

Scenario Macroeconomico

Servizio Studi e Ricerche
Dicembre 2010

Indice

Oggi qui, domani là	2
Stati Uniti: l'unico paese con stimolo fiscale e monetario nel 2011	7
Politica fiscale: arriva l'accordo dell'ultimo minuto, con qualche regalo di Natale	13
Politica monetaria: stimolo fino a quando il mercato lo consentirà	17
Area Euro – la crisi sul debito non frena l'economia reale, ma rallenta la <i>exit strategy</i> della BCE	20
La ripresa prosegue, nonostante il freno dai Paesi "periferici"	20
L'inflazione in breve: area euro	24
Le politiche fiscali nell'Unione Europea	25
Spagna: la tenuta dell'Unione passa da qui	30
BCE alla ricerca di una via d'uscita	36
Focus – Il mercato del lavoro nell'Eurozona	42
Regno Unito – Incertezza sulle prospettive 2011	54
Asia	55
Giappone: dopo l'ottovolante del 2009-10, un 2011 "normale"	55
Cina: segnali di riaccelerazione ma urge il ribilanciamento	62
India: la crescita si mantiene solida, ma l'inflazione persiste	74
 Mercati valutari: principio di convergenza verso i fondamentali nel post-crisi	81

Dicembre 2010

Nota trimestrale

Intesa Sanpaolo
Servizio Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

Macroeconomic Research
Team

Luca Mezzomo
Responsabile

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Paolo Mameli
Economista - Area euro

Alessio Tiberi
Economista

Asmara Jamaleh
Economista – Mercati Valutari

Marco Rocchi
Economista

Alessandra Gaia
Research Assistant

International Economics

Silvia Guizzo
Economista Macro - Asia
Emergenti

I prezzi del presente documento sono aggiornati al 17 dicembre 2010

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

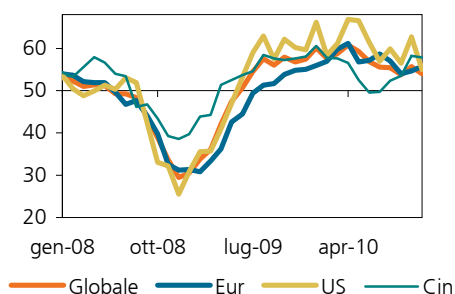
Oggi qui, domani là

Nonostante le turbolenze sul debito europeo, le prospettive di breve termine dell'economia mondiale sono diventate più favorevoli. L'orientamento delle politiche fiscali nel 2011, infatti, sarà più sfavorevole nell'Eurozona, ma meno restrittivo del previsto negli Stati Uniti. Le politiche monetarie rimarranno accomodanti in tutti i maggiori paesi avanzati. La crescita economica mondiale è destinata a rallentare rispetto al 2010, ma il rischio di una fine prematura della ripresa continua a essere minimo. Le prospettive inflazionistiche si confermano miste, con un prevalere di pressioni al rialzo nei paesi emergenti e dinamiche più contrastate nei paesi avanzati. Le tensioni sul debito sovrano europeo continueranno nel 2011. Tuttavia, al di là delle ricadute congiunturali positive, la deriva fiscale di Stati Uniti e Giappone rappresenta uno sviluppo ben più inquietante per le prospettive di medio termine dell'economia globale rispetto alla crisi di qualche piccolo Stato membro dell'Eurozona.

Luca Mezzomo

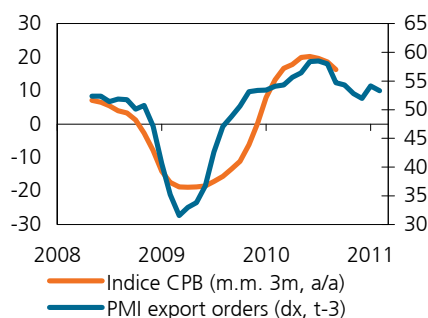
L'espansione economica mondiale appare ancora robusta e destinata a continuare nel 2011. Come tre mesi fa, non ci sono né segnali di eccessivo accumulo di scorte, né i giudizi delle imprese manifatturiere sul libro ordini fanno dubitare riguardo alla sostenibilità della recente crescita della produzione. Anche l'aumento dei prezzi delle materie prime industriali testimonia che, a livello globale, la crescita rimane piuttosto sostenuta. D'altronde, in diversi paesi emergenti la produzione è già tornata sopra i livelli pre-crisi e il contributo fornito dai paesi in via di sviluppo all'espansione dei consumi e degli investimenti, superiore a quello delle economie avanzate nel 2010, dovrebbe rimanere vicino al 50% anche il prossimo anno. L'andamento del commercio estero sembra destinato a rallentare dopo il vigoroso rimbalzo post-recessivo, ma ci attendiamo che permanga vicino alle medie storiche.

Indici PMI di produzione manifatturiera



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati CPB

PMI Globale – ordini all'export



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati CPB e Markit

In effetti, tre sviluppi recenti sul fronte delle politiche economiche hanno implicazioni variamente espansive. Primo, l'amministrazione federale americana ha raggiunto un compromesso con l'opposizione repubblicana intorno a un nuovo pacchetto di stimolo fiscale, basato prevalentemente su tagli delle imposte. Anche se riteniamo che gli effetti macroeconomici complessivi saranno regressivi, molto deludenti e sproporzionati rispetto al danno per l'equilibrio dei conti, ciò non toglie che nel 2011 gli Stati Uniti presenteranno livelli di deficit vicini a quelli del 2010 nonostante il miglioramento del ciclo economico, e la *stance* della politica fiscale sarà perciò complessivamente più espansiva che nel 2010. Secondo, la Federal Reserve ha lanciato un nuovo e ampio programma di espansione della base monetaria imperniato su acquisti di titoli federali, che dovrebbe nei prossimi mesi contrastare il rialzo dei tassi dovuto al miglioramento delle prospettive economiche. Terzo, anche la BCE ha rinviato di altri tre mesi il nuovo ridimensionamento delle misure straordinarie di sostegno, già atteso dai mercati nel corso della primavera prossima.

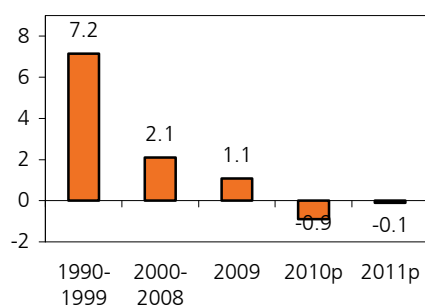
Diventa meno probabile che la crescita rallenti nel 2011...

La nostra valutazione sull'orientamento delle politiche fiscali nel 2011 deve perciò essere rettificata in una direzione che globalmente rafforza le prospettive di espansione economica, sebbene diversi paesi europei divergano ampiamente da questa tendenza generale. Rimane valida, invece, la considerazione che le condizioni monetarie (come livello dei tassi di interesse e tendenza delle condizioni del credito) rimarranno di sostegno alla ripresa, anche se saranno rese più restrittive in diversi paesi emergenti caratterizzati da maggiore robustezza della domanda interna. La tabella sottostante aggiorna le indicazioni sull'andamento dei saldi primari corretti per il ciclo per i principali paesi avanzati. Stimiamo che l'Eurozona registrerà una restrizione fiscale media pari a 1,3 punti del PIL; sopra la media dell'area saranno Francia, Irlanda, Grecia, Portogallo e Spagna, che partono da livelli di deficit primario molto elevati. A nostro giudizio, l'impatto negativo sulla crescita economica sarà visibile soprattutto nella parte finale dell'anno e nel 2012. Sul fronte dei tassi reali a breve termine, la situazione rimarrà pressoché invariata rispetto a quest'anno e le proiezioni non sono significativamente mutate dallo scorso settembre.

Il mix di politica economica diventerà effettivamente meno accomodante soltanto in Europa e in alcuni paesi emergenti

Variazione del saldo fiscale corretto per il ciclo		
	2010	2011
Eurozona	-0.5	+1.3
- Germania	-2.0	+0.6
- Italia	-0.2	+0.3
- Francia	-0.1	+1.5
- Irlanda	+2.2	+1.9
- Spagna	+2.1	+2.9
- Grecia	+8.5	+3.5
- Portogallo	+1.6	+3.7
Regno Unito	+1.3	+1.9
Stati Uniti	-1.0	-1.4

Tasso reale a breve termine, media OCSE



Variazione del saldo primario corretto per il ciclo, settore pubblico (eccetto Stati Uniti: saldo corretto per il ciclo per il solo Governo federale). Fonte: Intesa Sanpaolo, su fonti Commissione Europea (Autumn Forecast 2010) e FMI

Fonte: elaborazioni e proiezioni Intesa Sanpaolo

Si noti che le manovre fiscali 2011 non saranno sufficienti a stabilizzare il rapporto debito/PIL né in Europa, né tanto meno negli Stati Uniti o in Giappone. Per far scendere stabilmente il debito in rapporto al PIL, il saldo primario dovrebbe crescere di 4 punti in Italia, di oltre 5 in Spagna e Francia, di 10 in Irlanda e Grecia, e ben di 11 punti negli Stati Uniti. Confermiamo perciò l'aspettativa di nuove manovre correttive negli anni seguenti e, di riflesso, che i tassi di crescita a medio e lungo termine delle economie avanzate risultino alla fine inferiori alla media delle ultime fasi di espansione economica. A motivo della riluttanza di alcuni membri dell'eurozona a utilizzare gli strumenti di intervento comunitari per intervenire prima di una crisi conclamata, le turbolenze sul debito europeo sono destinate a condizionare i mercati finanziari e la politica economica anche nel 2011. La strategia attuale di contrasto, infatti, è basata sul principio che l'implementazione rigorosa delle misure di risanamento fiscale sia sufficiente a normalizzare i premi al rischio. Si preferisce ignorare i danni causati alle misure di sostenibilità del debito e al clima di fiducia degli investitori da una fase prolungata di elevati premi al rischio. D'altro canto, non sembra esserci ancora sufficiente consenso politico a favore delle ragionevoli proposte di utilizzare più attivamente la EFSF, consentendole di raccogliere capitali con emissioni garantite dagli Stati membri per finanziare acquisti a prezzi di mercato di debito pubblico il cui rischio di default sia valutato in modo impropriamente elevato dai mercati. Tale operazione avrebbe anche il vantaggio di socializzare i benefici in termini di incremento di valore del debito che accompagnerà il consolidamento fiscale.

Il riassorbimento degli effetti della crisi sui conti pubblici richiederà anni. Stati Uniti e Giappone pongono problemi molto più gravi rispetto ai piccoli Stati dell'Unione Europea oggi in crisi

Ma anche se l'attenzione di tutti è sull'Eurozona, non è detto che le maggiori minacce alla stabilità economica arrivino da lì: le condizioni di Stati Uniti e Giappone sono molto più preoccupanti e, in proporzione, più rilevanti per l'economia mondiale. Negli Stati Uniti (che, come detto, dovranno correggere il saldo primario per un ammontare pari al 10% del PIL) le

prospettive politiche locali fanno sospettare che un serio sforzo di correzione non possa essere implementato prima del 2013, a livelli di debito e costi molto più alti. Qualunque sarà la strategia di stabilizzazione perseguita (austerità fiscale o monetizzazione del debito), il ruolo dell'economia americana e del dollaro è ancora troppo rilevante per escludere rischi di turbolenza per l'economia e i mercati finanziari mondiali. E peculiarità ancora più serie presenta il caso giapponese, caratterizzato da livelli di debito superiori al 225% del PIL e da un saldo primario pari a -8% del PIL.

La crescita economica per area geografica					
	2007	2008	2009	2010p	2011p
Stati Uniti	1.9	0.0	-2.6	2.8	3.1
Giappone	2.3	-1.2	-6.3	4.2	1.4
Area euro	2.8	0.3	-4.0	1.7	1.7
Europa Orientale	7.4	4.8	-5.6	3.2	4.3
America Latina	5.3	3.8	-2.3	4.8	4.1
OPEC	6.5	5.9	3.1	4.1	4.9
Asia Orientale	9.4	6.0	5.3	8.9	7.6
Africa	5.6	4.8	2.9	4.1	5.2
Crescita mondiale	5.3	2.8	-0.6	4.6	4.4

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Lo scenario di riferimento presentato nel rapporto assume ancora che le tensioni sul debito pubblico dell'Eurozona perdurino almeno fino a metà 2011, ma che non sfocino in eventi di credito di valenza sistemica. L'ipotesi è che la nuova EFSF, la politica di gestione della liquidità della BCE, la cooperazione fra Governi e banche e la correzione fiscale consentano di gestire le tensioni sul mercato dei titoli di stato, sebbene al prezzo di un aumento persistente nel costo del debito. Anche se il Portogallo dovesse chiedere il sostegno di FMI e UE lo scenario non ne verrebbe pesantemente influenzato; nell'ipotesi di coinvolgimento di paesi di maggior peso, d'altro canto, ci attendiamo che la metodologia di intervento sarebbe radicalmente rivista, o modificando il ruolo della EFSF, o, nelle ipotesi più estreme, fino a obbligare la BCE ad espandere la base monetaria con misure analoghe a quelle adottate negli Stati Uniti o nel Regno Unito.

Un altro fattore di rischio è connesso alla possibilità di forti movimenti dei tassi di cambio. Le politiche di stimolo quantitativo adottate negli Stati Uniti e in Giappone, il persistere di forti squilibri nei conti con l'estero e le ondate di panico sul debito dell'Eurozona rappresentano un mix di forze contrastanti sui cambi il cui bilancio netto è impossibile da prevedere.

Infine, il contesto di abbondante liquidità e tassi di interesse vicini allo zero potrebbe attivare flussi di capitale verso i mercati che promettono rendimenti più elevati, attivando bolle speculative almeno localmente pericolose.

Uno dei candidati sembra il mercato delle materie prime. La previsione di una crescita economica mondiale robusta sia nel 2010 sia nel 2011, e per di più ancora sbilanciata verso i paesi emergenti, è connessa ad aspettative di rialzo dei prezzi delle materie prime energetiche e dei metalli industriali nell'ordine dell'11%. I ritmi di incremento previsti per il 2011 sarebbero più contenuti rispetto a quelli stimati per il 2010, che ha scontato sia il rimbalzo dell'attività economica, sia i benefici di un primo spostamento dei flussi di capitale verso i comparti più ciclici. Tuttavia, la concentrazione dei flussi di investimento potrebbe creare fenomeni di *overshooting* delle quotazioni. Le nostre stime per il prezzo del petrolio, in particolare, sono state ampiamente riviste al rialzo rispetto a settembre.

Rischi

Materie prime: scenario ancora moderatamente rialzista

Proiezioni sui prezzi delle materie prime sottostanti la previsione					
	2007	2008	2009	2010	2011
Petrolio (Brent, dollari al barile)	72.7	97.9	61.6	79.7	88.6
	+11.6	+34.7	-37.1	+29.4	+11.2
Materie prime escluso combustibili (1990=100)	140.6	151.1	122.8	151.0	168.7
	+14.1	+7.5	-18.7	+23.0	+11.8
Metalli (1990=100)	183.3	168.7	120.4	168.3	189.6
	+17.4	-8.0	-28.6	+39.8	+12.7
Agricole (1990=100)	114.2	113.3	94.1	125.2	131.2
	+5.0	-0.8	-17.0	+33.1	+4.8

Nota: livelli e variazioni medie annue

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

I rincari delle materie prime dovrebbero esercitare modeste pressioni al rialzo sui costi degli input produttivi diversi dal lavoro. Tuttavia, soltanto in alcuni paesi emergenti è probabile che ciò possa alimentare pressioni inflazionistiche. Nei paesi avanzati, i tassi di inflazione rimarranno per lo più bassi, con pressioni deflazionistiche nei paesi caratterizzati da forti contrazioni del PIL. Pressioni deflazionistiche diffuse non sono probabili nello scenario di espansione economica (moderata a livello globale, sostenuta nei paesi emergenti) che caratterizza lo scenario di riferimento e, anzi, diventa più probabile che il ciclo disinflazionistico sia ormai alle battute finali.

Inflazione bassa, con scenari locali differenziati

Il quadro per area in sintesi

Come anticipato, gli Stati Uniti saranno l'unico paese industrializzato con misure espansive di politica monetaria e fiscale nel 2011. L'economia sta crescendo modestamente su un sentiero "sostenibile", ma la ripresa sarà più forte del previsto nel 2011-12 grazie agli stimoli congiunti delle politiche economiche. Il pacchetto Obama dovrebbe contribuire alla crescita, ma è crescita presa a prestito dal futuro, perché il sentiero dei conti federali diventa sempre più insostenibile. La crescita prevista nel 2011 è del 3,1%, che potrebbe rallentare moderatamente nel 2012 al 2,9%. Giudichiamo i rischi per lo più verso l'alto. La chiave di lettura delle previsioni è che, a meno di colpi di scena sulla politica fiscale, nel 2011 la ripresa sarà sostenuta dalla spesa delle famiglie. I consumi dovrebbero essere in crescita in media del 3% nel 2011-12, pur in presenza di un elevato tasso di disoccupazione su tutto l'orizzonte prevedibile (al 9,6% a fine 2011 e all'8,7% a fine 2012).

Stati Uniti

La politica monetaria dovrebbe proseguire sulle linee indicate nella seconda metà del 2010: aumento del bilancio della Fed almeno fino a metà 2011, tassi fermi fino a inizio 2012. La politica fiscale ha come in passato ignorato i veri nodi e trovato una soluzione di breve termine, comoda politicamente, ma che ignora la sostenibilità di medio termine. Dal 2012 in poi le nubi sullo scenario fiscale si addenseranno in misura crescente. Secondo il CBO, il deficit federale dovrebbe allargarsi al 9,5% del PIL nell'a.f. 2011 e scendere al 7% nel 2012, restando al di sopra dei mille miliardi di dollari per tutto il prossimo triennio. Nel nostro scenario, il deficit dovrebbe toccare il 10,4% nel 2011, dal 10% previsto per il 2010. In questa cornice, i timori di deflazione sono, a nostro avviso, esagerati. Il processo di disinflazione che ha caratterizzato tutto il 2010 dovrebbe svoltare nella prima metà del 2011 ed essere seguito da una dinamica modestamente positiva dei prezzi nel prossimo biennio.

L'area euro resta in una fase di moderata espansione economica. Dopo il rallentamento della seconda metà del 2010, si potrebbe assistere a una riaccelerazione a inizio 2011. Nel complesso, l'anno prossimo potrebbe vedere una crescita pari a quella del 2010 (1,7%); tuttavia, l'incremento sarà più equilibrato, perché basato meno sulle scorte e molto più su una genuina ripresa della spesa per consumi e investimenti, oltre che sulla spinta dell'export. Permarrà per l'orizzonte prevedibile un'ampia divergenza nell'impostazione del ciclo tra Paesi *core* e "periferici" (Grecia, Irlanda e in minor misura Portogallo e Spagna), sui quali peseranno **la correzione degli squilibri "strutturali" accumulatisi nel corso dell'ultimo decennio e soprattutto gli effetti restrittivi del percorso di rientro del deficit**. L'implementazione di misure restrittive

Area euro

anche in paesi dal peso rilevante sulla domanda aggregata dell'Eurozona, come Francia e Spagna, significa che fra 2011 e 2012 la correzione fiscale inizierà ad esercitare effetti di freno visibili sull'intera area.

La Banca Centrale Europea rimarrà condizionata dalle turbolenze che affliggono i mercati del debito pubblico e dalla eccessiva dipendenza di frange del sistema bancario dalla liquidità da essa creata. I tassi rimarranno fermi per tutto l'anno, mentre le misure straordinarie ancora in vigore saranno probabilmente rimosse soltanto quando saranno stati introdotti meccanismi alternativi per assistere le banche che presentano fragilità pericolose sul fronte della raccolta. Lo scenario ipotizza una normalizzazione dei tassi Euribor nel corso dei trimestri centrali del 2011.

Nel 2010 la crescita in Giappone dovrebbe essere del 4,2%, il ritmo più rapido dal 1990: la spinta è arrivata dalla ripresa dell'area asiatica e da politiche economiche domestiche espansive. Tuttavia, il livello del PIL rimarrà ancora al di sotto dei picchi del 2008 e vicino al livello di inizio 2006. Nel 2011 la crescita si farà più normale, con una previsione di +1,4%, con contributi positivi delle diverse componenti della domanda domestica. Nel prossimo anno le politiche economiche non saranno modificate in modo sostanziale. La politica monetaria rimarrà ampiamente espansiva grazie anche all'atteso deprezzamento del cambio. Il nodo delle finanze pubbliche verrà rimandato ancora una volta, almeno al 2012. La politica fiscale dovrebbe essere modestamente restrittiva per via dell'uscita degli stimoli attuati nel 2010: il Governo ha indicato di voler mantenere il livello dell'indebitamento netto nell'anno fiscale 2011 invariato a 44,3 trilioni di yen, come nell'anno precedente. La deflazione dovrebbe finire con un ritorno a variazioni positive, anche se modeste, dei prezzi a partire da metà 2011.

Giappone

Le previsioni di crescita per il 2011 rimangono elevate (9,2%) anche se in rallentamento rispetto al 2010 (10,1%) e su di esse permangono intatti i rischi al ribasso. La possibilità di un rallentamento dell'attività sul mercato immobiliare più ampio delle attese continua, infatti, a costituire il maggior rischio al ribasso sullo scenario di crescita cinese, per gli impatti negativi che potrebbe avere sia sulle finanze dei Governi locali, sia sulla performance del settore bancario. A questo si aggiungono prospettive di crescita limitata delle esportazioni in mancanza di una solida ripresa della domanda dai paesi industrializzati. La priorità della politica economica e monetaria per il 2011 resterà quella di un ribilanciamento della crescita sia nella composizione (a favore di un maggior peso dei consumi e dei servizi), sia nella distribuzione geografica, che le autorità sembrano disposte a raggiungere favorendo l'aumento dei redditi e accettando, dunque, un'inflazione marginalmente più elevata. Sia il Governo, che la PBOC, sembrano ritenere che l'inflazione sia essenzialmente guidata dal comparto alimentari e pertanto non direttamente influenzabile da un rialzo dei tassi. Data la riaccelerazione in atto degli investimenti, che non sembrano aver risentito molto delle misure amministrative volte a rallentarli, e il livello dei tassi reali sui depositi, negativi dall'inizio del 2010, ci aspettiamo che la PBOC intervenga al rialzo anche sui tassi a partire dal 1° trimestre del 2011, oltre ad aumentare ancora il coefficiente di riserva obbligatoria.

Cina

La crescita dell'economia indiana (8,9% nel 2010, 7,9% nel 2011) rimane elevata e guidata sostanzialmente da fattori interni. Il settore dei servizi ha contribuito ancora in maniera determinante alla crescita economica e il temporaneo rallentamento della produzione del settore manifatturiero è stato compensato dal miglioramento di quella del settore agricolo. Consumi e investimenti continuano a registrare solidi tassi di crescita e i segnali degli indici di attività e di fiducia puntano a una prosecuzione del trend, tanto che rivediamo al rialzo le previsioni di crescita per il 2010 da 8,2% a 8,9%. L'inflazione, nonostante la leggera moderazione, rimane ancora su livelli eccessivamente elevati (7,5% a novembre) non solo per la componente al netto di alimentari ed energia, che rallenta molto lentamente, ma soprattutto per l'aumento del comparto non alimentare, che segnala la persistenza di pressioni da domanda. La *Reserve Bank of India* (RBI) sembra voler mantenere un atteggiamento di *wait and see* nel breve termine per valutare l'impatto dei sei rialzi dei tassi effettuati durante il 2010, ma riteniamo probabile qualche altro ritocco nel 1° trimestre dell'anno.

India

Stati Uniti: l'unico paese con stimolo fiscale e monetario nel 2011

- Gli Stati Uniti saranno l'unico paese industrializzato con **misure espansive di politica monetaria e fiscale nel 2011**. L'economia sta crescendo modestamente su un sentiero "sostenibile", ma la ripresa sarà più sostenuta del previsto nel 2011-12 grazie agli stimoli congiunti delle politiche economiche. Il pacchetto Obama dovrebbe contribuire alla crescita, ma rende il sentiero dei conti federali sempre più insostenibile. **La crescita prevista nel 2011 è del 3,1%**. Giovanna Mossetti
- La chiave di lettura delle previsioni è che, a meno di colpi di scena sulla politica fiscale, nel 2011 **la ripresa sarà sostenuta** dal trend positivo della spesa delle famiglie. I consumi dovrebbero essere in crescita in media del 3% nel 2011-12, pur in presenza di un elevato tasso di disoccupazione su tutto l'orizzonte prevedibile (al 9,6% a fine 2011 e all'8,7% a fine 2012).
- I timori di deflazione sono a nostro avviso esagerati. Il processo di **disinflazione** che ha caratterizzato tutto il 2010 dovrebbe svoltare nella prima metà del 2011 e essere seguito da una dinamica modestamente positiva dei prezzi nel prossimo biennio.
- La **politica monetaria** dovrebbe proseguire sulle linee indicate nella seconda metà del 2010: aumento del bilancio della Fed almeno fino a metà 2011, tassi fermi fino a inizio 2012.
- La **politica fiscale** ha, come in passato, ignorato i veri nodi e trovato una soluzione di breve termine, comoda politicamente, ma che ignora la sostenibilità di medio termine. Dal 2012 in poi le nubi sullo scenario fiscale si addenseranno in misura crescente. Il **deficit federale** secondo il CBO dovrebbe allargarsi al 9,5% del PIL nell'a.f. 2011 e scendere al 7% nel 2012, restando oltre quota mille miliardi per tutto il prossimo triennio.

Previsioni macro	2009	2010	2011	2010				2011			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (US\$ 1996,a/a)	-2.6	2.8	3.1	2.4	3.0	3.2	2.7	2.7	3.1	3.1	3.2
- trim./trim. annualizzato				3.7	1.7	2.5	3.0	3.6	3.5	2.5	3.4
Consumi privati	-1.2	1.8	3.2	1.9	2.2	2.8	3.8	3.3	3.5	2.9	2.9
IFL - privati non residenziali	-17.1	5.9	11.2	7.8	17.2	10.3	9.5	12.6	11.0	9.0	12.0
IFL - privati residenziali	-22.9	-3.1	6.2	-12.3	25.6	-27.5	2.0	13.6	13.6	15.5	14.2
Consumi e inv. pubblici	1.6	1.2	1.0	-1.6	3.9	4.0	1.5	0.0	-0.2	-0.1	0.3
Esportazioni	-9.5	11.5	7.3	11.4	9.1	6.3	5.6	8.0	7.5	7.7	8.1
Importazioni	-13.8	14.0	9.5	11.2	33.5	16.8	5.1	8.3	7.3	7.0	6.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.6	1.2	0.2	0.6	0.2	0.3	-1.1	0.6	0.2	0.3	-0.2
Partite correnti (% PIL)	-2.7	-3.5	-4.3	-3.1	-3.4	-3.5	-4.0	-4.2	-4.3	-4.4	-4.5
Deficit Federale (% PIL)	-9.7	-10.0	-10.4								
Debito pubblico (% PIL)	84.7	92.7	99.1								
CPI (a/a)	-0.3	1.6	1.7	2.4	1.8	1.2	1.0	1.0	1.9	2.3	1.8
Produzione Industriale	-9.3	5.0	5.0	7.2	7.1	5.2	-4.7	7.0	8.3	9.5	6.6
Disoccupazione (%)	9.3	9.7	9.7	9.7	9.7	9.6	9.7	9.6	9.7	9.7	9.6
Federal Funds (%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Cambio effettivo	77.7	75.1	75.3	74.8	77.6	75.9	72.0	72.9	74.5	76.6	77.4

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

Fonte: Ecowin, Intesa Sanpaolo

Il 2010 si sta chiudendo senza la tanto temuta ricaduta recessiva, ma quali sono le prospettive del prossimo biennio? Gli Stati Uniti saranno l'unico paese industrializzato con **misure espansive di politica monetaria e fiscale nel 2011**, che manterranno l'economia su un sentiero di crescita moderata. **La crescita prevista nel 2011 è del 3,1%, nel 2012 del 2,9%**. I rischi di deflazione, a nostro avviso, sono marginali: il processo di disinflazione dovrebbe svoltare entro la prima metà del 2011, senza però portare a rialzi consistenti dei prezzi. Ecco le caratteristiche principali dello scenario per il prossimo biennio:

- La chiave di lettura delle previsioni è che, a meno di colpi di scena sulla politica fiscale, nel 2011 **la ripresa sarà resa "sostenibile"** dal trend positivo della spesa delle famiglie, in parte dovuto anche alla politica fiscale. I consumi dovrebbero essere in crescita in media del 3% nel 2011-12, pur in presenza di un elevato tasso di disoccupazione su tutto l'orizzonte prevedibile (al 9,6% a fine 2011 e all'8,7% a fine 2012).
- Due punti sono cruciali per lo scenario dei consumi. 1) La **crescita occupazionale**, seppure più debole che in altri cicli, proseguirà. 2) Gran parte del processo di aumento del **tasso di risparmio** è alle spalle; ulteriori rialzi che prevediamo per il 2011 dovrebbero derivare da un parziale utilizzo a questo scopo delle misure espansive del nuovo pacchetto Obama. Nel complesso, si libereranno risorse per la spesa, con una moderata accelerazione dei consumi nel 2011. La dinamica positiva dei consumi dopo un 2010 particolarmente volatile e incerto dovrebbe fare da volano agli investimenti e alla crescita occupazionale, sostenendo un ciclo deludente rispetto al passato, ma abbastanza in linea con l'esperienza storica dei paesi industrializzati in uscita da crisi finanziarie.
- Questa moderata espansione della domanda domestica dovrebbe scongiurare i rischi di deflazione: la stabilizzazione del settore immobiliare rappresenta un elemento cruciale per la **svolta attesa nel processo di disinflazione** nella prima metà del 2011. Inoltre, i dati recenti mostrano che i consumi hanno ritrovato vigore a fronte di politiche aggressive sui prezzi da parte dei commercianti: la spirale avversa prezzi in calo/consumi in calo si è rivelata una fantasia.

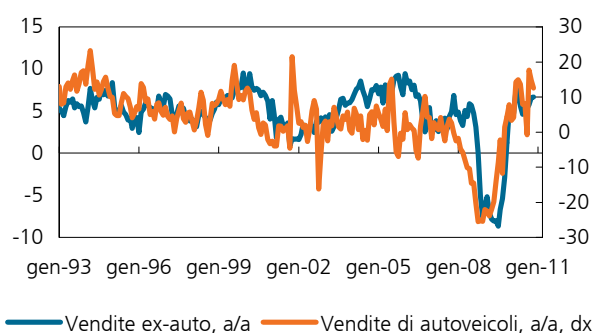
Astraendo da possibili turbolenze finanziarie legate agli sviluppi della crisi del debito europeo, o eventualmente a preoccupazioni dei mercati per la sostenibilità del debito statunitense, in questo scenario da "Riccioli d'oro", i rischi domestici per gli Stati Uniti, sia verso l'alto sia verso il basso, sono legati alle politiche economiche e si controbilanciano fra di loro.

- Dal lato della **politica fiscale nel breve termine**, l'approvazione del pacchetto di compromesso fiscale concordato con i Repubblicani dal presidente Obama solleva gran parte dell'incertezza riguardo al 2011-12: con le misure incluse nella manovra, **la politica fiscale federale sarà modestamente espansiva nel 2011**, compensando la restrizione attesa ancora a livello statale e locale. A parte gli interventi di breve termine per risolvere il nodo del rialzo delle imposte, dell'estensione dei sussidi e dare stimolo al reddito nel 2011, tutto il resto sembra però restare nel limbo.
- La spaccatura fra i due rami del Congresso e l'apertura del periodo pre-elettorale ingigantiranno le difficoltà di trovare compromessi per il rientro dei **conti federali nel medio termine**, rischiando un blocco dell'attività politica fino alla fine del 2012. L'insediamento del nuovo Congresso a gennaio sancirà uno stallo nell'agenda di politica fiscale anche maggiore di quello visto da inizio 2010 in poi, con la perdita del 60esimo seggio democratico in Senato. La presentazione del rapporto della commissione *bipartisan* per il controllo del debito ha offerto la base di partenza per il rientro dei conti federali, ma dubitiamo che il Congresso abbia la volontà politica di affrontarlo. Pertanto, sull'orizzonte 2011-12 la mancanza di azione sui conti federali potrebbe portare a interventi da parte dei "*bond vigilantes*", che peraltro sono già iniziati dopo la presentazione del pacchetto Obama. Una parte delle pressioni verso l'alto sui rendimenti verrà contenuta dagli interventi della Fed che ridurrà l'offerta di titoli sul mercato. I nodi restano, enormi, per il post-2012.
- Per quanto riguarda la **politica monetaria**, nonostante lo spostamento del baricentro del FOMC verso i falchi, il consenso resterà saldamente intorno alla visione interventista di Bernanke. In un'economia con crescita moderata, inflazione al di sotto del target e tasso di disoccupazione ancora straordinariamente elevato, è probabile che il programma di stimolo quantitativo venga attuato completamente entro giugno. Una sua eventuale riapertura non è da escludere, ma è diventata più improbabile con lo stimolo fiscale in arrivo.

1) I consumi restano la chiave di volta dello scenario economico degli Stati Uniti

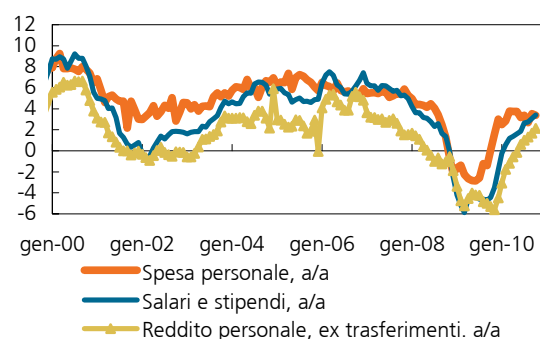
Il trend dei consumi nel 2010 è stato temporaneamente influenzato dal ritardo nel rinnovo dei sussidi di disoccupazione fra giugno e luglio. A parte questo shock temporaneo, l'andamento del reddito ha sostenuto una crescita dei consumi in accelerazione (da 1,9% t/t ann. nel 1° trimestre, a 2,2% nel 2°, a 2,8% nel 3°). I dati delle vendite al dettaglio di ottobre e novembre portano a rivedere considerevolmente verso l'alto la previsione per la crescita dei consumi a fine 2010, a 3,8% t/t ann. Nel 2011, il trend dei consumi viene rivisto verso l'alto sotto l'effetto base di fine 2010 e per l'arrivo dello stimolo fiscale del pacchetto approvato dal Congresso: nel 2011 i consumi dovrebbero crescere del 3,2%, una performance soddisfacente alla luce del rialzo strutturale del tasso di risparmio.

Le vendite di auto hanno sorpreso verso l'alto



Fonte: EcoWin

I consumi sono sostenuti dal reddito da lavoro



Fonte: EcoWin

I dati sui consumi dopo l'estate sono stati positivi con indicazioni sostenute sia per le auto, sia per componenti di spesa eminentemente discrezionali. Le vendite al dettaglio di ottobre e novembre sono state straordinariamente forti, segnalando un'accelerazione della dinamica dei consumi che potrebbe essere il risultato dell'aspettativa del passaggio di un accordo sulle imposte, oltre che la **liberazione di domanda compressa** negli ultimi due anni. Sulla base di queste indicazioni i consumi potrebbero crescere del 3,8% t/t ann. nel 4° trimestre, dopo +2,8% t/t ann. del 3°.

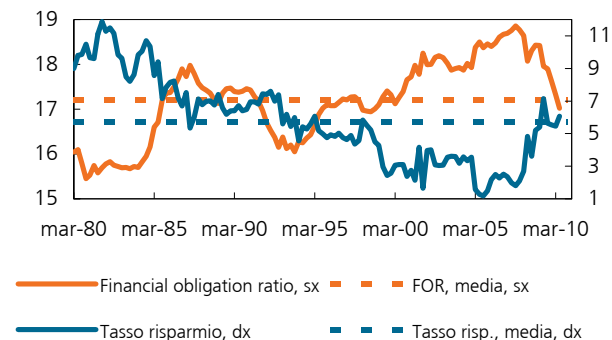
Alla base della ripresa dei consumi ci sono due fattori: stabilizzazione del tasso di risparmio e ripresa della crescita occupazionale (e quindi del reddito da lavoro). A questo trend positivo si aggiunge ora l'aspettativa di sostegno dall'espansione fiscale contenuta nel pacchetto di compromesso Obama-Repubblicani. Gli effetti del pacchetto sul periodo 2011-12 si vedranno più sulla riduzione del debito che su un'accelerazione strutturale dei consumi perché gran parte delle misure "estende" le condizioni fiscali vigenti, ed è ancora di natura temporanea. La dinamica stimata per il 2011 è di 3,2%, seguita da un rallentamento a 2,7% nel 2012. Tuttavia nella prima parte del 2011 i consumi recupereranno almeno parte del terreno perduto nel ciclo: i consumi reali a ottobre 2010 (ultimo dato disponibile) sono ancora inferiori al livello di fine 2007. Questo elemento di **recupero di domanda latente** è particolarmente evidente con i dati di vendite delle auto, che da metà 2010 hanno ripreso un trend positivo più in linea con l'esperienza storica precedente la crisi, al netto di incentivi fiscali e dei produttori.

Il **tasso di risparmio** è salito quasi ininterrottamente dai minimi del 2005 (1,2%), portandosi sopra la media degli ultimi 30 anni già da fine 2009. All'aumento del tasso di risparmio è corrisposto un calo sia del livello del debito, sia del rapporto debito/reddito disponibile dai massimi del 2007. Questo è avvenuto per via di un calo dei mutui (in parte dovuto a pignoramenti) e del credito al consumo. Il credito al consumo a ottobre ha segnato il secondo

aumento consecutivo, dopo avere registrato contrazioni costanti da inizio 2009 (a parte un incremento temporaneo a gennaio 2010). I mutui sono destinati a rimanere su un trend discendente ancora per anni: per un rapporto debito/reddito disponibile vicino a 1, il debito dovrebbe essere più basso del 15% rispetto al livello di metà 2010 (cioè duemila miliardi in meno rispetto ai 13 mila miliardi di giugno). Nell'ultimo anno il debito delle famiglie è sceso di 300 miliardi di dollari: per avere un debito tale da portare il rapporto debito/reddito all'unità, il calo del debito dovrebbe proseguire per altri 7 anni ai ritmi del 2009-10. Come mostra il grafico qui sotto, il calo del debito e dei tassi e la riduzione del costo dell'abitazione hanno contribuito a ridurre drasticamente il servizio del debito e gli obblighi finanziari delle famiglie, riportando l'onere in termini di reddito disponibile al di sotto della media degli ultimi 30 anni.

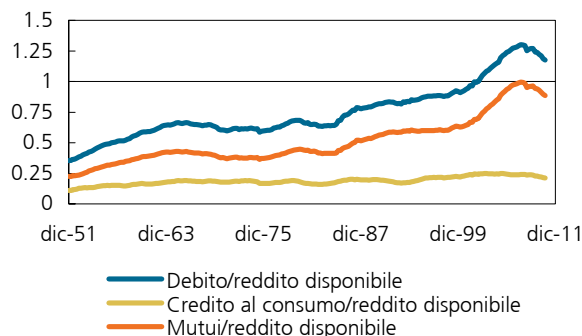
Il **livello del debito** ancora elevato spiega la previsione di una dinamica dei consumi contenuta per gli standard americani, se paragonata con fasi analoghe dei cicli del passato; d'altra parte, però, la riduzione dei mutui attuata finora e la manovra fiscale giustificano la previsione di mantenimento di crescita soddisfacente dei consumi nel prossimo biennio, nonostante un tasso di disoccupazione persistentemente molto elevato.

Risparmio e obblighi finanziari delle famiglie sono di nuovo in linea con le medie storiche...



Fonte: EcoWin, Federal Reserve Board

... ma il debito deve ancora scendere

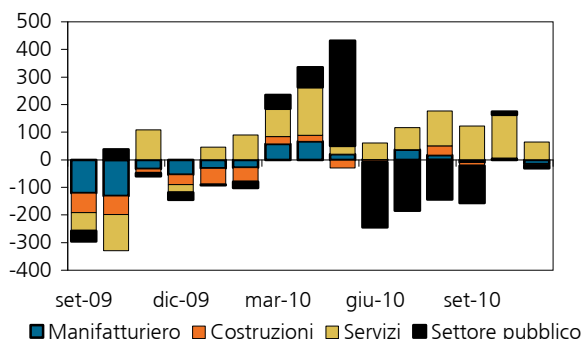


Fonte: EcoWin, Federal Reserve Board

Dal lato del **mercato del lavoro**, i dati di novembre sono stati molto deludenti, ma vanno letti all'interno di una serie di dati decisamente più favorevoli visti negli ultimi mesi: nuovi sussidi di disoccupazione in calo, indici di occupazione delle indagini in territorio espansivo, dinamica positiva delle vendite e dei consumi, aumento delle offerte di lavoro. Il mercato del lavoro rimarrà a lungo in uno **stato** deplorabile, ma resta su un **sentiero** di miglioramento: queste due caratteristiche sono determinanti per dare il tono alle previsioni per il ciclo attuale. Un punto che sarà rilevante per le politiche economiche e i rischi di deflazione è che il tasso di disoccupazione strutturale è probabilmente salito verso il 6,5% dal 5% del ciclo precedente. I dati degli ultimi mesi, astruendo dalla delusione di novembre, confermano il quadro.

