono stati misti. A luglio si è registrata una ripresa dell'export verso l'Asia, con la Cina che è diventata il maggiore partner commerciale del Giappone, e un aumento dell'export dell'8,1% a/a (export verso la Cina in aumento del 16,8% a/a). L'avanzo commerciale reale a luglio era del 9,5% più elevato rispetto alla media del 2° trimestre. Tuttavia i dati preliminari di agosto sono tornati negativi. Il trend dell'economia mondiale non lascia spazio per un contributo positivo del canale estero alla crescita del prossimo anno.

L'avanzo commerciale si chiude...



Fonte: EcoWin

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

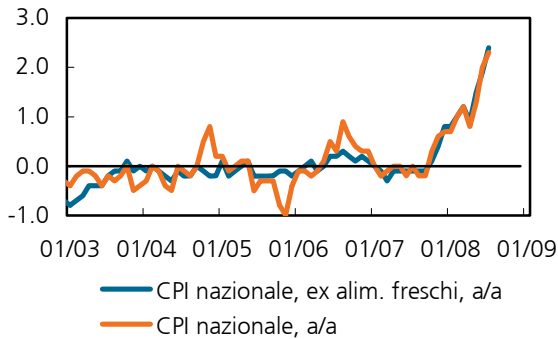


Fonte: EcoWin

L'impennata dell'**inflazione** nel 2° trimestre è la causa principale del rallentamento della domanda. L'inversione del prezzo del petrolio migliora lo scenario dei prezzi nei prossimi trimestri. In termini tendenziali l'inflazione si manterrà sopra il 2% fino a fine 2008, per poi convergere verso un **intervallo compreso fra 1 e 1,5% nella seconda metà del 2009**.

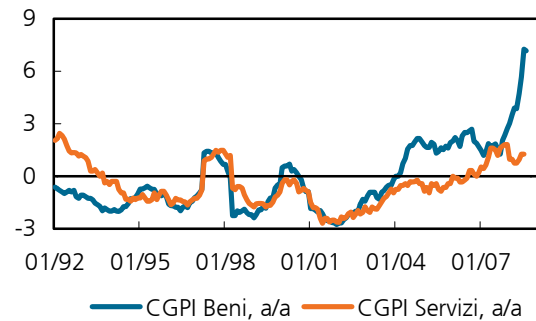
In questo scenario la **politica monetaria** continuerà a rimanere in fase di attesa per quanto riguarda i tassi di intervento. Sul fronte della liquidità, la Banca del Giappone è intervenuta partecipando all'operazione congiunta delle banche centrali internazionali. Oltre all'operazione di *swap* in valuta congiunta con la Fed, la BoJ ha iniettato fondi giornalmente per controllare i tassi di mercato monetario. I verbali della riunione di agosto, pubblicati il 22 settembre, indicano una crescente preoccupazione per la "spirale negativa dell'interazione fra mercati finanziari, prezzi degli asset e attività economica" e per la situazione dei bilanci delle banche mondiali.

CPI alle stelle



Fonte: EcoWin

Prezzi alla produzione: forte aumento dei beni



Fonte: EcoWin

La banca centrale ha anche sottolineato il rallentamento delle esportazioni evidente dagli ultimi dati e i probabili effetti negativi del rallentamento più marcato dell'area euro e dell'Asia. Alla banca centrale vi è un consenso diffuso sui rischi verso il basso derivanti dalla congiuntura internazionale. Vi è invece per ora una sospensione del giudizio sulla severità del rallentamento domestico. Lo scenario per i tassi rimane di stabilità e l'indicazione al momento è che la prossima mossa, incerta sui tempi, sarà più probabilmente un rialzo. Diversi membri del Comitato continuano a segnalare preoccupazione per l'inflazione e per il basso livello dei tassi di interesse. Lo scenario di politica fiscale più espansiva che dovrebbe far parte dei programmi del nuovo Primo Ministro aggiunge ulteriore sostegno alla previsione che non vi siano spazi per possibili tagli dei tassi in Giappone.

## Cina: rallentamento graduale

- Il rallentamento dell'inflazione, il forte calo della borsa e qualche segnale di rallentamento dal lato degli investimenti hanno indotto recentemente la banca centrale a spostare l'attenzione sulla crescita e a tagliare i tassi.
- I consumi e i profitti delle imprese continuano a tenere molto bene. I segnali di rallentamento non sono dunque univoci e potrebbero anche essere legati alle misure anti-inquinamento messe in atto prima e durante le Olimpiadi.
- Lo scenario centrale rimane quello di un rallentamento graduale, guidato essenzialmente da un ridimensionamento degli investimenti e del contributo del canale estero.