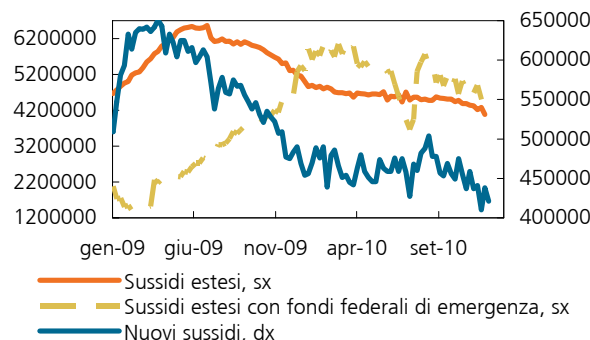
I **dati positivi sul trend sono diffusi**. Fra giugno e novembre la crescita media degli occupati non agricoli nel settore privato è stata di 107 mila unità e le indicazioni sulle vendite natalizie fanno prevedere una dinamica positiva dell'occupazione nel settore del commercio nella parte finale dell'anno. A novembre sono aumentati i posti di lavoro temporanei, in genere un prodromo di ulteriori assunzioni. La crescita della produttività è stata straordinaria nell'ultimo anno e le imprese non potranno reggere a un'ulteriore espansione dell'*output* senza un aumento degli occupati: questo è testimoniato dal forte aumento delle ore lavorate nell'ultimo anno, a fronte di una dinamica delle assunzioni molto più moderata.

Nuovi occupati non agricoli: un miglioramento lentissimo...



Fonte: EcoWin

... ma i nuovi sussidi sono sui minimi da agosto 2008

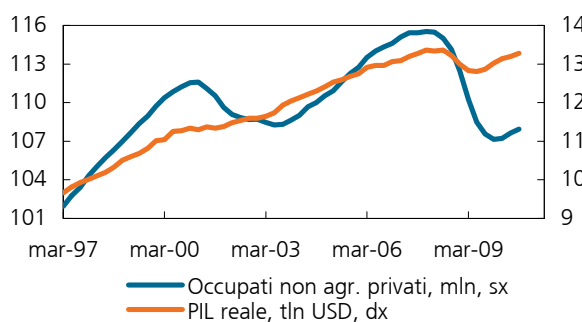


Fonte: EcoWin

Inoltre, l'aspettativa di un pacchetto fiscale favorevole alla spesa delle famiglie e agli utili societari dovrebbe ridurre l'incertezza delle imprese, permettendo uno spostamento delle decisioni sul lavoro nel 2011. A ottobre il *jobs opening ratio* (dato dalle offerte di lavoro diviso la somma di offerte e occupazione) è salito al 2,5% (dal 2,3% di settembre) a livello aggregato e al 2,7% dal 2,4% per il settore privato. Il tasso di assunzioni, però, negli ultimi mesi è rimasto stagnante a 3,2% per il settore privato.

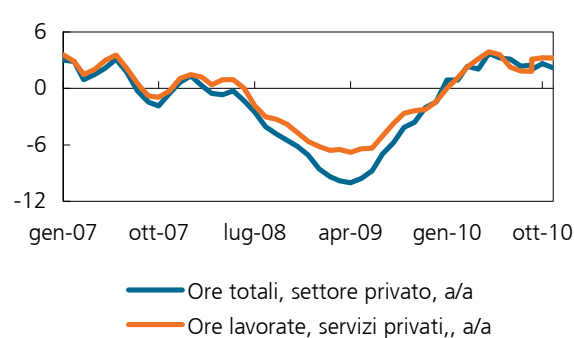
Sulla base delle informazioni disponibili, la **crescita degli occupati** nel settore privato nel 2011 dovrebbe accelerare rispetto alla media mensile 2010 (106 mila), portandosi vicina a una media mensile di **200-250 mila unità**. L'effetto sul tasso di disoccupazione sarà molto modesto, con un calo in media di qualche decimo, soggetto all'andamento del **tasso di partecipazione**. La partecipazione alla forza lavoro rimane sui minimi dal 1984 a 64,5%, e un suo eventuale aumento vanificherebbe le pressioni verso il basso esercitate dalla crescita relativamente tiepida dell'occupazione.

PIL e occupati non agricoli privati: un gap straordinario...



Fonte: EcoWin. PIL reale, tln di dollari; Occupati in milioni

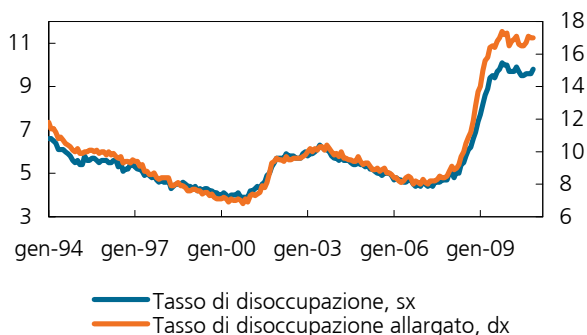
... mentre la dinamica delle ore lavorate è sostenuta



Fonte: Datastream

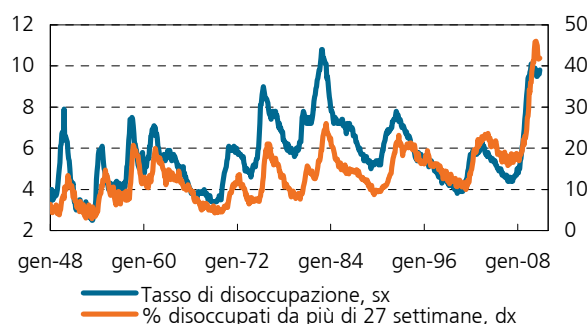
I **dati negativi per il quadro generale** del mercato del lavoro **restano però invariati**. Il tasso di disoccupazione e sotto-occupazione (lavoratori part-time per motivi economici, lavoratori scoraggiati e marginalmente attaccati alla forza lavoro) a novembre era il 17%. I disoccupati da più di 27 settimane a novembre erano ancora pari al 42% dei disoccupati totali. L'estensione dei sussidi per tutto il 2011, annunciata con il pacchetto di fine anno, potrebbe scoraggiare la ricerca di lavoro da parte dei disoccupati mentre il ciclo migliora, contribuendo a mantenere elevato il tasso di disoccupazione di diversi decimi di punto (la stima della San Francisco Fed è di 0,4pp), mentre la probabilità di trovare lavoro per i disoccupati di lungo termine continuerà a scendere.

Tasso di disoccupazione e sotto-occupazione straordinariamente elevati



Fonte: EcoWin

I disoccupati di lungo termine su livelli record



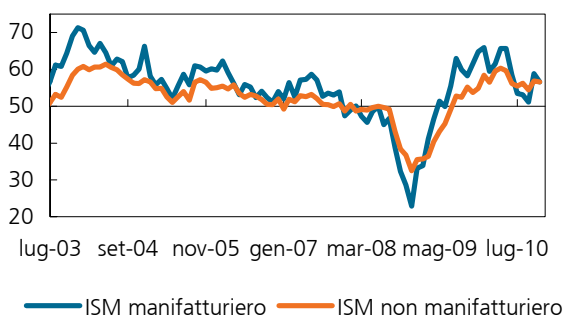
Fonte: EcoWin

I dati di novembre, in isolamento, non determinano quindi una revisione di scenario complessivo: il quadro del mercato del lavoro è di miglioramento molto graduale, in probabile accelerazione nel 2011, ma il rialzo del tasso di disoccupazione è una conferma della lentezza nello smaltimento dell'eccesso di offerta.

2) Le imprese seguiranno la domanda delle famiglie

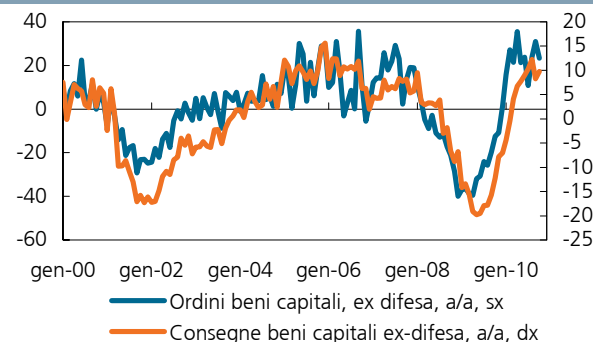
Dal lato delle imprese, lo scenario prosegue su un sentiero positivo. Gli indici di fiducia hanno ripreso vivacità, escludendo, come atteso, i rischi di ricaduta recessiva. L'eliminazione dell'incertezza sulla politica fiscale di breve termine e gli incentivi agli investimenti che verranno attuati nel 2011 daranno sostegno, se pure solo al margine, alla dinamica positiva della spesa in macchinari e software, mentre la spesa in strutture resterà un freno agli investimenti complessivi delle imprese, almeno nella prima metà del 2011. Gli indici ISM, i dati sugli ordini, il miglioramento dell'indagine presso le piccole imprese NFIB puntano tutti nella stessa direzione. Le previsioni vedono una dinamica degli investimenti fissi dell'11,2% nel 2011, dopo il 5,9% atteso nel 2010. Nel 2012, gli investimenti dovrebbero rallentare modestamente a +8,9% annuo. Le scorte giocheranno un ruolo minore nel 2011, quando la crescita sarà sostenuta soprattutto dalle vendite finali domestiche.

Le indagini di settore indicano che il rischio di ricaduta recessiva è scongiurato



Fonte: EcoWin

Gli investimenti in macchinari e software restano in crescita



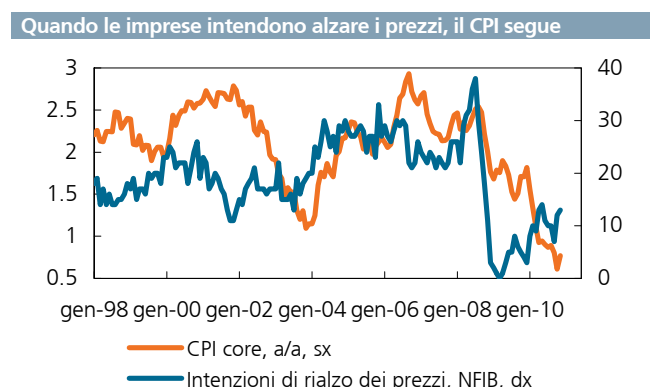
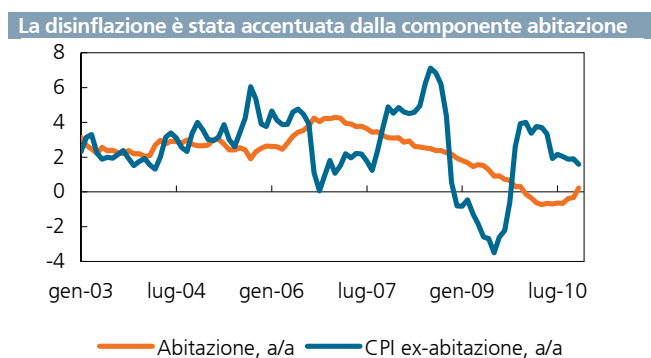
Fonte: EcoWin

3) Inflazione: bassa, ma su un trend verso l'alto nel 2011

L'inflazione ha continuato a scendere per tutto il 2010. A ottobre, l'inflazione misurata con il CPI era a 1,2% a/a, con il CPI core allo 0,6% a/a; a novembre il core è salito a 0,8% a/a. Tutte le misure di inflazione danno messaggi simili, dal deflatore dei consumi all'inflazione mediana, alla

media troncata. Nonostante i timori espressi dalla Banca centrale recentemente, le proiezioni macroeconomiche del FOMC a novembre hanno registrato una revisione verso l'alto sui prezzi rispetto a quanto segnalato a giugno: 1,2-1,4% nel 2010 (da 1,0-1,1%); 1,1-1,7% nel 2011 (da 1,1-1,6%). Per il deflatore *core* le indicazioni sono simili: 1,0-1,1% nel 2010 (da 0,8-1,0%), 0,9-1,6% nel 2011 (da 0,9-1,3%). La nostra previsione è che il **processo di disinflazione sia vicino a una svolta**. Ci sono due elementi che giustificano questa previsione.

Il principale argomento a sostegno almeno di una stabilizzazione dell'inflazione *core* riguarda la componente **abitazione**. A ottobre questa componente era ancora negativa su base tendenziale per via dell'effetto confronto con l'anno precedente; ma per gran parte del 2010 le variazioni mensili sono state nulle o marginalmente negative: nel 2011 l'effetto confronto negativo sarà eliminato e ridurrà le pressioni verso il basso sul CPI *core*. Inoltre, i dati mostrano che gli affitti rilevati sul mercato sono in crescita più sostenuta rispetto alla componente affitti del CPI, che dovrebbe seguire nel 2011 con una dinamica positiva pur in presenza di prezzi delle case deboli o ancora marginalmente in calo. A novembre si è avuto un "assaggio" di questa svolta, con un incremento degli affitti di 0,2% m/m, mentre gli affitti figurativi sono cresciuti dello 0,1% m/m.



Il secondo argomento riguarda la **dinamica della domanda finale**. Le intenzioni sui prezzi rilevate dall'indagine delle piccole imprese della NFIB hanno svoltato decisamente e danno indicazioni di svolta nel trend di disinflazione (vedi grafico sopra). L'accelerazione dei consumi, la ripresa del trend del reddito personale, l'aspettativa di sostegno della politica fiscale e la svolta nelle aspettative di inflazione puntano a una stabilizzazione dei prezzi. Si aggiungono poi potenziali pressioni verso l'alto che emergono dalle materie prime, sia alimentari che energetiche.

Politica fiscale: arriva l'accordo dell'ultimo minuto, con qualche regalo di Natale

Il Congresso ha approvato il **disegno di legge** che estende i tagli fiscali di Bush e include altre misure espansive per il periodo 2011-12, con un costo totale stimato per il 2011-20 di 858 miliardi di dollari. La legge è stata approvata a larga maggioranza dal Senato (81-19), con ampio supporto dei repubblicani. La **Camera ha approvato lo stesso testo del Senato**, nonostante il tentativo da parte dei democratici di modificare le aliquote per i redditi elevati e per l'imposta di successione. La minaccia da parte dei repubblicani di bloccare con l'ostruzionismo l'approvazione di qualsiasi modifica ha indotto i democratici a cedere su tutti i fronti. La legge è passata con 277 voti favorevoli e 148 contrari. La legge va ora alla firma del presidente ed entrerà in vigore entro Natale.

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2010

Le misure sono prevalentemente concentrate dal lato delle imposte, e riguardano per la maggior parte estensione di aliquote vigenti, già in discussione da tempo; alcune misure sono invece inattese.

Fra le misure in gran parte attese ci sono **l'estensione per due anni** dei tagli di imposta di Bush **per tutte le classi di reddito**; l'estensione per due anni anche di **tutte le altre misure** (per esempio, imposta sui *capital gains* al 15%, eliminazione della penalizzazione per dichiarazioni congiunte, sostegno per l'istruzione); l'indicizzazione dell'Alternative Minimum Tax. Tra le novità, c'è **l'estensione dei sussidi di disoccupazione per un intero anno** (la discussione finora verteva sull'estensione per tre mesi) fino a fine 2011; la riduzione dell'aliquota della **tassa di successione** al 35% per patrimoni al di sopra dei 5 milioni di dollari (questo potrebbe essere modificato nella versione finale, con scarsi effetti su consumi ed entrate); la **riduzione di 2pp della "payroll tax"** (imposta contributiva del 6,2% pagata sul reddito da lavoro dai dipendenti); **defiscalizzazione del 100% della spesa per investimenti** nel 2011-12 (la previsione era per il mantenimento dell'attuale 50%, l'estensione al 100% proposta dal presidente a settembre si era arenata in autunno). Viene lasciata scadere la misura definita "*Making work pay credit*", che riduceva l'aliquota sul reddito dei lavoratori dipendenti (però questo viene più che compensato con la riduzione della *payroll tax* di 2pp).

Nel complesso, il pacchetto è più espansivo di quanto ipotizzato finora come compromesso fra Democratici e Repubblicani, anche perché gran parte delle misure non cadrebbe sotto il regime "*pay-go*" e non richiederebbe corrispondenti tagli di spesa o aumenti di entrate. L'estensione dei tagli di imposta sul reddito delle famiglie avrebbe un impatto di circa 200 miliardi di dollari nell'anno solare 2011 (190 miliardi nell'a.f. 2011); la "*vacanza*" sulla *payroll tax* al netto della fine del programma "*Making work pay*" corrisponde a un taglio delle imposte nell'anno solare 2011 di circa 90 miliardi di dollari (67 miliardi nell'anno fiscale); l'estensione dei sussidi è stimata con un costo complessivo di 56 miliardi di dollari, di cui 42 miliardi nell'anno solare 2011. L'ammortamento accelerato degli investimenti ridurrebbe le entrate di circa 110 miliardi di dollari negli anni fiscali 2011-12.

Un grande pacchetto con minuscoli effetti sul PIL							
	2010	2011	2012	2013	"Nuovo" stimolo?	2011-15	2011-20
Sostegno fiscale		-99.0	-187.4	-105.3	No	-253.4	-253.4
AMT		-85.8	-67.6	16.8	No	-136.7	-136.7
Successione		-4.5	-28.1	-29.3	in parte	-67.5	-68.1
Ammortamento		-55.4	-58.2	0.3	in parte	-65.1	-21.8
Sussidi disocc.		-34.5	-21.6	-0.1	in parte	55.7	55.7
Contributi prev.		-67.2	-44.4	0.0	in parte	-111.7	-111.7
Altre misure		-27.6	-15.6	-2.0	No	-41.4	-48.8
Totale		-374.1	-422.9	-119.8		-620.0	-584.9
<i>Per memoria:</i>							
Stime base CBO							
Deficit	-1342.0	-1066.0	-665.0	-525.0		-3202.0	-6246.0
Deficit/PIL	-9.1	-7.0	-4.2	-3.1		-3.8	-3.3
PIL	14747	15229	15833	16935			
Stime con pacchetto							
Deficit	-1342.0	-1440.1	-1087.9	-644.8		-4094.8	-7103.8
Deficit/PIL	-9.1	-9.5	-6.9	-3.8		-4.9	-3.8
Differenza deficit		-374	-422.9				
Nuovo stimolo		-80.9	-76.2	-14.6			
(stime Intesa)	% PIL	0.5	0.5	0.1			

Fonte: CBO, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nella tabella qui sopra riportiamo una valutazione delle misure annunciate sulla base delle stime del CBO (vedi www.cbo.gov), aggiungendo una distinzione fra quanto è "nuovo" e quanto

invece è un'estensione di misure in scadenza che si prevedeva sarebbero state in gran parte rinnovate. L'effetto delle misure sul deficit dello scenario base del CBO (a legislazione invariata) è enorme: un allargamento di 917 miliardi di dollari sul periodo a.f. 2011-13. Tenendo però conto delle misure che sono un'estensione di misure già in vigore e che con elevata probabilità sarebbero state estese, l'effetto netto sul deficit previsto è ben più contenuto, pari a circa 170 miliardi di dollari sul periodo 2011-13. Per questo stimiamo che **l'effetto di stimolo sia relativamente contenuto rispetto al valore "facciale" del pacchetto.**

La valutazione degli effetti di stimolo del pacchetto è più difficile del normale: gran parte delle misure sono estensioni di misure esistenti, che però hanno rischiato fino all'ultimo di non venire rinnovate. La nostra stima (e quella di consenso) era che gran parte di queste misure sarebbe stata estesa, e per questo motivo l'effetto netto del pacchetto è ben inferiore al suo ammontare valutato rispetto alla legislazione vigente. Ma nel valutare gli effetti delle misure, una parte rilevante della stima dipende dalla percezione di famiglie e imprese riguardo alla probabilità di estensione. Per chiarezza di esposizione, presentiamo le stime degli effetti limitati a quello che riteniamo essere effettivamente "nuovo" stimolo (rispetto alle nostre previsioni precedenti) e applichiamo i moltiplicatori standard per le singole classi di misure. Sulla base di queste premesse, il risultato è un effetto sulla crescita del PIL molto modesto (circa 0,2pp nel 2011 e 0,1pp nel 2012, vedi tabella qui sotto). **L'effetto complessivo potrebbe essere un po' più ampio, per via della riduzione dell'incertezza: circa 0,3-0,4pp nel 2011 e 0,1-0,2pp nel 2012.**

Dato che le misure sono concentrate dal lato delle imposte, l'effetto di stimolo al PIL potrebbe essere complessivamente modesto, anche perché la parte mirata alle classi di reddito più elevate darà una spinta quasi nulla alla spesa. Inoltre, permane incertezza riguardo alla natura temporanea o definitiva delle misure sulle imposte: fra due anni si riproporrà lo stesso dibattito di quest'anno, ma con una situazione fiscale ulteriormente deteriorata. I tagli di imposta, tipicamente, hanno un effetto stimato sulla spesa pari a circa 0,3 per ogni dollaro, per le classi con una elevata propensione al consumo, più basso per le classi di reddito elevato; più ampio l'effetto dell'estensione dei sussidi che probabilmente si traduce in un aumento della spesa vicino a 0,8-0,9 per dollaro. Per quanto riguarda lo stimolo agli investimenti, la stima è che il calo delle entrate non abbia effetti misurabili sulla crescita del PIL perché rappresenta uno sgravio per le imprese senza conseguenze rilevanti sulle decisioni di spesa. Gran parte delle misure probabilmente si tradurranno in aumento del risparmio/riduzione del debito, con un effetto di stimolo ai consumi positivo, ma contenuto se paragonato alla dimensione dell'allargamento atteso del deficit rispetto allo scenario a legislazione vigente.

Nuovo stimolo: effetti stimati su entrate e PIL				
	2011		2012	
	entrate (mld USD)	moltiplicatori (%)	entrate (mld USD)	moltiplicatori (%)
Tassa successione e donazione	-2.9	0.1	-7.1	0.1
Ammortamento investimenti	-35.0	0.01	-21.8	0.01
Estensione sussidi di disoccupazione	-20.0	0.85	-8.1	0.85
Riduzione payroll tax	-39.2	0.3	-16.7	0.3
Effetti totali stimati sulla crescita del PIL	-97.0	0.2	-53.7	0.1

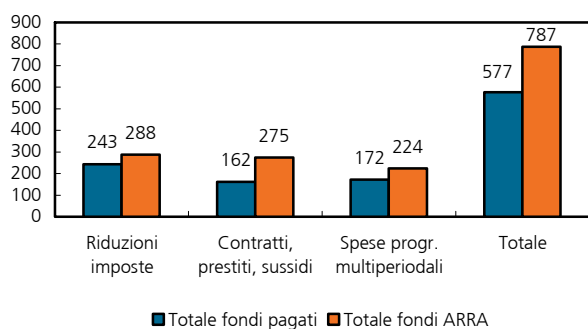
Fonte: CBO, Tax Policy Center, White House; elaborazioni Intesa Sanpaolo. Previsioni per anni solari

La decisione di attuare misure con effetti devastanti sul deficit del prossimo biennio (secondo il CBO al 9,5% del PIL nel 2011, dal 9,1% dell'a.f. 2010, in calo contenuto al 6,9% del PIL nell'a.f. 2012) senza toccare in alcun modo il nodo della sostenibilità di lungo termine dei conti federali espone gli Stati Uniti a **problemi fiscali crescenti dal 2012 in poi**. Moody's ha indicato che se il pacchetto verrà approvato nella sua forma iniziale, il peggioramento del debito e del deficit potrebbe determinare un *outlook* negativo per il debito americano. Un *outlook* negativo aumenta la probabilità che il rating del debito statunitense venga ridotto nei successivi 12-18

mesi dall'attuale AAA. Secondo Moody's gli effetti negativi della manovra sui conti federali più che compensano gli effetti positivi sulla crescita.

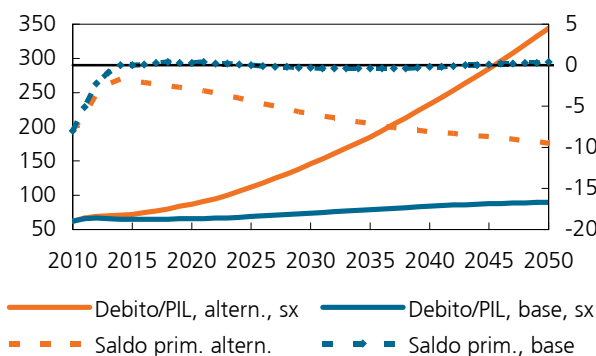
Per quanto riguarda lo scenario al netto degli effetti del probabile nuovo stimolo, rimangono ancora fondi del pacchetto ARRA, soprattutto dal lato della spesa (vedi grafico sotto). Con la nuova manovra 2010, il sentiero dei conti federali si avvicina allo "scenario alternativo" ipotizzato dal CBO nell'analisi del *budget* di lungo termine (vedi grafico sotto) e rende ancora più cruciali gli interventi per affrontare la sostenibilità dei conti federali. In uno studio recente del CBO¹, ogni ritardo nell'affrontare la sostenibilità di lungo termine dei conti porterà a significativi aumenti del debito con effetti avversi sulla crescita per via del minore risparmio utilizzato per investimenti produttivi, maggiori spese per interessi, minore capacità di reazione a problemi inattesi (crisi, recessioni, guerre), aumento della probabilità di una crisi fiscale. Nello scenario alternativo del CBO (che corrisponde da vicino all'estensione delle misure fiscali contenute nel recente pacchetto concordato con i Repubblicani), il debito/PIL supererebbe il 110% entro il 2025 e seguirebbe un sentiero esplosivo (vedi grafico qui sotto). Il CBO stima il costo di aspettare a intervenire dal 2015 al 2025. Per stabilizzare il rapporto debito/PIL nel 2015 occorrerebbe intervenire con misure permanenti pari a circa il 2-2,5% del PIL, equivalenti a una **riduzione della spesa primaria di circa il 12% o a un aumento delle imposte dell'11%** (per una manovra strutturale di circa 300-400 miliardi di dollari del 2010). Aspettando ad agire nel 2025, la correzione richiesta per stabilizzare il debito/PIL sarebbe pari a circa il 5,5-6% del PIL, pari a un **taglio di spesa del 25% circa o a un aumento di entrate del 26%** (corrispondente a una manovra di circa 800-900 miliardi di dollari del 2010). La stima del CBO è che il rapporto debito/PIL fra il 2015 e il 2025 aumenterebbe di circa 40pp. Il costo di aspettare ad affrontare il problema corrisponde a un'ampia riduzione della crescita dei consumi, dell'output, dello stock di capitale e della forza lavoro, con effetti rilevanti sulla crescita di lungo termine.

Ancora qualche spicciolo da spendere dal pacchetto ARRA



Fonte: Recovery.gov, elaborazioni Intesa Sanpaolo Dati al 26/11/2010.

Lo scenario alternativo sta diventando lo scenario centrale



Fonte: CBO, elaborazioni Intesa Sanpaolo

La **Commissione bi-partisan per il controllo del debito** ha presentato il proprio rapporto in Congresso, con misure di contenimento della spesa su vari fronti e riforme profonde del sistema tributario. Secondo il rapporto, le misure proposte (che limiterebbero il rapporto entrate/PIL al 21%) porterebbero a un deficit al 2,3% del PIL entro il 2015 e a una riduzione del rapporto debito/PIL al 40% entro il 2035. Le misure proposte sono molteplici e passano attraverso una semplificazione del sistema tributario con l'eliminazione di molte deduzioni e detrazioni (fra cui, per esempio, la detrazione degli interessi sui mutui), l'aumento delle imposte sulla benzina, la riduzione del numero di aliquote sul reddito delle famiglie, la riduzione dell'aliquota sul reddito delle imprese. Dal lato della spesa verrebbero attuate modifiche ai programmi sanitari, innalzata

¹ Economic impacts of waiting to resolve the long-term budget imbalance, Economic and budget issue brief, CBO, dicembre 2010.

l'età pensionabile, contenuta la spesa per la difesa e ridotto il numero di dipendenti pubblici federali. Le proposte saranno molto controverse, ma rappresentano certamente la base di partenza per la discussione sul rientro dei conti federali che inizierà il prossimo anno. Per il breve termine il rapporto non dà indicazioni restrittive, e le misure suggerite per il rientro dei conti nel medio termine entrerebbero in vigore dal 2013. Il rapporto non è stato approvato dalla Commissione perché ha avuto solo 11 voti favorevoli su 18 (erano necessari 14 voti favorevoli). E' possibile che il compromesso siglato fra il Presidente e i Repubblicani sia l'inizio di una fase di accordi bi-partisan indispensabili per affrontare il problema della sostenibilità dei conti federali. Tuttavia, esiste il rischio che l'apertura della fase pre-elettorale blocchi invece qualsiasi iniziativa prima del 2013. Questo è un grave elemento di fragilità dello scenario degli Stati Uniti soprattutto dal 2012 in poi.

Politica monetaria: stimolo fino a quando il mercato lo consentirà

La riunione del FOMC di dicembre è stata interlocutoria, senza novità rilevanti e soprattutto senza indicazioni di modifica del programma di acquisto titoli annunciato a novembre. A inizio dicembre, Bernanke ha detto che il programma di stimolo quantitativo non è gestito con il pilota automatico e la Fed continuerà a valutare "se deve essere cambiato, se deve essere ampliato o ridotto o modificato". Per ora, comunque, secondo Bernanke, "il bilancio dei rischi è in favore di questa politica": questa affermazione è stata fatta quando era già nell'aria il compromesso fiscale presentato ufficialmente il giorno successivo dal presidente Obama. Lo stimolo quantitativo deciso a novembre era giustificato dallo scenario macroeconomico, che non è cambiato in modo sostanziale. È anche vero che lo scenario centrale della Fed, almeno per la crescita, è rimasto da tempo più ottimistico di quello del consenso.

La valutazione congiunturale a dicembre 2010 è molto vicina a quanto incluso nelle ultime proiezioni macroeconomiche, pubblicate a novembre. Lo scenario macroeconomico è analogo, e non sembra prendere atto di alcuni miglioramenti che paiono non transitori. Secondo il FOMC, la ripresa prosegue, ma a un ritmo "insufficiente per abbassare la disoccupazione". La spesa delle famiglie aumenta a un ritmo "moderato" e rimane frenata dall'elevata disoccupazione, dalla crescita modesta del reddito, dal calo della ricchezza immobiliare e dalla restrizione del credito. La dinamica degli investimenti ha rallentato e le imprese rimangono "riluttanti" a fare crescere gli occupati. Per quanto riguarda i prezzi, l'inflazione al netto di carburanti e alimentari continua a scendere, pur in presenza di aspettative di più lungo termine stabili.

La Fed rileva che occupazione e inflazione restano su livelli incoerenti con il mandato di massima occupazione e stabilità dei prezzi. L'aggiustamento di queste due variabili segue un ritmo deludente, e giustifica interventi di stimolo a supporto della crescita. Per questo, la Fed "decide di continuare a espandere" i titoli detenuti in portafogli secondo l'annuncio di novembre. Il Comitato manterrà la politica attuale di reinvestimento dei rimborsi di titoli e "intende acquistare 600 miliardi di dollari di titoli del Tesoro a più lungo termine entro il 2° trimestre del 2011, a un ritmo di circa 75 miliardi di dollari al mese". Come a novembre, il comunicato ribadisce che il programma verrà rivalutato costantemente alla luce dell'informazione in arrivo per "correggerlo come necessario". Il trend basso dell'inflazione e lo scarso utilizzo delle risorse restano coerenti con il mantenimento di tassi sui fed funds sugli attuali livelli "eccezionalmente bassi per un periodo esteso". Come previsto, Hoenig ha dissentito, ritenendo che alla luce dei miglioramenti dell'economia, l'elevato livello di espansione monetaria ponga rischi di squilibri finanziari e di rialzo futuro dell'inflazione.

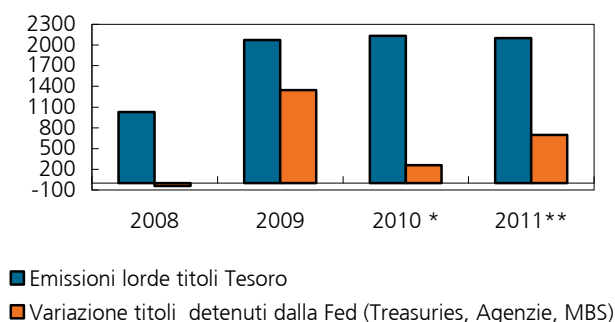
La valutazione macroeconomica di dicembre è sorprendentemente cauta, benché le proiezioni di novembre vedano una crescita più che discreta per il 2011. La Fed sembra guardare lo scenario con lo specchietto retrovisore: è vero che i dati di occupazione sono stati deboli e che alcuni settori restano completamente bloccati (costruzioni), ma in altri dove il miglioramento è

innegabile, la Fed non registra lo scenario più positivo. Questo è particolarmente vero per i consumi delle famiglie. Il comunicato dà un messaggio di unità di visione e di consenso sulla valutazione di un'economia ancora molto fragile e dipendente dallo stimolo di policy. In parte questo atteggiamento più compatto (a parte Hoenig) è determinato di quanto visto nelle settimane successive alla riunione di novembre, può essere una risposta agli attacchi frontali condotti dai Repubblicani in Congresso contro la Fed, sotto la direzione di Ron Paul, il senatore anti-Fed che diventerà il Presidente della sotto-commissione che vigila sull'attività della Banca centrale. Se il comunicato di dicembre sorprende su qualche dimensione, è nella inflessibilità con cui mantiene una valutazione dell'economia a parole più debole di quanto emerge dai numeri delle proiezioni.

Il FOMC ha anche ignorato la svolta nel dibattito di politica fiscale che vede la possibilità di un pacchetto espansivo per il prossimo biennio. In parte il pacchetto di sostegno alla crescita risponde alle richieste della Fed. Bernanke aveva sottolineato l'opportunità di stimolo di breve termine, accompagnato però da credibili impegni per il rientro dei conti federali nel medio termine. Il sostegno fiscale di breve potrebbe essere indispensabile per raggiungere le proiezioni relativamente ottimistiche della Fed, che vedono una crescita compresa fra 3 e 3,6% a/a a fine 2011, e fra 3,6 e 4,5% a/a a fine 2012. Anche in questo quadro, comunque, il tasso di disoccupazione rimane estremamente elevato, mentre l'inflazione *core* è vista fra 0,9 e 1,6% a/a a fine 2011 e fra 1,0 e 1,6% nel 2012. Con questo quadro, sembra improbabile che il Comitato modifichi, nei prossimi mesi, il programma di acquisto titoli.

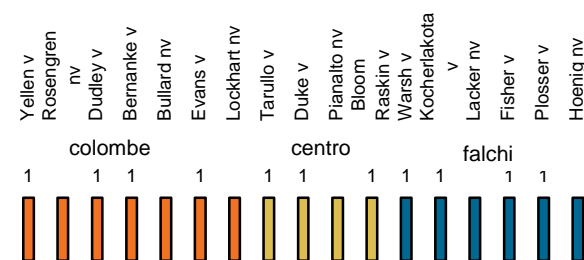
Il voto di dicembre ha registrato il consueto dissenso (il nono consecutivo) di Hoenig, che ha votato per l'ultima volta prima della rotazione dei membri votanti nel 2011. Il **baricentro del FOMC** l'anno prossimo si sposterà verso i 'falchi'. Infatti, l'uscita di Hoenig, che dissente ininterrottamente da gennaio, avviene a fronte dell'ingresso fra i votanti di due espliciti dissenzienti (a parole) riguardo al nuovo programma di stimolo quantitativo, Plosser (Philadelphia) e Fisher (Dallas). Il voto di Kocherlakota (Minneapolis) sul programma è più dubbio, anche se è più vicino ai "falchi" dichiarati che al centro del Comitato, con valutazioni di scetticismo riguardo all'efficacia di stimolo monetario su un tasso di disoccupazione il cui livello elevato potrebbe essere di natura strutturale. Un fulcro importante per gli equilibri del FOMC sarà Warsh (Board, quindi sempre votante) che pochi giorni dopo la decisione di aprire il nuovo programma di stimolo quantitativo ha dato giudizi critici al riguardo, rompendo la tradizione che vede i membri del Board allineati intorno al *chairman*. Nonostante queste frange, anche ampie, di potenziale dissenso, Bernanke può contare su una solida maggioranza che lo sostenga di fronte a eventuali ulteriori debolezze cicliche. **I giochi per la politica monetaria del 2011 sono aperti, ma per ora sembra solo in una direzione:** o mantenimento dello stimolo già annunciato, o ulteriore apertura. Per l'*exit strategy* ci vorrà ancora tempo.

Emissioni lorde e acquisti di titoli della Fed



Fonte: Federal Reserve Board, SIFMA, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il falcometro si sposta verso destra nel 2011

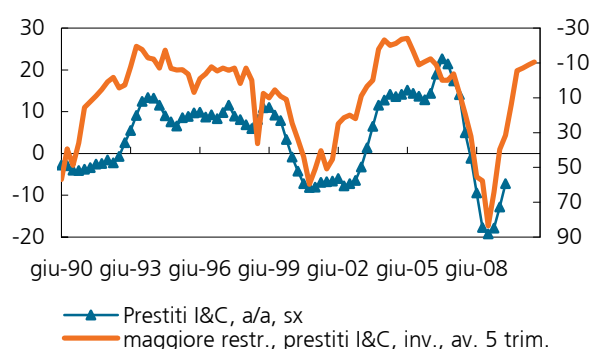


Fonte: Federal Reserve Board, elaborazioni Intesa Sanpaolo. "1" indica membro votante nel 2011

Nella prima settimana di dicembre, l'attivo della Fed ha toccato 2,38 tln di dollari. Il bilancio della Fed si sta espandendo oltre i record toccati al picco della crisi post-Lehman. All'epoca, l'espansione del bilancio era dovuta a programmi di liquidità temporanei, ora le misure non convenzionali sono più durature, e l'*exit strategy* che sembrava quasi automatica due anni fa è ora molto più complessa.

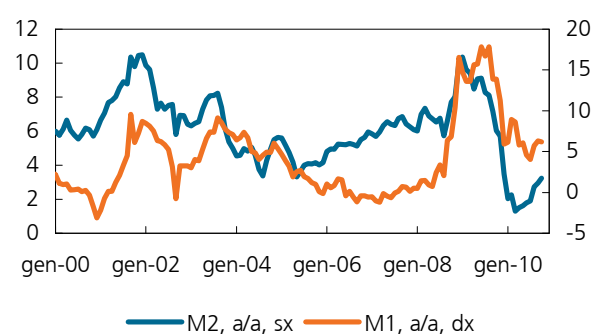
Nonostante l'ampia spaccatura all'interno del FOMC, riteniamo che l'elevato tasso di disoccupazione e un'inflazione ancora bassa nella prima metà del 2011 manterranno invariata l'attività di acquisto titoli annunciata a novembre. Fino a giugno 2011, gli acquisti della Fed di Treasuries su base mensile saranno superiori alle emissioni nette del Tesoro. I primi segnali di avvicinamento alla svolta di politica monetaria si potrebbero vedere, almeno in termini verbali verso la fine del 2011. I tassi dovrebbero rimanere fermi almeno fino al 1° trimestre 2012.

Il credito alle imprese ha già svoltato



Fonte: EcoWin, Federal Reserve Board, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Qualche segnale positivo dagli aggregati monetari



Fonte: EcoWin

Area Euro – la crisi sul debito non frena l'economia reale, ma rallenta la *exit strategy* della BCE

- Nonostante la crisi sul debito, l'area euro resta in una fase di moderata ripresa economica. Dopo il rallentamento della seconda metà del 2010, si potrebbe assistere a una riaccelerazione a inizio 2011, già preannunciata dall'andamento dei maggiori indici anticipatori.
- Nel complesso, l'anno prossimo potrebbe vedere una crescita pari a quella del 2010 (1,7%); tuttavia il sentiero di crescita sarà più equilibrato, perché non più basato sulle scorte ma su una genuina ripresa della spesa finale per consumi e investimenti, in un contesto di crescita persistente dell'export.
- Permarrà per l'orizzonte prevedibile un'ampia divergenza nell'impostazione del ciclo tra Paesi *core* e "periferici" (Grecia, Irlanda e in minor misura Portogallo e Spagna), sui quali peseranno la correzione degli squilibri "strutturali" accumulatisi nel corso dell'ultimo decennio e soprattutto gli effetti restrittivi del percorso di rientro del deficit.

Previsioni macro	2009	2010	2011	2010				2011			
				1	2	3	4	1	2	3	4
Pil (prezzi costanti, a/a)	-4.0	1.7	1.7	0.8	2.0	1.9	2.1	2.3	1.7	1.6	1.4
- t/t				0.4	1.0	0.4	0.4	0.5	0.4	0.3	0.2
Consumi privati	-1.1	0.8	1.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3	0.1
Investimenti fissi	-11.3	-1.0	2.2	-0.2	1.7	0.0	0.3	0.6	0.6	0.7	0.7
Consumi pubblici	2.4	0.7	1.1	0.1	0.1	0.4	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
Esportazioni	-13.0	10.0	8.6	2.6	4.3	1.9	1.8	2.4	1.6	2.0	1.7
Importazioni	-11.8	10.4	7.7	4.3	4.2	1.7	1.9	2.0	1.7	1.3	1.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.7	1.4	-0.1	0.9	0.4	0.0	0.1	0.0	0.1	-0.4	-0.4
Partite correnti (% PIL)	-0.6	-0.6	0.2	-0.1	-0.4	-1.1	-0.7	-0.2	0.1	0.4	0.3
Deficit pubblico (% PIL)	-6.3	-6.3	-4.4								
Debito pubblico (% PIL)	79.1	84.1	86.3								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	0.3	1.6	1.8	1.1	1.5	1.7	1.9	1.9	1.8	1.9	1.7
Produzione industriale (a/a)	-14.8	6.6	2.4	2.3	2.3	0.8	0.5	0.0	0.6	0.9	0.3
Disoccupazione (ILO, %)	9.5	10.0	9.8	9.9	10.0	10.0	10.1	10.0	9.9	9.8	9.5
Euribor 3 mesi	1.23	0.81	1.11	0.66	0.69	0.87	1.02	1.04	1.07	1.12	1.22
Rendim. 10 anni	3.84	3.58	4.10	3.71	3.61	3.46	3.52	3.82	4.02	4.26	4.31
EUR/USD	1.39	1.33	1.31	1.38	1.27	1.29	1.36	1.33	1.30	1.29	1.30

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

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

La ripresa prosegue, nonostante il freno dai Paesi "periferici"

L'area euro, nonostante la crisi sul debito, **resta in una fase di moderata ripresa economica**, che sta gradualmente riavvicinando l'attività ai livelli pre-crisi. Al di là dell'*outlier* rappresentato dal 2° trimestre (+1% t/t), il trend di crescita per tutto il 2010 e verosimilmente anche nel corso del 2011 sarà di 0,4-0,5% t/t. In particolare, la crescita nei tre mesi finali dell'anno dovrebbe risultare molto vicina allo 0,4% t/t dei mesi estivi (con qualche rischio verso il basso), ma sulla base degli indicatori congiunturali si potrebbe assistere a un'accelerazione a inizio 2011.

Per la media dell'anno stimiamo un tasso di crescita del PIL dell'1,7%, pari al valore stimato per quest'anno e superiore a quello previsto per l'Italia (1,0%). Fra i maggiori paesi, il ritmo di espansione più elevato sarà in Germania (2,5%) ed Olanda (2,3%); la crescita della Francia è stimata a 1,6%, quella della Spagna a 0,9%.

Tuttavia, **la crescita sarà più "sana" che nell'anno in corso**. Nel 2010 il ciclo delle scorte ha avuto un ruolo preponderante nel sostenere l'attività produttiva, fornendo un contributo al PIL 2010 addirittura di +1,4%. Infatti, **la domanda finale interna dovrebbe accelerare** da 0,4% a 1,4%, in ragione di: 1) un graduale rafforzamento dei consumi, che stimiamo in accelerazione da 0,8% a

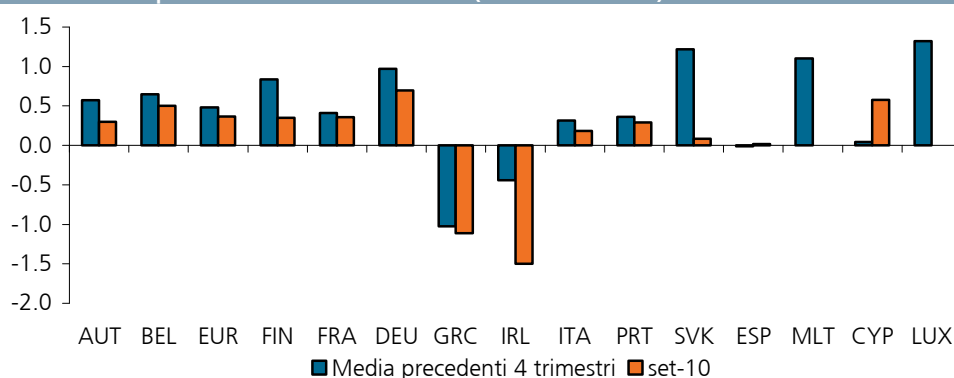
Paolo Mameli

Stimiamo una accelerazione della domanda domestica

1,2%; 2) un ritorno alla crescita dopo tre anni di calo degli investimenti fissi lordi (+2,2%); 3) un contributo positivo alla crescita dal commercio con l'estero, stimato in circa mezzo punto.

Il freno rappresentato dalla significativa restrizione fiscale in atto nei Paesi periferici sarà compensato dagli effetti benefici sull'export di un cambio che stimiamo nel 2011 più debole rispetto all'anno in corso e di una domanda mondiale ancora vivace. Infatti, per le tre maggiori economie la correzione fiscale prevista per il 2011 non è tale da determinare un'inversione del ciclo. Peraltro, non è da escludere che la correzione fiscale possa esplicare maggiormente i suoi effetti di freno a partire dal 2012, quando si innesterà su un quadro congiunturale meno favorevole. Potrebbe produrre effetti maggiori dal 2013 quando si sommerà a una restrizione fiscale e monetaria simultanea negli Stati Uniti.

Aumenta la dispersione interna all'eurozona – (crescita t/t del PIL)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat

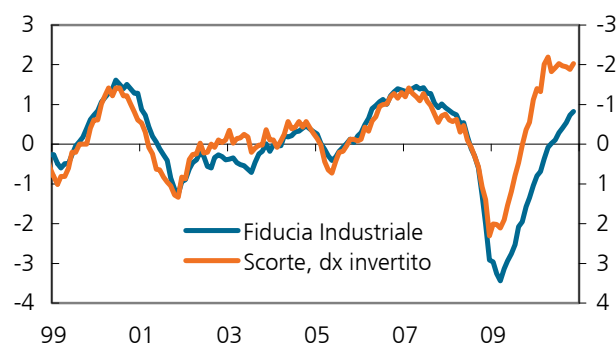
Gli indici congiunturali segnalano che l'espansione continuerà anche a inizio 2011 e non ci sono segnali di possibili ricadute recessive sull'orizzonte prevedibile (6 mesi). Anzi, il livello assai elevato delle indagini nazionali di fiducia delle imprese (l'IFO tedesco è ai massimi storici dalla riunificazione), segnala una possibile accelerazione nel 2011 del tasso di crescita congiunturale rispetto allo 0,4% t/t che dovrebbe aver caratterizzato la seconda metà del 2010.

Gli indici anticipatori segnalano che non è all'orizzonte alcuna ricaduta recessiva

Infatti, sebbene lo stimolo *addizionale* derivante dal ciclo delle scorte si stia affievolendo (così si spiega il minor vigore della produzione negli ultimi mesi rispetto alla prima metà dell'anno), tuttavia i magazzini restano al di sotto dei livelli considerati "normali" e pertanto non vi sono segnali nemmeno preliminari che il ciclo sia prossimo a un'inversione. Il giudizio sugli ordinativi correnti continua a migliorare e le aspettative continuano a essere orientate al miglioramento. Insomma, il ciclo industriale appare ben lungi dall'essere a un punto di svolta, pur attestandosi su ritmi di crescita più "fisiologici" rispetto al rimbalzo dell'immediato dopo-crisi.

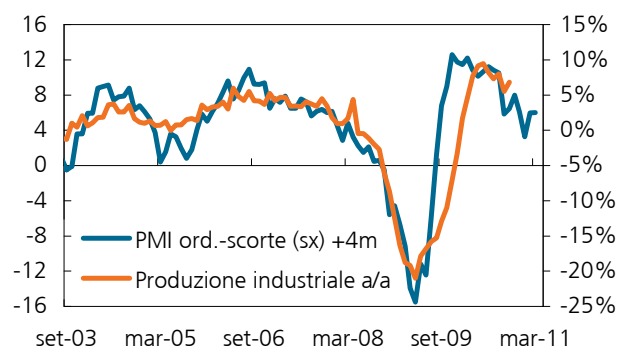
Il ciclo nell'industria non è ancora maturo

Le scorte sembrano aver smesso di calare, fornendo un minor stimolo aggiuntivo alla produzione



Fonte: Commissione UE

In base agli indici congiunturali, il rallentamento in corso per la produzione potrebbe risultare tutto sommato lieve



Fonte: Markit, Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

In sintesi, prevediamo un'accelerazione degli investimenti in macchinari e attrezzature al 4% nel 2011 dopo il 2,9% del 2010. Poiché gli investimenti in costruzioni dovrebbero se non altro smettere di calare (per la prima volta dopo due anni), ciò implica un ritorno in positivo per gli investimenti fissi totali, stimiamo a +2,2% nel 2011 dal -1% del 2010.

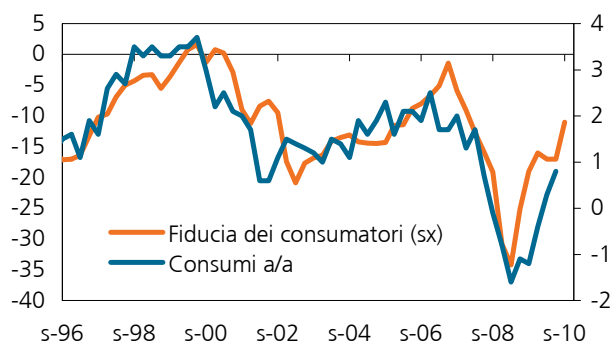
La ripresa dei flussi commerciali interni all'UE rimane sostenuta (il fenomeno dovrebbe attutire l'effetto del modesto rallentamento atteso per l'export extra-UE). In ogni caso, le imprese europee si attendono ancora una crescita degli ordinativi esteri, e il quadro internazionale, amplificato da un tasso di cambio che pensiamo possa essere più debole in media l'anno prossimo rispetto a quest'anno, giustifica un prosieguo del traino fornito dall'export, che vediamo in crescita dell'8,6% nel 2011 dopo il +10% dell'anno in corso. In generale il commercio con l'estero potrebbe contribuire per circa mezzo punto percentuale alla crescita nel 2011; nel 2010 è risultato pressoché irrilevante a causa dell'impennata dell'import a inizio anno.

Il contesto resta favorevole all'export

In questo scenario, c'è spazio a nostro avviso per una moderata ripresa dei consumi, che vediamo accelerare a 1,2% nel 2011 dopo lo 0,8% di quest'anno. Tale ripresa appare legata alla stabilizzazione in corso del mercato del lavoro, con il tasso di disoccupazione in sostanza stabile attorno al 10% da quasi un anno; l'occupazione ha smesso di calare già nella prima metà del 2010 ed è attesa in recupero sempre più evidente nel corso del 2011. Riteniamo che difficilmente il tasso di disoccupazione salirà ancora, e anzi che nel corso del 2011 si dovrebbe assistere a un lieve calo.

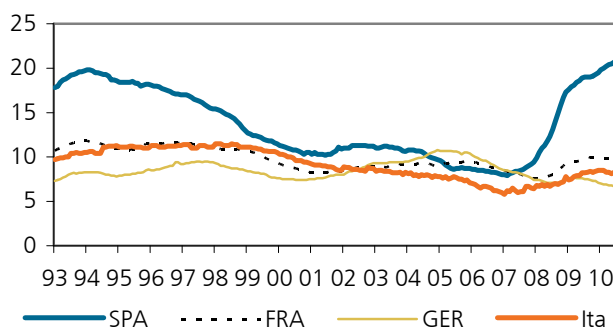
C'è spazio per una ripresa dei consumi

Nel breve termine sembra esserci spazio per una ripresa della domanda per consumi guidata dalla fiducia



Fonte: Eurostat, Commissione UE

La Spagna è la principale responsabile dell'elevata disoccupazione



Fonte: Eurostat

Lo scenario di riferimento è basato sull'ipotesi che la pressione sugli emittenti sovrani periferici europei sia mantenuta sotto controllo, o perché rientra spontaneamente, o perché si ricorre all'EFSF (European Financial Stabilisation Facility) per sostenere gli Stati in difficoltà. Una seconda condizione è che le (poche) banche ancora dipendenti dai prestiti BCE possano ricevere la liquidità necessaria anche con le aste competitive, o che siano consolidate con interventi ad hoc. Lo scenario ipotizza anche che le tensioni fra rischio sovrano nella zona euro ed espansione monetaria negli Stati Uniti mantengano il cambio euro/dollaro sì volatile, ma anche privo di trend strutturali.

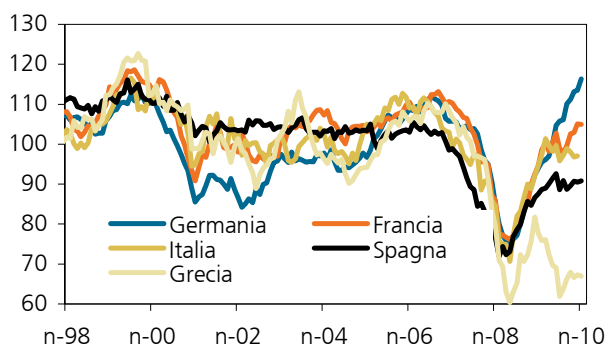
Le ipotesi sottostanti allo scenario centrale

Se dall'analisi fatta emerge una buona impostazione del ciclo europeo nel suo complesso, è importante sottolineare il recente aumento della dispersione del ciclo tra i Paesi appartenenti all'area dell'euro. Tale ampia dispersione è destinata a permanere nel 2011 e probabilmente anche su periodi più lunghi. Infatti, in Grecia e Irlanda e (in minor misura) Portogallo e Spagna la correzione degli squilibri "strutturali" accumulatisi nel corso dell'ultimo decennio e soprattutto gli effetti restrittivi del percorso di rientro del deficit peseranno sul ciclo ancora a lungo, e questi Paesi non torneranno ai tassi di crescita, di molto superiori alla media dell'area, che avevano caratterizzato i primi anni del loro ingresso nell'area dell'euro. Peraltro, questi Paesi hanno un peso sul PIL area euro tale (6,3% se si considerano Grecia, Irlanda e Portogallo, 18,1% se si aggiunge la Spagna) da non inficiare la ripresa in corso nelle maggiori economie (la Germania

Permarrà un'ampia differenziazione del ciclo tra Paesi core e periferici

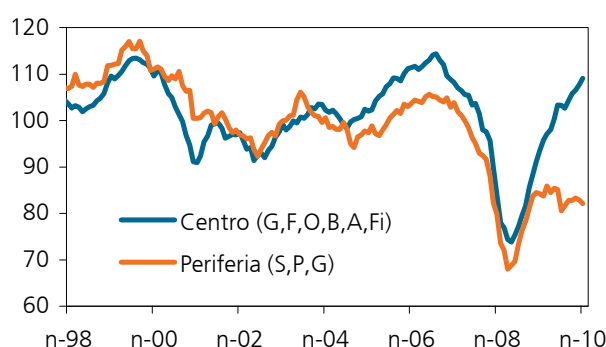
pesa il 26,7%, la Francia il 21,3% sul PIL area euro). La divergenza in termini di impostazione congiunturale tra Paesi *core* (con in testa la Germania) e Paesi "periferici" (Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna) è evidente sulla base degli indici della Commissione Europea, da cui emerge la *sovrapformance* della Germania, subito seguita dalla Francia e dagli altri Paesi *core*. Le economie "periferiche" appaiono attardate nella fase di ripresa, e anzi la Grecia evidenzia concreti rischi di una possibile ricaduta recessiva. All'incirca a metà strada tra Paesi del centro e della periferia si colloca l'Italia. In tali Paesi la crisi colpisce più la fiducia dei consumatori che delle imprese, più i servizi e le costruzioni che l'industria.

L'andamento degli indici della Commissione Europea evidenzia una accentuazione delle divergenze cicliche tra Paesi



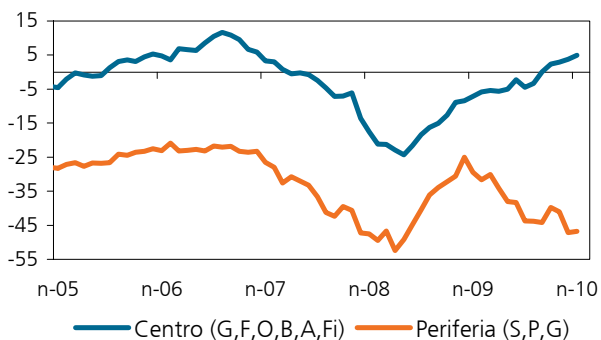
Fonte: indici di fiducia compositi della Commissione UE

Evidente la spaccatura tra Paesi *core* e periferici (indice composito Commissione UE)



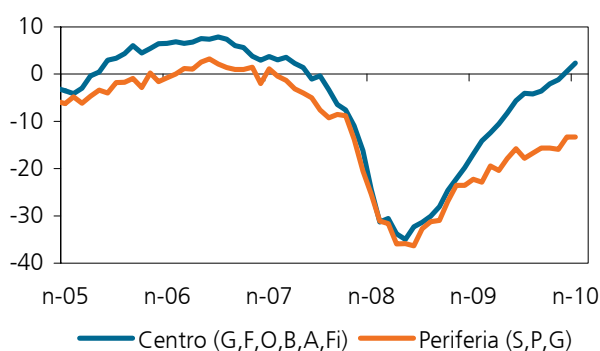
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Commissione UE

La divergenza è più accentuata per la fiducia dei consumatori...



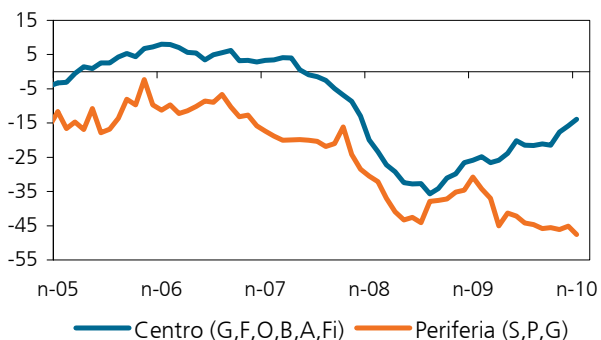
Fonte: indici di fiducia compositi della Commissione UE

... che per quella delle imprese



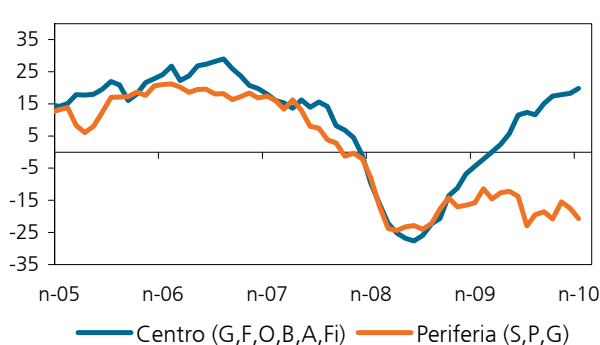
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Commissione UE

Nei Paesi periferici restano in profonda crisi le costruzioni ...



Fonte: indici di fiducia compositi della Commissione UE

... e in generale i servizi



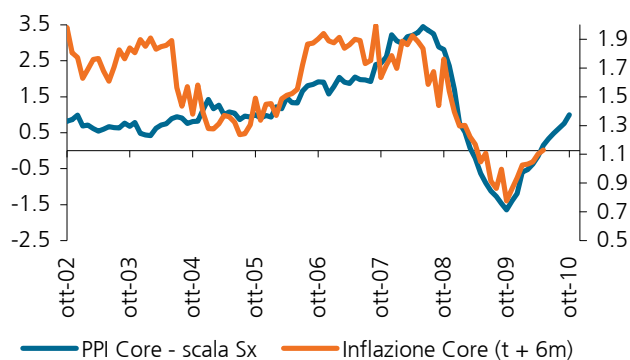
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Commissione UE

L'inflazione in breve: area euro

Nell'area euro l'inflazione è stata confermata all'1,9% a/a a novembre, così come ad ottobre. Nel mese i prezzi sono cresciuti di appena un decimo. L'unico Paese in deflazione resta l'Irlanda (-0,8% a/a), il Paese con l'inflazione più alta è la Grecia (4,8% a/a) a causa dei rincari Iva; per lo stesso motivo sopra la media si attestano Spagna e Portogallo (2,2% a/a). Nell'area euro nel mese i rincari hanno riguardato abbigliamento (0,9% m/m), energia (0,8% m/m) e alcool e tabacco (0,5% m/m), mentre sono scesi i prezzi delle voci più sensibili alla domanda come alberghi e ristorazione (-0,6% m/m), tempo libero e cultura (-0,5% m/m) e comunicazioni (-0,2% m/m). I prezzi *core* sono scesi di un decimo, per un CPI al netto delle componenti più volatili fermo all'1,1% a/a.

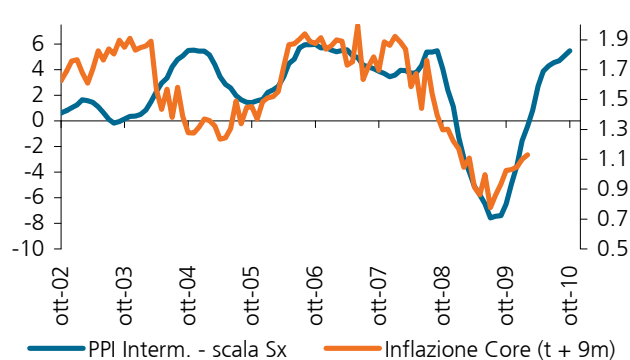
Alessio Tiberi

Indice PPI Core vs. inflazione Core



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Indice PPI beni intermedi vs. inflazione Core



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

In prospettiva, nel corso del 2011 l'inflazione sottostante (al netto di alimentari, energia, alcool e tabacco) dovrebbe evidenziare una dinamica in moderata crescita per la prima parte dell'anno. I rischi al rialzo arrivano soprattutto dalle pressioni a monte della catena produttiva. La componente sottostante dell'indice PPI (al netto di energia e beni intermedi), mostra un trend in crescita negli ultimi mesi. Osservando i dati relativi agli ultimi anni, il PPI *core* sembra anticipare i punti di svolta dell'indice di inflazione *core* dei beni al consumo di circa 6 mesi. Questo effetto di ritardo nella trasmissione dei prezzi attraverso la catena produttiva segnalerebbe una possibile salita dell'inflazione *core* intorno all'1,4% attorno alla metà dell'anno. La componente dei beni intermedi dell'indice PPI risulta molto più volatile della componente *core* in quanto dominata dai prezzi delle materie prime ed evidenzia un trend in crescita ancora più sostenuto negli ultimi mesi; in questo caso l'effetto di trasmissione sull'inflazione *core* dei beni al consumo sembrerebbe, osservando i dati degli ultimi anni, avere un ritardo di 9 mesi circa, suggerendo livelli di inflazione *core* intorno all'1,8% a/a nella parte centrale dell'anno.

Tuttavia i recenti dati sul costo del lavoro (la principale voce di costo per le imprese) continuano a segnalare pressioni al ribasso. L'indice ha toccato un minimo nei 15 anni di rilevazione della serie a 0,8% a/a nel 3° trimestre, e considerato il freno di una disoccupazione ancora elevata (che si traduce in un limitato potere contrattuale per i lavoratori), potrebbe rimanere su livelli assai contenuti anche nel corso del prossimo anno. La dinamica fondamentale dell'inflazione potrebbe quindi rimanere contenuta o in moderata crescita nel 2011.

Le politiche fiscali nell'Unione Europea

Il quadro di finanza pubblica dell'Unione Europea ha subito un profondo deterioramento nel corso degli ultimi trimestri, un evento legato in larga parte alla passata crisi finanziaria e alla recessione che ne è conseguita, ma connesso altresì ad alcuni fattori strutturali che produrranno i loro effetti negli anni a venire. Il peggioramento delle prospettive finanziarie di molti paesi appartenenti all'Eurozona deriva in parte dagli interventi *una tantum* di sostegno al ciclo economico e al sistema privato, che verranno assorbiti in tempi relativamente rapidi. Ma a deteriorare l'*outlook* di fondo per le finanze pubbliche UE contribuisce l'andamento deludente della domanda aggregata, il cui calo rispetto ai livelli pre-crisi e la conseguente crescita persa (rispetto al potenziale economico) hanno determinato un sensibile incremento nei rapporti deficit/PIL e debito/PIL, i due parametri maggiormente utilizzati nell'analisi dei bilanci statali.

Marco Rocchi

Nel 2009, secondo le ultime letture ufficiali da parte di Eurostat, nessun paese membro ha registrato un *surplus* di bilancio; si tratta di un evento che non ha precedenti dal 2002. La dicotomia nella crescita economica tra i singoli paesi dell'Unione Europea sta causando importanti divergenze per le variabili di finanza pubblica, mentre le dinamiche fiscali rimarranno prevedibilmente eterogenee anche nei trimestri a venire. Il forte incremento nelle spese correnti avvenuto tra il 2008 e il 2009 lascerà in eredità un'isteresi, e la spesa pubblica evidenzierà delle frizioni al ribasso. Parte di questo effetto è legato allo stesso ciclo economico, e in particolare all'aumento della spesa sociale connessa alla disoccupazione. Tutto questo a fronte di un quadro ancora deprimente sul fronte degli incassi fiscali, che risentono necessariamente del minore volume dell'attività economica.

L'**equilibrio di bilancio** a livello strutturale è una chimera lungi da essere garantita nel presente biennio, almeno secondo le stime fornite dal FMI (ma analoghi risultati si hanno per le previsioni dell'OCSE e di Eurostat). Difficilmente tale equilibrio sarà garantito negli anni successivi, dove tuttavia la notevole incertezza legata alle decisioni politiche e ai cicli economici rende poco affidabili i processi di stima.

Parametri di finanza pubblica (%)		2008	2009	2010F	2011F
Francia	Saldo primario	-0.7	-5.4	-5.3	-4.0
	Saldo primario agg. ciclo	-0.9	-3.9	-3.4	-2.3
	Saldo strutturale	-3.1	-5.0	-5.0	-3.7
Germania	Saldo primario	2.5	-0.7	-1.7	-0.7
	Saldo primario agg. ciclo	2.0	1.0	-0.8	-0.2
	Saldo strutturale	-0.3	-0.8	-3.1	-2.9
Grecia	Saldo primario	-3.4	-8.9	-3.0	-2.0
	Saldo primario agg. ciclo	-3.8	-8.0	-0.4	1.6
	Saldo strutturale	-11.5	-15.7	-7.4	-5.3
Irlanda	Saldo primario	-6.1	-12.4	-26.8	-4.6
	Saldo primario agg. ciclo	-5.7	-8.3	-21.2	-1.2
	Saldo strutturale	-11.3	-9.5	-8.6	-6.8

Fonte: Fondo Monetario Internazionale e OCSE

Parametri di finanza pubblica (%)		2008	2009	2010F	2011F
Italia	Saldo primario	2.2	-0.9	-0.7	0.7
	Saldo primario agg. ciclo	2.2	1.4	2.0	2.9
	Saldo strutturale	-2.7	-3.9	-3.6	-2.8
Portogallo	Saldo primario	0.0	-6.5	-4.4	-1.3
	Saldo primario agg. ciclo	0.2	-5.0	-3.2	0.1
	Saldo strutturale	-4.0	-8.1	-6.1	-4.0
Spagna	Saldo primario	-3.1	-9.8	-7.5	-4.6
	Saldo primario agg. ciclo	-2.6	-7.0	-4.3	-1.8
	Saldo strutturale	-4.9	-9.0	-7.5	-5.3
Regno Unito	Saldo primario	-2.9	-9.3	-7.5	-5.7
	Saldo primario agg. ciclo	-3.5	-7.3	-5.2	-3.6
	Saldo strutturale	-5.6	-8.3	-7.9	-6.2

Fonte: Fondo Monetario Internazionale e OCSE

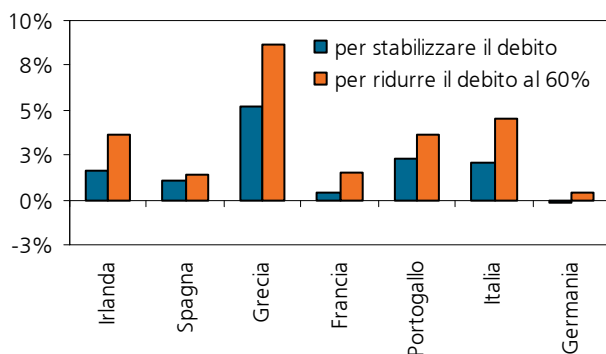
Ampliando l'orizzonte oltre le dinamiche di breve periodo, si renderà necessario un intervento strutturale di correzione per il saldo primario. Essendo lo scenario di crescita sensibilmente più debole di quello pre-crisi, a causa dell'abbassamento del prodotto potenziale che ne è derivato, la correzione dei disequilibri di finanza pubblica troverà scarso supporto dal ciclo economico, e dovrà pertanto essere gestita con interventi legislativi di più largo respiro, dal carattere strutturale. Un periodo di crescita economica più vigoroso sarebbe auspicabile per favorire un aggiustamento dei conti pubblici, tuttavia tale eventualità è di difficile attuazione nell'immediato, e anzi per alcuni paesi dell'Eurozona appare probabile un periodo recessivo già nel prossimo biennio. In virtù di ciò, si richiedono immediate correzioni significative sui conti pubblici, necessarie

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2010

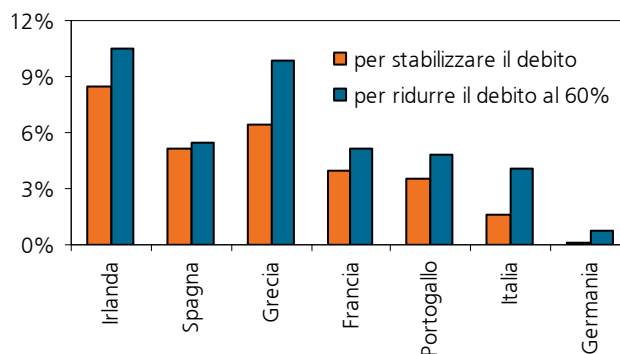
per riportare il rapporto debito/PIL entro i parametri di Maastricht in un orizzonte comunque medio-lungo (di norma 20 anni). Tali correzioni appaiono significative per paesi quali Irlanda, Grecia e Spagna. Relativamente migliore ma comunque sfidante la situazione di Portogallo e Italia, per i quali sono richiesti avanzi primari superiori al 2,0% solamente per stabilizzare il rapporto debito/PIL.

Saldo primario necessario ...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Correzione necessaria ...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'analisi prospettica dei conti pubblici condotta sui paesi *core* offre risultati sostanzialmente allineati con le proiezioni recentemente rilasciate dalla Commissione Europea, mentre vi sono distinguo più rilevanti per alcuni paesi periferici. Nel dettaglio, il nostro scenario relativamente al cammino futuro del rapporto debito/PIL di Spagna e Portogallo è più prudente rispetto alla media delle previsioni di consenso, mentre abbiamo un profilo più negativo per Grecia e Irlanda.

Previsioni di finanza pubblica per l'Eurozona

	Saldo primario (%)			Crescita reale PIL (%)			Debito/PIL previsto (%)		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Eurozona	-3.5	-1.6	-1.2	1.7	1.7	1.4	83.3	85.5	86.8
Germania	-2.5	-1.2	-0.8	3.6	2.5	1.5	75.1	75.8	75.9
Francia	-5.2	-4.4	-2.7	1.5	1.6	1.3	83.2	86.9	89.4
Italia	-0.4	0.5	1.4	1.0	1.0	0.8	118.9	121.4	123.5
Spagna	-7.3	-5.5	-3.7	-0.2	0.9	1.3	61.6	67.5	71.3
Portogallo	-4.4	-3.3	-1.5	1.5	-0.7	-0.1	81.5	87.3	91.2
Irlanda	-29.3	-6.9	-4.8	-0.6	0.5	1.5	98.3	108.0	114.5
Grecia	-2.7	-1.4	1.0	-4.0	-2.5	0.5	138.3	150.1	158.0

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, FMI e OCSE

Dinamiche dei paesi *core*

La citata frammentazione del quadro di finanza pubblica all'interno dell'Unione Europea è del tutto evidente anche se limitiamo l'analisi alle realtà principali, ovvero Germania (prima economia dell'Eurozona per PIL), Italia (primo emittente per volumi di titoli di stato e secondo dopo la stessa Germania per ammontare in circolazione) e Francia (seconda economia dell'Eurozona per PIL). Il quadro di finanza pubblica risente in maniera marcata dello stato iniziale di analisi, ed è per questo prospetticamente più deteriorato per le economie ad alto debito, come l'Italia, che si apprestano a rifinanziare le proprie passività con costi crescenti. Parte di questa dinamica è ascrivibile alle tendenze di politica monetaria, attese mediamente più restrittive nel prevedibile futuro, ma influenzano altresì il costo a servizio del debito alcuni fattori tecnici quali la vita media residua, il differenziale di rendimento rispetto alla curva *benchmark* (tedesca), e infine la pendenza della stessa curva, specie oltre il breve periodo (3 anni). È ragionevole pertanto ipotizzare che il costo medio del debito italiano, in rapporto al PIL, continui a manifestare un marcato differenziale rispetto a quello tedesco, e che tale divario possa addirittura conoscere un incremento nel futuro prevedibile, almeno fino a quando la crisi debitoria dell'Eurozona non

raggiunga un punto di svolta, che implichi una sua completa e definitiva risoluzione. Tale differenziale rappresenta uno dei maggiori rischi per il nostro Paese, rendendolo maggiormente vulnerabile a uno shock al rialzo sulla curva dei rendimenti, specie nelle scadenze oltre il breve periodo.

Abbiamo simulato uno shock sui tassi di interesse di +2,0% durante il 2011, calcolando le conseguenze di tale evento su saldo primario e crescita economica italiana. Nel breve termine lo shock è evidentemente assorbibile, ma a regime (nel 2013) si registra un maggiore debito rispetto allo scenario base di 9 punti percentuali circa rispetto al PIL.

Dinamiche dei paesi periferici

Al di fuori dei paesi *core*, il quadro fiscale è assai complesso, e in alcuni casi proiettato verso livelli insostenibili. La mancanza di fiducia verso un consolidamento fiscale è uno degli elementi che hanno portato lo scorso 21 novembre il primo ministro dell'Irlanda, Brian Cowen, a richiedere pubblicamente aiuto. Oltre alla necessità di un nuovo intervento di sostegno al settore finanziario, il peggioramento strutturale evidenziato dalle dinamiche di finanza pubblica e la crisi di fiducia tra i creditori, sono gli altri elementi che hanno determinato l'intervento di UE e FMI. Dei 67,5 miliardi concessi sotto forme tecniche diverse, 4,8 miliardi provengono al di fuori dell'Eurozona, e segnatamente da Regno Unito, Svezia e Danimarca. Buona parte degli aiuti (35 miliardi) sono finalizzati al supporto del sistema bancario irlandese, di cui 25 miliardi disponibili in caso di necessità e 10 miliardi subito operativi. Ulteriori 17,5 miliardi sono rivenienti dal Fondo nazionale di previdenza sociale irlandese (NPRF) e dalla liquidità già disponibile a livello di tesoreria governativa. Il citato sostegno al sistema finanziario locale è costato al paese una cifra intorno al 20% del PIL per il saldo di bilancio 2010, proiettato al -32,3% dalla Commissione Europea.

Si registrano difficoltà rilevanti sul fronte fiscale e finanziario anche per il **Portogallo**. Il sistema bancario appare più stabile di quello irlandese, ed è in generale caratterizzato da banche di dimensioni contenute, sufficientemente patrimonializzate, non esposte a particolari rischi macroeconomici. Tuttavia, il finanziamento degli istituti di credito portoghesi sta diventando più restrittivo da alcune settimane; in parte si tratta di un "effetto contagio" che riguarda in misura minore anche altre realtà (banche spagnole e tedesche di piccole dimensioni), ma vi è anche un altro aspetto da considerare, ovvero il rapporto debito/depositi, decisamente elevato. Per il 2012 il sistema finanziario portoghese dovrà rinnovare finanziamenti all'ingrosso per 28 miliardi, e la forte dipendenza dei finanziamenti passati dal canale interbancario, adesso in fase di prosciugamento, pone particolari rischi di liquidità per alcuni istituti di credito. Analogamente all'Irlanda, vi è il rischio che il Portogallo si trovi a dover intervenire per garantire un sostegno al sistema finanziario, e questo fattore di rischio si va a sommare alle dinamiche macro e di finanza pubblica già deteriorate. Si consideri inoltre che gli stessi istituti di credito portoghesi sono molto interrelati con quelli spagnoli, tramite il canale interbancario e del credito: un'eventuale condivisione delle perdite produrrebbe effetti domino difficilmente stimabili anche per la Spagna, rischiando quindi di rendere necessario un intervento di sostegno anche per l'altro paese iberico. Lo stato di crisi dell'Irlanda sta influenzato il quadro finanziario del Portogallo tramite due canali: il drenaggio di risorse (gli investitori non sottoscrivono le aste di primario per non aumentare l'esposizione verso gli *Emu Sovereign Bond*), e il maggiore costo a servizio del debito (i premi al rischio aumentano e rendono più onerosa la spesa per interessi portoghese). Gli effetti congiunti di questi due elementi potrebbero provocare un congelamento delle emissioni di titoli di stato e il conseguente ricorso anche da parte portoghese all'aiuto finanziario di UE e FMI.

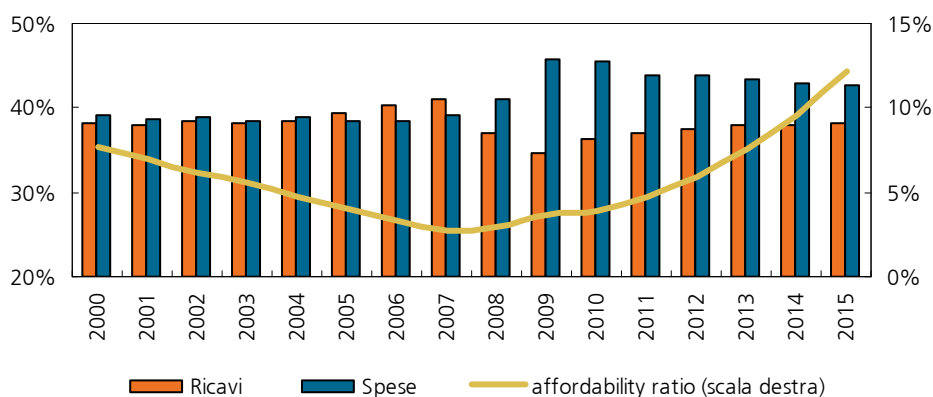
Il quadro di finanza pubblica della **Spagna** ha conosciuto un rapido deterioramento a partire dall'inizio del 2008, in concomitanza con il drastico calo nella domanda aggregata e il marcato peggioramento delle condizioni occupazionali, eventi quest'ultimi che hanno portato il tasso di

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2010

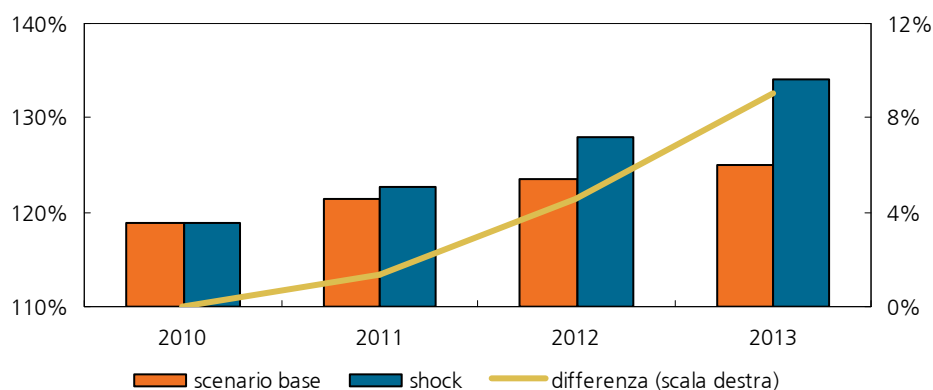
disoccupazione al record storico del 20,8% (settembre 2010). Il 2010 è atteso chiudersi con un saldo di bilancio in deficit per circa il 9,3% del PIL, a fronte di una contrazione economica, seppur modesta (-0,2% le stime di *Consensus Economics*), e un quadro interno caratterizzato da accentuata debolezza sul fronte dei consumi e degli investimenti. L'indice di affidabilità finanziaria (*debt affordability ratio*), calcolato come rapporto tra spesa a servizio del debito e incassi fiscali, è in costante deterioramento: dal 5,0% del 2009 è atteso al 6,0% per l'anno in corso secondo le proiezioni di Moody's, con un successivo peggioramento fino al livello del 10,0% per il 2015. La mancanza di stabilità per questo indicatore, che anzi sembra assumere una traiettoria esplosiva, è fonte di preoccupazione per i mercati finanziari, e provoca evidentemente un circolo vizioso, in quanto l'aumento del premio al rischio richiesto per detenere titoli di stato spagnoli (*credit spread*) rende più onerose le aste di primario necessarie per il rifinanziamento del debito in scadenza. Questo è uno dei motivi che ha portato Moody's lo scorso 15 dicembre a mettere sotto *creditwatch* negativo il rating spagnolo, in vista di un possibile (e probabile) *downgrade*.