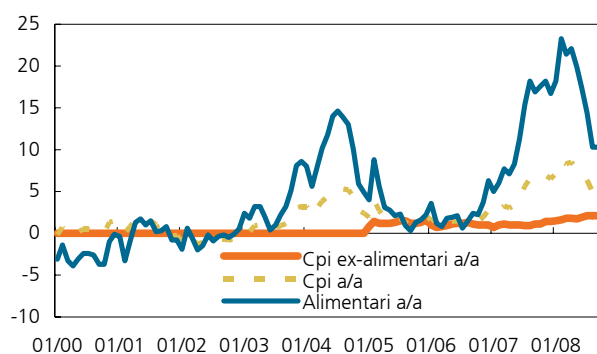
Silvia Guizzo

Previsioni macro – variazioni % a/a	2005	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P
PIL (prezzi costanti)	10,40	11,60	11,90	10,00	8,90	8,20	4,60
Consumi privati	9,60	10,60	11,10	12,40	10,20	8,90	8,10
Consumi pubblici	12,70	11,90	9,70	8,70	8,10	7,70	7,80
Investimenti fissi	20,00	19,90	20,50	19,90	12,70	12,70	9,00
Esportazioni	20,30	21,20	18,00	12,90	9,30	12,60	8,80
Importazioni	7,00	11,80	12,40	12,60	9,60	14,00	11,80
Produzione industriale	11,70	13,00	13,40	11,20	8,90	8,80	6,70
Inflazione (CPI)	1,80	1,70	4,80	7,40	4,50	3,00	3,00
Tasso di disoccupazione	4,20	4,20	4,00	4,00	4,00	4,10	4,50
Salari medi	12,40	13,10	14,00	14,30	13,20	11,60	10,80
Tasso sui prestiti a 1 anno	5,60	5,90	6,70	7,50	6,90	6,80	6,80
Cambio USD/CNY (media)	8,19	7,97	7,61	6,92	6,48	6,21	6,02

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

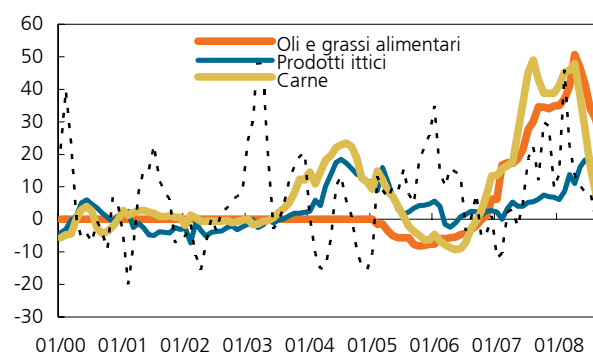
L'inflazione totale ha mostrato un sensibile rallentamento arrivando a 4,9% a luglio dai picchi intorno all'8% della primavera, grazie essenzialmente alla frenata della componente alimentari. L'inflazione di alcuni prodotti è scesa sotto le due cifre (carne) o ha mostrato una variazione negativa (verdura); tuttavia altri prodotti, come gli oli alimentari, prodotti ittici o cereali, continuano ancora a mostrare variazioni a due cifre e in aumento. Il rallentamento dei prezzi all'ingrosso dei prodotti agricoli rispetto al picco di marzo induce a pensare che il rallentamento dei prezzi al consumo degli alimentari possa continuare nei prossimi mesi.

### L'inflazione totale rallenta ...



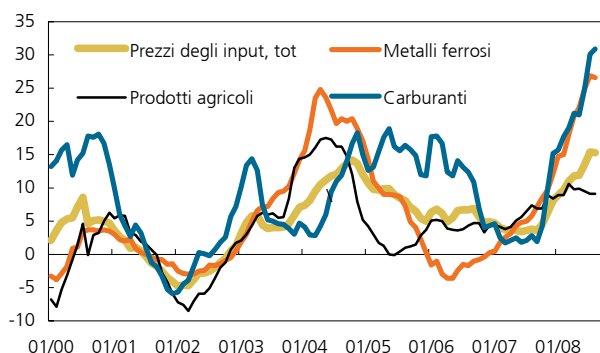
Fonte: Bloomberg

### ... grazie al calo dei prezzi degli alimentari



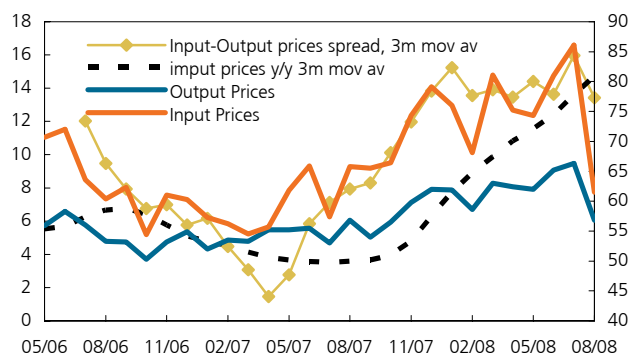
Fonte: Bloomberg

I prezzi alla produzione hanno continuato a salire ...



Fonte: Bloomberg

...ma il calo delle componenti del PMI punta al rallentamento

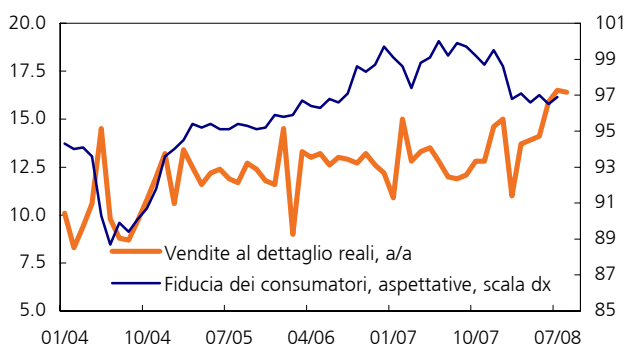


Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I prezzi alla produzione, invece, sia degli input che degli output, hanno continuato a salire negli ultimi mesi. L'inflazione core è, infatti, rimasta invariata a 2,1% ad agosto, sul livello del mese precedente. Il brusco calo della componente "prezzi degli input" del CLSA PMI, scesa da 86,1 a 61,5 e un calo altrettanto brusco della componente "prezzi degli output" depone però a favore di una stabilizzazione se non di un rallentamento dei prezzi alla produzione nei prossimi mesi. Ciò toglierà pressione ai prezzi al consumo solo nel medio termine anche perchè i prezzi dell'energia non dovrebbero mostrare grossi cali nell'immediato. È possibile infatti che il governo decida di diminuire i sussidi alle raffinerie e ridimensionare gradualmente i prezzi amministrati, che se hanno finora contribuito a tutelare i consumatori dall'aumento del prezzo del greggio, hanno causato molti episodi di razionamento dei carburanti durante l'estate.

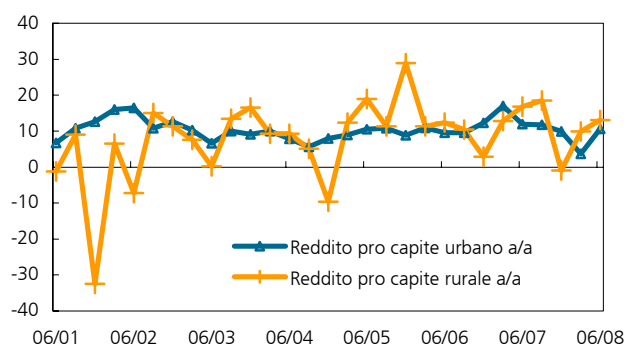
Il calo dell'inflazione ha comunque beneficiato di un effetto base positivo e sarebbe necessaria una notevole variazione mensile negativa per far scendere ulteriormente la variazione a/a. **Nei prossimi due mesi è probabile una stabilizzazione o lieve rimbalzo, dopo di che l'inflazione riprenderà gradualmente a scendere.**

I consumi reali continuano a tenere



Fonte: Bloomberg

Nonostante il rallentamento dei redditi reali

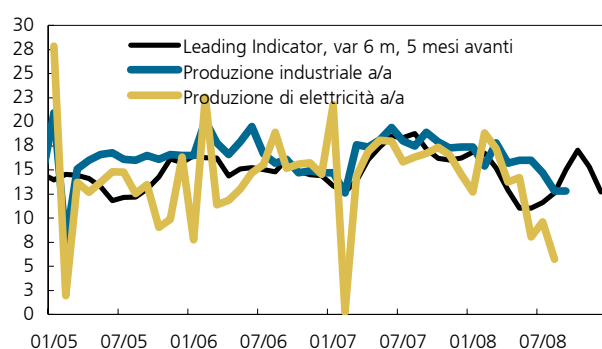


Fonte: Bloomberg

La crescita dei **redditi reali** è rallentata nel 1° trimestre del 2008 rispetto ai picchi del 2007, per poi rimbalzare nel 2° trimestre. I consumatori, nonostante ciò, hanno continuato a spendere. Le **vendite al dettaglio** (che contengono le spese dello stato e delle imprese, le vendite all'ingrosso ma escludono i servizi) sono salite in agosto del 16,4% in termini reali e del 23,2% in termini nominali, mentre la componente aspettative della fiducia dei consumatori è stabile tra 96,5 e 97,1 da febbraio.

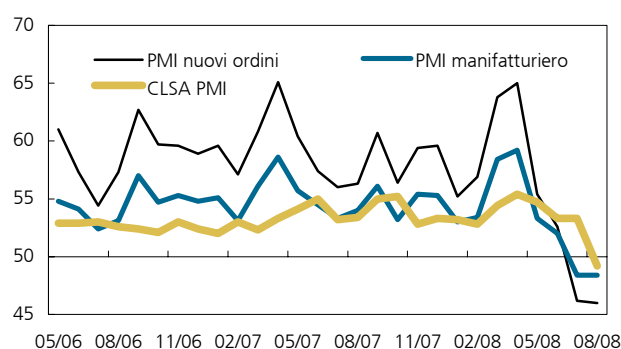
La **produzione industriale** ha mostrato i primi segnali di rallentamento nei mesi estivi. Rispetto a una media del 16,4% nei primi sei mesi del 2008 è infatti salita del 14,7% in luglio e del 12,8% in agosto, tasso di crescita mensile più basso dal 2004. Il dato potrebbe, però, essere stato ampiamente influenzato dalle misure per limitare l'inquinamento messe in atto in occasione delle Olimpiadi. A partire dal 20 luglio, infatti, il governo, oltre a limitare la circolazione di autoveicoli, ha ordinato la chiusura e il rallentamento dell'attività per centinaia di aziende e cantieri in costruzione a Pechino, Tianjin e nelle province limitrofe di Hebei, della Mongolia Interna, dello Shandong e dello Shanxi. L'area di queste città e province messe insieme corrisponde a circa il 70% della superficie dell'area euro e, anche non contando la Mongolia interna, è quasi grande come Germania e Regno Unito messi insieme. L'area interessata dalle misure anti-inquinamento contribuisce a circa il 28% del valore corrente della produzione industriale e di elettricità dell'intera Cina. E' ragionevole aspettarsi, dunque, che le limitazioni di attività possano aver influenzato negativamente i dati di luglio e agosto.

La produzione industriale rallenta



Fonte: Bloomberg

Così come gli indici di attività



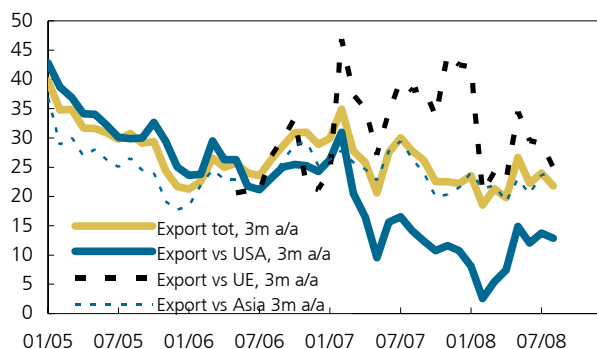
Fonte: Bloomberg

Tuttavia il calo della produzione industriale è coerente con calo degli indici di attività PMI, sia della China Federation of Logistics, sia del CLSA, che prosegue da aprile. **Il calo del Leading Indicator punta ad una prosecuzione del rallentamento anche nell'ultimo trimestre dell'anno.**