Affidabilità finanziaria della Spagna



Fonte: INE, Moody's ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Simulazione di uno shock sui tassi in Italia



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

La **Grecia** è stata la prima vittima della crisi debitoria dell'Eurozona, e attualmente può beneficiare dei finanziamenti concordati in sede UE-FMI, che vengono progressivamente erogati per un ammontare totale stanziato di 110 miliardi. La scadenza naturale di questo supporto finanziario, inizialmente prevista in 5 anni, verrà con tutta probabilità estesa fino al 2021. Le elevate necessità di rifinanziamento che la Grecia si troverà ad affrontare nel biennio 2014-15, stimabili a circa 70 miliardi, rappresentano, infatti, un elemento di ulteriore tensione per gli

investitori, anche in considerazione del fatto che il mercato primario rimane al momento ancora inibito al paese (ma il ministro delle finanze George Papaconstantinou ha recentemente riaffermato la volontà di programmare nuove emissioni già nel 2011), e che il costo di mercato di un eventuale rifinanziamento sarebbe con tutta evidenza proibitivo. Le necessità di cassa dei prossimi trimestri saranno quindi ancora garantite dal piano di sostegno UE-FMI, con un'estensione temporale dei rimborsi schedulati o tramite l'utilizzo di uno *stand-by arrangement*, a meno di non prevedibili miglioramenti nel *mood* generale dei mercati finanziari, che permetterebbe la ripresa di un piano di emissioni di medio termine di titoli di stato ellenici. Il riscadenzamento del piano UE-FMI sarà approvato formalmente in sede ECOFIN il prossimo 19 gennaio, e successivamente ratificato dai singoli stati membri tramite votazione parlamentare.

Ai confini dell'Eurozona: il caso del Regno Unito

Il Regno Unito presenta un quadro di finanza pubblica in progressivo deterioramento, specie se lo si confronta con le dinamiche del decennio immediatamente precedente alla crisi finanziaria. La necessità di riportare il saldo di bilancio verso un sentiero sostenibile, anche attraverso misure strutturali di taglio alla spesa e di incremento del gettito fiscale, ha costretto il Governo del neo-eletto David Cameron a elaborare un budget molto restrittivo lo scorso giugno. L'anno fiscale 2009-10, chiusosi lo scorso 31 marzo, ha visto un andamento particolarmente negativo per il saldo di bilancio, che ha evidenziato un deficit di 156,1 miliardi di sterline, equivalenti all'11,1% del PIL (il deficit calcolato sui criteri di Maastricht è pari all'11,4%). La spesa per interessi sul debito pubblico nell'anno fiscale 2010-11 è stimata a 43 miliardi di sterline, rappresentando quindi da sola circa un quarto del deficit di bilancio, e proiettata verso i 60 miliardi di sterline per il 2014. Gli incassi stimati nell'a.f. 2010-11 sono pari a 548 miliardi di sterline, con un saldo di bilancio atteso a -149 miliardi di sterline, equivalente al 10,4% del PIL. In conseguenza di ciò, il rapporto debito/PIL sarebbe proiettato al 62,2% dal 53,6% evidenziato al termine del precedente anno fiscale. Tale stima appare condivisibile: secondo i dati dell'*Office for National Statistics* (ONS), relativi alla fine di ottobre, il rapporto in esame si trova al 57,1%. Tale valore però è calcolato escludendo dal computo gli interventi di sostegno al settore finanziario, ma se invece utilizziamo l'aggregato armonizzato secondo i criteri europei (Maastricht), si scopre che il Regno Unito alla fine del 2009 evidenziava un debito netto di 955 miliardi di sterline, equivalenti al 68,2% del PIL. Le proiezioni della Commissione Europea per la fine del 2010 sono di un rapporto debito/PIL pari al 77,8% e poi all'83,5% nel 2011 e infine all'86,6% per il 2012.

Il saldo di bilancio proiettato per l'anno fiscale 2015-16 è pari all'1,1% del PIL, ma già dall'anno fiscale 2014-15 il Governo ipotizza un saldo corretto per il ciclo in territorio positivo (+0,3%). Questo favorirebbe un calo nel rapporto debito/PIL, trainato dal miglioramento nell'avanzo primario e dal dinamismo della domanda aggregata. Cruciale in questo senso sarà l'effettiva realizzazione del piano di decentramento fiscale contenuto nel documento, che disegna un nuovo quadro di relazioni tra il Governo e gli Enti locali, sia nella gestione degli incassi (e nella distribuzione dei trasferimenti), che nella dinamica delle spese per servizi.

Conclusioni

Abbiamo visto che il peggioramento costante e per certi versi strutturale dei saldi di bilancio è un problema condiviso a livello europeo, pertanto si è reso necessario un intervento coordinato ed esteso per risolverlo. Lo scorso 29 settembre la Commissione Europea ha varato un pacchetto legislativo che prevede un più stringente controllo della *governance* economica dei singoli paesi UE, che va ad affiancare e implementare il vecchio Patto di Stabilità e Crescita (PSC), e che dovrà essere ratificato da tutti i singoli stati membri.

Per gestire eventuali crisi di liquidità da parte degli stati membri dell'UE, lo scorso giugno è stato messo a punto un sistema di protezione basato su di una serie di prestiti concessi congiuntamente dalla stessa UE e dal FMI. L'importo teorico è pari a 750 miliardi, di cui 500 miliardi forniti in sede UE e il rimanente dal FMI. Tuttavia, dei 500 miliardi, 60 miliardi (EFSM, ovvero *European Financial Stability Mechanism*) sono disponibili per tutti i paesi membri, mentre

440 miliardi sono in realtà l'ammontare delle garanzie erogate sulle emissioni di uno *Special Purpose Vehicle* (SPV) denominato EFSF (*European Financial Stability Facility*), che poi eroga credito ai paesi ammessi a beneficiare del sostegno. I crediti sono inferiori alle garanzie per la necessità di garantire un rating AAA alla EFSF. Nell'ambito dell'EFSM, attualmente utilizzato da Lettonia, Ungheria e Romania, la Commissione Europea ha lanciato tre emissioni obbligazionarie per un controvalore totale di 5,7 miliardi. Il rating assegnato è stato pari a AAA per Moody's, Fitch e S&P.

L'attuale strategia di gestione della crisi si sta però rivelando insufficiente a prevenire fasi prolungate di tensioni sui premi al rischio e di scoraggiamento degli investitori. La necessità di giungere, anche in maniera graduale, verso un'unione fiscale oltre che monetaria, è ben chiara agli economisti e agli operatori di mercato, ma non si vedono spazi politici per una maggiore integrazione. Ma ciò non toglie che possano esistere forme di intervento più adatte alle peculiarità di questa fase della crisi. La proposta di Junker e Tremonti di riacquistare debito in essere a prezzi di mercato ed emettere nuovi titoli di stato garantiti dall'intera Eurozona, per esempio, non ha trovato largo seguito. Ma la prima parte della proposta, meno critica e implementabile indipendentemente dalla seconda, potrebbe aiutare ad affrontare questa crisi. Una possibilità sarebbe quella di lanciare un fondo ad hoc; un'altra, sarebbe quella di emendare il Framework Agreement della EFSF in modo da consentire a quest'ultima la possibilità di finanziarsi sul mercato indipendentemente dal lancio di programmi di sostegno e di comprare a fermo *bond* governativi direttamente sul mercato, sulla falsariga di quanto fa la BCE con il *Securities Market Programme*. Questo tipo di intervento consentirebbe anche di socializzare i profitti derivanti dalla ripresa di valore dei titoli che si verificherebbe con il successo delle manovre di consolidamento fiscale, o per effetto del miglioramento della fiducia degli investitori e dimostrerebbe che l'eurozona crede nella risoluzione della crisi.

Spagna: la tenuta dell'Unione passa da qui

In Spagna la correzione degli squilibri "strutturali" e la manovra fiscale freneranno la ripresa, ma i rischi di ricaduta recessiva appaiono per il momento contenuti. La capacità di resistere ad eventuali attacchi speculativi sarà cruciale per la tenuta dell'Unione. Punti di forza in tal senso, rispetto agli altri periferici già "colpiti" sono, oltre alle dimensioni: 1) l'aver affrontato per tempo con un fondo ad hoc il tema della ristrutturazione del settore bancario (che, nonostante i noti problemi, è assai poco dipendente dalla liquidità BCE); 2) esigenze di finanziamento per il 2011 inferiori al 2010 e non superiori a molti altri Paesi (oltre a Grecia, Portogallo e Irlanda: Giappone, USA, Belgio e Italia); 3) una percentuale di debito pubblico detenuto all'estero tra le più basse nell'eurozona. Ma condizione necessaria per la "tenuta" è che vada avanti il programma di riforme (in particolare deve essere affrontato il problema della sostenibilità del sistema pensionistico).

Paolo Mameli

Le sorti dell'Eurozona sembrano dipendere in maniera cruciale dalla Spagna. Infatti **possibili tensioni sul Portogallo**, che potrebbero eventualmente indurre una terza adesione, dopo quella di Grecia e Irlanda, al piano di salvataggio europeo, **non cambierebbero il quadro di fondo**, perché un eventuale salvataggio del Paese lusitano (il cui fabbisogno del settore pubblico sarebbe dello stesso ordine di grandezza di quello irlandese, con minori problemi però sul settore bancario) sarebbe del tutto agevole tramite il meccanismo di gestione della crisi messo in piedi a maggio 2010. Diversa invece la situazione nel caso di un attacco speculativo "efficace" contro la Spagna, per il cui salvataggio sarebbero a malapena sufficienti i fondi oggi previsti (peraltro, ancora da raccogliere) in capo all'EFSF; dunque sembra di poter dire che la Spagna rappresenta oggi la linea di Maginot per la "tenuta" dell'Unione.

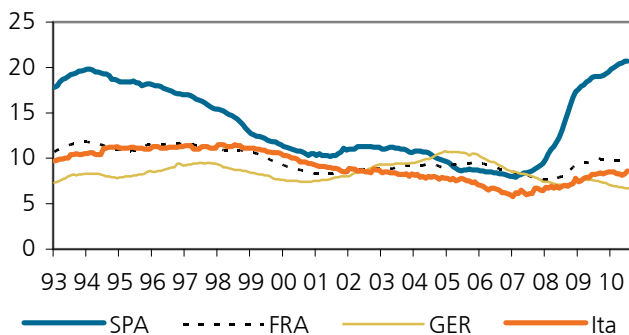
La Spagna è uscita dalla recessione già da inizio 2010, ma il ritmo di espansione è rimasto anemico per tutto l'anno. Anzi il 3° trimestre ha visto il ritorno a una crescita zero su base congiunturale dopo due trimestri in positivo (0,1% t/t nel 1° trimestre e 0,3% t/t nel 2°). Nei mesi estivi la domanda finale domestica è calata di -1,4% t/t, e il PIL ha evitato un ritorno in

Scenario macro: ripresa frenata dalla correzione fiscale, ma il *double-dip* non è lo scenario centrale

negativo solo grazie al vistoso crollo dell'import (-5% t/t). I consumi delle famiglie sono calati di -1,1% t/t dopo il +1,4% t/t dei tre mesi precedenti; tale effetto una tantum è dovuto con ogni probabilità all'anticipo di acquisti connesso all'aumento dell'IVA in vigore dal 1° luglio (l'aliquota ordinaria è stata alzata dal 16% al 18% e quella ridotta dal 7% all'8%); gli investimenti in macchinari e attrezzature sono arretrati parzialmente dopo il "boom" primaverile, e le costruzioni sono rimaste in recessione.

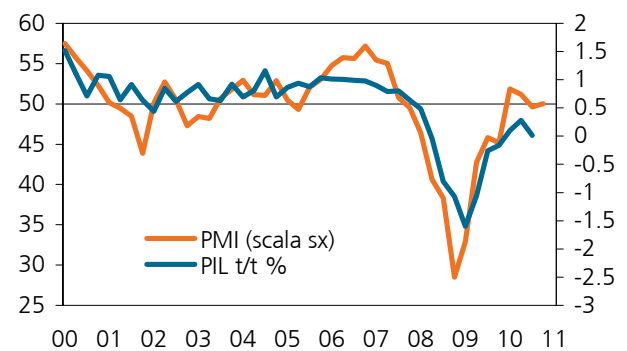
Riteniamo che anche nei prossimi trimestri si possa evitare un segno negativo, anche se la ripresa sarà assai più lenta che nel resto dell'Eurozona (nostra stima per il 4° trimestre: 0,1% t/t). Tuttavia, anche in Spagna il peggio per il ciclo potrebbe essere alle spalle, anche nei settori più critici (mercato del lavoro e mercato immobiliare): il tasso di disoccupazione è sceso a sorpresa per la prima volta in tre anni nel 3° trimestre, dal 20,1% al 19,8% (anche se i dati destagionalizzati comparabili con il resto dell'eurozona mostrano un aumento al 20,7% a settembre-ottobre), e i prezzi delle case continuano a scendere (-0,9% a/a nel secondo trimestre) ma a un ritmo inferiore che nel 2009 (il minimo è stato toccato a -7,7% a/a nella prima metà del 2009).

La disoccupazione è tornata ai livelli pre-euro



Fonte: Eurostat

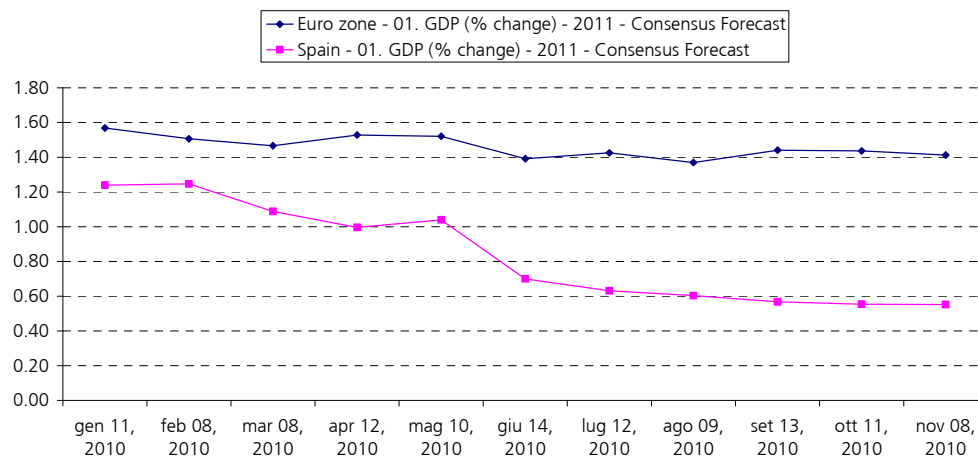
Gli indici di fiducia non segnalano un "double dip"



Fonte: Markit, INE

La situazione sul mercato del lavoro peraltro resta difficile: il Ministro del Lavoro ha dichiarato ad ottobre che occorre una crescita almeno pari all'1,5% per creare posti di lavoro, e tale condizione potrebbe non verificarsi nemmeno nel 2012.

Stime di consenso sul PIL 2011 (Spagna ed Eurozona)



Fonte: Consensus Economics

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2010

Per l'anno prossimo, tutti i principali previsori concordano su un ritorno in positivo del PIL (dopo due anni di contrazione), ma la stima governativa (1,3%) ci appare troppo ottimistica (nostra stima: 0,9%). In generale negli ultimi mesi si è assistito a un processo di revisione al ribasso delle stime sul PIL 2011, in misura assai più accentuata che nell'Eurozona.

Spagna - Previsioni macroeconomiche			
	2009	2010	2011
Governo (settembre 2010)	-3.7	-0.3	1.3
Commissione UE (ottobre 2010)	-3.7	-0.2	0.7
Consensus Forecast (novembre 2010)	-3.7	-0.3	0.6
OCSE (novembre 2010)	-3.7	-0.2	0.9
FMI (ottobre 2010)	-3.7	-0.3	0.7
Intesa Sanpaolo (dicembre 2010)	-3.7	-0.2	0.9

Fonti: Governo, Commissione UE, Consensus Economics, OCSE, FMI, Intesa Sanpaolo

Il piano di correzione fiscale annunciato la scorsa primavera è pari in totale, per gli anni dal 2010 al 2013, al 9,2% del PIL (quasi due punti e mezzo di PIL ogni anno dal 2011). Stimiamo che la manovra nel complesso abbia un effetto restrittivo sulla crescita di circa un punto e mezzo di PIL all'anno a partire dal 2011.

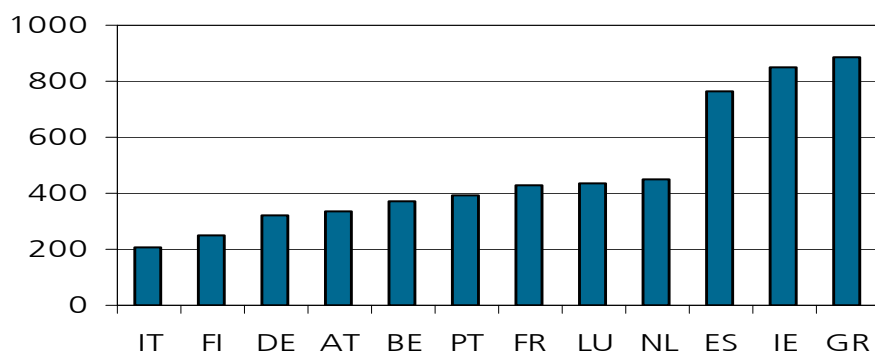
La manovra correttiva pluriennale: una cura draconiana

Il sentiero di correzione fiscale annunciato in Spagna (in % del PIL)		
	2010	2011-13
ENTRATE		
Aumento aliquote IVA	0.5	0.6
Aumento accise	0.3	1.0
Ritiro sconti fiscali da 400 euro	0.4	0.4
Aumento tassazione sul risparmio	0.1	
Taglio tassa sui profitti delle PMI	-0.1	
Ritiro differimento di imposte		0.3
Altri aumenti di imposte dirette		0.4
Aumento dei contributi sociali		0.2
TOTALE ENTRATE	1.2	2.9
SPESE		
Fondo Nazionale per l'occupazione e la sostenibilità locale	-0.5	
Tagli di spesa corrente	0.8	1.0
Taglio assunzioni e stipendi settore pubblico	0.5	1.9
Tagli agli investimenti pubblici		0.9
Tagli ai sussidi		0.5
TOTALE SPESE	0.8	4.3
TOTALE CORREZIONE	2.0	7.2

Fonte: Governo spagnolo, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Secondo i dati del *Fiscal Monitor* del Fondo Monetario Internazionale (v. Tabella alla pagina seguente), la correzione richiesta tra il 2010 e il 2020 per riportare il rapporto debito/PIL al 60% entro il 2030 è pari all'8,4% del PIL, inferiore a quella richiesta per Giappone, Irlanda, Stati Uniti e Regno Unito e vicina a quella della Grecia.

Debito pubblico in % del PIL nel 2060 a legislazione vigente (tenendo conto dell'aumento della spesa legata all'età in base alle proiezioni demografiche)



Fonte: European Commission, Sustainability Report 2009, §1.6, p. 40

Un altro punto in discussione è la **riforma del sistema pensionistico**, che il Governo ha ribadito di voler portare avanti nonostante la posizione contraria del maggior partito di opposizione. La proposta include un innalzamento dell'età pensionabile da 65 a 67 anni. La riforma pensionistica appare urgente in quanto la Spagna è uno dei Paesi dell'area euro coi maggiori **problemi di sostenibilità di medio/lungo termine**. Secondo le proiezioni della Commissione Europea (*European Commission, Sustainability Report 2009*) la Spagna sarebbe, subito dopo Grecia e Irlanda, il Paese dove il debito pubblico aumenterebbe di più, a legislazione vigente, tenendo conto delle proiezioni sulla spesa legata all'età (pensioni, sanità istruzione), addirittura al 766,6% del PIL nel 2060!

Paesi Industrializzati: necessità di correzione fiscale (obiettivi di debito lordo) (% del PIL)

	Proiezioni Correnti WEO 2010			Strategia di correzione fiscale per raggiungere gli obiettivi di debito nel 2030	
	Debito Lordo	Saldo primario	Saldo primario aggiustato per il ciclo	Saldo primario aggiustato per il ciclo nel 2020-2030	Correzione richiesta tra 2010 e 2020
Australia	21.9	-4.3	-4.1	0.3	4.4
Austria	70	-2.9	-2.4	2.1	4.5
Belgio	100.2	-1.1	0.2	4.4	4.2
Canada	81.7	-4.5	-3	2.5	5.5
Danimarca	44.2	-4.3	-2.9	1.2	4.1
Finlandia	50	-4.7	-2.1	1	3.1
Francia	84.2	-5.8	-4.3	3.2	7.5
Germania	75.3	-2.2	-1	2	3
Grecia	130.2	-2.2	-1.5	6.4	8
Irlanda	99.4	-29.3	-6.6	5.3	11.9
Italia	118.4	-0.8	0.7	4.5	3.8
Giappone	225.8	-8.2	-6.5	6.4	13
Paesi Bassi	66	-4.2	-3.9	2.2	6.1
Nuova Zelanda	31	-3.1	-1.9	0.4	2.3
Portogallo	83.1	-4.1	-3	3	6
Repubblica Slovacca	41.8	-6.8	-5.9	0.9	6.8
Slovenia	34.5	-4.5	-2.8	0.6	3.4
Spagna	63.5	-7.5	-5.9	2.5	8.4
Svezia	41.7	-3.2	-0.7	0.3	1
Svizzera	39.5	0.1	0.8	0	-0.8
Regno Unito	76.7	-7.6	-5.6	3.2	8.8
Stati Uniti	92.7	-9.5	-6.8	4.8	11.6
Media ponderata	97.3	-6.4	-4.5	3.8	8.3
G-20	103.8	-6.9	-4.9	4	8.9
Paesi ad alto debito	106	-7.2	-5.1	4.2	9.3
Paesi a basso debito	32.5	-0.5	0	0.6	0.6

Fonte: IMF Fiscal Monitor, novembre 2010

Il Governo Zapatero ha approvato lo scorso ottobre una manovra finanziaria molto restrittiva, che ha ripreso in larga parte il piano di austerità fiscale presentato lo scorso maggio. L'obiettivo è quello di **riportare il deficit al 3% del PIL dal 2013**; tale obiettivo appare **di difficile realizzazione** anche considerando che l'ipotesi governativa è quella di una crescita economica stimata ottimisticamente all'1,5% nel 2011 e in graduale miglioramento sino al 2,7% nel 2013. Anche la stima per il tasso di disoccupazione, almeno per il 2011 (19,3%), appare leggermente ottimistica.

Approvato il budget 2011

Nello specifico il **budget 2011** prevede, dal lato delle spese: tagli alla spesa pubblica centrale del 7,9% (oltre 10 miliardi), tagli alla spesa dei ministeri del 16%, tagli alle spese delle autonomie locali (risparmi previsti: 1,2 miliardi), riduzione del 5% degli stipendi dei dipendenti pubblici nel 2010 e blocco dal 2011; dal lato delle entrate: aumento delle imposte sui redditi oltre i 120 mila euro l'anno (+1% l'aliquota marginale per coloro che guadagnano più di 120 mila euro all'anno, e +2% per quella di coloro che superano quota 175 mila; gettito previsto: 170 milioni). A inizio dicembre il Governo ha annunciato nuove misure, che includono la vendita sul mercato delle partecipazioni di minoranza nell'agenzia che gestisce le lotterie e in alcuni aeroporti, nonché l'aumento del 24% delle tasse sulle sigarette. **Anche ipotizzando piena efficacia nell'implementazione delle misure previste di correzione fiscale, il debito pubblico continuerebbe a crescere fino al 2013 compreso.**

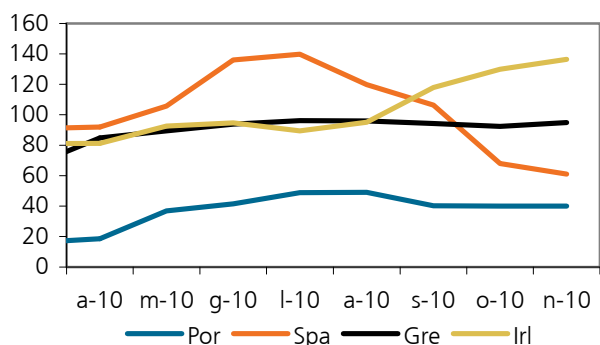
La popolarità del Governo Zapatero, costretto a un rimpasto a fine ottobre, è in continuo calo a causa della debolezza dell'economia e delle misure di austerità fiscale. Secondo sondaggi riferiti al mese di ottobre pubblicati da *El Pais* e *El Mundo*, **il Partito Popolare ha un vantaggio di 13-14 punti percentuali nei consensi**, e la popolarità di Zapatero è vicina ai minimi dal 2004. Tuttavia, è molto probabile che l'attuale coalizione di governo (cui mancano sette seggi per avere la maggioranza assoluta alla Camera) sopravviva **sino alle prossime elezioni** (in calendario nel 2012) avendo raggiunto un accordo con il Partito Nazionale Basco. Peraltro, è probabile che anche l'esito delle elezioni del 2012 non garantisca a nessuno dei due maggiori partiti una maggioranza assoluta, il che richiederebbe ancora una volta accordi con partiti minori di stampo tipicamente regionale.

Qualche incertezza sulla situazione politica

Il sistema bancario spagnolo rimane sotto pressione a causa della correzione in atto degli squilibri accumulatisi sino al 2008 in particolare nel settore immobiliare. Nel giugno del 2009, il Governo spagnolo ha creato il **Fondo per la Ristrutturazione Ordinata del Settore Bancario (FROB)** per l'amministrazione controllata delle banche fallite, che ha più che dimezzato il numero delle casse di risparmio. Il fondo ha iniettato liquidità nel sistema bancario per 12 miliardi (50 miliardi era lo stanziamento complessivo previsto ex-ante) e ulteriori ricapitalizzazioni potrebbero essere necessarie. Il sistema bancario è ancora piuttosto esposto verso i **prestiti BCE**, ma il ricorso a tali fondi è andato calando sensibilmente negli ultimi mesi (da un picco di 139,7 miliardi a luglio sino a 61 miliardi a novembre), e le banche locali hanno fatto crescente ricorso al mercato interbancario dei *repo*. Il calo è assai più accentuato che negli altri Paesi periferici (anzi in Irlanda si è assistito a una accelerazione). In percentuale dell'attivo, i fondi BCE sono tornati ad avere un peso piuttosto limitato (1,8% contro il 18,4% della Grecia, l'8,5% dell'Irlanda e il 7,2% del Portogallo).

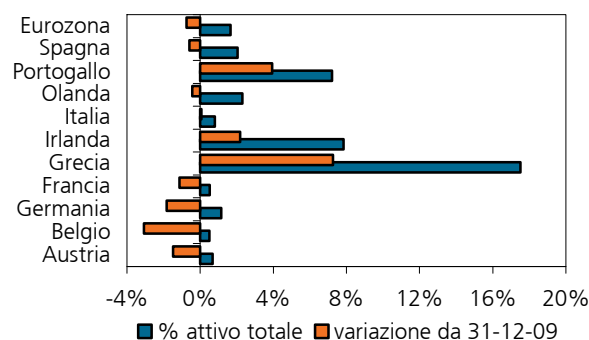
Un sistema bancario in via di ristrutturazione

Il ricorso alle operazioni BCE da parte delle banche dei Paesi "periferici" in miliardi...



Fonte: Intesa Sanpaolo su dati delle banche centrali nazionali

...e in percentuale degli attivi bancari



Fonte: Intesa Sanpaolo su dati delle banche centrali nazionali

Nel 2011, secondo le proiezioni del FMI, le **esigenze di finanziamento** della Spagna saranno pari al 17,9% del PIL, un ammontare elevato in valore assoluto ma inferiore a quello del 2010 (20,1%) e a quello di numerosi altri Paesi (Giappone in primis, poi Stati Uniti, Grecia, Belgio, Italia, Francia e Portogallo) e pari a quello dell'Irlanda. Tali esigenze derivano da un debito in scadenza pari all'11% del PIL e un disavanzo stimato dal FMI pari al 6,9% del PIL (contro il 6% dell'obiettivo governativo).

Il programma di emissioni per il 2011, nell'ipotesi di un deficit al 6% del PIL l'anno prossimo (come da obiettivi governativi), vedrebbe nelle nostre stime **emissioni lorde pari a 82 miliardi** (62 miliardi di debito in scadenza, 20 miliardi le emissioni nette, di cui la metà su titoli a breve termine).

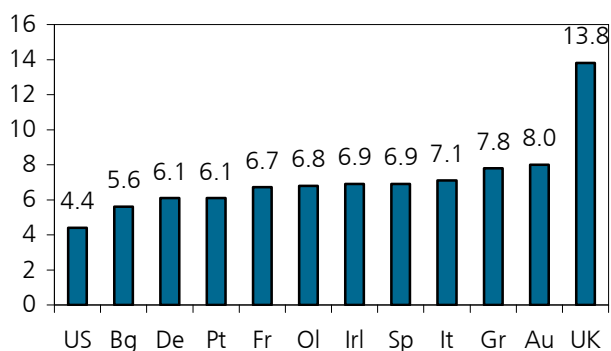
Esigenze di finanziamento nel 2010 e nel 2011 (in % del PIL)

	2010			2011		
	Debito	Deficit	Fabbisogno Finanziario Tot	Debito	Deficit	Fabbisogno Finanziario Tot
Giappone	43.4	9.6	53	48.9	8.9	57.8
Stati Uniti	15.4	11.1	26.5	18.1	9.7	27.8
Italia	20.3	5.1	25.4	18.2	4.3	22.5
Irlanda	6.5	31.9	38.4	6.1	11.8	17.9
Belgio	17.8	4.8	22.6	18.4	5.1	23.4
Francia	14.3	8	22.3	16	6	22
Spagna	10.8	9.3	20.1	11	6.9	17.9
Portogallo	11.6	7.3	18.9	15.5	5.2	20.7
Grecia	10.3	7.9	18.2	16.5	7.3	23.8
Canada	13.1	4.9	18	13.3	2.9	16.2
Regno Unito	5.3	10.2	15.5	7.5	8.1	15.6
Germania	8.5	4.5	13	9.1	3.7	12.8
Finlandia	9.1	3.4	12.5	9.3	1.8	11.1
Svezia	4.1	2.2	6.3	4.5	1.4	5.9
Australia	1.5	4.6	6.1	2	2.5	4.5
Media Ponderata	17	9.1	26.1	19.3	7.6	26.9

Fonte: IMF Fiscal Monitor, novembre 2010

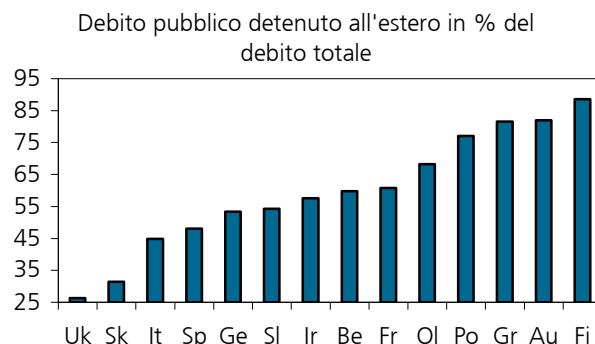
La **vita media del debito** spagnolo è pari a quasi sette anni. In tal senso la Spagna è posizionata meglio del Portogallo ma peggio di Grecia e Italia e in linea con l'Irlanda. Un punto di forza della Spagna è che si tratta (assieme all'Italia, Slovacchia a parte) di uno dei Paesi dell'eurozona con la **percentuale più bassa di debito pubblico detenuto all'estero** (il 48% del totale). Di poco superiore ai 300 miliardi è il debito pubblico spagnolo detenuto da investitori stranieri, ma di questi circa i tre quarti sono appartenenti all'Unione Europea (circa 80 miliardi è il debito detenuto al di fuori dell'Unione).

Durata media del debito nei principali Paesi



Fonte: Governi nazionali

% di debito detenuta da non residenti nei principali Paesi



Fonte: Banche centrali nazionali

BCE alla ricerca di una via d'uscita

La BCE ha annunciato la proroga dell'attuale regime di fornitura di liquidità almeno sino alla fine del 1° trimestre del 2011. Nonostante il riacutizzarsi della crisi sul debito, nel medio termine la BCE resta orientata su un sentiero di *exit strategy*, e nemmeno il rischio di contagio della crisi ha spinto la BCE a passare il Rubicone: la Banca rimane contraria ad acquisti di titoli massici e non "sterilizzati", come a ogni forma di *quantitative easing* o, peggio, di monetizzazione del debito. Il 2011 potrebbe essere un altro anno di tassi fermi, con un primo rialzo a fine anno o più probabilmente a inizio 2012 (e non è da escludere che la BCE possa alzare il costo del denaro mantenendo almeno una parte delle misure non convenzionali in essere).

Paolo Mameli

Nella riunione di dicembre, oltre a lasciare come scontato i tassi invariati su livelli giudicati "appropriati", la BCE ha deciso di rinnovare per un altro trimestre la piena allocazione sulle aste di rifinanziamento principale e sulle aste mensili coincidenti con il periodo di mantenimento della riserva; inoltre, ha annunciato tre nuove aste trimestrali con piena allocazione e tasso indicizzato in gennaio, febbraio e marzo. In sostanza, il regime attuale è prorogato di un trimestre. Nella conferenza-stampa Trichet ha ammesso che la proroga è un ripensamento, in quanto la BCE aveva programmato un ritorno più ravvicinato ad aste competitive ed evidentemente è stata costretta a tornare sui suoi passi dalle tensioni di mercato. Circa il programma di acquisto di titoli Trichet si è limitato a dire che il programma continua e che la BCE è consapevole delle forti tensioni esistenti sui mercati e pertanto il programma sarà commisurato a tali tensioni. Trichet ha comunque confermato che la BCE continuerà a "sterilizzare" gli acquisti (tenendo a precisare che per questo motivo non si può parlare di *quantitative easing*). Interessante il fatto che la decisione di rinnovare le aste a piena allocazione a 3 mesi sia stata presa "a maggioranza", quella di rinnovare il *Securities Markets Programme* (SMP) a "schiacciante maggioranza".

Rinnovato per un altro trimestre (ma *obtorto collo*) il regime di piena allocazione

A dicembre la BCE ha anche diffuso le nuove stime trimestrali su crescita e inflazione, che non hanno apportato novità di rilievo allo scenario. Si è assistito a una lieve revisione al rialzo per la crescita 2010 e per l'inflazione del 2011. Le nuove stime per il 2012 mostrano una lieve riaccelerazione della crescita (all'1,7% dall'1,4% del 2011) e un nuovo rallentamento per l'inflazione (all'1,5% dall'1,8% del 2011). Interessante però rilevare che rispetto al mese scorso c'è una revisione al ribasso dei rischi: la valutazione dei rischi sulla crescita è passata da "lievemente verso il basso" a "verso il basso" (principalmente a causa delle tensioni sui mercati finanziari, mentre la situazione per l'economia reale è migliore di quanto si creda specie nelle principali economie), la valutazione dei rischi sull'inflazione è passata da "lievemente verso l'alto" a "bilanciata".

Revisioni al ribasso sui rischi per crescita e inflazione

Proiezioni macroeconomiche BCE <i>vis-a-vis</i> Consensus e Intesa Sanpaolo							
Data previsione	Anno	BCE		Consensus		Intesa Sanpaolo	
		IPCA	PIL	IPCA	PIL	IPCA	PIL
Giu-09	2010	0.6/1.4 (1.0)	-1.0/0.4 (-0.3)	1.2	0.3	1.4	0.4
Set-09	2010	0.8/1.6 (1.2)	-0.5/0.9 (0.2)	1.2	1.0	1.6	0.8
Dic-09	2010	0.9/1.7 (1.3)	0.1/1.5 (0.8)	1.2	1.3	1.4	1.0
Mar-10	2010	0.8/1.6 (1.2)	0.4/1.2 (0.8)	1.1	1.1	1.3	1.0
Mar-10	2011	0.9/2.1 (1.5)	0.5/2.5 (1.5)	1.4	1.5	1.5	1.4
Giu-10	2010	1.4/1.6 (1.5)	0.7/1.3 (1.0)	1.4	1.1	1.6	1.1
Giu-10	2011	1.0/2.2 (1.6)	0.2/2.2 (1.2)	1.5	1.4	1.7	1.6
Set-10	2010	1.5/1.7 (1.6)	1.4/1.8 (1.6)	1.5	1.2	1.6	1.6
Set-10	2011	1.2/2.2 (1.7)	0.5/2.3 (1.4)	1.6	1.4	1.7	1.7
Dic-10	2010	1.5/1.7 (1.6) =	1.6/1.8 (1.7) ↑	1.5	1.6	1.6	1.7
Dic-10	2011	1.3/2.3 (1.8) ↑	0.7/2.1 (1.4) =	1.6	1.4	1.8	1.7
Dic-10	2012	0.7/2.3 (1.5)	0.6/2.8 (1.7)	ND	ND	1.6	1.4

Note: BCE: tra parentesi il valore medio dell'intervallo di stima; Consensus: le ultime previsioni sono del mese di novembre 2010
Fonte: BCE, Consensus Forecast, Intesa Sanpaolo

Guardando al 2011, la BCE si trova a decidere tra Scilla e Cariddi ovvero tra opposti rischi: da una parte mantenere le misure non convenzionali in essere causa una protratta "distorsione" del mercato sostenendo indebitamente banche inefficienti (e alterando la concorrenza tra istituti bancari), dall'altro lato ritirare prima del dovuto il sostegno alle banche può causare instabilità nel sistema bancario, nella struttura dei tassi e indirettamente anche alle coperture delle aste di titoli di Stato, visto che le banche sono tra i principali detentori di debito sovrano. I rischi del secondo tipo a nostro avviso restano a oggi prevalenti, ma tale dilemma potrebbe diventare più acuto col passare del tempo.

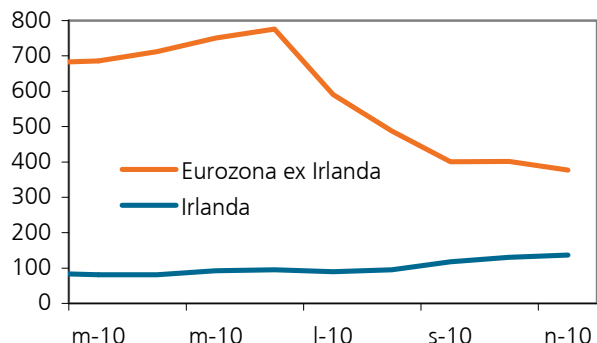
Quale *exit strategy* nel 2011?

Il recente piano di sostegno all'Irlanda nel medio termine agirà nel senso di accelerare, *ceteris paribus*, la velocità della *exit strategy*; dall'altro lato, tuttavia, il forte livello di stress dei mercati ha l'effetto di favorire una proroga delle misure straordinarie. Infatti:

1) nel medio termine: il prestito congiunto da parte di FMI e UE, se è vero come è vero che consentirà un'iniezione di liquidità nel sistema bancario (di 35 miliardi sugli 85 complessivi previsti), sposterà sostanzialmente a carico del Governo irlandese (supportato appunto da FMI e UE) il sostegno delle banche che ora dipendono in misura cruciale dalla Banca centrale: con 136 miliardi a ottobre le banche irlandesi sono di gran lunga quelle che più hanno fatto ricorso alla finestra BCE (si tratta di oltre un quarto del totale dei prestiti BCE – in decisa accelerazione rispetto al 10% medio della prima metà dell'anno - e dell'8,5% degli attivi delle banche irlandesi). In sostanza, specie nella misura (alta, a quanto sembra) in cui il ricorso alla BCE è concentrato su pochi istituti di credito dissestati, è più opportuno che, trattandosi di casi isolati, il loro sostegno sia demandato al Paese di competenza piuttosto che alla Banca centrale la cui azione (per lo meno nelle modalità attuali) distorce il meccanismo di fornitura di liquidità; altrimenti, sarebbe opportuno per la BCE spostare le banche dipendenti verso *facilities* dedicate, riportando le operazioni di mercato aperto alle funzioni ordinarie di esecuzione della politica monetaria.

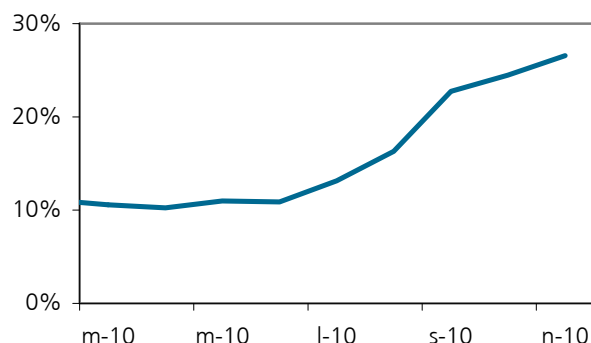
2) d'altra parte, è anche vero che nel breve termine il riacutizzarsi della crisi sui periferici aumenta le probabilità di estensione del *full allotment*. Infatti, l'implementazione effettiva del pacchetto richiederà un po' di tempo. Pertanto, il rischio di instabilità sui mercati finanziari è alto non solo con riguardo all'Irlanda, ma anche al contagio di altri paesi (Portogallo e Spagna).