Le **esportazioni** hanno continuato a tenere, crescendo del 21,8% a/a negli ultimi tre mesi, grazie ad un rimbalzo delle esportazioni verso gli USA, l'Africa e verso il resto dell'Asia. Questo rimbalzo è spiegato in parte dall'aumento del prezzo del petrolio nei mesi scorsi e in parte dalla buona performance di alcuni comparti, quali i prodotti ad alto e nuovo contenuto tecnologico. Rallentano, invece, sia in quantità che in valore, altri comparti importanti, quali gli apparati per le telecomunicazioni e altri prodotti elettrici nonché il comparto tessile. Questo suggerisce che il processo di spostamento verso prodotti a più alto contenuto tecnologico continua ad essere in atto ma, insieme al rallentamento della componente "ordini esteri" del CLSA PMI, prelude a un ulteriore rallentamento delle esportazioni nei prossimi mesi.

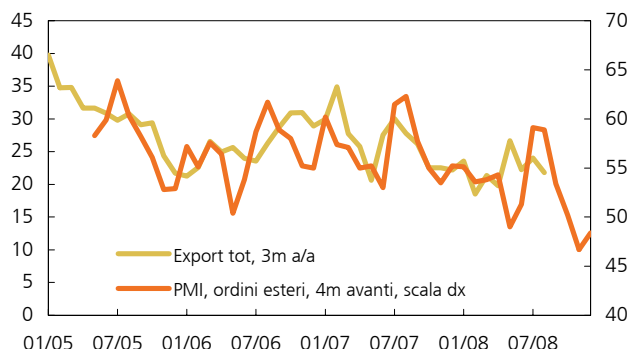
Il calo dell'inflazione, il rallentamento della produzione industriale e dei PMI, nonché il forte calo della borsa, hanno indotto la banca centrale ad allentare la **politica monetaria**, concretizzando il focus sulla crescita che aveva, tra le righe, annunciato qualche mese fa. La PBOC ha infatti ridotto il tasso sui prestiti di 27pb, riportandolo a 7,20% e riducendo, per le banche medio-piccole, il coefficiente di riserva obbligatoria di 100pb, in modo da permettere loro di compensare parte del restringimento dello spread tra tassi sui depositi e tassi sui prestiti. Questa misura non viene applicata, invece, alle 5 maggiori banche e alla Postal Savings Banks.

Le esportazioni continuano a tenere...



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

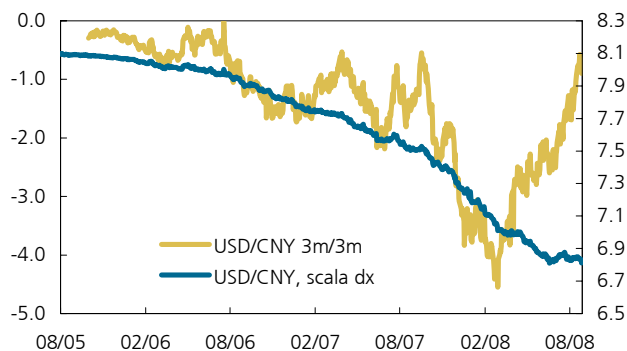
...ma i PMI puntano ad un ridimensionamento



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

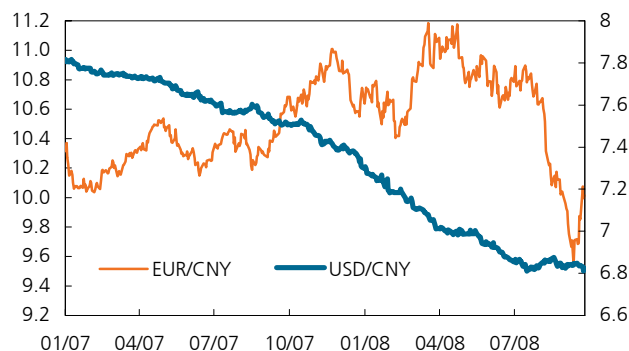
La velocità di apprezzamento del **cambio**, già diminuita in primavera, ha subito una battuta d'arresto in estate. Il cambio vs. dollaro, infatti, è praticamente rimasto invariato da metà luglio. Questo può essere dovuto solo in parte alla volontà della PBOC, preoccupata del rallentamento dell'economia mondiale e di un impatto più forte delle attese sulle esportazioni cinesi, che finora hanno retto molto bene l'apprezzamento del cambio e nei mesi primaverili sono addirittura accelerate. La battuta d'arresto nell'apprezzamento del renminbi sembra più ragionevolmente dovuta al recupero generalizzato del dollaro dai minimi di luglio. Il cambio, infatti, si è apprezzato contro euro dell'8,1% da metà luglio, e solo a partire dal 10 settembre è tornato a deprezzarsi. La PBOC, quindi, potrebbe solo voler rallentare la velocità di apprezzamento vs. il dollaro, eventualmente bilanciandola con movimenti opposti vs. le altre divise del paniere, ma non invertire il trend.

La velocità di apprezzamento del cambio vs. dollaro si è ridotta



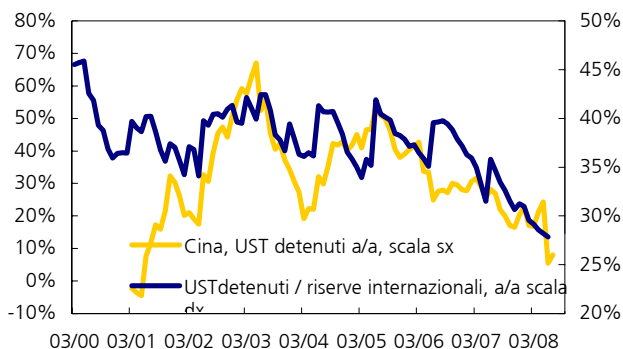
Fonte: Bloomberg

Ma il cambio si è apprezzato vs. altre valute



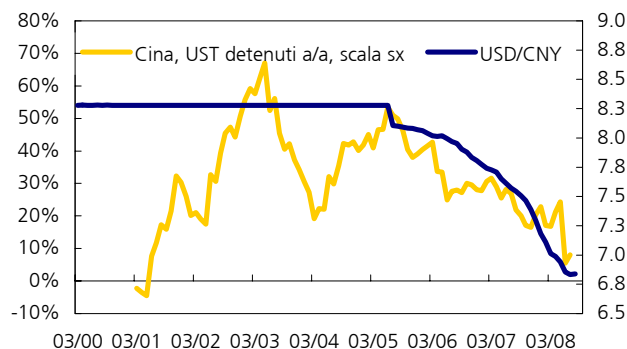
Fonte: Bloomberg

Gli acquisti di US Treasury hanno subito un ridimensionamento



Fonte: Bloomberg

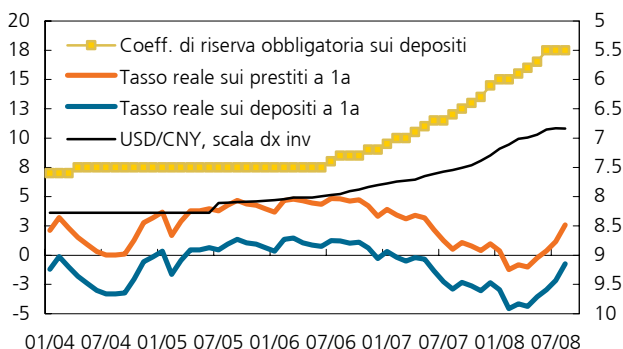
In linea con l' apprezzamento del cambio



Fonte: Bloomberg

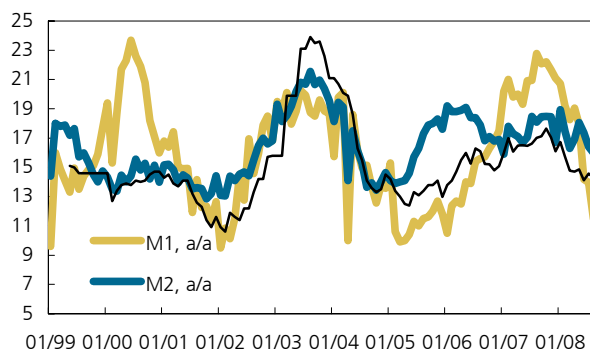
Dopo più di un anno di trend in discesa, negli scorsi mesi i tassi reali hanno ricominciato a salire influenzando in maniera significativa su M1 e stabilizzando, se pur su livelli elevati, **credito e altri aggregati monetari**. Il tasso di crescita di M1 è sceso, infatti, da un picco di 20,7% a gennaio fino a 11,5% in agosto, mentre il tasso di crescita di M2 è sceso al 16% a/a in agosto, rispetto a 18,9% di un anno fa e a tassi poco al di sotto del 18% mantenuti nel 2008.

I tassi reali stanno risalendo



Fonte: Bloomberg

Il credito si è stabilizzato



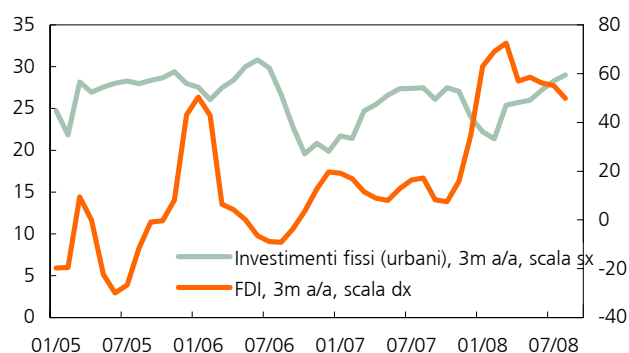
Fonte: Bloomberg

La crescita dei prestiti totali si è stabilizzata su livelli intorno al 14% da marzo, al di sotto della media di 16,7% del 2007. In rallentamento sono invece i prestiti al settore costruzioni, che nel 2° trimestre del 2008 sono saliti solo del 2,7% rispetto al 5% del 1° trimestre. Anche se gli investimenti nel **settore delle costruzioni** residenziali continuano a salire in termini nominali a ritmi superiori al 30%, in termini reali sono rallentati in linea con il calo delle aspettative nel settore. L'indice di fiducia nel settore immobiliare è sceso a 101,78 in agosto dal picco di 106,59 a novembre e l'indice dei prezzi di vendita delle proprietà commerciali ha avuto una discesa altrettanto significativa anche se non è stato pubblicato il dato di agosto. Gli investimenti stranieri diretti, se pur in rallentamento, continuano invece a crescere a ritmi sostenuti.

Paradossalmente, un fattore a sostegno della tenuta degli investimenti è stato il devastante terremoto che ha colpito la regione dello Sichuan. Secondo uno studio dello State Information Centre, centro di ricerca alle dipendenze della Commissione per le Riforme e lo Sviluppo Nazionale, i danni sono avvenuti in 13 contee che contribuiscono relativamente poco alla crescita del PIL (0,34%) e gli investimenti per la ricostruzione saranno di gran lunga superiori ai danni, contribuendo ad un aumento del PIL dello 0,3% quest'anno. Il governo ha già stanziato un fondo di 70 miliardi di yuan da spendere per la ricostruzione nei prossimi tre anni, somma pari allo 0,8% del PIL nominale del 2007.