Ricorso alla finestra BCE – Irlanda ed Eurozona ex Irlanda



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE e banche nazionali

Ricorso alla finestra – Irlanda in % del totale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE e banche nazionali

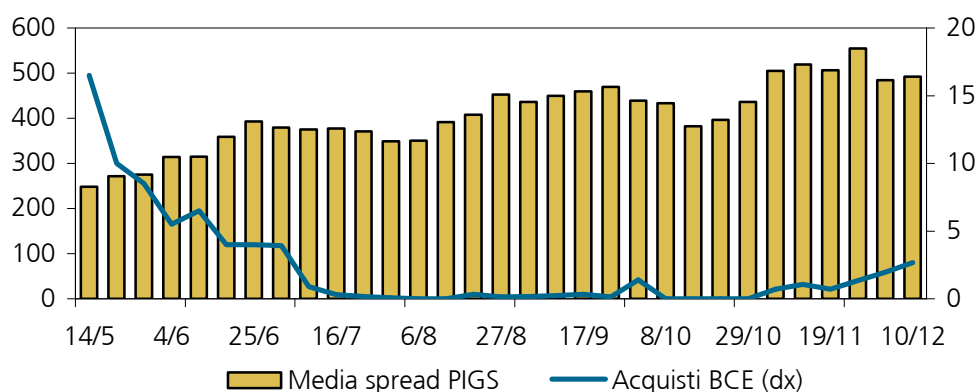
Nonostante il deciso riacutizzarsi delle tensioni sul debito sovrano dei paesi periferici, vari esponenti della BCE hanno continuato a ripetere dichiarazioni tese a sottolineare una volta di più la "transitorietà" del programma di acquisto di titoli di Stato e l'urgenza di concludere tale programma "quanto prima" (Weber, 19 novembre). È un programma fin dall'inizio accettato *oborto collo* dall'ala più intransigente del Consiglio, che ne soffre evidentemente gli impliciti rischi di "monetizzazione" del debito sovrano.

Di fatto, il programma è tornato in auge da inizio novembre (dopo che a ottobre gli acquisti erano stati pari praticamente a zero), con volumi via via crescenti sino a raggiungere i 2,7 miliardi nella prima settimana di dicembre (in ogni caso si tratta di livelli molto inferiori rispetto al picco di 16,5 miliardi della seconda settimana di maggio). Come al solito la BCE non precisa lo Stato emittente dei titoli sovrani comprati ma, secondo le agenzie di stampa, gli acquisti delle ultime settimane si sarebbero concentrati su bond irlandesi e portoghesi. Peraltro, risulta arduo stimare l'efficacia di tali interventi. Dall'allargarsi degli *spread* da maggio a oggi (la media degli *spread* sui 4 periferici è raddoppiata, da quasi 250 a quasi 500 punti base) si potrebbe dedurre un'assoluta inefficacia del programma, ma d'altra parte si potrebbe viceversa argomentare che le tensioni avrebbero potuto essere ben maggiori se (al di là di quelli che sono stati gli acquisti effettivi) la BCE non si fosse dichiarata anche solo teoricamente pronta ad acquistare i titoli dei paesi in difficoltà. Mantenere in vita il programma garantisce anche maggiore flessibilità di azione nel caso in cui la crisi si aggravi.

La BCE ha continuato a sterilizzare gli acquisti, il che fa sì che non si possa tecnicamente parlare di *quantitative easing* (né di "monetizzazione" del debito). L'unico scenario in cui la BCE sarebbe disposta a passare il Rubicone (ovvero ad acquisti massicci e non sterilizzati) sarebbe quello estremo in cui il contagio arrivi a toccare non solo mercati tutto sommato "minori" come Grecia, Irlanda e Portogallo, ma anche un debito importante come quello spagnolo, e in cui il sistema finanziario locale non riesce a mobilitare risorse sufficienti per garantire la copertura delle aste. In quel caso, anche ipotizzando una nuova partecipazione del FMI, i fondi dell'*European Stabilisation Mechanism* (60 miliardi di fondi comunitari) e i crediti mobilizzabili dall'*European Financial Stabilisation Facility* verrebbero prosciugati e la "linea del Piave" sarebbe costituita proprio da acquisti massicci e non sterilizzati di titoli di Stato da parte della BCE. Ma si tratta di uno scenario estremo (in sostanza, l'ultima arma a disposizione per "salvare" l'Unione Monetaria) e che non solo la BCE, ma anche le altre istituzioni europee faranno di tutto per scongiurare.

Non è dagli acquisti di titoli da parte della BCE che occorre aspettarsi la soluzione definitiva alla crisi

Acquisti di titoli di Stato da parte della BCE e spread sui titoli dei Paesi periferici



Nota: media degli spread vs Bund di titoli decennali di Portogallo, Irlanda, Grecia e Spagna
Fonte: BCE, Thomson Reuters - Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

In sintesi, nemmeno il rischio di contagio della crisi a paesi maggiori come la Spagna ha spinto la BCE ad ammorbidire la sua ostilità a ogni forma di *quantitative easing* o di monetizzazione del debito.

Non è da escludere che i volumi del SMP possano aumentare ancora nelle prossime settimane, ma, oltre a essere "sterilizzati", difficilmente gli acquisti raggiungeranno ammontari tali da alleviare significativamente le tensioni sugli *spread* di debiti sovrani importanti come Spagna e Italia. In altri termini, non è dalla BCE, che nel medio termine resta orientata su un sentiero di *exit strategy*, che bisogna aspettarsi una parola definitiva sulla crisi, e il SMP resta, nell'ottica della BCE, uno strumento molto circostanziato per "migliorare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria" e non un mezzo risolutivo per frenare le dinamiche speculative sul mercato dei titoli di stato e nello specifico per contrastare l'anomalo allargamento dei premi al rischio sul debito di Italia e Spagna. Sebbene questa evoluzione sarebbe ragionevole in quanto né l'Italia né la Spagna presentano problemi di sostenibilità del debito e in condizioni ordinarie di mercato non avrebbero problemi a rifinanziarsi, sembra di poter confermare che solo in uno scenario di concreta e imminente minaccia alla stabilità della zona euro (eventualità negata solo qualche giorno fa da Trichet nella sua audizione davanti al Parlamento Europeo) la BCE potrebbe convincersi ad acquisti massicci e non sterilizzati. In assenza di uno scenario "catastrofico", a Francoforte evidentemente si continua a ritenere che sia il meccanismo di gestione della crisi messo in piedi in sede di Unione Europea il modo più opportuno per affrontare la situazione.

Ciò che farebbe la differenza (ma tale opzione, ripetiamo, non rientra tra quelle attualmente prese in considerazione della BCE) sarebbero acquisti di titoli in volumi massicci sull'esempio della strada intrapresa dalle altre principali banche centrali. Ad esempio, se la BCE volesse eguagliare gli acquisti di titoli di Stato effettuati dalla Bank of England in percentuale del totale del mercato (il 25%, nel caso della BoE), questo equivarrebbe ad acquisti pari a circa 1.770 miliardi se parametrati sul totale del mercato o a poco meno di 500 miliardi in percentuale dei soli mercati "periferici" (Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna + Italia). Se la BCE volesse imitare la Fed (che ha annunciato acquisti complessivi solo di *Treasuries* – senza contare agenzie e MBS – pari a circa il 15% del debito *outstanding*) il volume degli acquisti dovrebbe essere pari a 1060 miliardi (il 15% del debito totale dell'Eurozona) o a poco meno di 300 miliardi limitandosi alla sola "periferia". Alternativamente il conteggio può esser fatto non sul debito in circolazione, ma sul fabbisogno (dato dall'esigenza di coprire il disavanzo di cassa del settore pubblico e il debito in scadenza). In effetti, nel caso della Fed il programma di acquisto annunciato (e da attuarsi presumibilmente nell'arco di 12 mesi) è *superiore* al fabbisogno del Tesoro in un anno fiscale. Dunque, limitandoci ai *sol*i Paesi periferici (con l'esclusione di Grecia e Irlanda che si intendono "coperte" per i prossimi anni dai prestiti UE/FMI), la BCE dovrebbe acquistare *bond* per quasi 280 miliardi se volesse coprire il fabbisogno della "periferia" per i prossimi 6 mesi e per più di

Di quanto dovrebbero aumentare gli acquisti di titoli per avere un significato impatto?

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2010

550 miliardi volendo coprire il fabbisogno dei prossimi 12 mesi. Gli acquisti sin qui effettuati (67 miliardi) sono invece pari ad appena il 3% del debito *outstanding* dei paesi periferici (l'1% del debito totale dei paesi dell'Eurozona) e il 18% del fabbisogno dei prossimi 6 mesi o il 10% del fabbisogno dei prossimi 12 mesi (dei soli paesi periferici).

	Outstanding	Fabbisogno	
		Prox 6m	Prox 12m
Italia	1088	165	332
Spagna	430	93	186
Portogallo	106	21	35
SUB-TOTALE	1624	279	553
Grecia	260	70	88
Irlanda	90	17	31
TOTALE	1974	366	672

Fonte: Thomson Reuters - Datastream, Bloomberg

Nelle ultime settimane diverse dichiarazioni di alcuni esponenti BCE (tra cui Stark e lo stesso Trichet) hanno ribadito la tesi del "doppio binario", ovvero il fatto che nell'ottica della BCE le decisioni riguardanti le modalità di fornitura della liquidità in asta sono "indipendenti" da quelle sui tassi di interesse ufficiali, in quanto le prime sono una risposta alle disfunzionalità dei mercati e delle istituzioni monetarie e finanziarie, mentre le seconde dipendono dai fondamentali macroeconomici (l'analisi economica, ovvero l'*outlook* su inflazione e crescita, e l'analisi monetaria, ovvero i due pilastri della politica BCE). In altri termini, come dichiarato esplicitamente da alcuni membri dell'istituto centrale, la BCE potrebbe decidere di alzare i tassi ufficiali prima di aver rimosso le misure non convenzionali in essere. Questa opzione potrebbe non essere insensata in quanto la situazione attuale è proprio caratterizzata dal fatto che i fondamentali macroeconomici consentirebbero di alzare i tassi (tenuto conto del livello estremamente basso in cui si trovano, vedi *infra* in merito ai tassi di equilibrio secondo la regola di Taylor), in quanto la ripresa economica si va consolidando e i rischi di deflazione appaiono bassi (vedi *supra* circa le stime di inflazione e crescita), ma permangono delle situazioni di notevole stress sui mercati finanziari (le tensioni riguardano ora il mercato del debito sovrano ma, in caso di riacutizzarsi della crisi bancaria, potrebbero tornare anche sul mercato interbancario e dunque sulle condizioni di credito applicate a imprese e famiglie) che consiglierebbero di mantenere in piedi le misure di emergenza decise in risposta alla crisi (non solo il *full allotment*, ma anche il *Securities Markets Program*). Questa mossa farebbe salire i tassi di mercato senza ritirare quel sostegno alle istituzioni finanziarie che sarebbe cruciale in caso di riacutizzarsi della crisi. Dunque, accanto allo scenario di uscita "ordinaria" (che avverrebbe nel seguente ordine: un primo passo potrebbe essere il ritorno ad aste competitive sulle operazioni a lungo termine, con le banche deboli che pagano un prezzo maggiore per il supporto di liquidità, in seguito la BCE potrebbe rimuovere la piena allocazione anche sull'operazione principale e successivamente alzare i tassi, tra fine 2011 e inizio 2012), è anche possibile uno scenario speculare, di moderata restrizione monetaria in presenza di parte delle misure straordinarie di sostegno alla liquidità. Tale scenario avrebbe probabilmente il vantaggio di produrre una minore volatilità dei tassi Euribor.

Al di là dell'orizzonte di breve termine, abbiamo stimato una **regola di Taylor** per ottenere dei valori di equilibrio sui tassi di interesse nel medio-lungo termine. Il modello si basa su una stima econometrica dei parametri (il tasso di interesse "neutrale" e i coefficienti di *output gap* e *inflation gap*) e su un *target* inflazionistico di 1,75% (l'obiettivo della BCE è ufficialmente un tasso di inflazione di medio periodo a un livello inferiore, ma prossimo al 2%). Se ne ottiene un livello dei tassi "neutrali" di 2,9% e coefficienti pari a 0,6% per l'*inflation gap* e 0,4% per l'*output gap*. Il risultato è che già oggi i tassi di equilibrio secondo la regola di Taylor sarebbero più alti del livello corrente e pari a 1,5%. Anzi il livello corrente (1%) è esattamente pari all'estremo inferiore dell'intervallo di stima (costituito da una deviazione standard) e si nota che tutte le volte che il livello effettivo del refi ha "sbattuto" contro un estremo dell'intervallo di

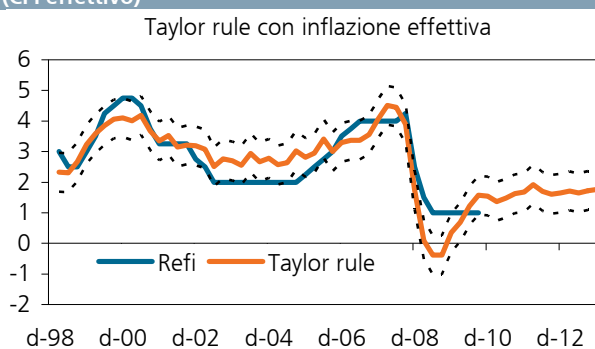
Non è da escludere uno scenario di moderato rialzo dei tassi con il mantenimento di una parte delle misure straordinarie di sostegno alla liquidità

Anche nel medio termine la normalizzazione della politica monetaria sarà graduale

stima, ne è seguito un movimento in senso opposto (o quantomeno, il livello corrente si è mantenuto allineato a tale estremo e non ha proseguito nel suo "disallineamento"). Da notare anche che la caduta a zero e poi in territorio negativo dei tassi di equilibrio secondo la regola di Taylor a partire dall'inizio del 2009 giustifica la messa in campo da parte della Banca centrale di misure di stimolo "aggiuntivo" rispetto al livello dei tassi e che dunque la regola di Taylor giustificerebbe attualmente non solo un rialzo dei tassi, ma anche il ritiro di tali misure di stimolo.

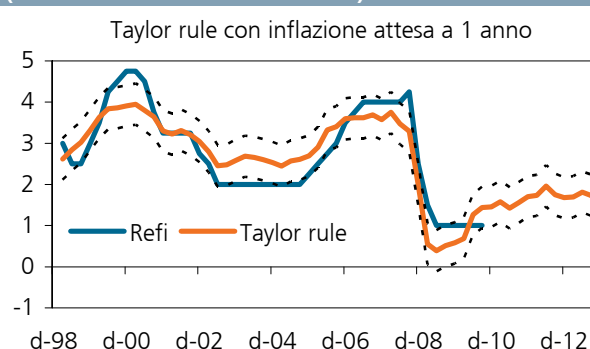
Ora, vista l'ottica prospettica con cui la politica monetaria è chiamata ad agire e vista l'attenzione che la BCE da sempre dedica all'ancoraggio delle aspettative di inflazione, si può provare a stimare la regola di Taylor non sul CPI effettivo, ma appunto sulle aspettative di inflazione. A tal fine, si può utilizzare la *Survey of Professional Forecasters* della stessa BCE che fornisce una stima delle aspettative di consenso sull'inflazione a uno, due e cinque anni. In effetti, il modello migliora utilizzando non l'inflazione effettiva ma l'inflazione attesa a un anno, nel qual caso il livello stimato dei tassi "neutrali" sale lievemente (al 3,1%). Il livello di equilibrio attuale stimato dal modello è anche in questo caso 1,5% (in un intervallo tra 1% e 2%).

I tassi BCE stimati secondo la regola di Taylor (CPI effettivo)



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

I tassi BCE stimati secondo la regola di Taylor (CPI atteso a 1 anno secondo la SPF)



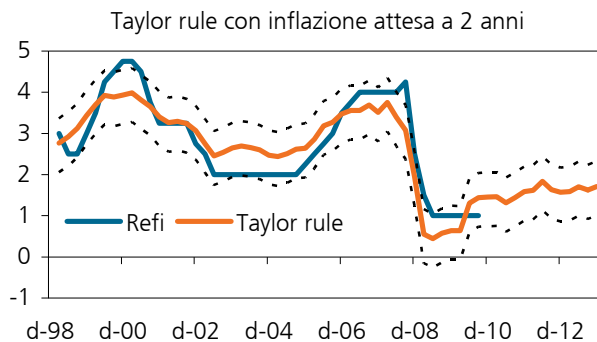
Fonte: stime Intesa Sanpaolo su dati BCE, Eurostat, OCSE

Tuttavia, guardando in avanti la regola di Taylor suggerisce che anche con un orizzonte di medio-lungo termine la normalizzazione della politica monetaria non potrà che essere assai graduale. Infatti, sia che si consideri l'inflazione effettiva o attesa il livello di equilibrio stimato dal modello per fine 2013 è di 1,8%, ovvero la regola di Taylor suggerisce un sentiero estremamente graduale di risalita dei tassi. Peraltro, l'intervallo di stima è piuttosto ampio (considerando il modello sull'inflazione attesa a un anno, la forchetta è dell'1,3-2,3%). Sulla base di ciò, il valore massimo che il refi potrebbe raggiungere a fine 2013 sarebbe del 2,25%, al di sotto delle attese implicite oggi nelle attese di mercato (il future sull'Euribor a 3 mesi per fine 2013 quota a 2,94%).

Ancor più basso il valore di equilibrio dei tassi a fine 2013 ove si considerino le attese di inflazione non a un anno, ma a due o cinque anni (rispettivamente, 1,7% e 1,6%, con un valore massimo di 2,3% e 2,2% rispettivamente); da notare che in questi due casi il coefficiente stimato per l'*output gap* sale a 0,5% (e il livello dei tassi "neutrali" del 3%). Il motivo di valori di equilibrio così bassi dei tassi secondo la *Taylor rule* sta nel fatto che l'*output gap* rimarrà negativo per tutto l'orizzonte di previsione (pur riducendosi dal -3,4% attuale a -2,8% a fine 2013). C'è da aggiungere che, nel caso in cui tra le conseguenze "strutturali" della crisi vi sia stata come probabile una perdita di *output* potenziale, i valori dell'*output gap* potrebbero essere meno "drammatici" di quelli oggi stimati e pertanto ciò farebbe sì che la regola di Taylor sottostimi i valori di equilibrio dei tassi.

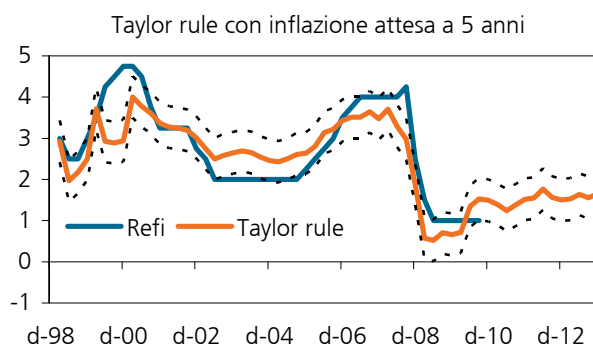
In conseguenza di questa analisi, rivediamo al ribasso il sentiero di medio termine per i tassi ufficiali: vediamo ora un livello di 2,5% (dunque storicamente ancora molto basso) a fine 2013.

I tassi BCE stimati secondo la regola di Taylor
(CPI atteso a 2 anni secondo la SPF)



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

I tassi BCE stimati secondo la regola di Taylor
(CPI atteso a 5 anni secondo la SPF)



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

Focus – Il mercato del lavoro nell'Eurozona

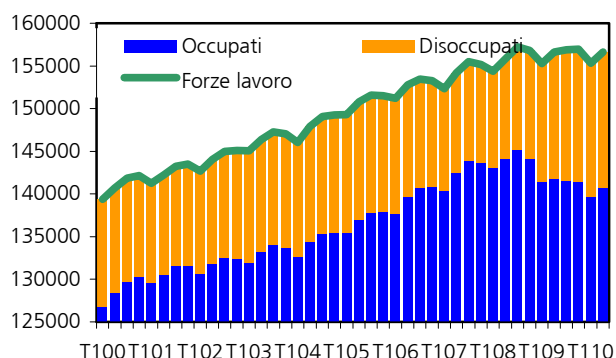
Negli ultimi due anni si è verificato un deterioramento del mercato del lavoro nell'Eurozona. I cali occupazionali sono stati più forti per la coorte più giovane della popolazione, per gli uomini rispetto alle donne e per i lavoratori con contratto a tempo determinato rispetto alle altre tipologie contrattuali. Inoltre, lo scenario appare molto differenziato tra i vari paesi dell'area euro. Confrontando l'elasticità dell'occupazione al PIL prima e durante la crisi, si nota che caratteristiche strutturali e politiche governative hanno influenzato la *performance* del mercato del lavoro tra gli stati membri.

Alessandra Gaia

La crisi economica ha determinato tra il 3° trimestre 2008 ed il 1° trimestre del 2010 un rapido ed ampio calo dell'occupazione nell'Eurozona. Secondo i dati trimestrali forniti da Eurostat, nel 2° trimestre 2010 gli occupati erano quasi 3.400.000 in meno rispetto ai livelli pre-crisi. Nel contempo, il numero di persone in cerca di occupazione ha continuato a crescere fino a toccare nel 2° trimestre 2010 un massimo di 15.875.100, superando di più di quattro milioni di unità i livelli pre-crisi. Il tasso di disoccupazione su base trimestrale è salito nella primavera del 2010 al 10,1%, oltre due punti percentuali e mezzo oltre il livello del 2° trimestre 2008. Guardando ai dati mensili, il tasso di disoccupazione ha raggiunto, nell'ottobre 2010, il massimo degli ultimi 12 anni, al 10,1%.

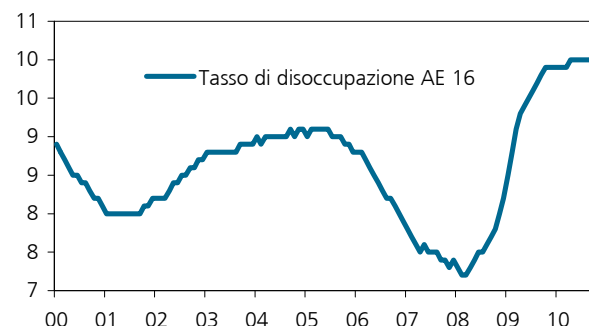
Tuttavia, sulla scia della ripresa del ciclo economico, negli ultimi mesi, il mercato del lavoro sembra essersi avviato verso una stabilizzazione. La ripresa però presenta differenze geografiche molto marcate. Per comprendere l'evoluzione in atto è utile una analisi delle caratteristiche del mercato del lavoro prima e dopo la crisi economica.

Tra il 3° trimestre 2008 e il 1° trimestre 2010 si registrano cali occupazionali di oltre 3 milioni di unità



Fonte: Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il tasso di disoccupazione nell'area euro raggiunge, nell'ottobre 2010, un massimo da oltre 12 anni

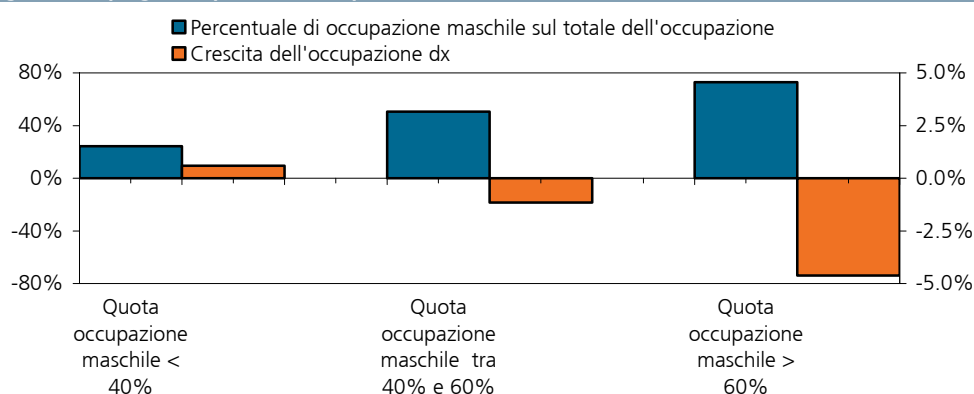


Fonte: Eurostat, elaborazione Intesa Sanpaolo

Gli effetti della crisi sono stati differenti in base alla coorte di appartenenza dei lavoratori. Il primo elemento da notare è che il calo occupazionale ha colpito in modo relativamente più pesante gli uomini delle donne e i giovani rispetto ai lavoratori più anziani. La differenza di genere nella *performance* del mercato del lavoro è dovuta in parte alle specializzazioni settoriali. Infatti, la crisi ha avuto un impatto prevalente sui settori a maggiore occupazione maschile. Confrontando i cali occupazionali tra il 2008 ed il 2009 per i vari settori dell'attività economica e quota di occupazione maschile si nota che, nei tre settori in cui si è verificato il calo più ingente dell'occupazione, la percentuale di uomini sul totale dell'occupazione è superiore al 70%: nel comparto costruzioni l'occupazione è calata tra il 2008 ed il 2009 del 7,3% e la quota di occupazione maschile è del 91%. La variazione è analoga per attività estrattive e minerarie, dove l'occupazione cala del 6,3% e l'88% degli occupati sono uomini e nel settore manifatturiero, dove il calo occupazionale è del 6,1% con una presenza maschile sul totale dell'occupazione di 72,3%. Viceversa, alcuni dei settori ad occupazione prevalentemente femminile, come sanità e servizi sociali ed educazione, presentano variazioni occupazionali positive.

Differenze di genere nel mercato del lavoro e specializzazioni settoriali

I lavoratori uomini sono stati i più colpiti dalla crisi del mercato del lavoro, ma la differenza di genere è spiegata soprattutto da specializzazioni settoriali



Fonte: Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2010

Settore dell'attività economica	Occupazione maschile su tot. occupazione	Crescita dell'occupazione
Attività domestiche, produzione beni/servizi ad uso della famiglia	9.6	-0.2
Sanità e servizi sociali	22.2	2.9
Educazione	30.9	0.2
Altri servizi	32.3	-4.4
Servizi di ristorazione ed alloggio	45.8	-0.3
Servizi amministrativi e di supporto	48.4	0.1
Attività immobiliari	48.6	-2.6
Attività finanziarie ed assicurative	49.7	-0.6
Commercio all'ingrosso e al dettaglio, riparazione di veicoli a motore/motocicli	51.4	-1.7
Attività professionali scientifiche e tecniche	51.9	-0.7
Attività di organizzazioni e corpi extraterritoriali	53.2	-3.9
Arte, intrattenimento ed attività ricreative	53.4	-0.7
Amministrazione pubblica e difesa	54.7	0.0
Agricoltura, foreste e pesca	67.0	-1.7
Informazione e comunicazione	67.2	0.5
Manifatturiero	72.3	-6.1
Trasporto e stoccaggio	77.1	-2.9
Fornitura di energia elettrica, gas, vapore ed aria	77.9	8.3
Fornitura di acqua, reti fognarie, trattamento dei rifiuti	82.3	3.1
Costruzione	91.2	-7.3

Fonte: Eurostat

Guardando alle differenze per classe di età si nota un calo più significativo dell'occupazione tra i giovani (15-24 anni), mentre la coorte più matura (55-64 anni) è la meno colpita dal deterioramento del mercato del lavoro. Nel mese di ottobre, la disoccupazione giovanile (sotto i 25 anni) nell'area euro è stata del 20,1%. Lo spaccato per singolo paese mostra una prevalenza della disoccupazione giovanile rispetto alle altre fasce di età particolarmente marcata per i paesi dell'area euro più colpiti dal deterioramento del mercato del lavoro, come ad esempio Spagna ed Irlanda. Secondo la misura armonizzata dall'International Labour Organization (ILO) il tasso di disoccupazione per i giovani al di sotto dei 25 anni in Spagna arrivato in ottobre al 43,2% più che il doppio rispetto alla percentuale di senza lavoro tra 25 e i 74 anni (18,5%). In Irlanda il tasso di disoccupazione giovanile è salito al 29,3%, 17 punti percentuali in più rispetto alla fascia di età 25-74 anni. La situazione è drammatica anche in Italia: a partire dal luglio 2008 non è più stata fornita la serie per la fascia di età 25-74 anni, tuttavia, confrontando il tasso di disoccupazione giovanile (*under 25*) con il tasso di disoccupazione tra i 15 e 74 anni si nota una differenza di oltre 17 punti percentuali. La disoccupazione nella fascia di età 15-24 anni è al 26,2%, mentre per il totale dei lavoratori (15-74 anni) si colloca all'8,6%.

La crisi ha colpito soprattutto i giovani

Nell'area euro il maggiore impatto della crisi sui giovani è dovuta anche alla maggiore incidenza in questa fascia di età di contratti di lavoro a tempo determinato. In media nel 2008 il 49,7% degli occupati tra i 15 ed i 24 anni erano inquadrati con un contratto a tempo determinato, contro il 12% dei lavoratori tra i 25 ed i 64 anni (dati trimestrali Eurostat, media 2008). I lavoratori a tempo determinato sono stati la tipologia di occupati che ha registrato le perdite occupazionali più ingenti durante la crisi economica, subendo un calo tra il 2008 ed il 2009 del 7,4% a fronte di una riduzione per l'occupazione dipendente in generale dell'1,8%. La discesa occupazionale è stata invece particolarmente contenuta per i lavoratori autonomi, con un calo di appena -0,9% nel 2009 rispetto all'anno precedente. Per questa categoria il tasso di occupazione ha poi ripreso a crescere nel 2010 di 0,6% t/t nel 1° trimestre e 0,9% t/t nel 2° trimestre. Tra le varie tipologie contrattuali, il calo dell'occupazione è stato quindi particolarmente forte per gli occupati a tempo determinato. Il fenomeno è in parte dovuto alla minore tutela di questo settore dell'occupazione ed ai minori costi di interruzione del rapporto di lavoro. Questa tipologia di contratti, infatti, si presta più di altre a variare a seconda delle

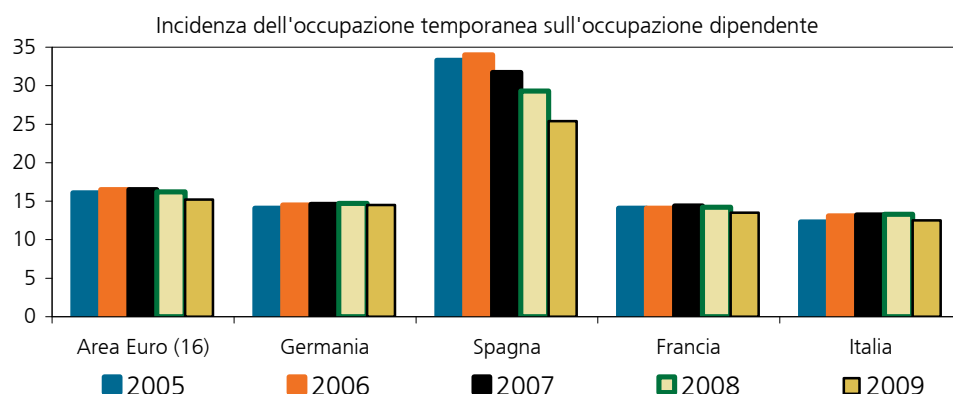
Cali occupazionali più forti per i lavoratori con contratti a tempo determinato

fluttuazioni nel corso del ciclo: ne derivano cadute più marcate nel corso delle crisi ma anche incrementi più rapidi nei periodi di ripresa². Il calo dell'occupazione tra i lavoratori a tempo determinato è evidente anche guardando la percentuale dei contratti a tempo determinato sul totale dell'occupazione dipendente. La percentuale di contratti a tempo determinato che era cresciuta particolarmente nel periodo precedente alla crisi, si è contratta nel corso del 2009 in tutti i principali paesi dell'area euro e nel complesso dell'Eurozona. Il fenomeno è particolarmente evidente con riferimento al caso spagnolo.

Struttura dell'occupazione per età e livello di istruzione nell'Eurozona						
	2009 (in migliaia)	Var.ne 2008-09	Var.ne 2007-08	Var.ne 2006-07	Var.ne 2005-06	Var.ne 2000-05
Occupazione tot. (15 - 64 anni)	139429.7	-1.8%	1.1%	2.0%	2.0%	1.2%
Uomini	76660.1	-2.9%	0.4%	1.5%	1.6%	0.6%
Donne	62769.7	-0.6%	1.9%	2.5%	2.4%	2.1%
Occupazione giovanile (15 - 24 anni)	12972.1	-1.8%	1.1%	2.0%	2.0%	1.3%
Uomini	6967.9	-2.8%	0.4%	1.6%	1.7%	0.7%
Donne	6004.2	-0.5%	1.9%	2.6%	2.4%	2.2%
Occupazione 25 - 54 anni	108920.3	-5.7%	-2.4%	-0.7%	0.7%	-0.7%
Uomini	59528.4	-6.6%	-2.5%	-1.1%	0.7%	-1.0%
Donne	49391.8	-4.3%	-2.3%	-0.1%	0.8%	-0.2%
Occupazione 55 - 64 anni	17537.3	-1.8%	1.4%	2.8%	2.4%	2.0%
Uomini	10163.7	-2.4%	0.9%	2.7%	2.4%	1.5%
Donne	7373.7	-1.0%	2.0%	2.9%	2.5%	2.6%
Occupazione: livello di istruzione basso	37496.4	-5.7%	-2.4%	-0.7%	0.7%	-0.7%
Uomini	22477.3	-6.6%	-2.5%	-1.1%	0.7%	-1.0%
Donne	15019.1	-4.3%	-2.3%	-0.1%	0.8%	-0.2%
Occupazione livello di istruzione medio	64327.8	-1.8%	1.4%	2.8%	2.4%	2.0%
Uomini	35064	-2.4%	0.9%	2.7%	2.4%	1.5%
Donne	29263.8	-1.0%	2.0%	2.9%	2.5%	2.6%
Occupazione livello di istruzione elevato	39510.4	2.2%	4.2%	3.8%	2.6%	4.2%
Uomini	20380.4	1.2%	3.1%	3.1%	1.5%	3.1%
Donne	19130	3.4%	5.4%	4.6%	3.9%	5.5%

Fonte: Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'incidenza dell'occupazione a tempo determinato sul totale dell'occupazione dipendente si è ridotta nel corso del 2009



Fonte: Eurostat

² V. Labour market and wage developments in 2009, Directorate-General for Economic and Financial Affairs of the European Commission, Bruxelles2010

La risposta del mercato del lavoro è stata diversa anche per i lavoratori part-time, rispetto ai lavoratori a tempo pieno. Infatti, mentre il livello dell'occupazione a tempo pieno è diminuito tra il 3° trimestre 2008 e inizio 2010, il numero di occupati a tempo parziale è aumentato. Ne consegue che l'incidenza della occupazione part-time sul totale dell'occupazione cresce dal 19,1% del 2° trimestre 2008 al 20,1% del 2° trimestre 2010. In media nel 2009, rispetto all'anno precedente, i lavoratori a tempo parziale hanno visto un aumento dell'occupazione di 0,8% in parte anche per via di un calo delle ore lavorate attraverso un passaggio da contratti a tempo pieno a contratti a tempo parziale. Infatti, è aumentata la percentuale di lavoratori che hanno accettato un contratto a tempo parziale perché incapaci a trovare un lavoro a tempo pieno (part-time "involontario"). Nell'area euro la percentuale di part-time "involontari" sul totale dell'occupazione part-time è cresciuta al 26,7% nel 2009 dal 25,4% del 2008.

Aumenta il tasso di occupazione per i lavoratori part-time

Anche dal punto di vista dei titoli di studio gli effetti della crisi sono stati piuttosto differenziati per tipologia di lavoratore: i crolli occupazionali più ingenti si sono verificati per i lavoratori meno qualificati (-5,7% nel 2009, rispetto all'anno precedente), la fascia intermedia ha perso circa l'1,8%, mentre la categoria dei lavoratori più qualificati ha visto il tasso di occupazione crescere del 2,2% circa. Guardando al tasso di disoccupazione nel 2° trimestre 2010, il 16,5% delle persone con al massimo una licenza media inferiore è in cerca di una occupazione, oltre cinque punti percentuali in più rispetto a inizio 2008 (11,4% nel 1° e 2° trimestre 2008). Il tasso di disoccupazione è cresciuto in maniera ben più contenuta, di circa il 2,0%, per i lavoratori con diploma di scuola superiore secondaria (all'8,7% nel 2° trimestre 2010 da 6,7% nel 2° trimestre 2008). Invece, per i lavoratori laureati la disoccupazione è cresciuta di poco più di un punto percentuale al 5,5% nel 2° trimestre 2010, da 4,1% nel 2° trimestre 2008.

Cali occupazionali più forti per i lavoratori meno qualificati

Area euro: disoccupazione per titolo di istruzione conseguito

	T210	T110	T409	T309	T209	T109	T408	T308	T208	T108	T407	T307	T207
Totale (%)	9.9	10.5	9.8	9.4	9.3	9.4	7.9	7.3	7.4	7.6	7.4	7.3	7.4
Tasso di disoccupazione: primaria o licenza media inferiore (%)	16.5	16.9	15.6	15.0	14.9	14.7	12.5	11.4	11.4	11.4	10.7	10.5	10.7
Tasso di disoccupazione: scuola superiore secondaria (%)	8.7	9.4	8.7	8.3	8.3	8.5	7.1	6.4	6.7	7.2	7.0	6.7	6.9
Tasso di disoccupazione: livello di istruzione universitaria (%)	5.5	5.9	5.8	5.7	5.1	5.1	4.5	4.3	4.1	4.2	4.4	4.6	4.3

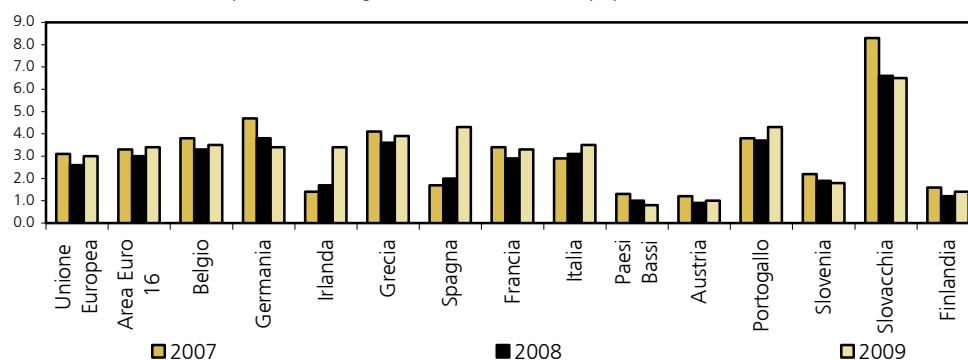
Fonte: Eurostat

Uno degli effetti negativi della crisi economica sul mercato del lavoro nell'area euro è stato l'aumento del tasso di disoccupazione di lunga durata. Il fenomeno è particolarmente grave considerati i problemi di reinserimento affrontati dai lavoratori inattivi per un lasso temporale esteso. Nell'area euro la quota di disoccupati di lunga durata, ovvero persone disoccupate da più di dodici mesi, è salita al 3,4% della popolazione attiva nel 2009 dal 3,0% nel 2008. Il numero dei disoccupati da 2 o più anni sul totale della popolazione attiva invece è rimasto stabile a 1,5% tra il 2008 e il 2009. La variazione nella durata della disoccupazione è molto differenziata per paese: è cresciuta violentemente in Irlanda e Spagna, mentre si è ridotta in Germania. In Slovacchia, seppur calando sensibilmente, rimane a livelli doppi rispetto alla media dell'area euro.

Cresce la disoccupazione di lunga durata

Nel 2009 nell'area euro cresce la percentuale di disoccupati di lunga durata sul totale della popolazione attiva...

Disoccupazione di lunga durata come % della popolazione attiva

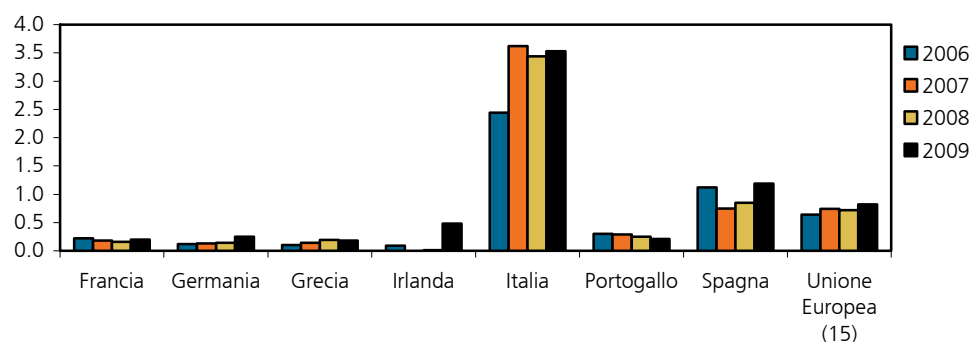


Fonte: Eurostat

Un effetto negativo della disoccupazione di lunga durata appare evidente analizzando l'aumento della quota di lavoratori scoraggiati: la crescente difficoltà a trovare un'occupazione porta il lavoratore scoraggiato a rinunciare alla ricerca di un'occupazione e ad uscire dal mercato del lavoro. Secondo i dati Eurostat, la percentuale di lavoratori scoraggiati è cresciuta nei principali paesi dell'area euro. Variazioni particolarmente importanti si sono verificate nei paesi maggiormente colpiti dal deterioramento del mercato del lavoro, come Spagna ed Irlanda. Da notare, in particolare, che l'Italia conta una quota di lavoratori scoraggiati sul totale della forza lavoro estremamente elevata ed oltre quattro volte superiore alla media EU15.

... ed aumenta la quota di lavoratori scoraggiati sul totale della forza lavoro

Lavoratori scoraggiati in % della forza lavoro

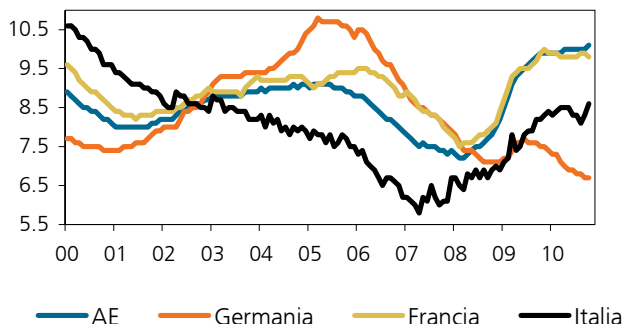


Fonte: OECD

All'interno dell'area euro, la risposta del mercato del lavoro alla crisi economica è stata molto differenziata da paese a paese. Secondo i dati Eurostat, il tasso di disoccupazione è cresciuto a livelli storicamente estremamente elevati in Spagna (al 20,7% ad ottobre 2010, valore massimo degli ultimi 20 anni, contro il 9,0% di inizio 2008) ed in Irlanda (a 14,1%, massimo da fine 1994, contro un 4,8% dei primi mesi del 2008). Aumenti più contenuti sono stati registrati in Italia e Francia: in entrambi i paesi, il tasso di disoccupazione è aumentato tra i primi mesi del 2008 e fine 2010 di circa 2 punti percentuali. E il tasso di disoccupazione è invece sceso in Germania fino a toccare, nell'ottobre 2010, un minimo a 6,7% (7,5% secondo i dati Bundesbank).

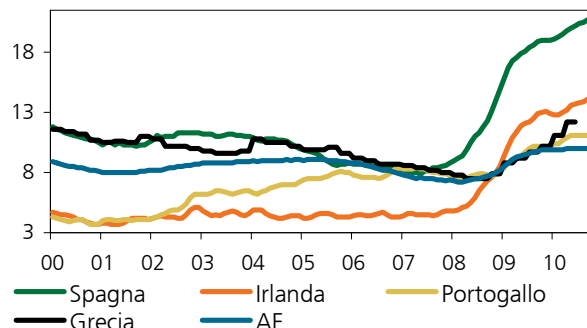
La risposta del mercato del lavoro è stata molto differenziata da paese a paese

Evoluzione dei tassi di disoccupazione: paesi *core* ed Eurozona nel complesso...



Fonte: Eurostat

... paesi "periferici" ed Eurozona nel complesso



Fonte: Eurostat

Confrontiamo l'elasticità dell'occupazione rispetto alla crescita del PIL storicamente (tra il 1° trimestre 2003 e 2° trimestre 2008) e durante la crisi (nell'intervallo: 3° trimestre 2008 – 4° trimestre 2009). Si nota un andamento piuttosto diversificato per paese: Italia, Germania, Portogallo e l'aggregato area euro si trovano al di sopra della retta a 45°. Ciò significa che questi paesi hanno avuto una elasticità dell'occupazione al PIL minore durante il periodo della crisi rispetto al loro valore storico. Nel caso della **Germania**, l'elasticità diminuisce da un valore storico attorno all'1 (quindi una risposta uguale della crescita dell'occupazione alla crescita del PIL) fino ad assumere valori negativi. Infatti, tra il 3° trimestre 2008 e fine 2009, a fronte di una variazione negativa nel prodotto, la variazione occupazionale è stata positiva. Otteniamo un risultato ancor più marcato confrontando l'elasticità storica con l'elasticità calcolata nel periodo 3° trimestre 2008 – 2° trimestre 2010. Anche in questo caso, il tasso di elasticità è negativo (e di grandezza maggiore rispetto al solo periodo 2° trimestre 2008 – 4° trimestre 2009): di conseguenza, la crescita occupazionale tedesca non può essere spiegata dalla ripresa del ciclo; piuttosto sembrano essere state le politiche di reimpiego come il programma governativo *Kurzarbeit* a determinare l'ottima *performance* del mercato del lavoro in Germania.

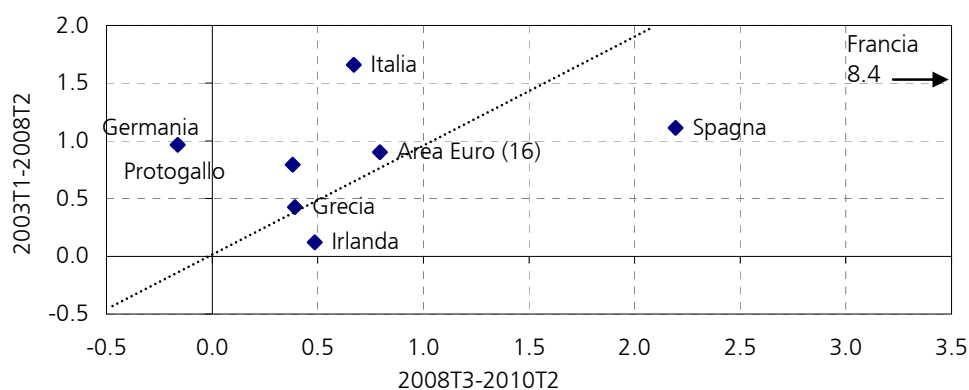
Anche nel caso dell'**Italia**, l'elasticità si è ridotta: da 1,7 circa nel periodo 1° trimestre 2003 – 2° trimestre 2008, quando a variazioni positive del PIL corrispondevano (per fenomeni connessi alla regolarizzazione dell'economia sommersa) aumenti occupazionali quasi doppi, a 0,2 nel periodo 2008T3-2009T4, dove in presenza di una forte contrazione del prodotto si è verificato un calo dell'occupazione piuttosto modesto dovuto al particolare regime di ammortizzatori sociali del nostro paese. Tuttavia, se estendiamo il periodo di analisi fino al 2° trimestre 2010 (quindi 2008T3-2010T2) l'elasticità riprende a salire a 0,7 circa, indicando che in presenza di una contrazione del prodotto si registra una discesa dell'occupazione di circa due terzi del calo del PIL. In questo caso la maggiore elasticità che osserviamo quando estendiamo l'analisi fino a metà 2010 potrebbe essere spiegata dal ritardo della risposta dell'occupazione all'andamento del ciclo economico.

Francia, Spagna, Grecia e Irlanda hanno registrato nel periodo 3° trimestre 2008 – 4° trimestre 2009 una elasticità maggiore rispetto al valore storico. Come si nota dal grafico, questi paesi si collocano a destra della retta a 45°. In particolare in Spagna e Francia, nel periodo 3° trimestre 2008 – 4° trimestre 2009, l'elasticità dell'occupazione al PIL è aumentata notevolmente rispetto al periodo 1° trimestre 2003 – 2° trimestre 2008. Il divario è ancora più marcato se consideriamo l'arco temporale più esteso (2008T3-2010T2). In questi due paesi, infatti, ad una contrazione del PIL ha corrisposto una variazione negativa dell'occupazione di entità notevolmente maggiore. Con riferimento al caso francese arriviamo ad ottenere una elasticità dell'occupazione al PIL pari ad 8,4. Segnaliamo però che questo ultimo dato va preso con cautela, infatti è "viziato" da una crescita del PIL in Francia nel periodo in considerazione prossima allo 0. Quindi, il denominatore

... e l'elasticità dell'occupazione alla crescita del PIL è variata molto, ed in modo diverso, nei principali paesi dell'Eurozona

dell'elasticità dell'occupazione al PIL, risultando molto piccolo, porta il valore del rapporto a schizzare verso un livello molto elevato.

Elasticità dell'occupazione al PIL: un confronto tra il periodo 2003T1-2008T2 e 2008T3-2010T2



Fonte: Eurostat, Oxford Economics, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Come già detto in precedenza, le cadute occupazionali più intense tra i più grandi paesi dell'area euro si sono verificate in Spagna. In questo caso ha giocato un ruolo importante la specializzazione in un settore ad alta intensità di lavoro e altamente ciclico come l'edilizia. Questo settore, infatti, contava una quota di occupati ben più elevata rispetto ad altre economie, le conseguenze occupazionali legate allo sgonfiamento della bolla immobiliare sono state più severe che altrove. A risentire particolarmente del fenomeno è stata l'occupazione immigrata, fortemente concentrata nel settore edile e spesso inquadrata con contratti a tempo determinato. Infatti, l'altra coorte che ha subito in maniera molto severa le conseguenze del deterioramento in atto nel mercato del lavoro è quella dei lavoratori con contratti a termine. Come già segnalato, tale segmento aveva conosciuto una crescita forte nei primi anni della crisi, per poi subire in maniera più intensa le conseguenze della recessione³.

L'occupazione è crollata in Spagna

Per affrontare la crisi del mercato del lavoro **nel settembre 2010, il Governo spagnolo ha varato una riforma del mercato del lavoro⁴ volta al raggiungimento di tre obiettivi: 1) ridurre la dualità del mercato del lavoro; 2) rafforzare gli strumenti di flessibilità interna delle imprese; 3) aumentare le possibilità delle persone in cerca di occupazione.** Per il raggiungimento di questi obiettivi sono state varate le seguenti misure:

La riforma del mercato del lavoro in Spagna

- **Sospensione della vigenza del contratto collettivo:** impresa e lavoratori possono giungere ad un accordo in base al quale, in situazioni in cui è messa in dubbio la possibilità dell'impresa di mantenere l'occupazione, può non essere applicato il sistema salariale previsto dal contratto collettivo relativo all'ambito superiore a quello dell'impresa (collettivo di settore o del ramo di attività).
- **Riduzione della giornata lavorativa:** la giornata lavorativa può essere ridotta dal 10 al 70% per cause di carattere economico, tecnico, organizzativo o di produzione.
- **"Penalizzazione dei contratti a tempo determinato":** il contratto diventa a tempo indeterminato dopo tre anni se al lavoratore sono stati stipulati due o più contratti per lo stesso posto di lavoro o uno diverso all'interno della stessa impresa o gruppo di imprese. L'obiettivo è di evitare il susseguirsi di contratti a tempo determinato, allo scopo di evitare la stipula di contratti a tempo indeterminato.

³ Congiuntura Ref. Aggiornamento quindicinale, ottobre 2010

⁴ Legge numero 35/2010 del settembre 2010 sulle misure urgenti per la riforma del mercato del lavoro

- **Estensione dell'applicazione dell'indennità di 33 giorni di salario per ogni anno lavorato in caso di licenziamento senza giusta causa.** Quindi, una indennizzazione più leggera rispetto ai 45 giorni previsti per il contratto a tempo indeterminato standard.
- **Istituzione di un fondo pubblico di copertura per le indennità per licenziamento.**
- **Semplificazione del licenziamento per le imprese con perdite economiche attuali, previste o diminuzione continuata del fatturato.**
- **Possibilità di effettuare licenziamento per assenteismo:** qualora l'assenteismo medio superi il 2,5% l'impresa può licenziare quei lavoratori che manchino dal posto di lavoro più del 20% delle giornate lavorative in 2 mesi consecutivi o il 25% in 4 mesi non consecutivi, considerando un arco di tempo di 12 mesi.

In generale, la nuova legge mira a rendere più flessibile il mercato del lavoro e a ridurre la disparità di trattamento tra chi ha un contratto a tempo indeterminato e chi invece ha un impiego precario. La legge introduce un nuovo tipo di contratto a tempo indeterminato che dà diritto a un'indennità minore in caso di licenziamento, limita il ricorso ai contratti temporanei e introduce un maggiore flessibilità oraria per le aziende con una maggiore facilità nell'effettuare licenziamenti in caso di crisi economica.

Al caso spagnolo si contrappone la tenuta sorprendente del mercato del lavoro tedesco. Al contrario degli altri paesi europei, in Germania il tasso di disoccupazione calcolato secondo lo standard ILO, a parte un breve periodo di crescita tra marzo e giugno 2009, ha continuato a calare ed ora si colloca al 6,7%, quasi un punto percentuale al di sotto del suo livello pre-crisi. Se guardiamo al dato aggregato dalla Bundesbank, il tasso di disoccupazione tocca, nell'ottobre 2010, il minimo a 7,5%. Il risultato è ancor più incoraggiante se si considera che il numero degli occupati ha continuato a crescere lungo tutto il 2009. Alla base di questa storia di successo risiedono una serie di misure introdotte dal Governo tedesco.

Si è ricorso in maniera estesa alla riduzione dell'orario di lavoro. Infatti, il programma governativo *Kurzarbeit* ha permesso di ridurre temporaneamente l'attività o di sospenderla parzialmente o del tutto, compensando la perdita di salario del lavoratore con la corresponsione di una indennità. Ai lavoratori a tempo ridotto sono stati corrisposti dall'Agenzia Federale per il lavoro indennizzi per il 60% della loro differenza salariale (ovvero, la differenza tra il numero di ore lavorate a regime e le ore effettivamente lavorate). Tale ammontare è salito poi al 67% della differenza salariale nel caso in cui un bambino facesse parte del nucleo familiare. L'introduzione di sussidi per il lavoro a tempo ridotto ha giocato un ruolo fondamentale allo scopo di frenare una potenziale crescita del tasso di disoccupazione, prevenendo gli esuberi di personale ed evitando i costi di riassunzione di manodopera una volta avviata la ripresa del ciclo economico.

Inoltre, è stato avviato un corpo di politiche attive di formazione e orientamento: sono state previste misure di sostegno a favore dei servizi per l'impiego, di modo che tali strutture potessero rafforzare l'organico e potenziare le offerte di orientamento e assistenza ai disoccupati nella ricerca di un nuovo lavoro. Inoltre, è stato istituito l'obbligo per i lavoratori in regime di *Kurzarbeit* di seguire attività formative e di training per mantenere aggiornate le proprie competenze. Infine, sono state potenziate iniziative di *job placement* rivolte a giovani, immigrati e lavoratori *over 50*, e misure di *coaching* per i senza-lavoro che intendono avviare una attività in proprio.

Nella primavera 2009 il programma *Kurzarbeit* è stato esteso per 24 mesi, quindi fino alla primavera 2011. Una nuova proroga è stata prevista da fine 2010 per altri 18 mesi, fino a metà 2012. Tuttavia, già da metà 2010 ha iniziato ad esaurirsi il sostegno alle prime aziende che hanno aderito al programma. Il supporto fornito dal *Kurzarbeit*, quindi, andrà esaurendosi in maniera graduale tra metà 2010 e metà 2012: il recente rallentamento nel ritmo di riduzione dei disoccupati potrebbe essere dovuto ad un minor vigore del programma.

Continua a sorprendere l'ottima *performance* del mercato del lavoro in Germania

In Italia, secondo i dati forniti da ISTAT, il tasso di disoccupazione ha ripreso a crescere nell'ottobre scorso a 8,6% dopo che nel periodo maggio-settembre era rimasto circa stabile in un intorno dell'8,3%. Per trovare una disoccupazione più elevata occorre guardare alla serie trimestrale e risalire fino all'inizio del 2003. Due fattori potrebbero aver avuto un ruolo importante nel recente aumento del tasso di disoccupazione: da un lato il progressivo venir meno del supporto della Cassa Integrazione Guadagni; dall'altro potrebbe aver agito il rientro nelle forze di lavoro degli "scoraggiati".

In Italia, luci ed ombre

In generale, però, il deterioramento del mercato del lavoro italiano è stato meno intenso rispetto ad altri paesi europei. Il tasso di disoccupazione è cresciuto di circa due punti percentuali durante la crisi. Secondo i dati mensili destagionalizzati forniti dall'ISTAT tra l'aprile 2008 ed il novembre 2009, sono stati persi 688.900 posti di lavoro. Il numero di occupati è sceso, infatti, da un massimo di 23.563.600 unità circa nell'aprile 2008 ad un minimo di 22.874.700 nel novembre dello scorso anno. Il livello si è da allora stabilizzato e nell'ottobre 2010 gli occupati risultavano 22.890.000. Se si guarda al numero di persone in cerca di occupazione, il massimo è stato toccato nell'aprile 2010 a quota 2.135.500, circa 422.400 unità in più rispetto all'aprile 2008. Negli ultimi sei mesi, il livello è sceso di 64.300 unità portando il numero di disoccupati nell'ottobre 2010 scorso a 2.167.000 circa. Ad un calo del numero di disoccupati è corrisposto però anche un calo della forza lavoro. Infatti, il calo dell'occupazione in Italia si è tradotto non solo in un incremento delle persone in cerca di occupazione, ma anche in un aumento degli inattivi. Il fenomeno è preoccupante se si considera che il passaggio dall'occupazione allo stato di inattività ha conseguenze sociali ed economiche più gravi del passaggio alla disoccupazione. Infatti, si tratta di una scelta con un minor grado di reversibilità, dal momento che chi esce dal mercato del lavoro ha poi minori possibilità di rientrarvi. Secondo i dati mensili forniti dall'ISTAT, la forza lavoro si è ridotta in Italia di 221.000 unità tra aprile 2008 ed ottobre 2010. Il calo è meno significativo se si considerano i dati trimestrali: nel 2° trimestre 2010 rispetto al 2° trimestre 2008, la forza lavoro si sarebbe ridotta di 94.000 unità. Guardando al tasso di attività tra i 15 e 64 anni si nota un calo tra il 2° trimestre 2008 ed 2° trimestre 2010 di un punto percentuale, da 63,5% a 62,5%. La variazione risulta di entità sensibilmente maggiore se si considera soltanto la coorte più giovane della popolazione: tra i 15 e i 24 anni il tasso di attività è calato durante la crisi di oltre tre punti percentuali a 28,4% nel 2° trimestre 2010, da 31,6% del 2° trimestre 2008.

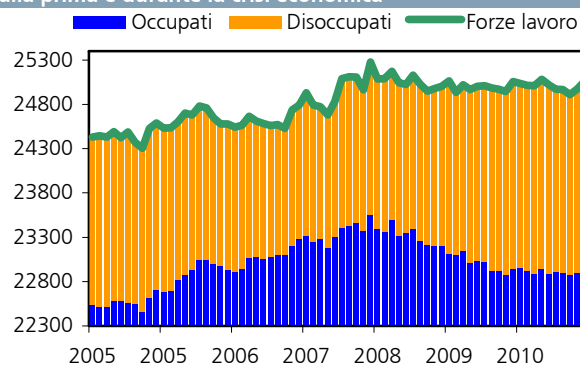
In generale, in Italia come nel resto dell'area euro, il deterioramento del mercato del lavoro ha gravato prevalentemente sui giovani. Guardando allo spaccato per fascia di età, nel 2° trimestre 2010 il tasso di disoccupazione per i giovani tra i 15 e i 24 anni era di 27,9%, più del triplo rispetto al tasso medio per tutte le fasce di età e 8 punti sopra il livello del 2° trimestre 2008. La percentuale di disoccupati è decrescente per fascia di età, e tocca l'11,7% per i lavoratori tra i 25 e i 34 anni, il 5,9% nella fascia 55-64 anni.

Il tasso di disoccupazione in Italia, dopo una fase di stabilizzazione, ha ripreso a crescere nell'ottobre 2010



Fonte: ISTAT

Evoluzione di occupazione, disoccupazione e forza lavoro in Italia prima e durante la crisi economica

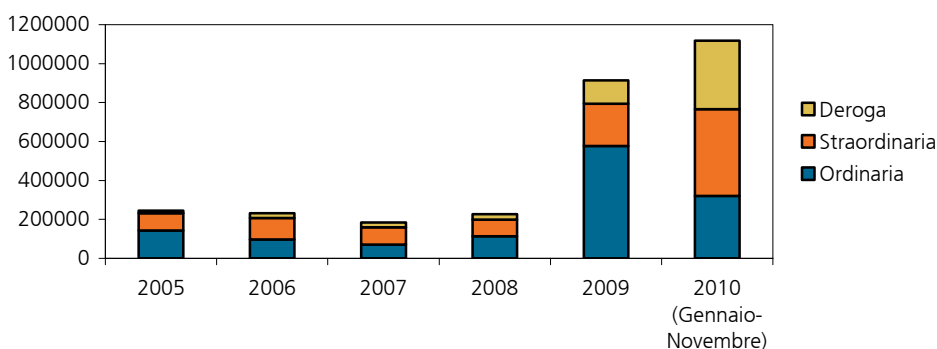


Fonte: ISTAT

In parte, la tenuta del mercato del lavoro italiano rispetto al resto dell'Eurozona sembra essere dovuta al ricorso alla Cassa Integrazione Guadagni. Come mostra il grafico, il ricorso alla cassa integrazione è stato molto più intenso nel 2009 e nel 2010, rispetto agli anni precedenti.

Esteso ricorso alla Cassa Integrazione Guadagni

Ore autorizzate di cassa integrazione (in migliaia)

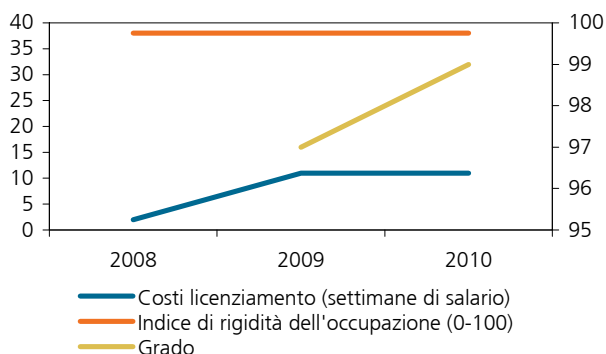


Fonte: ISTAT, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Con l'ingresso nella fase di ripresa, emergono i problemi strutturali irrisolti del mercato italiano del lavoro. È interessante l'analisi della Banca Mondiale "Doing Business", progetto che studia la regolamentazione per le imprese locali in 183 paesi. In merito al mercato del lavoro, vengono costruiti due indici: un primo indice misura la rigidità dell'occupazione come difficoltà di assunzione, rigidità nell'orario di lavoro e difficoltà di licenziamento; il secondo indice è relativo ai costi di licenziamento. Nel report relativo al 2011 non è stata diffusa una graduatoria sulla rigidità nel mercato del lavoro, dal momento che l'indice è in fase di revisione. L'ultimo dato disponibile è relativo al 2010 e colloca l'Italia al 99° posto su 183 paesi presi in esame. L'indice sul costo del licenziamento si riconferma a quota 11, come l'anno precedente (nel 2008, l'indicatore era a 2). La rigidità dell'occupazione, in una scala da 1 a 100, rimane fissa per il terzo anno consecutivo a 38. Gli altri maggiori paesi europei mostrano una rigidità del mercato del lavoro decisamente maggiore: Francia al 155° posto, Spagna al 157° e Germania al 158°. I paesi con un mercato del lavoro più flessibile sono invece Australia, Stati Uniti e Singapore.

Rigidità del mercato del lavoro italiano?

Evoluzione degli indici "Doing business" relativi all'occupazione sull'Italia



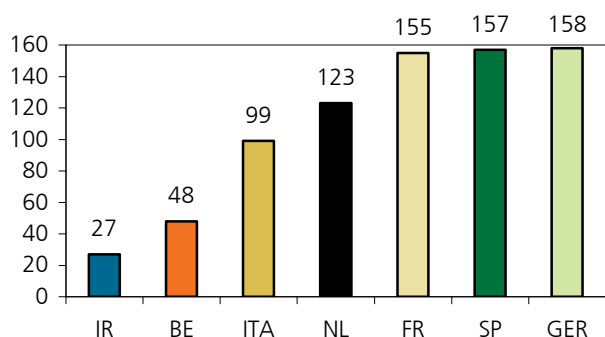
Fonte: Doing Business database, Banca Mondiale. Nota: un valore più elevato degli indicatori corrisponde ad una maggiore rigidità del mercato del lavoro, nel paese preso in esame

Rank dell'Italia nell'analisi "Doing business" della Banca Mondiale

	2008	2009	2010
Grado	97	99	99
Costi licenziamento (settimane di salario)	2	11	11
Indice di rigidità dell'occupazione (0-100)	38	38	38

Fonte: Doing Business database, Banca Mondiale. Nota: un valore più elevato degli indicatori corrisponde ad una maggiore rigidità del mercato del lavoro, nel paese preso in esame

Graduatoria mondiale sulla rigidità del mercato del lavoro



Fonte: Doing Business database, Banca Mondiale. Nota: un valore più elevato degli indicatori corrisponde ad una maggiore rigidità del mercato del lavoro, nel paese preso in esame

I sottoindici "Doing Business" per i principali paesi dell'area euro

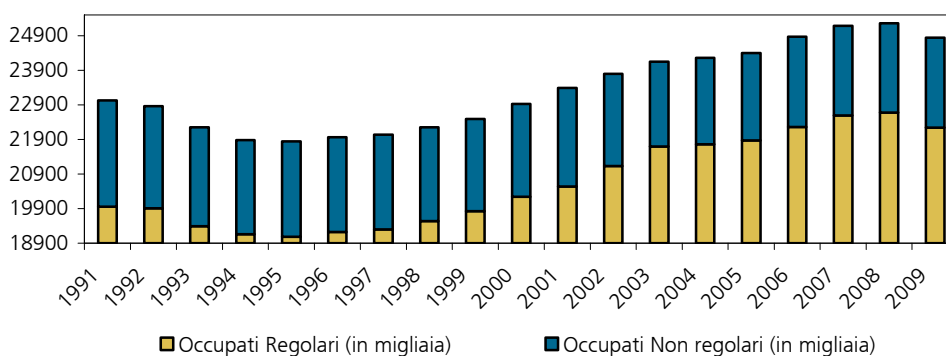
	IR	BE	ITA	NL	FR	SP	GER
Grado	27	48	99	123	155	157	158
Difficoltà di assunzione (0-100)	11	11	33	17	67	78	33
Rigidità di orario (0-100)	0	40	40	40	60	40	53
Difficoltà licenziamento (0-100)	20	0	40	70	30	30	40
Indice di rigidità dell'occupazione (0-100)	10	17	38	42	52	49	42
Costi di licenziamento (settimane di salario)	18	16	11	17	32	56	69

Fonte: Doing Business database, Banca Mondiale. Nota: un valore più elevato degli indicatori corrisponde ad una maggiore rigidità del mercato del lavoro, nel paese preso in esame

Nell'analisi del mercato del lavoro italiano sono importanti alcune considerazioni sul mercato del lavoro irregolare. Nonostante risulti difficile quantificare il fenomeno, ISTAT fornisce una stima del numero di lavoratori irregolari in Italia nel periodo 1991-2009 e della percentuale degli stessi sul totale degli occupati regolari e non regolari. Analizzando i dati, si nota che nel 2009, a fronte di un calo dell'occupazione regolare, l'occupazione irregolare è rimasta sostanzialmente stabile. Ne consegue un aumento della percentuale di lavoratori irregolari sul totale dei lavoratori. Il tema del sommerso è strettamente legato alle conseguenze della crisi economica sul mercato del lavoro. Infatti, difficoltà crescenti nel trovare una occupazione potrebbero indurre alcune categorie di lavoratori ad accettare anche forme di impiego non regolare. Questo fenomeno potrebbe essere anche dovuto al desiderio di integrare le entrate di lavoratori che beneficiano di forme di sostegno al reddito.

Il lavoro sommerso non è
soggetto a crisi

Cali di lieve entità per l'occupazione irregolare



Fonte: ISTAT

Regno Unito – Incertezza sulle prospettive 2011

- Vi è qualche dubbio sulle prospettive di crescita del Regno Unito nel 2011 a causa delle incertezze sul piano di rientro del disavanzo pubblico, stimato dall'*Office for Budget Responsibility* (OBR) al 10% per quest'anno. Secondo l'OBR, che ha rivisto al ribasso la previsione di crescita 2011 da 2,3% a 2,1%, la ripresa potrebbe comunque essere più debole rispetto ad altri cicli del passato. Anche una stima di 2,1% potrebbe risultare ottimistica. In base al nostro scenario, dopo il pesante -5,0% del 2009, la crescita potrebbe aggirarsi intorno all'1,7% nel 2010 e all'1,5% nel 2011. Più pessimiste sono invece le ultime previsioni dall'OCSE, che ha rivisto al ribasso di circa un punto percentuale la crescita 2011 da 2,5% a 1,7%.
- **A soffrire di più nel 2011 potrebbero essere i consumi privati:** i rischi principali provengono dalla manovra di correzione fiscale. E il rischio è quello che finiscano per crescere sugli stessi ritmi del '92, ai tempi della crisi che fece uscire la sterlina dallo SME con una svalutazione del 20% circa del cambio effettivo nominale in poco più di sei mesi. Anche adesso, come allora, veniamo da un forte deprezzamento della divisa britannica: quasi -30% (cambio effettivo nominale) tra inizio 2007 e fine 2008. **Ci attendiamo quindi che il canale estero dia un contributo positivo alla crescita nel 2011.** L'effetto favorevole del passato deprezzamento del cambio in questo caso è più ritardato del normale, perché stimolo fiscale e monetario sono stati mantenuti più a lungo di quanto ipotizzato inizialmente, facendo gonfiare artificialmente domanda interna privata e *import*. Restrizione fiscale e conto alla rovescia per l'avvio dell'*exit strategy* saranno quindi la principale fonte di dimagrimento delle importazioni nel 2011.
- Nel trimestre in corso si dovrebbe registrare un visibile rallentamento della crescita dopo l'*exploit* del 3° trimestre, con (a) consumi in leggera decelerazione, (b) investimenti fissi in ampio rallentamento, (c) contributo delle esportazioni nette prossimo allo zero dopo il +0,4% del 2009, e (d) possibile contributo piuttosto positivo delle scorte, verosimilmente per accumulo involontario. L'inflazione è rimasta sopra il 3,0% (limite superiore del *target range*, ma dovrebbe rientrare verso/poco sotto il 2,5% nel 2011 – complice anche un effetto statistico favorevole. Questo, insieme ai rischi-da-restrizione-fiscale sulla crescita, dovrebbe indurre la *Bank of England* a rinviare l'avvio del ciclo di rialzo dei tassi rispetto a quanto sconta attualmente il mercato, che lo colloca nel 1° trimestre del 2011. Il ciclo di rialzi potrebbe invece iniziare nel 4° trimestre del 2011. La scarsa percezione (da parte dei mercati) dei fattori di rischio per la crescita espone la sterlina a rischi verso il basso (si veda sezione "Mercati Valutari – Sterlina").

Previsioni macro	2009	2010	2011	2010				2011			
				1	2	3	4	1	2	3	4
				PIL (prezzi cost., a/a) t/t	-5.0	1.7	1.5	-0.3	1.7	2.8	2.8
Consumi privati	-3.4	1.1	0.3	0.0	0.7	0.3	0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.5
Investimenti fissi	-15.1	1.9	0.9	2.9	1.4	0.6	0.1	-0.8	0.0	1.5	1.0
Consumi pubblici	1.0	1.9	-0.6	0.7	1.0	0.4	0.0	-0.3	-0.6	-0.4	-0.5
Esportazioni	-11.1	5.4	7.2	-0.7	2.3	2.2	1.4	1.5	2.0	1.8	1.6
Importazioni	-12.3	8.0	5.2	2.0	2.4	0.7	1.5	1.5	1.0	1.2	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-1.1	1.3	1.0	0.7	0.4	0.1	0.3	0.5	0.2	0.0	-0.3
Partite correnti (% PIL)	-1.3	-2.7	-3.5	-3.2	-2.1	-2.6	-3.0	-3.4	-3.5	-3.7	-3.6
Deficit (% PIL)	-10.9	-9.6	-8.2								
RPIX (a/a)	2.2	3.2	2.5	3.3	3.4	3.1	3.0	2.8	2.6	2.5	2.3
Produzione Industriale	-10.1	2.1	1.2	1.2	1.1	0.6	0.0	-0.4	0.8	0.7	0.6
Disoccupazione (%)	4.7	4.7	4.8	4.9	4.6	4.5	4.6	4.7	4.8	4.8	4.9
Eurosterlina a 3 mesi	1.21	0.70	0.78	0.63	0.69	0.73	0.74	0.70	0.65	0.76	1.02
Sterlina/dollaro	1.57	1.55	1.50	1.56	1.49	1.55	1.58	1.55	1.48	1.46	1.49
Cambio effett. (1990=100)	80.6	80.3	78.3	79.7	80.0	81.8	79.8	79.7	77.6	77.2	78.5

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

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Asia

Giappone: dopo l'ottovolante del 2009-10, un 2011 "normale"

- Nel 2010 la **crescita** in Giappone dovrebbe essere del 4,2%, il ritmo più rapido dal 1990, supportata dalla ripresa asiatica e da politiche economiche espansive. **Giovanna Mossetti**
- Tuttavia, il livello del PIL rimarrà ancora al di sotto dei picchi del 2008, vicino al livello di inizio 2006. Nel 2011 la crescita si farà più normale, con una **previsione di +1,4%**, con contributi positivi delle diverse componenti della domanda domestica.
- La **deflazione dovrebbe finire** con un ritorno a variazioni positive, anche se modeste, dei prezzi a partire da metà 2011.
- Nel prossimo anno le politiche economiche non saranno modificate in modo sostanziale. La **politica monetaria** rimarrà ampiamente espansiva grazie anche all'atteso deprezzamento del cambio. Il nodo delle finanze pubbliche verrà rimandato ancora una volta, almeno al 2012.
- La **politica fiscale** dovrebbe essere solo modestamente restrittiva per via dell'uscita degli stimoli attuati nel 2010: il governo ha indicato di voler mantenere il livello dell'indebitamento netto nell'anno fiscale 2011 invariato a 44,3 trilioni di yen, come nell'anno precedente.

Previsioni macro	2009	2010	2011	2010				2011			
				1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti, a/a)	-6.3	4.2	1.4	5.5	3.5	5.0	2.9	1.5	1.2	0.9	2.1
- trim/trim annualizzato				6.8	3.0	4.5	-2.6	1.1	1.9	3.4	1.9
Consumi privati	-2.0	2.2	0.7	2.4	1.2	4.8	-2.8	0.8	0.8	1.1	0.9
IFL - priv. non residenziali	-16.7	2.4	2.8	3.5	11.1	5.3	2.0	1.7	1.7	2.0	1.4
IFL - priv. residenziali	-13.7	-7.8	0.5	7.5	-3.1	5.0	-6.1	1.4	2.4	3.4	0.9
Investim. pubblici	11.0	-2.2	-3.9	-4.7	-11.4	-4.0	-15.6	0.8	0.8	0.8	0.8
Consumi pubblici	3.0	1.5	-0.2	-1.3	4.1	0.9	-8.6	2.4	2.4	-0.8	3.6
Esportazioni	-24.2	24.8	6.0	32.0	24.6	10.2	-3.8	5.8	7.3	6.6	6.9
Importazioni	-15.4	9.7	3.9	13.5	18.0	12.5	-6.6	3.9	3.9	5.0	5.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	-1.1	0.4	0.3	0.6	-0.2	0.2	0.3	-0.2	0.0	0.5	0.0
Partite correnti (% PIL)	2.8	3.7	4.2	3.9	3.1	3.6	4.1	4.3	4.4	4.2	4.1
Deficit (% PIL)	-9.9	-7.9	-7.8								
Debito/PIL (% PIL)	185.1	191.0	195.6								
CPI (a/a)	-1.4	-0.8	0.5	-1.1	-0.9	-0.8	-0.1	-0.2	0.3	1.1	1.0
Produzione Industriale	-21.8	15.6	0.8	30.9	6.2	-7.1	-11.6	5.8	6.0	6.2	5.4
Disoccupazione (%)	5.1	5.2	5.2	4.9	5.2	5.1	5.5	5.4	5.3	5.2	5.1
Tasso a 3 mesi - CD (%)	0.47	0.23	0.47	0.25	0.24	0.24	0.19	0.32	0.35	0.53	0.67
Dollaro/Yen (Yen)	93.6	87.9	92.3	90.7	92.0	85.8	83.0	86.0	90.0	95.0	98.0
Cambio effettivo (1990=100)	151.4	162.5	155.7	155.2	157.8	167.6	169.5	164.9	159.3	151.7	146.6

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

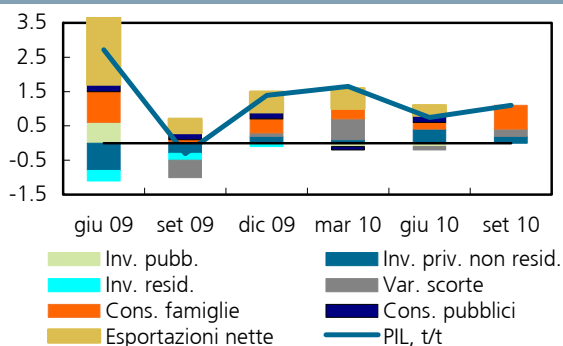
Fonte: EcoWin, Intesa Sanpaolo

Il 2010 in Giappone si chiuderà con una crescita sostenuta, anche se caratterizzata da una volatilità molto elevata. Il 2011 sarà più "normale": nel 2010 la crescita dovrebbe toccare il 4,2%, il tasso più elevato dal 1990, e rallentare all'1,4% nel 2011, con una dinamica trimestrale relativamente costante. L'anno in corso ha visto massicci interventi fiscali che hanno contribuito alla ripresa della crescita dopo due anni fortemente negativi (-1,2% nel 2008, -5,2% nel 2009). Il contributo delle politiche economiche nel 2011 sarà decisamente più modesto e la dinamica della domanda dovrebbe essere sostenuta dalla spesa privata. Il canale estero risentirà della volatilità sul mercato dei cambi, e dovrebbe dare un contributo positivo nella seconda parte del 2011. Il PIL alla fine del 3° trimestre del 2010, nonostante i dati positivi, ha recuperato solo una parte del terreno perduto dall'inizio della crisi: il livello in termini reali è vicino a quello di inizio 2006, ancora lontano dal picco pre-recessivo di inizio 2008.

Scenario a breve termine volatile, più stabile nel 2011

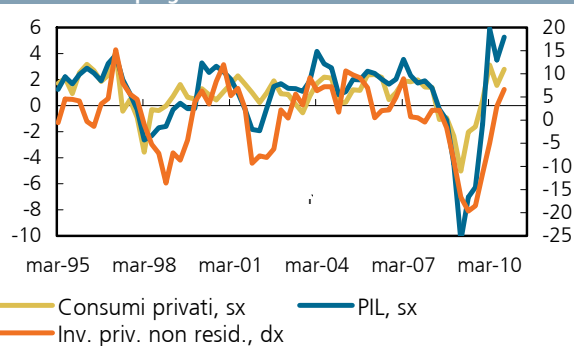
La crescita nei primi tre trimestri dell'anno è stata a corrente alternata: +1,6% t/t. nel 1° trimestre, +0,4% t/t nel 2° trimestre, +1% t/t nel 3° trimestre. Per il 4° trimestre la previsione è di contrazione di - 0,7 % t/t. Nel complesso, la crescita del 2010 dovrebbe essere comunque forte, con un tasso medio di +4,2%. Lo spostamento della politica fiscale verso il sostegno al reddito disponibile delle famiglie e ai consumi è evidente dalla dinamica della spesa personale. Mentre il contributo visto nel 2° trimestre dell'anno deriva da modifiche permanenti (taglio delle rette scolastiche e altro), la forte crescita dei consumi nel 3° trimestre è legata agli incentivi per l'acquisto di beni durevoli, in gran parte spesi nel settore auto. I fondi per l'acquisto di auto sono stati esauriti ad agosto ed hanno determinato il rimbalzo delle vendite visto nell'estate, che sarà seguito da una massiccia contrazione nella parte finale dell'anno.

La crescita nel 2010 è sostenuta da canale estero e politica fiscale



Fonte: EcoWin

Il sostegno al reddito disponibile e gli incentivi agli acquisti di beni durevoli spingono i consumi

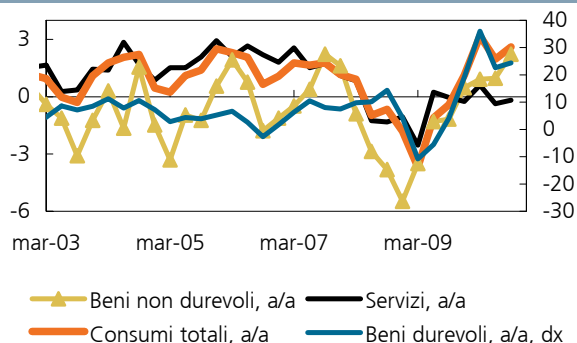


Fonte: EcoWin

Come avevamo segnalato nello scenario di settembre, la previsione di crescita deve prescindere dalle oscillazioni del 2° semestre del 2010, e considerare le tendenze delle variabili macroeconomiche principali.

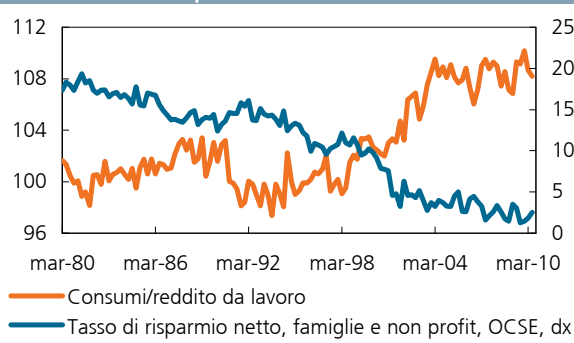
Per quanto riguarda i consumi, la crescita di 1,2% t/t nel 3° trimestre è in gran parte spiegata da fattori transitori, che avranno effetti negativi sulla dinamica del 4° trimestre. Nel 2009, le auto pesavano per circa l'1,7% sul totale dei consumi, il tabacco per lo 0,5%. L'effetto degli incentivi alle vendite di auto dovrebbe avere avuto un effetto sui consumi di 0,2-0,25pp, corrispondenti a circa +0,1pp di crescita trimestrale del PIL. Per quanto riguarda il tabacco, il forte aumento delle vendite prima dell'entrata in vigore del nuovo livello di imposte sulle sigarette (triplicate dal 1° ottobre) dovrebbe avere avuto un effetto di aumento dei consumi di circa 0,15pp, corrispondenti a +0,1pp di crescita del PIL su base trimestrale. Dato che questi effetti sono transitori, agiranno con il segno opposto sulla crescita del 4° trimestre, determinando un calo temporaneo dei consumi (previsione: -0,7% t/t). Le vendite di auto a novembre sono in calo di -30,7% a/a, ad agosto erano in aumento di 46,5% a/a.