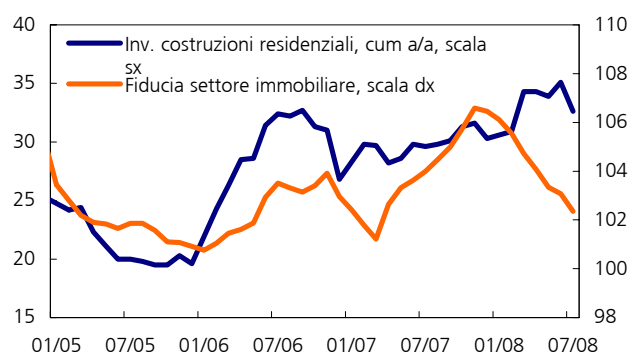


Gli investimenti non sono stati scalfiti dai rialzi passati dei tassi



Fonte: Bloomberg

La fiducia del settore immobiliare è in calo



Fonte: Bloomberg

Il calo della borsa nel primo trimestre del 2008 aveva provocato un forte ridimensionamento dei profitti delle imprese industriali<sup>12</sup> che non si è replicato nei trimestri successivi. Nel trimestre giugno-agosto del 2008, infatti, i profitti sono saliti del 19,4%, poco al di sotto del 20,9% del trimestre precedente, a fronte di calo della borsa del 46% tra l'inizio di marzo e la fine di agosto. Alcune industrie, in particolare quelle di raffinazione del petrolio e trattamento del carbone hanno registrato delle perdite nette di 96,1 miliardi di yuan nei primi otto mesi dell'anno rispetto a profitti di 32,3 miliardi nello stesso periodo dell'anno scorso. Allo stesso modo hanno registrato un calo dei profitti del 91,6% l'industria di produzione di energia elettrica e del 47,1% quella delle fibre chimiche. L'aumento dei prezzi delle materie prime continua a mettere molte industrie sotto pressione: in particolare quelle del settore petrolifero ed elettrico devono subire la regolamentazione statale dei prezzi di carburanti ed energia elettrica e, quindi, subire un'ampia chiusura dei margini nonostante gli ingenti sussidi statali. Le industrie di estrazione, invece, dal petrolio al carbone, come le industrie di produzione di macchinari, componenti per trasporti e elettronica per le comunicazioni, hanno registrato tutti tassi di crescita dei profitti superiori al 20%.

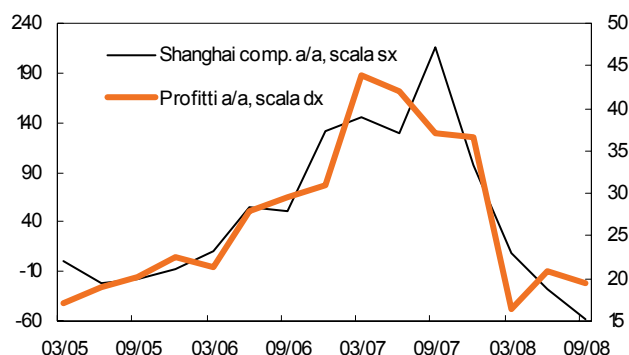
Le spese per la ricostruzione del terremoto dovrebbero essere bilanciate, secondo le direttive del governo, da minori spese in altre aree, per cui non dovrebbero pesare troppo negativamente sul bilancio statale. Il buon andamento dei conti pubblici del 2007, che si è chiuso con un surplus di bilancio dello 0,7% del PIL (dati EIU), caratterizzerà anche il 2008. In agosto il bilancio statale è in surplus di 1325 miliardi di yuan, con un aumento delle entrate del 28,4% nei primi otto mesi dell'anno rispetto allo stesso periodo del 2007. Gli aumenti maggiori sono derivati dalle imposte alle importazioni (+33,5%), dalle imposte sui redditi delle imprese (+32,8%) e sui redditi delle persone fisiche (23,3%) mentre il maggiore aumento di spesa si è registrato sotto la voce "protezione ambientale" (+79,8%) a conferma che il governo intende impegnarsi di più su questo fronte. In questo senso vanno gli sviluppi del quarto incontro dello *Strategic Economic Dialogue* tra Cina e Stati Uniti tenutosi a metà giugno.

## Conclusioni

In realtà i segnali di rallentamento della crescita non sono univoci, gli investimenti e i profitti delle imprese continuano a tenere, così come le vendite al dettaglio. E' possibile che la PBOC abbia agito in maniera preventiva, preoccupata per gli impatti più gravi del previsto della crisi dei mercati finanziari sull'economia mondiale ma anche sul mercato domestico, vista la pessima performance della borsa. Non è quindi detto che il recente taglio dei tassi rappresenti l'avvio di un ciclo vero e proprio di ribassi dei tassi.

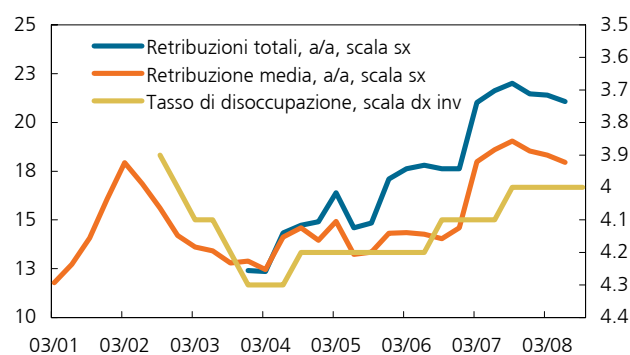
<sup>12</sup> Imprese statali e non statali con fatturato annuo superiore ai 5 milioni di yuan.