Consumi trainati da auto e altri beni durevoli ...



Fonte: EcoWin

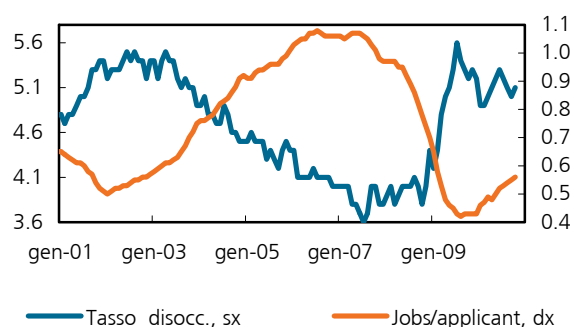
... con l'aiuto della ripresa del reddito nominale



Fonte: EcoWin, OCSE

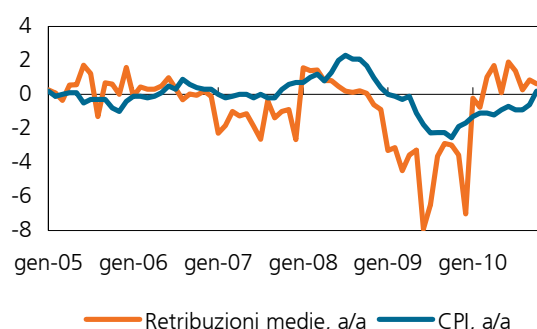
Il calo dei consumi previsto per il 4° trimestre dovrebbe essere seguito da una dinamica positiva, coerente con una crescita dello 0,8% nel 2011. Il mercato del lavoro si sta lentamente riprendendo, pur in presenza di eccesso di offerta. Il monte salari in termini reali e nominali è in crescita anche grazie all'aumento delle ore di straordinario, oltre che degli occupati. Gli occupati a tempo pieno sono tornati a crescere su base tendenziale da marzo 2010. Il tasso di **disoccupazione** è salito a 5,1% a ottobre, da 5% di settembre, segnando il primo rialzo dopo quattro mesi in calo. I dettagli dietro il dato indicano che non dovrebbe essere l'inizio di un nuovo peggioramento. I disoccupati sono scesi di 5 mila unità nel mese su base destagionalizzata, mentre gli occupati sono scesi di 17 mila unità, il primo calo dopo 4 mesi di aumenti. I licenziamenti sono in calo, mentre è in aumento il numero di individui che lascia volontariamente il lavoro. Positiva l'indicazione del *jobs-to-applicant ratio* che è salito a 0,56 da 0,55. Il tasso di disoccupazione dovrebbe tornare a scendere nei prossimi mesi, anche se a un ritmo molto lento: la componente occupazione del PMI è al di sotto di 50 da 4 mesi (48,7 nel PMI manifatturiero di novembre) non segnala miglioramento in tempi brevi visto che il 4° trimestre vedrà ancora aggiustamento sull'*output* nell'industria manifatturiera (vedi sotto). Recentemente sono aumentate le ore di straordinario, riflettendo cautela da parte delle imprese nelle assunzioni pur di fronte a un graduale miglioramento della domanda. Le retribuzioni rallentano a +0,6% a/a, da +0,9% a/a di settembre, con un minor contributo dei *bonus*. I salari reali restano in aumento e danno supporto a una crescita dei consumi positiva nel 2011 anche in assenza di nuovi interventi fiscali.

Mercato del lavoro in lento miglioramento ...



Fonte: EcoWin

... ed effetti positivi sul reddito da lavoro



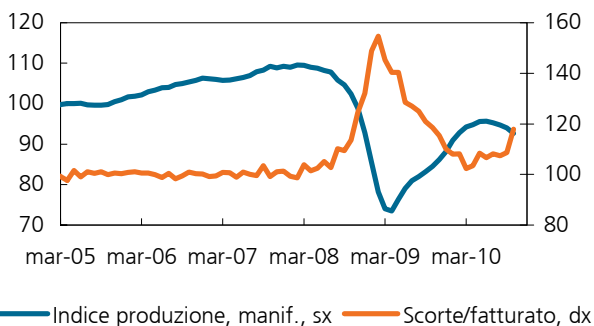
Fonte: EcoWin

Dal lato delle imprese, il 2° semestre risente di due fattori di freno temporanei, entrambi in esaurimento. Il primo è la conseguenza dei forti aumenti di produzione e vendita di auto e altri beni di consumo durevoli, il secondo è l'indebolimento della domanda estera determinato dall'apprezzamento del cambio. Il PMI del settore manifatturiero è rimasto stabile a novembre (a 47,3 da 47,2 di ottobre). Il trend dell'indice è verso il basso, essendo per il terzo mese consecutivo al di sotto di 40. L'indagine risente della debolezza delle esportazioni schiacciate dal cambio forte: gli ordini all'export scendono ancora, a 46,9. La componente produzione è scesa sotto 50 da settembre, toccando 47 a novembre dal picco di 57,2 di maggio. Il Reuters Tankan ha svoltato dai massimi della primavera ed è coerente con un significativo rallentamento nel 4° trimestre, come anche indicato dalle aspettative del Tankan di settembre (a -2 per il 4° trimestre da 8 per le condizioni correnti). Sapendo però che una parte consistente del rallentamento è legato alla fine degli incentivi fiscali le indicazioni dal lato della produzione sono più rilevanti per veder oltre la volatilità di questo semestre. I dati di ottobre della **produzione industriale** sono stati migliori del previsto, con una contrazione di -2% m/m (proiezione METI: -3,6% m/m), dopo -1,6% m/m a settembre.

Scenario Macroeconomico

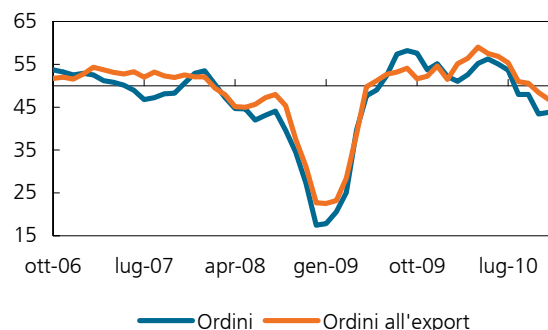
Dicembre 2010

Produzione industriale: crescita sostenuta, livelli ancora depressi



Fonte: EcoWin

Gli ordini sono frenati dall'apprezzamento del cambio

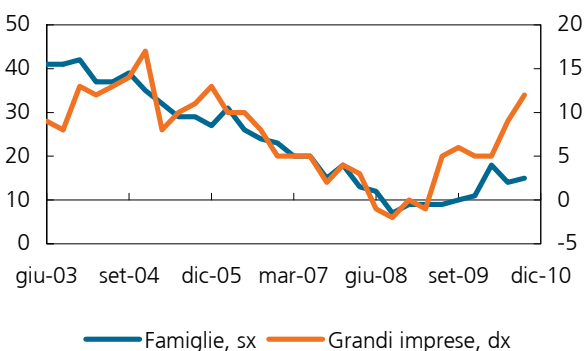


Fonte: Markit

L'*output* nel 2° semestre del 2010 risente del taglio della produzione nel settore dei beni di consumo durevoli e delle auto, per via della fine degli incentivi fiscali. Le auto vedono un calo di 13,6% m/m, dopo -4,4% m/m; i beni di consumo durevole scendono di 10,2%. Positiva però la variazione per i beni capitali (+1,1% m/m e +4,7% m/m al netto dei trasporti). Inoltre, le proiezioni del METI vedono un incremento di 1,4% m/m a novembre e di 1,5% m/m a dicembre; sulla base delle proiezioni anche il settore auto dovrebbe tornare in positivo da novembre. Se realizzate, le previsioni darebbero luogo a una variazione dell'*output* di -1,6% t/t nel 4° trimestre, uno scenario meno negativo di quanto atteso, ma con un trend in miglioramento che dovrebbe portare a dati di crescita già dal 1° trimestre del 2011. Un elemento di incertezza è rappresentato dalle scorte: con i dati di ottobre si è registrato un forte aumento del rapporto scorte/fatturato, nonostante il calo delle scorte su base mensile; il rapporto è salito a 117 da 108,8 di settembre: il dato risente del forte calo del fatturato, dovuto alla fine degli incentivi. L'aspettativa delle imprese di ripresa della produzione segnala che il rialzo del rapporto scorte/fatturato è percepito come temporaneo. Alla luce della svolta attesa per la produzione e il fatturato negli ultimi mesi del 2010, gli **investimenti fissi** dovrebbero restare in crescita (prev. T4: +0,5% t/t), con un rallentamento della dinamica da metà 2010 in poi. Gli investimenti fissi delle imprese dovrebbero crescere del 3,1% nel 2011, un ritmo di poco superiore al 2,3% previsto per il 2010.

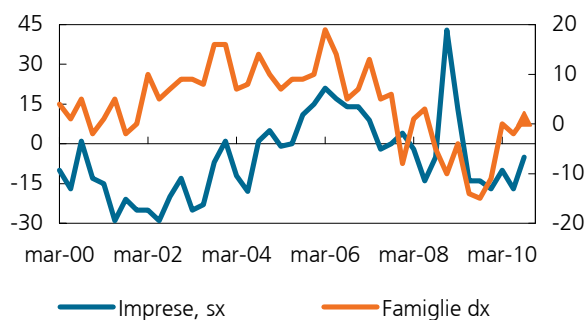
L'andamento del credito è ancora contenuto, con una dinamica dei prestiti appena positiva su base tendenziale. Tuttavia l'indagine delle condizioni del credito mostra un ritorno a condizioni espansive e una svolta nella domanda di prestiti.

Condizioni finanziarie espansive



Fonte: EcoWin, da indagine sulle condizioni del credito della BoJ.

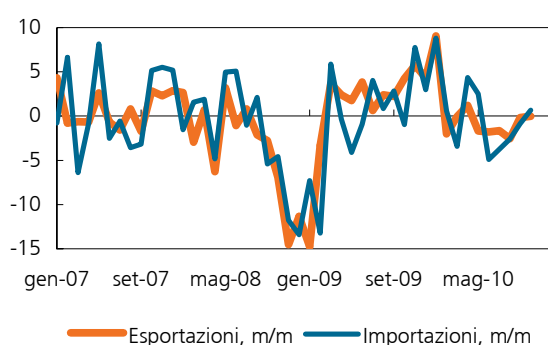
Domanda di prestiti più dinamica per le famiglie che per le imprese



Fonte: EcoWin, da indagine sulle condizioni del credito della BoJ.

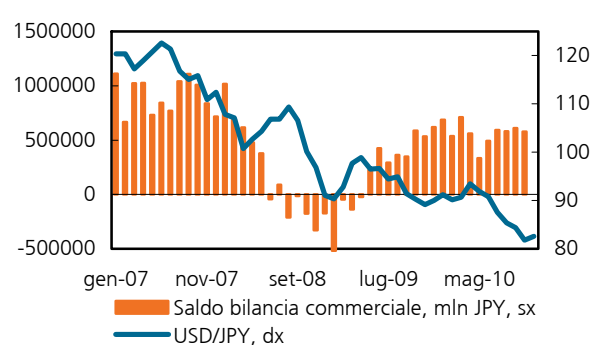
Il **canale estero**, che ha guidato l'uscita del Giappone dalla crisi, nell'ultimo trimestre è stato marginale per la dinamica della domanda aggregata (contributo: +0,2pp, contro una media di 2pp nel 1° semestre). Nel 4° trimestre e nella prima metà del 2011, si dovrebbe registrare un rallentamento della dinamica dell'export più marcata rispetto a quella delle importazioni, in parte come risultato di un apprezzamento persistente del cambio accentuatosi negli ultimi due trimestri. Nelle nostre previsioni, il cambio dovrebbe invertire il *trend* attuale entro fine anno, tornando a deprezzarsi da metà 2011 in poi, per tornare intorno a 98 a fine 2011. Le importazioni nel 2011 dovrebbero crescere del 4% dopo +9,7% previsto per il 2010. Anche le esportazioni dovrebbero rallentare dal *boom* del 2010 (+25% previsto) a +6,9% nel 2011.

Commercio estero in espansione più contenuta



Fonte: EcoWin

Il cambio peserà sul saldo commerciale



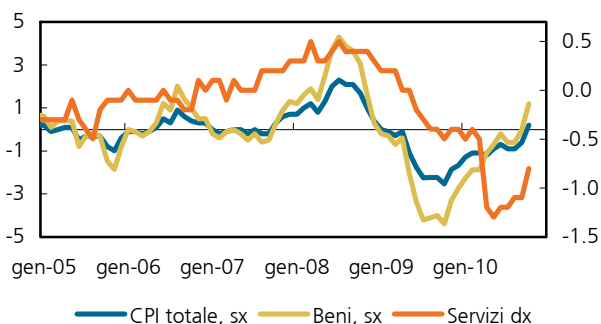
Fonte: EcoWin

In questo quadro di miglioramento congiunturale e di crescita superiore al potenziale (stimato poco sopra lo zero dalla BoJ) qual è lo scenario per l'inflazione? Nonostante una crescita sostenuta (almeno in termini relativi alla storia dell'ultimo ventennio), l'*output gap* rimane ampio, ma è in chiusura. Nel 2009 l'*output gap* si era allargato fino a circa -7%, la stima per il 2010 è a -4%. La curva di Phillips si è appiattita notevolmente nell'ultimo decennio⁵. I *trend* demografici e la riduzione dello *stock* di capitale conseguente alla recessione comprimono la dimensione delle risorse inutilizzate prevista per i prossimi anni, contribuendo alla riduzione delle pressioni verso il basso sui prezzi. Nello scenario previsivo della BoJ, l'inflazione potrebbe tornare positiva definitivamente nel corso dell'a.f. 2011. Fino ad aprile la dinamica dei prezzi rimarrà fortemente influenzata dagli effetti transitori dei provvedimenti di politica fiscale. A ottobre il CPI ha registrato un ritorno in territorio positivo (+0,2% a/a) in seguito alla triplicazione delle imposte sulle sigarette (con un effetto sul CPI stimato a 0,28pp su base mensile). Ad aprile usciranno invece gli effetti della riduzione delle tasse scolastiche attuata nel 2010: questo porterà a una spinta verso l'alto sul CPI marcata nel settore servizi. La BoJ stima l'inflazione misurata con il CPI al netto degli alimentari freschi a 0,1% a/a nell'a.f. 2011, in aumento a 0,6% a/a nell'a.f. 2012. Questa stima prescinde dagli effetti della manovra sulle tasse scolastiche (che influenzano il CPI per circa 0,5pp) su entrambi gli anni. L'aspettativa di inflazione positiva è condivisa dai consumatori, come appare stabilmente dall'indagine presso le famiglie (si veda grafico sotto) e dalle previsioni degli economisti (che vedono un'inflazione stabile poco sopra l'1% per i prossimi 6-10 anni). Il nostro scenario vede un'inflazione modestamente positiva nel 2011 (media annua: +0,4%) dopo -0,8% nel 2010, in accelerazione nel 2012 a +0,6%.

La fine della deflazione sembra vicina: nel 2011 i prezzi dovrebbero tornare a crescere

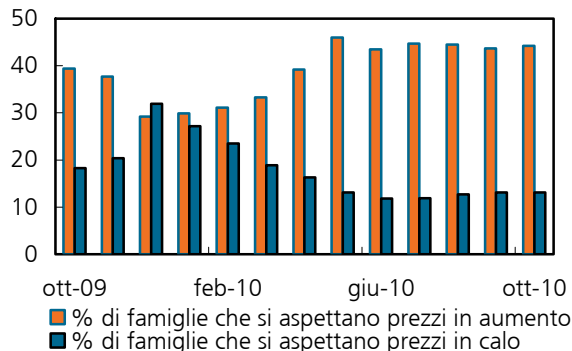
⁵ *Outlook for economic activity and prices*, Ottobre 2010, Bank of Japan, <http://www.boj.or.jp/en/type/release/teiki/tenbo/gor1010b.pdf>. La stima della curva è fornita dalla BoJ: $y = 0,1x - 0,1$, dove y è il CPI al netto di energia e alimentari, x è l'*output gap* avanzato di 4 trimestri.

Inflazione positiva a ottobre per il rialzo delle accise ...



Fonte: EcoWin

... ma le famiglie si aspettano un ritorno a prezzi stabilmente in aumento



Fonte: Cabinet Office

Lo scenario per la crescita e l'inflazione nel 2011-12 è rilevante per le previsioni di politica monetaria. Recentemente si sono intensificate nuovamente le pressioni sulla BoJ per misure più aggressive contro la deflazione ed è stato discusso in Parlamento un disegno di legge che imporrebbe un obiettivo esplicito di inflazione alla Banca centrale. Il passaggio della legge non è scontato, ma in ogni caso non modificherebbe in modo rilevante il comportamento delle Autorità monetarie che già condizionano le misure di stimolo al ritorno dell'inflazione su livelli coerenti con la stabilità dei prezzi di medio-lungo termine definita come CPI "in un intervallo positivo di 2% o più basso", con il punto centrale dell'intervallo per la maggior parte dei membri del Board "intorno all'1%"⁶. La previsione di ritorno dell'inflazione vicino alla definizione di stabilità dei prezzi nell'a.f. 2012 segnala un possibile cambiamento di *stance* della politica monetaria dal 2013 in poi. Al momento questa considerazione non è rilevante, ma alla luce del livello del debito/PIL, sopra il 200%, la possibilità di una svolta sui tassi riporterebbe sotto i riflettori l'insostenibilità della situazione fiscale giapponese.

La strategia di uscita della politica monetaria ancora lontana: misure non convenzionali in vigore ancora nel 2011

La spaccatura politica in Parlamento e il calo di popolarità del primo ministro hanno rallentato il processo di budget per l'a.f. 2011. Il Governo vuole mantenere l'indebitamento in linea con quello del 2010 (a 44 trilioni di yen), rendendo difficile l'attuazione di nuove misure. Il Governo ha annunciato la riduzione delle imposte sulle società (di 5pp) e sta attualmente cercando di reperire la copertura; il governo stima che la riduzione dell'aliquota riduca le entrate di circa 1,4 trilioni di yen, in linea con la valutazione della Tax Commission che stima un calo di 1,2-1,4 trilioni di yen. E' possibile che il calo delle entrate dalle società venga compensato con l'eliminazione di deduzioni applicate alle imposte sul reddito delle famiglie e sgravi fiscali applicati alle imprese. Attualmente l'aliquota effettiva sul reddito delle imprese in Giappone, al 41% (sui livelli di quella degli Stati Uniti), è fra le più alte dei paesi industrializzati. Il gettito dell'imposta sulle imprese è pari al 6,5% del PIL (circa il 16% delle entrate tributarie). Secondo il modello econometrico del *Cabinet Office*, una riduzione di 5pp dell'aliquota sulle imprese aumenterebbe il PIL di 0,2% (attraverso uno stimolo agli investimenti fissi di 1,3%); secondo il METI l'effetto cumulato diretto sul PIL dall'aumento degli investimenti in 3 anni sarebbe pari a 1pp, a cui andrebbero aggiunti effetti indiretti pari a 1,6pp in tre anni. Questa stima appare eccessivamente ottimistica: considerando che gran parte della riduzione dell'aliquota dovrebbe essere finanziata con l'eliminazione di altri sgravi e deduzioni, l'effetto netto sul PIL della misura sarebbe probabilmente più vicino a 0,1pp, grazie anche al contenimento del *trend* di spostamento della produzione all'estero. Nel 2011 non si vedranno segnali di svolta complessiva

Politica fiscale: mani legate dal livello del debito, ma qualche misura potrebbe essere inclusa nel budget 2011

⁶ <http://www.boj.or.jp/en/type/release/adhoc09/un0912c.pdf>, BoJ, 18 dicembre 2009.

sulle finanze pubbliche, che però saranno forzati nel 2012 dal ritorno dell'inflazione in territorio positivo.

Conclusioni

Su un orizzonte di uno-due anni l'economia giapponese dovrebbe registrare una crescita discreta nel 2011, con un rientro delle pressioni deflazionistiche, grazie alla crescente esposizione alle economie asiatiche e a una stabilizzazione della dinamica dei consumi. L'insostenibilità del sentiero della finanza pubblica, in un contesto di crescita potenziale vicina a zero anche per via dei trend demografici, rimane un elemento di grave fragilità per lo scenario di medio termine. In assenza di correzioni strutturali, per ora improbabili, dopo il 2012 politica fiscale e politica monetaria potrebbero svoltare simultaneamente con ripercussioni negative anche sulla crescita.

Cina: segnali di riaccelerazione ma urge il ribilanciamento

- La crescita cinese rimane robusta seppur in un sentiero di graduale rallentamento rispetto a inizio anno. Nel 3° trimestre del 2010 il PIL è cresciuto del 9,6% rispetto al picco dell'11,6% del 1° trimestre, con una lieve decelerazione del settore industriale e dei servizi e una tenuta del settore agricolo. Il rallentamento è stato finora guidato da fattori domestici legati allo svanire dell'impatto dello stimolo fiscale e alle misure volte a raggiungere i target di riduzione dell'intensità energetica dell'11° piano quinquennale.
- I dati di ottobre e novembre hanno evidenziato una riaccelerazione del credito e degli investimenti, anche nel comparto immobiliare, dove i prezzi degli immobili sono tornati a salire dopo la stabilizzazione dei mesi estivi. L'inflazione, contrariamente alle attese, ha mostrato segnali di accelerazione a partire da settembre provenienti quasi esclusivamente dal comparto alimentare, che costituisce circa il 33% del paniere. Data la difficoltà economica di molte famiglie sia nelle aree rurali sia nelle aree urbane, l'aumento dell'inflazione costituisce un problema sociale prima ancora che di gestione dell'economia.
- La priorità della politica economica e monetaria per il 2011 resterà quella di un ribilanciamento della crescita sia nella composizione (a favore di un maggior peso dei consumi e dei servizi), sia nella distribuzione geografica, che le autorità sembrano disposte a raggiungere favorendo l'aumento dei redditi e accettando, dunque, un'inflazione marginalmente più elevata. Sia il Governo che la PBOC sembrano ritenere che l'inflazione sia essenzialmente guidata dal comparto alimentari e pertanto non direttamente influenzabile da un rialzo dei tassi. Data la riaccelerazione in atto degli investimenti, che non sembrano aver risentito molto delle misure amministrative volte a rallentarli, e il livello dei tassi reali sui depositi, negativi dall'inizio del 2010, ci aspettiamo che la PBOC, oltre a qualche altro ritocco al CRR, intervenga al rialzo anche sui tassi a partire dal 1° trimestre del 2011.
- Le previsioni di crescita per il 2011 rimangono elevate, anche se in rallentamento rispetto al 2010, e su di esse permangono intatti i rischi al ribasso. La possibilità di un rallentamento dell'attività sul mercato immobiliare più ampio delle attese continua, infatti, a costituire il maggior rischio al ribasso sullo scenario di crescita cinese, per gli impatti negativi che potrebbe avere sia sulle finanze dei Governi locali sia sulla performance del settore bancario. A questo si aggiungono prospettive di crescita limitata delle esportazioni in caso di indebolimento della domanda dai Paesi industrializzati.

Silvia Guizzo

Previsioni macro							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
PIL (prezzi costanti)	11,3	12,7	14,2	9,6	9,1	10,1	8,9
Consumi privati	9,6	10,9	13,8	9,4	10,2	10,6	9
Consumi pubblici	16,1	13,9	12,2	10	7	9,4	8,5
Investimenti fissi	8,6	14,6	14,2	12,1	25	8	6,6
Esportazioni	19,4	20,8	18,6	8,2	-12,4	26,6	14
Importazioni	6,7	12,6	14,3	6,5	-3,7	27	9,4
Produzione industriale	12,1	13,4	15,1	9,9	9,9	11,8	8
Inflazione (CPI)	1,8	1,5	4,8	5,9	-0,7	3,4	3,5
Tasso di disoccupazione	4,2	4,1	4,0	4,1	4,3	4,3	4,3
Salari medi	12,4	12,8	17	15,1	10,5	11,3	14
Tasso sui prestiti a 1 anno	2,9	2,7	3,4	4,3	1,7	2,6	3,7
Cambio USD/CNY (media)	8,19	7,97	7,61	6,95	6,83	6,76	6,46
Saldo delle partite correnti	1315,4	2013,1	2821,6	3021,2	2029,7	1929,6	2514,7
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	7,1	9,3	10,6	9,6	6,0	5,0	5,9
Saldo di bilancio in % del PIL	-1,2	-0,8	0,6	-0,4	-2,3	-2,4	-1,9

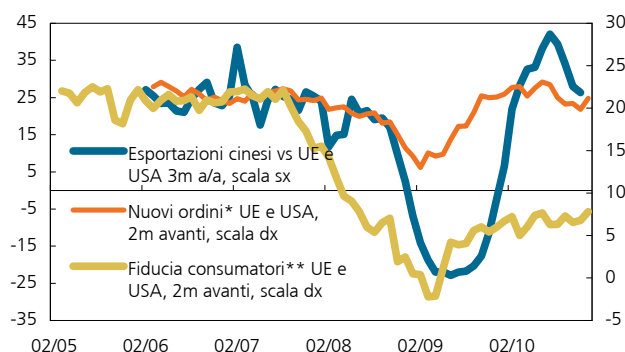
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato
Fonte: Oxford Economic Forecasting e Intesa Sanpaolo

Economia reale e inflazione

La crescita cinese rimane robusta seppur in un sentiero di graduale rallentamento rispetto a inizio anno. Nel 3° trimestre del 2010 il PIL è cresciuto del 9,6% rispetto al picco dell'11,6% del 1° trimestre dell'anno, con una lieve decelerazione del settore industriale e dei servizi e una tenuta del settore agricolo. Il lento rallentamento è stato finora guidato da fattori domestici legati allo svanire dell'impatto dello stimolo fiscale e alle misure volte a raggiungere i target di riduzione dell'intensità energetica dell'11° piano quinquennale.

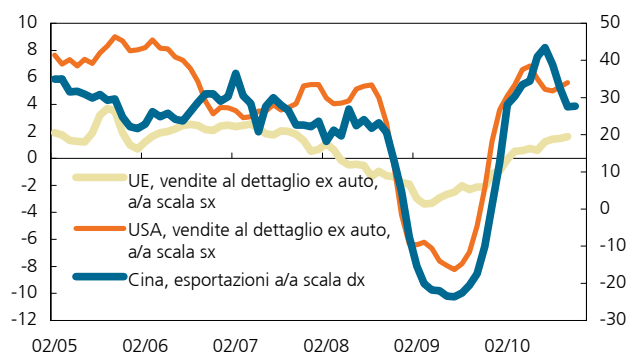
La crescita cinese rimane robusta seppur in un sentiero di graduale rallentamento rispetto a inizio anno

Fiducia dei consumatori ancora lontana dai livelli pre-crisi



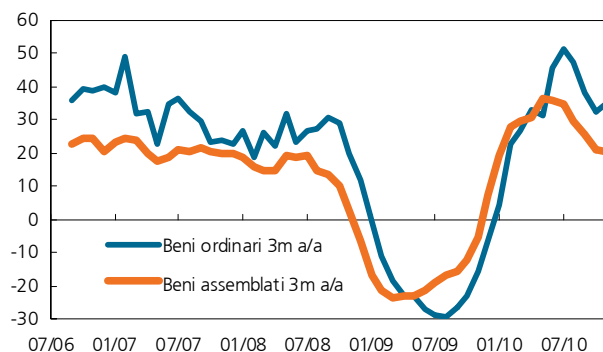
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, medie mobili a 3 mesi *ISM e PMI nuovi ordini e** EC e CB, pesati per le quote di esportazione

Il recupero delle vendite al dettaglio ha aiutato l'export cinese



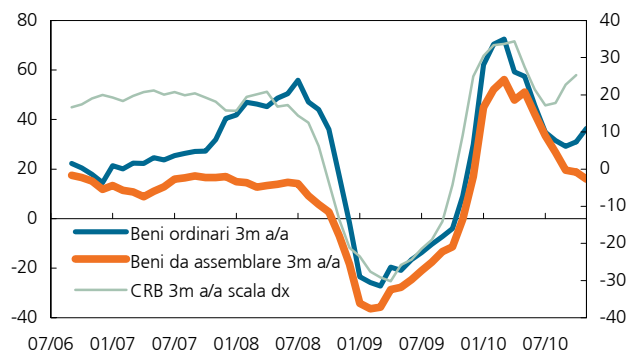
Fonte: Bloomberg, medie mobili a 3 mesi

Esportazioni



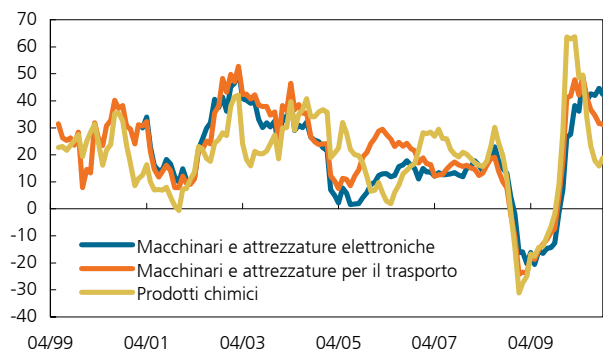
Fonte: EcoWin, variazioni 3m a/a

Importazioni



Fonte: EcoWin, variazioni 3m a/a

Le importazioni di macchinari tengono



Fonte: CEIC, variazioni a/a

I prezzi delle importazioni rallentano

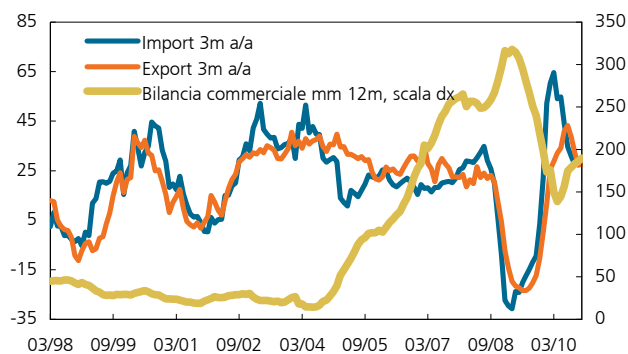


Fonte: EcoWin, variazioni a/a

Il **settore estero** ha continuato a contribuire positivamente alla crescita e la tenuta delle esportazioni, insieme a una moderazione dell'import, hanno fatto di nuovo salire il surplus commerciale nella seconda parte del 2010. Le esportazioni sono salite del 32,2% nel 3° trimestre rispetto al 27,4% delle importazioni, con tassi elevati se pur in rallentamento rispetto ai picchi della prima metà dell'anno, soprattutto per i beni assemblati e da assemblare. La decelerazione è stata più marcata per le importazioni, su cui hanno pesato il rallentamento degli investimenti e, nella prima parte dell'anno, anche quello dei prezzi delle materie prime. Entrambe queste variabili hanno mostrato un'inversione negli ultimi due mesi, coerente con la riaccelerazione più marcata dell'import in novembre (37,7 % vs 34,9%). La riaccelerazione dell'export è stata più marcata verso i paesi industrializzati, maggiori destinatari di beni finali, rispetto a quelli asiatici, maggiori destinatari di beni intermedi. I dati sui movimenti dei cargo marittimi hanno registrato un'accelerazione tra settembre e novembre, anche se non si vede ancora nelle variazioni congiunturali, mentre il traffico ferroviario continua ad accelerare. La componente ordini dall'estero dei PMI è risalita a 53 a novembre dal minimo di 48,2 di giugno, in linea con un miglioramento esteso a quasi tutti i paesi asiatici che avevano visto un sensibile peggioramento durante i mesi estivi. È possibile che parte dell'accelerazione sia legata allo spostamento degli ordini a ridosso del periodo natalizio contemporaneamente ai segnali positivi proveniente dai consumi privati negli Stati Uniti negli ultimi mesi. Tuttavia, nonostante il miglioramento degli indici di attività e di fiducia dei consumatori negli USA e in Europa abbia scongiurato il rischio di ricaduta in recessione e punti a un miglioramento dei consumi, la situazione del mercato del lavoro rimane difficile e non può prefigurare un ritorno della crescita dei consumi sul trend pre-crisi. Questo lascia invariate le previsioni di crescita dell'export cinese a tassi più moderati nel corso del 2011 rispetto al 2010.

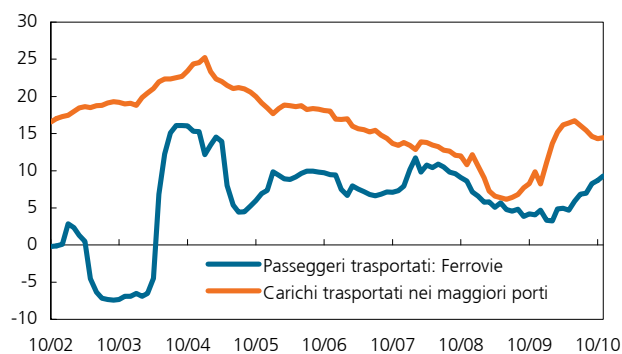
Il settore estero ha continuato a contribuire positivamente alla crescita

Il surplus commerciale si riapre (miliardi di USD)



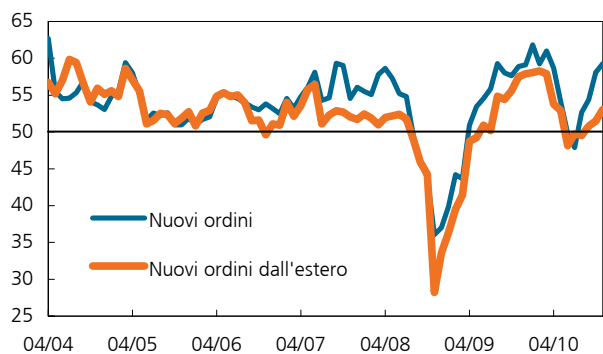
Fonte: Bloomberg

Il traffico marittimo si stabilizza mentre quello interno accelera



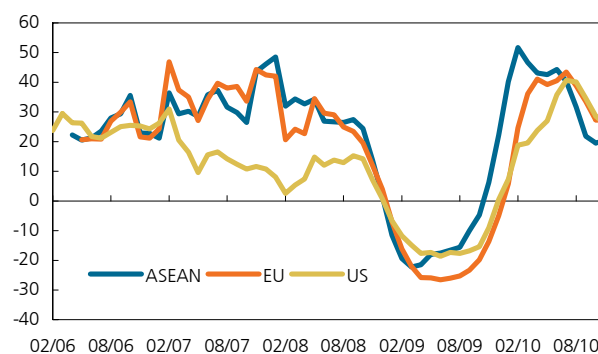
Fonte: CEIC, variazioni a/a su medie mobili a 12 mesi

PMI: gli ordini interni risalgono più velocemente



Fonte: Bloomberg

Le esportazioni vs i paesi asiatici decelerano di più



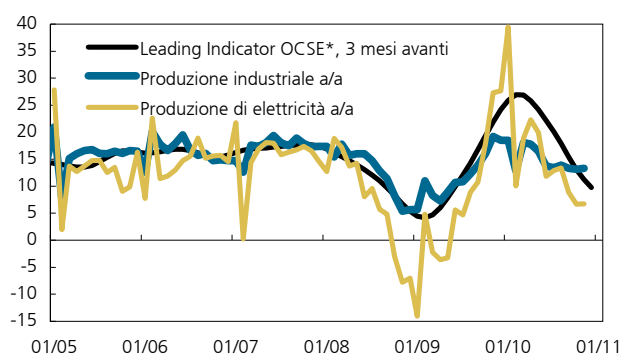
Fonte: Bloomberg, variazioni 3m a/a

La **produzione industriale** si è stabilizzata su tassi di crescita poco al di sopra del 13,0% a/a negli ultimi quattro mesi, con una tenuta della produzione dell'industria leggera e una continua decelerazione dell'industria pesante che, data la maggiore intensità energetica, spiega il sensibile rallentamento della produzione di energia elettrica. Questo rallentamento è in gran parte volontario e dovuto agli sforzi per raggiungere l'obiettivo di taglio del 20% dell'intensità energetica rispetto al 2005 entro il 2010. L'intensità energetica è scesa del 15,6% tra il 2005 e il 2009, e il raggiungimento del target richiederebbe un ulteriore calo del 5,2% tra il 2009 e il 2010. Tuttavia, l'aumento annunciato nella prima metà dell'anno dello 0,9% rispetto allo stesso periodo del 2009, rende difficile il raggiungimento dell'obiettivo ed ha innescato una corsa per cercare di raggiungerlo che ha visto, secondo molte notizie di stampa, la chiusura temporanea di acciaierie, tagli di elettricità a molte piccole imprese e addirittura il mal funzionamento dei semafori.

Continua la decelerazione dell'industria pesante ma la fiducia del settore manifatturiero è ai massimi

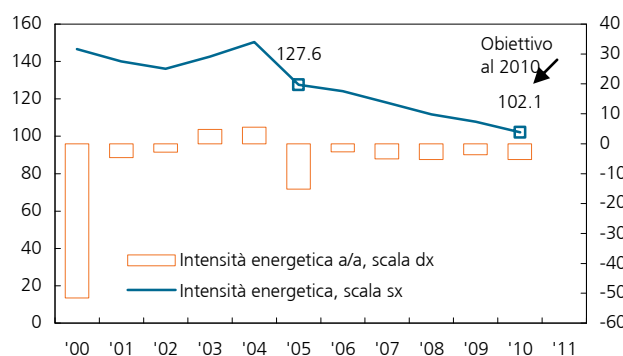
Dopo il lieve calo del 2° trimestre, la **fiducia delle imprese** del settore manifatturiero è tornata a salire nel 3°, così come l'indice di fiducia degli imprenditori rilevato nell'indagine sulle maggiori 5.000 **imprese industriali** redatta dalla PBOC, che è salito ancora nel 3° trimestre del 2010 fino a livelli non distanti dai massimi pre-crisi. La componente ordini del PMI è balzata a 59,3 a novembre nella rilevazione HSBC-Markit, dai minimi estivi al di sotto di 50, mentre l'indice anticipatore OCSE ha continuato a scendere. Tutto ciò prefigura una stabilizzazione poco al di sotto degli attuali ritmi di crescita a dicembre ma non esclude un rallentamento su ritmi solidi ma più moderati nel 1° trimestre dell'anno.

La produzione industriale si stabilizza



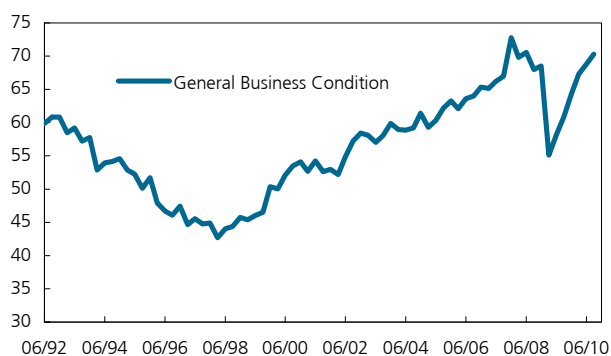
Fonte: Bloomberg

Obiettivo di riduzione dell'Intensità energetica è vicino



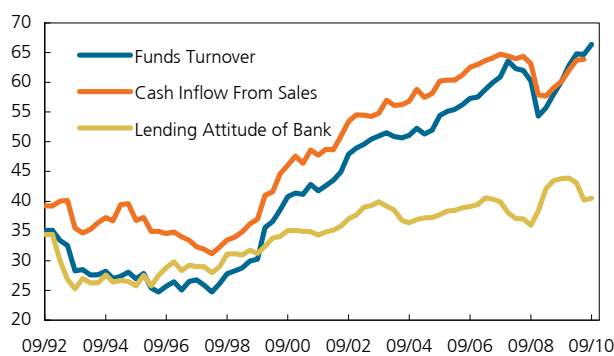
Fonte: CEIC, TCE/RMB Mn, prezzi costanti del 2005

La fiducia degli imprenditori industriali continua a salire



Fonte: CEIC, Indagine della PBOC

Imprese industriali più ottimiste sul fatturato che sull'accesso al credito



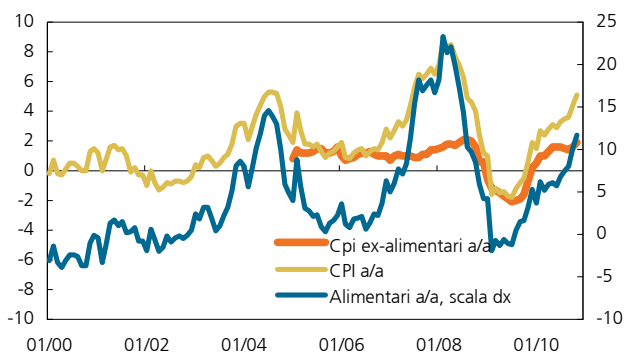
Fonte: CEIC, Indagine della PBOC

L'inflazione, contrariamente alle nostre attese, ha mostrato segnali di accelerazione a partire da settembre. I prezzi alla produzione sono tornati a salire, in particolare quelli delle materie prime agricole, tessili e metalli ferrosi. L'inflazione dei prezzi al consumo è salita fino a 5,1% a novembre, con la componente alimentari salita al 14,7% a causa di aumenti sostanziali sia dei prodotti proteici come uova e latte, sia di cereali e verdure. Le variazioni mensili negli ultimi tre mesi sono state superiori alla media storica e in aumento anche per alcune componenti non alimentari, come ad esempio l'abbigliamento. L'inflazione, al netto di alimentari ed energia, è salita a 1,5% a novembre dall'1,1% dei mesi estivi.