I profitti delle imprese tengono ...



Fonte: Bloomberg

...così come i salari



Fonte: Bloomberg

L'inflazione, pur beneficiando dell'effetto base e del rallentamento dei prezzi degli alimentari, rimarrà ancora su livelli elevati, almeno nel brevissimo termine, per effetto dell'aumento dei prezzi dei carburanti e dei prezzi alla produzione che potrebbero passare lungo la filiera, e comincerà a scendere più significativamente solo a partire da inizio 2009.

A meno di segnali di rallentamento della crescita più forti nei prossimi mesi, come ad esempio un calo molto marcato della produzione industriale accompagnato da un altrettanto marcato calo delle esportazioni, che comunque saranno in un trend di rallentamento, riteniamo che la PBOC rimarrà in una fase di *wait and see* almeno fino a fine anno. Alla luce dei maggiori rischi al ribasso sull'economia mondiale e del recente cambiamento di stanche della PBOC, modifichiamo le nostre previsioni di rialzo dei tassi rispetto a giugno, incorporando invece due tagli dei tassi sui prestiti a un anno nella prima metà del 2009.

Il nostro scenario rimane comunque quello di un graduale rallentamento della crescita (da 10% nel 2008 a 8,9% nel 2009), che avviene essenzialmente attraverso una tenuta dei consumi, una decelerazione degli investimenti fissi e un minor contributo del canale estero. I consumi privati dovrebbero continuare a crescere a ritmi intorno al 10% anche nel 2009, sostenuti anche dalla politica fiscale espansiva. Il tasso di crescita degli investimenti è previsto in calo sensibile da 19,9% nel 2008 a 12,7% nel 2009, perché risentirà sia dei passati aumenti dei tassi e della restrizione del credito, ma anche del calo della borsa, su cui molte imprese avevano investito. Il rallentamento dei paesi industrializzati, che sia negli USA che in Europa sarà più pesante di quanto precedentemente incorporato, penalizzerà il canale estero con un rallentamento delle esportazioni da 12,9% nel 2008 a 9,3% nel 2009. Una decelerazione simile riguarderà anche le importazioni in linea con il rallentamento degli investimenti.

## Mercati valutari – più incerto lo scenario del dollaro

### DOLLARO

Asmara Jamaleh

Nel trimestre che sta per chiudersi abbiamo assistito contemporaneamente a **grossi cambiamenti** e ad altrettanto **grossi "ritorni" sui mercati valutari**. **Prima**, da metà luglio, in meno di due mesi, **il dollaro si è preso** infatti **una rivincita mondiale**, rimontando del 10% in termini di cambio effettivo, e tornando vicinissimo ai livelli cui stava prima che scoppiasse la crisi *subprime* nell'agosto del 2007. E a guidare questa rimonta sono stati solo in piccola parte i miglioramenti attesi del quadro macro USA in ragione dell'ampio stimolo monetario/fiscale fornito dalle autorità per far fronte alla crisi "domestica". Buona parte del recupero è stato invece piuttosto il riflesso del cedimento delle altre principali divise, che dopo aver fatto *overshooting* a spese del biglietto verde, di fronte all'evidenza del deterioramento in atto anche sui rispettivi fronti domestici, sia per fattori interni sia per il propagarsi degli effetti della crisi USA, hanno finalmente ceduto (eclatante, ad es., la correzione dell'euro e della sterlina, v. sotto). Successivamente però, a settembre, con il ritorno dell'onda d'urto della crisi che ha visto crollare i giganti del mondo finanziario americano compromettendo la tenuta dell'intero sistema, in sole due settimane il dollaro ha perso rovinosamente quello che aveva guadagnato durante il mese precedente. **La domanda**, legittima a questo punto, **è se questo sia da considerarsi l'inizio di un trend ribassista, profondo e protratto** del biglietto verde, data l'innegabile gravità dei problemi che l'economia USA si sta trovando a dover fronteggiare. **Riteniamo, complessivamente e con le dovute cautele, di no**. Nel breve è probabile permangano i rischi verso il basso, e che quindi il biglietto verde possa scendere ulteriormente, erodendo ancora parte dei guadagni che aveva messo a segno da metà luglio in poi. Successivamente, assumendo che il piano di risanamento sia effettivamente varato, potrebbe riuscire però a trovare un canale in cui consolidare stabilizzandosi in una fase laterale e poi da qui ripartire con un modesto, ma relativamente solido, recupero – che comunque lascerebbe ancora il dollaro al di sotto dei livelli di un paio d'anni fa, ma al di sopra dei minimi raggiunti nella parte centrale di quest'anno.

A prevenire infatti il realizzarsi di uno scenario di tracollo del dollaro sembrerebbe, in questa fase del ciclo mondiale, l'evidenza chiara che nei prossimi trimestri, così come già si è visto negli ultimi mesi, anche le altre principali economie resteranno – e abbastanza a lungo – in mezzo al guado, comprimendo significativamente l'*upside* delle rispettive valute. In sostanza, quell'ammancio di flussi verso gli Stati Uniti, che poi incide sulla dinamica e sul livello del dollaro, se da una parte è un altro sintomo della perdita di primato del biglietto verde, dall'altra non sembra sufficiente a generarne una svalutazione, ma solo ad impedirne una rivalutazione verso i livelli "di rispetto" a cui poteva permettersi di attestarsi solo pochi anni fa. **I rischi che gravano sullo scenario centrale sono comunque verso il basso**, data l'eccezionale gravità della crisi in atto.

### EURO

Quanto accaduto al dollaro lo si è potuto seguire molto bene sull'euro, sul cambio EUR/USD. **La divisa europea, dopo aver raggiunto il proprio massimo storico in area 1,60 a metà luglio, ha intrapreso una caduta libera che in meno di due mesi l'ha fatta precipitare di 22 figure**, fino in area 1,38 EUR/USD – un livello abbandonato esattamente un anno prima, nel settembre 2007. **Tra i fattori che hanno materialmente provocato e poi alimentato l'inversione ribassista del cambio un ruolo chiave ha avuto l'evidenza del drastico deterioramento del quadro di crescita dell'area euro**, che per la prima volta dall'introduzione dell'euro nel '99 ha registrato una contrazione nel secondo trimestre di quest'anno e rischia di replicare nel terzo. **La seconda ondata della crisi USA in due sole settimane a settembre ha poi fatto recuperare al cambio 10 figure** riportandolo fino a 1,48. Tale movimento però è interamente imputabile a fattori di origine statunitense. Nel breve, fintantoché questi terranno banco sui mercati, il cambio

potrebbe restare schiacciato verso la parte alta del range 1,45-1,50. Successivamente, però, **nei prossimi mesi, quando la fase più "calda" della crisi USA inizierà a rientrare**, mentre il quadro clinico dell'area euro non riuscirà a mostrare segnali di miglioramento autonomo e andranno consolidandosi aspettative di taglio dei tassi BCE, **i fondamentali europei dovrebbero poter tornare ad essere una delle variabili che muovono il cambio EUR/USD, riaprendo spazio per una prosecuzione del canale ribassista inaugurato ad agosto** con discesa sotto 1,40 e potenziali obiettivi ribassisti verso 1,35-1,32. Alla luce della gravità della crisi USA, i rischi sul profilo atteso dell'euro sono verso l'alto, ma non dovrebbero essere tali da compromettere uno scenario di anche solo parziale correzione dopo la rimonta recente, che riflette esclusivamente un movimento di dollaro.

#### STERLINA

La sterlina ha seguito nei confronti del dollaro un percorso del tutto analogo all'euro. In questo caso (v. scheda "Regno Unito") il deterioramento del quadro di crescita è stato accentuato anche dal crollo del mercato immobiliare domestico e dalle ricadute della crisi finanziaria, più gravi qui dato il peso del settore nel contesto dell'economia britannica. Così il cambio GBP/USD è precipitato da quota 2,01 del 15 luglio ad un minimo in area 1,74 GBP/USD l'11 settembre salvo poi rimbalzare sopra 1,85 al ri-esplosione della crisi USA. Ora, **a questi livelli, la valuta britannica è sopravvalutata**. La frenata dell'economia nel secondo trimestre, la contrazione attesa nel terzo e la stagnazione in quelli successivi stanno già generando aspettative – giustificate – di allentamento della politica monetaria nel 2009, il che dovrebbe contribuire prossimamente, passata la fase più "critica" della crisi USA, a re-immettere la sterlina sul canale discendente intrapreso ad agosto con ritorno sotto 1,75 e forse un possibile tentativo di incursione poco sotto 1,70 nel 2009. La similitudine di dinamica attesa tra GBP/USD ed EUR/USD dovrebbe limitare il *downside* della sterlina nei confronti dell'euro in area 0,82 EUR/GBP, con rischi eventualmente di temporaneo *overshooting* di tale soglia.

#### YEN

Più stabile in corso di trimestre è stata invece contro dollaro la dinamica dello yen, che si è mantenuto nel range 103-110 USD/JPY, scendendo quando il dollaro è rimontato su tutto e recuperando ultimamente al risalire della *risk aversion* generata dalla crisi USA. **Quello che si nota però è che il beneficio che deriva alla divisa nipponica dal deterioramento del *sentiment* internazionale è abbastanza limitato, a suggerire probabilmente che comunque in questa fase i fondamentali domestici non sono di fatto di supporto alla valuta**, soprattutto nel breve. È possibile infatti che al rientro della *risk aversion* questo torni a penalizzare lo yen, riportandolo verso 110 USD/JPY, prima di intraprendere quello che dovrebbe essere invece il trend di apprezzamento (verso 100-95 USD/JPY) atteso nel medio/lungo termine. Questo sarebbe in linea anche con lo scenario della banca centrale: Noda, della BoJ, ha dichiarato infatti di vedere sì dei rischi verso il basso sulla crescita ora, ma che su un orizzonte a un anno e mezzo/due la BoJ prevede che l'economia si re-immetta su un sentiero di ripresa. **Più marcata è stata invece la dinamica dello yen nei confronti dell'euro** – un apprezzamento del 15% in corso di trimestre – determinata però soprattutto dal movimento dell'EUR/USD. A parte temporanei e limitati ritracciamenti il trend del cambio EUR/JPY dovrebbe confermarsi ribassista nel medio/lungo termine.

<b>Intesa Sanpaolo Servizio Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice</b>		
<b>Tel. 02 879+(6)</b>		
<b>Macroeconomic &amp; Fixed Income Research</b>		
Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
<b>Macroeconomia - Area euro</b>		
Anna Maria Grimaldi	62118	anna.grimaldi@intesasnpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
<b>Macroeconomia - Stati Uniti</b>		
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
<b>Mercati Valutari</b>		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
<b>International Economics</b>		
Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasnpaolo.com

## Appendice

### Certificazione degli analisti

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

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

### Comunicazioni specifiche:

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

### Comunicazioni importanti

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

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

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Metodologia di valutazione

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

## Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

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