L'inflazione risale, guidata quasi essenzialmente dal comparto alimentare

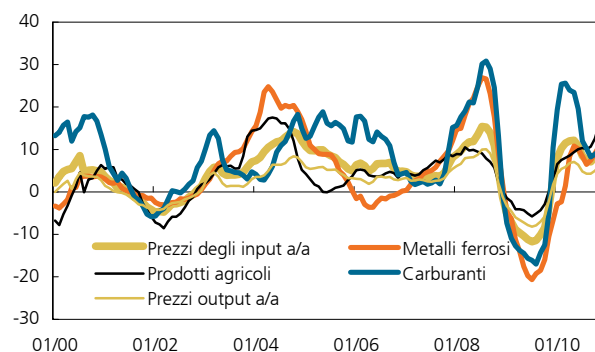
L'inflazione è molto sensibile ai movimenti degli alimentari che pesano circa il 33% nel paniere e, data la difficoltà di molte famiglie sia nelle aree rurali sia nelle aree urbane, l'aumento dell'inflazione costituisce un problema sociale prima che di gestione dell'economia. Il Governo ha già annunciato, ancora a fine novembre, un piano dettagliato per combattere l'inflazione, in particolare quella del comparto alimentare con misure volte ad aumentare e stabilizzare la produzione agricola, ridurre la domanda di prodotti agricoli non necessaria (ad esempio quella legata all'uso di prodotti agricoli per scopi industriali), ridurre il costo dei fertilizzanti e dei trasporti dei prodotti alimentari e migliorare i redditi delle famiglie più povere, anche ricorrendo a misure locali temporanee di controllo dei prezzi sui beni di prima necessità. A questo si aggiungerà il cambio di *stance* della politica monetaria che traspare dagli ultimi rialzi del coefficiente di riserva obbligatoria. Stagionalmente l'inflazione tende ad aumentare a cavallo d'anno con i preparativi per le festività del capodanno cinese, che quest'anno cadrà nei primi giorni di febbraio. L'inflazione potrebbe salire fino al 6% a cavallo d'anno per poi ritornare a rallentare soprattutto grazie alle recenti misure amministrative e fiscali a partire da metà 2011.

L'inflazione sale non solo nel comparto alimentari



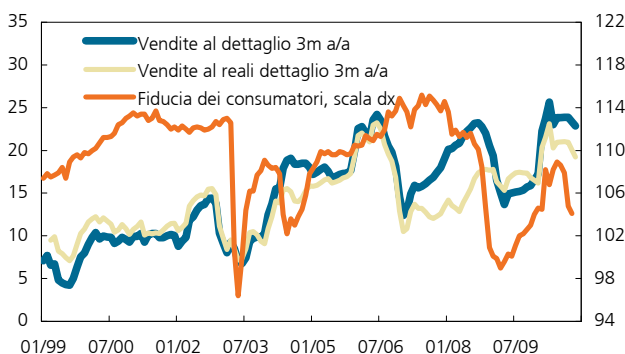
Fonte: Bloomberg

I prezzi alla produzione tornano a salire



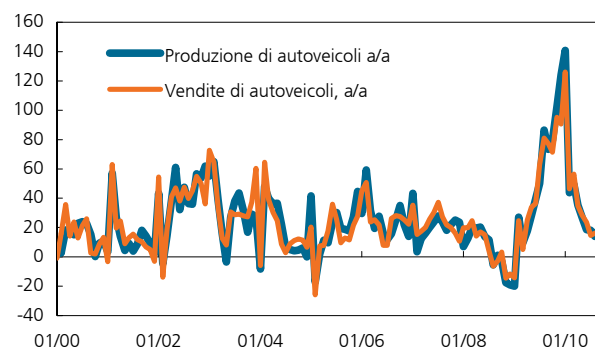
Fonte: Bloomberg

Le vendite al dettaglio rallentano in termini reali



Fonte: Bloomberg

Le vendite di auto salgono prima della scadenza degli incentivi



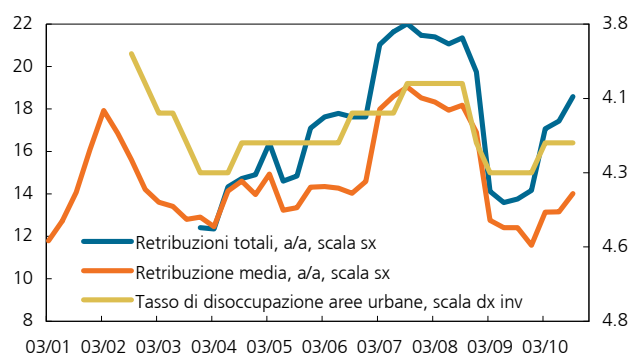
Fonte: EcoWin

Le **vendite al dettaglio** crescono a tassi solidi in termini nominali poco al di sopra del 18% da agosto, ma rallentano in termini reali dato l'aumento dell'inflazione. Quest'ultimo, è probabilmente anche la causa del calo della fiducia dei consumatori di quasi 5 punti rispetto ai massimi di giugno. L'inflazione ha infatti impedito un'accelerazione in termini reali, sia dei redditi sia della spesa pro capite, soprattutto nelle aree urbane. L'accelerazione delle vendite di auto a partire da ottobre, ed estesa a novembre, potrebbe essere spiegata dalla corsa agli acquisti prima della scadenza degli incentivi fiscali di fine anno e prima della probabile entrata in vigore in alcune città di un limite massimo alle patenti concesse (come ad esempio a Shanghai), o imposte di "congestione" alle auto in entrata, per ovviare ai problemi sempre più pressanti del traffico (come ad esempio a Pechino). L'accelerazione delle vendite di auto potrebbe quindi estendersi a dicembre ma è destinata a scemare nei primi mesi dell'anno.

Le vendite al dettaglio decelerano in termini reali e l'inflazione incide negativamente sulla fiducia dei consumatori

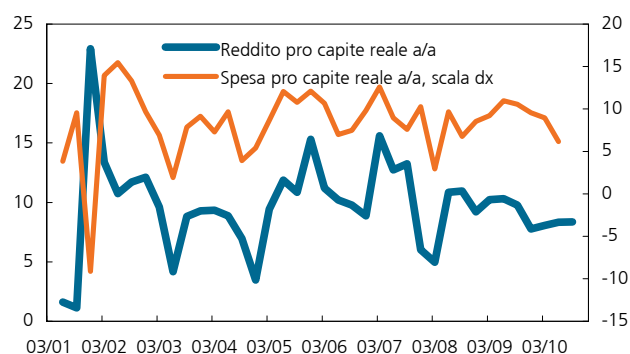
Le condizioni del **mercato del lavoro** rimangono per ora buone, con un aumento degli occupati e dei salari nominali medi, anche se i segnali provenienti dai PMI non sono solo positivi. Mentre l'indagine Manpower ha registrato un aumento delle intenzioni di assunzione per il 1° trimestre del 2011, anche se minore rispetto al 4° trimestre del 2010, la componente "occupazione" del PMI nella rilevazione HSCB-Markit si è portata appena sopra 50 in novembre ma rimane in forte rallentamento rispetto ai picchi di inizio anno.

Il mercato del lavoro migliora



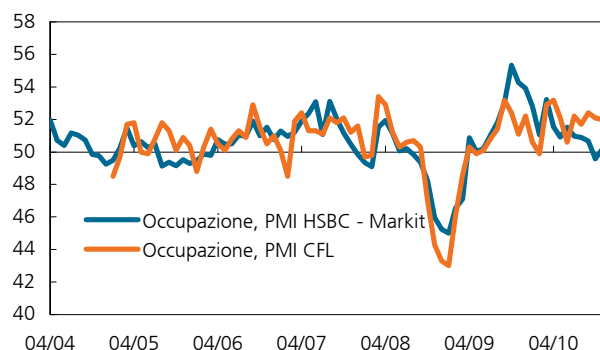
Fonte: Bloomberg, EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Consumi e redditi reali pro capite non accelerano



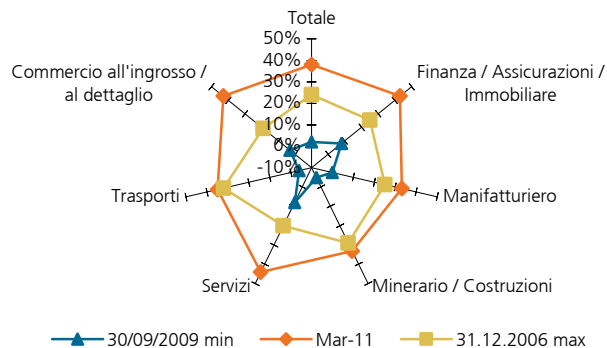
Fonte: Bloomberg, CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, reddito e spesa urbana + rurale.

PMI, componente occupazione



Fonte: Thomson Reuters-Datastream e Bloomberg

Indagine Manpower sulle intenzioni di assunzione: ben oltre i massimi del 2006

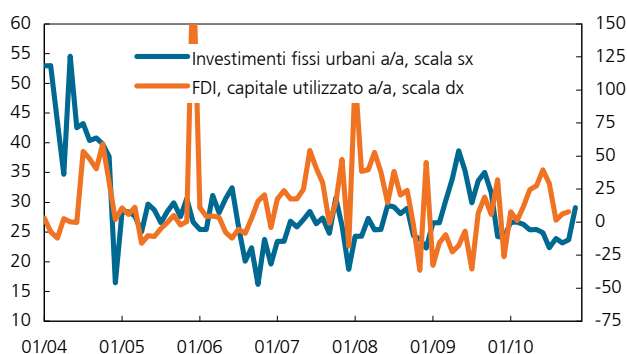


Fonte: Bloomberg

Nell'insieme gli **investimenti fissi urbani**, dopo la decelerazione mostrata nel 3° trimestre hanno mostrato segnali di lieve accelerazione tra ottobre e novembre, salendo del 29,1% a novembre rispetto a tassi di crescita tra il 22 e il 23% tra luglio e ottobre. L'accelerazione è il risultato della tenuta degli investimenti a prevalenza privata e di una ripresa del settore immobiliare. Gli investimenti in sviluppo immobiliare sono infatti saliti del 36,5% a/a in novembre rispetto a 33,8% in settembre. La superficie residenziale venduta rallenta rispetto ai picchi del 2009, ma il rallentamento sembra dovuto più allo scemare dell'effetto base che a un rallentamento vero e proprio. I dati mensili infatti, che sembravano indicare un'inversione di tendenza tra giugno e settembre, mostrano di nuovo un aumento tra ottobre e novembre.

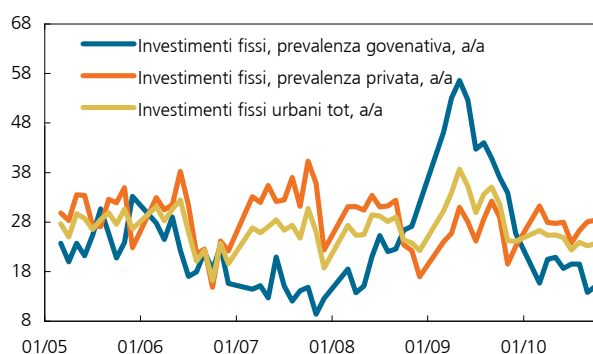
Gli investimenti hanno mostrato segni di riaccelerazione da ottobre

Gli investimenti fissi riaccelerano in novembre



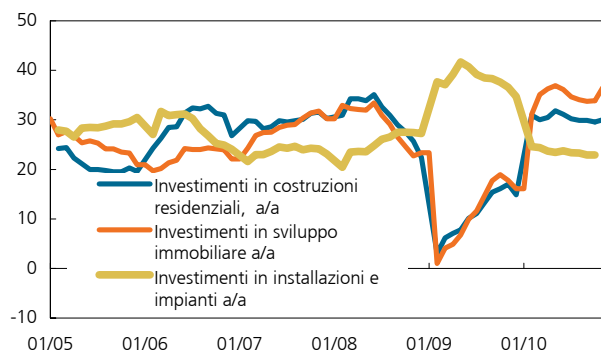
Fonte: Bloomberg

Gli investimenti a prevalenza statale continuano a rallentare



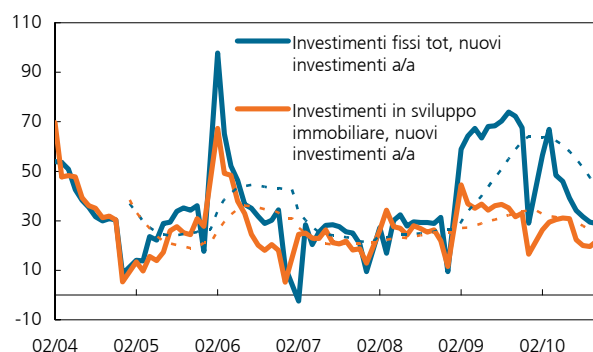
Fonte: EcoWin, variazioni su dati a prezzi correnti ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Investimenti in costruzioni e settore immobiliare non rallentano



Fonte: EcoWin, dati nominali cumulati, variazione a/a

I nuovi investimenti si stabilizzano

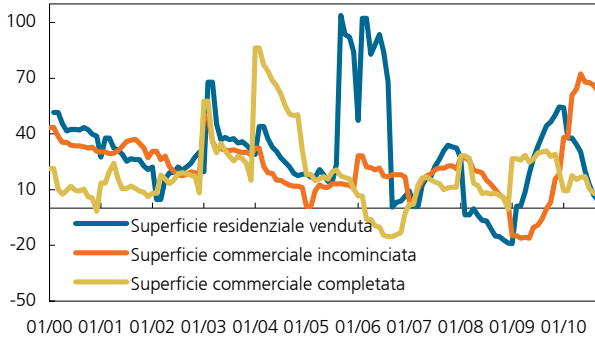


Fonte: dati nominali cumulati, variazione a/a. Linee tratteggiate: medie mobili a 12m

I terreni acquistati continuano ad aumentare e i prezzi dei terreni adibiti ad edilizia residenziale continuano a salire a ritmi elevati, ad eccezione del comparto del lusso. Il valore della superficie residenziale venduta è tornato ad aumentare da settembre e cresce a tassi maggiori nelle regioni più interne. Il rallentamento dei prezzi degli immobili sembra più concentrato in alcune grosse città delle regioni orientali come Shanghai e Pechino. A livello nazionale i **prezzi degli immobili** di nuova costruzione hanno continuato a rallentare negli ultimi due mesi anche se a un passo meno marcato: infatti, dopo variazioni mensili nulle o negative nei mesi estivi, da settembre i prezzi hanno mostrato variazioni positive in aumento soprattutto per gli immobili di lusso. Gli effetti delle misure restrittive prese dal Governo nel corso del 2010, quindi, non sembrano ancora aver avuto un effetto tangibile sull'andamento del mercato immobiliare.

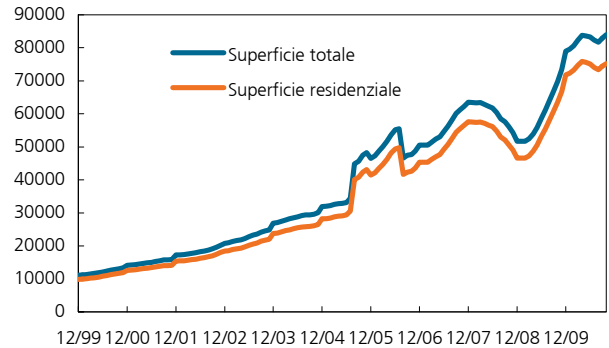
Il mercato immobiliare non rallenta

Superficie residenziale venduta: rallenta per l'effetto base ...



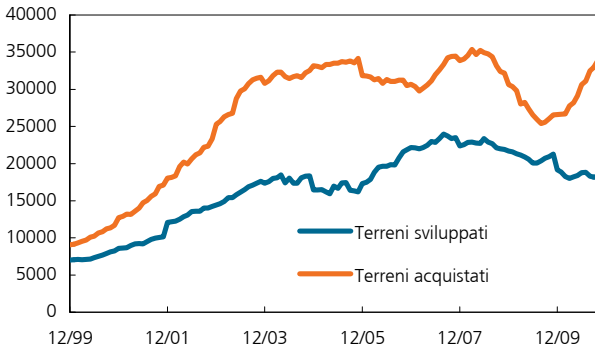
Fonte: CEIC, variazioni a/a sui dati cumulati in milioni di m²

... ma mostra un lieve recupero negli ultimi due mesi



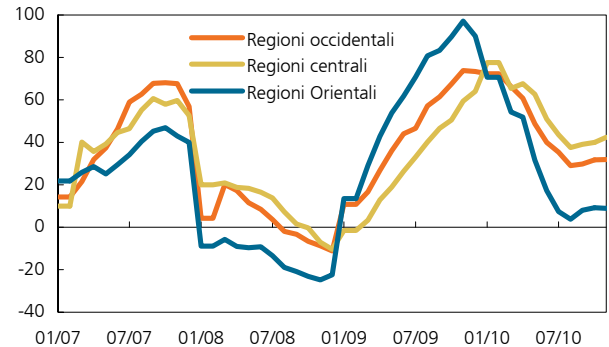
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, medie mobili a 12 mesi della superficie venduta mensile, in milioni di m²

Aumenta la superficie dei terreni acquistati



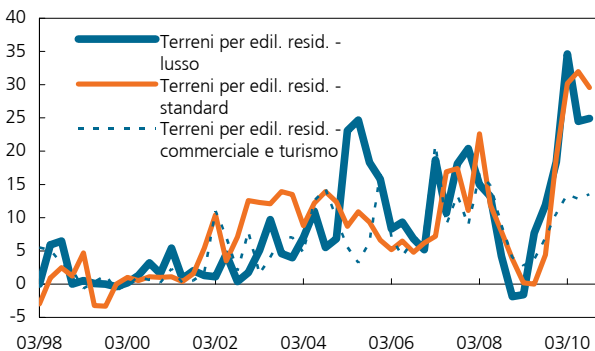
Fonte: CEIC, medie mobili a 12 mesi su dati mensili, migliaia di m²

Vendite di immobili in riaccelerazione nelle regioni più interne



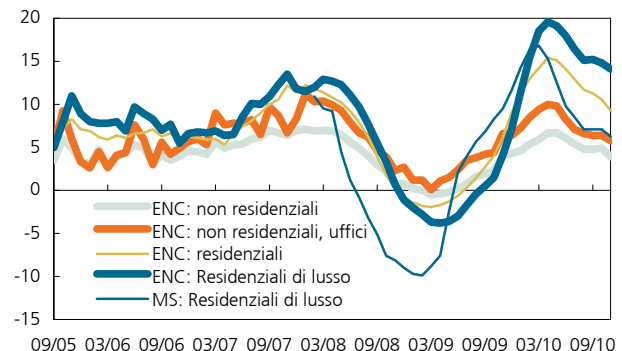
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, valore della superficie venduta mensile, variazioni m/m delle medie mobili a 12 mesi

Il prezzo dei terreni adibiti all'edilizia residenzial



Fonte: CEIC, indice dei prezzi dei terreni, variazione a/a, dati trimestrali fino al 2° trimestre del 2010

I prezzi degli immobili rallentano più lentamente

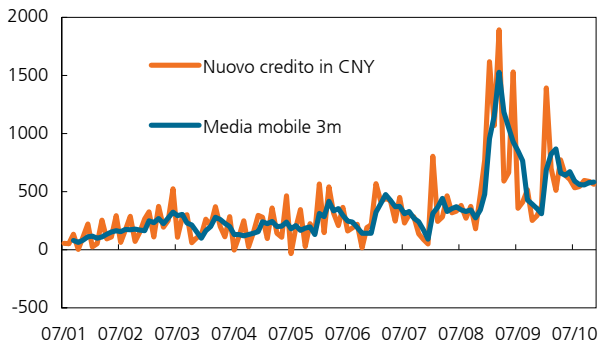


Fonte: CEIC, indice dei prezzi, variazione a/a, dati mensili. Note: ENC: Edifici di Nuova Costruzione, MS: Mercato Secondario

Il **credito** continua a crescere a tassi elevati (19,8% a novembre), in lieve accelerazione rispetto ai minimi di giugno (18,60%) e simile è stata la dinamica degli aggregati monetari M1 ed M2. Il nuovo credito ha continuato a crescere al di sopra delle attese negli ultimi mesi e a novembre è solamente 53 milioni di yuan al di sotto del target di 7500 milioni per l'anno 2010, che è destinato quindi ad essere sfiorato. I rialzi del coefficiente di riserva obbligatoria effettuati durante il 2010 e la moral suasion della PBOC, non sembrano quindi aver avuto effetti significativi né sulla crescita degli aggregati creditizi, né sugli investimenti, che hanno beneficiato di tassi reali in calo per gran parte del 2010.

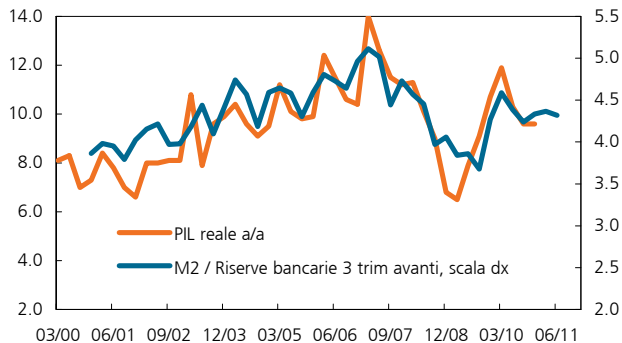
Il credito continua a crescere a tassi elevati

Nuovo credito ancora molto elevato rispetto al passato



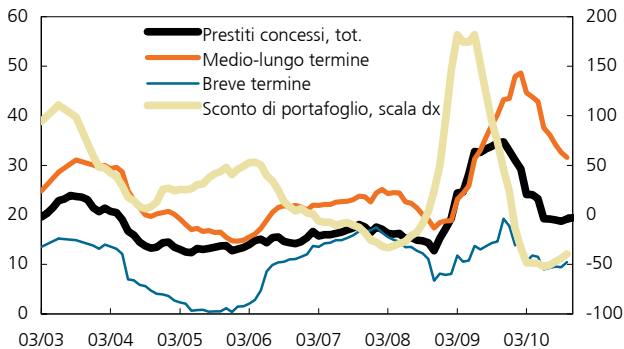
Fonte: Bloomberg

L'andamento del credito segnala una stabilizzazione della crescita su tassi elevati



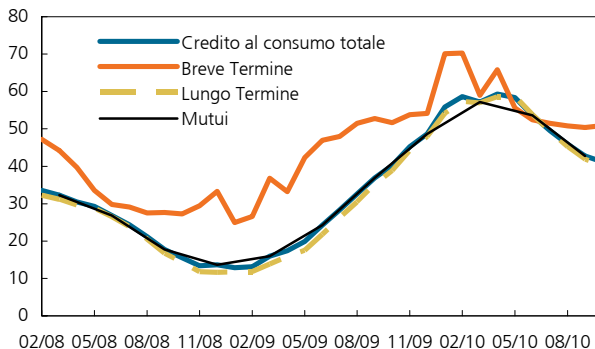
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La crescita del credito si stabilizza



Fonte: EcoWin, Monetary and Financial Institutions Survey, variazioni a/a

Credito al consumo e mutui in rallentamento



Fonte: CEIC, Monetary and Financial Institutions Survey, variazioni a/a

Politica economica e monetaria

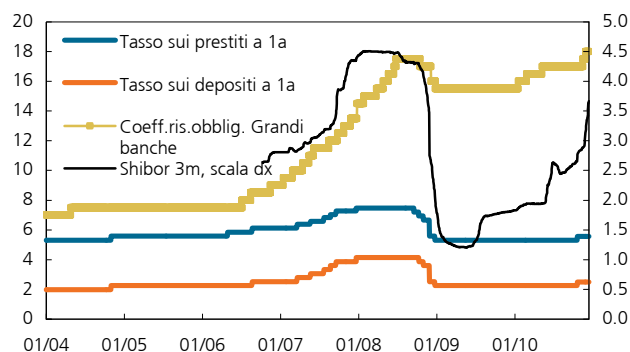
A metà ottobre il Comitato del Partito Comunista ha approvato le linee generali del 12° Piano Quinquennale, la cui versione definitiva e dettagliata verrà formalmente approvata al prossimo Congresso del Partito Comunista a marzo del 2011. Secondo i recenti commenti del vice premier Li Keqiang il piano mira alla trasformazione del modello di crescita della Cina, a uno sviluppo "solido e veloce" anche delle regioni centrali e occidentali e alla costruzione di una "società moderatamente prospera". Il Piano si focalizzerà dunque, molto di più rispetto all'11°, sul ribilanciamento della crescita economica, mirando allo sviluppo sostenibile attraverso la chiusura del gap di reddito tra le zone urbane e quelle rurali e tra le regioni costiere e quelle più interne gap che negli ultimi anni ha continuato ad aumentare nonostante i brillanti tassi di crescita raggiunti dal Paese.

L'obiettivo di ribilanciamento della crescita diventa prioritario anche se accompagnato da un moderato aumento dell'inflazione

All'annuale conferenza del partito sui temi economici (*Central Economic Work Conference of the Chinese Communist Party*) tenutasi tra il 10 e il 12 dicembre, che dà le linee guida per la politica economica dell'anno successivo, non sono emerse grandi novità. La politica economica deve essere "proattiva, prudente e flessibile" e ancora una volta si sottolinea la necessità del ribilanciamento della crescita attraverso una politica fiscale espansiva. Per quanto riguarda l'inflazione, la necessità di garantire un'adeguata offerta di prodotti agricoli rimane fondamentale per mantenere la stabilità dei prezzi, anche se l'obiettivo di ribilanciamento appare dal documento quasi prioritario rispetto alla preoccupazione per l'inflazione. Secondo indiscrezioni di stampa, infatti, l'obiettivo d'inflazione per il 2011 sarebbe stato spostato al 4% dal 3% per il 2010, gli obiettivi su M2 e sul credito passerebbero da 17% e 7500 milioni di yuan

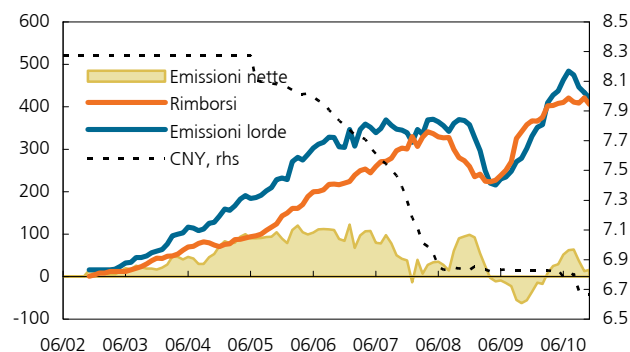
nel 2010 rispettivamente a 16% e 7000 milioni nel 2011, mentre l'obiettivo di crescita rimane invariato all'8%.

Rialzi concentrati sul CRR, ma salgono i tassi interbancari



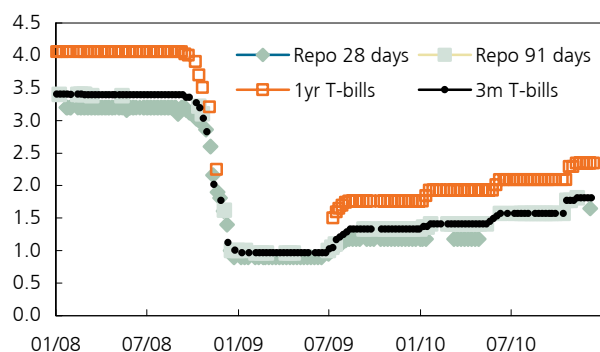
Fonte: Bloomberg

Emissioni nette di titoli zero coupon da parte della PBOC



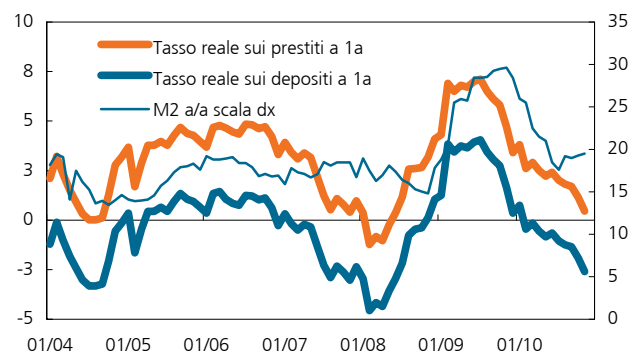
Fonte: CEIC, medie mobili a 12 mesi

La PBOC colloca i titoli a breve a tassi crescenti



Fonte: CEIC

I tassi reali scendono, il rallentamento di M2 è contenuto



Fonte: Bloomberg

La **People's Bank of China** (PBOC) ha alzato il coefficiente di riserva obbligatoria (CRR, Cash Reserve Ratio) di 50pb dal 16 novembre (annunciato il 10), di altri 50pb dal 29 novembre (annunciato il 19) e di ulteriori 50pb dal 20 dicembre (annunciato il 10). Con questo sesto rialzo nel 2010 il coefficiente di riserva obbligatoria sale a 18,50% per le grandi banche e a 16,50% per quelle medio piccole. Questi rialzi si aggiungono al rialzo iniziale di ottobre di 50 pb del CRR solo per le sei principali banche commerciali, rialzo temporaneo esteso ai primi mesi del 2011. Finora la PBOC ha preferito intervenire sul coefficiente di riserva obbligatoria effettuando un solo rialzo dei tassi a metà ottobre (di 25pb sui tassi a un anno, lievemente inferiore sui tassi a minore scadenza). A inizio dicembre la stance di politica monetaria è stata modificata da "relativamente espansiva" a "prudente" o "stabile", "solida".

La politica monetaria diventa neutrale

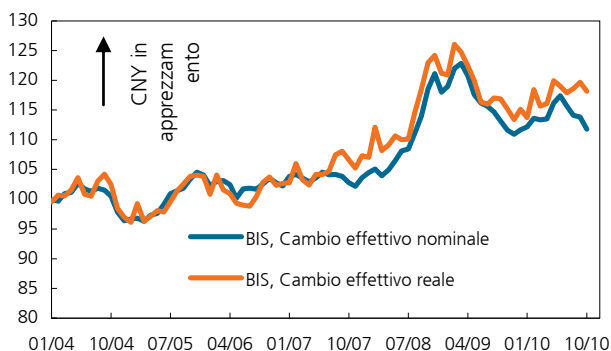
La politica monetaria diventerà a nostro avviso verosimilmente neutrale, più che restrittiva come sembrano aspettarsi i mercati. Nonostante un solo rialzo dei tassi ufficiali infatti, i tassi interbancari a 3 mesi sono saliti di ben 120pb dall'inizio di settembre, le emissioni di titoli a breve termine da parte della PBOC sono stati collocati a tassi in aumento e il cambio, seppur con una maggiore volatilità, si sta apprezzando sia verso dollaro sia in termini effettivi reali. Dato l'aumento dell'obiettivo d'inflazione e il lieve abbassamento di quello sul credito, sembra che il Governo sia disposto ad accettare un'inflazione più elevata in cambio di un minimo ribilanciamento della crescita. Sia il Governo, che la PBOC sembrano inoltre convinti che l'inflazione sia essenzialmente guidata dal comparto alimentari e pertanto non direttamente

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2010

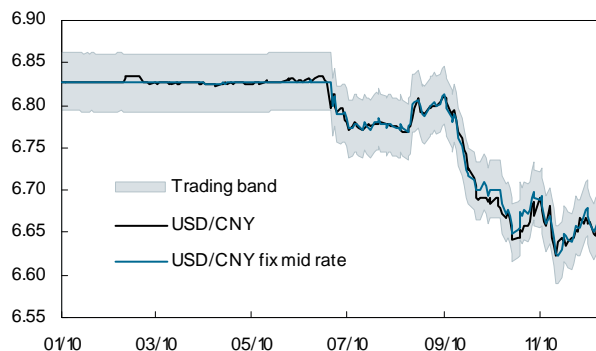
influenzabile da un rialzo dei tassi. Riteniamo che il vero driver dei rialzi sarà invece la riaccelerazione in atto degli investimenti, che non sembrano aver risentito molto delle misure amministrative volte a rallentarli, e il livello dei tassi reali sui depositi, negativi dall'inizio del 2010. Ci aspettiamo dunque che la PBOC, oltre a qualche altro ritocco al CRR, intervenga anche sui tassi a partire dal 1° trimestre del 2011.

Cambio effettivo nominale si deprezza negli ultimi 3 mesi



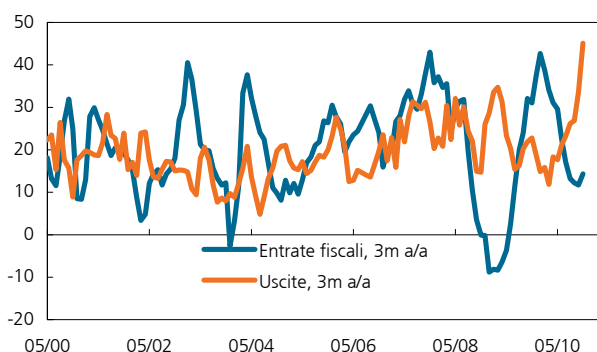
Fonte: Bloomberg

Più volatilità nel cambio vs USD



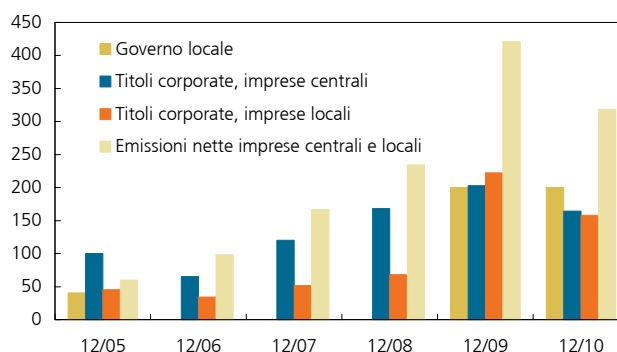
Fonte: Bloomberg

Le uscite fiscali accelerano



Fonte: Bloomberg

Il debito è aumentato soprattutto se si includono le imprese statali



Fonte: CEIC, emissioni lorde di titoli dove non specificato

Le uscite fiscali hanno mostrato un'accelerazione negli ultimi tempi dovuta soprattutto a spese nel campo della sanità, ricerca, protezione ambientale e servizi sociali e trasporti ma le uscite fiscali, nonostante il rallentamento dovuto all'effetto base, crescono a ritmi solidi. Il deficit pubblico è previsto al 2,4 % del PIL nel 2010. Come abbiamo più volte specificato⁷, lo stato dei conti pubblici potrebbe tuttavia non essere così roseo come appare soprattutto per le diverse poste fuori bilancio in particolare dei Governi locali, che rimangono di difficile contabilizzazione data la poca trasparenza e affidabilità dei dati. Le agenzie di rating Moody's e Standard&poor's sono tuttavia convinte che il Paese riuscirà a mantenere solida la stabilità del sistema finanziario gestendo in maniera efficace le finanze pubbliche locali e i rischi pendenti sul sistema bancario riuscendo a contenere le eventuali perdite derivanti dall'aumento degli incagli. Data la solidità della posizione patrimoniale sull'estero, l'ottima performance economica e le buone condizioni dei conti pubblici, che sono attesi in miglioramento nei prossimi anni, hanno rivisto entrambe il rating della Cina al rialzo di un *notch* tra novembre (Moody's) e dicembre (Standard&Poor's), portandolo rispettivamente ad Aa3 con *outlook* positivo e ad AA- con *outlook* stabile. Fitch

Le finanze pubbliche locali rimangono deboli ma la posizione patrimoniale sull'estero è solida e alcune agenzie alzano il rating

⁷ Vedi Scenario Macroeconomico Settembre 2010.

rimane l'agenzia più cauta, continuando a segnalare la persistenza di rischi provenienti da un aumento degli incagli sia le finanze pubbliche locali sia il settore bancario.

Prospettive e rischi

I dati di ottobre e novembre hanno mostrato una riaccelerazione dell'attività che ci induce a rivedere al rialzo il tasso di crescita al 10,1% per il 2010, rispetto alla precedente previsione del 9,7%.

La priorità della politica economica e monetaria per il 2011 resterà quella di un ribilanciamento della crescita sia nella composizione (a favore di un maggior peso dei consumi e dei servizi), sia nella distribuzione geografica, che le autorità sembrano disposte a raggiungere favorendo l'aumento dei redditi e accettando, dunque, un'inflazione marginalmente più elevata. Sia il Governo che la PBOC sembrano ritenere che l'inflazione sia essenzialmente guidata dal comparto alimentari e pertanto non direttamente influenzabile da un rialzo dei tassi. Data la riaccelerazione in atto degli investimenti, che non sembrano aver risentito molto delle misure amministrative volte a rallentarli, e il livello dei tassi reali sui depositi, negativi dall'inizio del 2010, ci aspettiamo che la PBOC, oltre a qualche altro ritocco al CRR, intervenga al rialzo anche sui tassi a partire dal 1° trimestre del 2011.

Le previsioni di crescita per il 2011 rimangono elevate anche se in rallentamento rispetto al 2010 e su di esse permangono intatti i rischi al ribasso. La possibilità di un rallentamento dell'attività sul mercato immobiliare più ampio delle attese continua, infatti, a costituire il maggior rischio al ribasso sullo scenario di crescita cinese, per gli impatti negativi che potrebbe avere sia sulle finanze dei Governi locali sia sulla performance del settore bancario. A questo si aggiungono prospettive di crescita limitata delle esportazioni nel caso di un rallentamento della domanda dai Paesi industrializzati.

India: la crescita si mantiene solida, ma l'inflazione persiste

- La crescita dell'economia indiana rimane elevata e guidata sostanzialmente da fattori interni. Il settore dei servizi ha contribuito ancora in maniera determinante alla crescita economica e il temporaneo rallentamento della produzione del settore manifatturiero è stato compensato dal miglioramento di quella del settore agricolo. Consumi e investimenti continuano a registrare solidi tassi di crescita e i segnali degli indici di attività e di fiducia puntano a una prosecuzione del trend, tanto che rivediamo al rialzo le previsioni di crescita per il 2010 da 8,2% a 8,9%.
- L'inflazione, nonostante la leggera moderazione, rimane ancora su livelli eccessivamente elevati (7,5% a novembre) non solo per la componente al netto di alimentari ed energia, che rallenta molto lentamente, ma soprattutto per l'aumento del comparto non alimentare, che segnala la persistenza di pressioni da domanda. L'inflazione e il controllo delle aspettative rimangono pertanto la preoccupazione principale della Banca centrale, non solo sul fronte interno ma anche su quello esterno, per l'impatto negativo che l'aumento dei prezzi può avere sulla competitività dell'export indiano in presenza di un contemporaneo apprezzamento del cambio effettivo nominale.
- La *Reserve Bank of India* (BRI) sembra voler mantenere un atteggiamento di *wait and see* nel breve termine per valutare l'impatto dei sei rialzi dei tassi effettuati durante il 2010 di cui l'ultimo a inizio novembre, ma riteniamo ritoccherà nuovamente i tassi al rialzo nel 1° trimestre dell'anno, data l'inerzia dell'inflazione verso il basso.
- Le prospettive di crescita per il 2011 rimangono buone, con un rallentamento nel 2011 essenzialmente dovuto al rallentamento fisiologico degli investimenti, su cui peseranno i rialzi dei tassi, ma con una solida crescita dei consumi. I rischi sulla crescita rimangono al ribasso e sono dovuti essenzialmente agli impatti che potrebbe avere il recente acuirsi della crisi finanziaria europea sull'avversione al rischio degli investitori e quindi sui movimenti di capitale verso i paesi emergenti e in seconda battuta sui flussi di commercio estero.

Silvia Guizzo

Previsioni macro	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
PIL (prezzi costanti)	9,2	9,8	9,5	7,3	6,8	8,9	7,9
Consumi privati	8,2	8,4	9,2	8,2	5,4	7,7	8,9
Consumi pubblici	13,2	2,8	3,9	2,2	10,5	4	6,2
Investimenti fissi	16,1	14,9	16,1	5,7	4,6	14,5	9,2
Esportazioni	28,7	24,9	6,8	21,1	-9,1	12	11,5
Importazioni	30,2	25,7	7,1	31,9	-8,4	6,9	16,2
Produzione industriale	7,9	10,5	9,9	7,2	7,8	10,6	8,6
Inflazione (CPI)	4	6,3	6,4	8,3	10,9	11,7	5,6
Tasso di disoccupazione	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Salari medi	12,4	13,1	13,8	14	6,7	18,4	11,7
Tasso sui prestiti a 1 anno	6,1	6,9	7,7	7,9	4,8	5,6	7,3
Cambio USD/INR (media)	44,1	45,32	41,34	43,5	48,36	45,8	46,32
Saldo delle partite correnti	-457,2	-431,2	-311,3	-1392,4	-1270,1	-2691,7	-3176
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	-1,3	-1,0	-0,7	-2,5	-2,1	-3,7	-4,1
Saldo di bilancio in % del PIL	-4,0	-3,2	-2,6	-4,8	-7,2	-4,6	-4,8

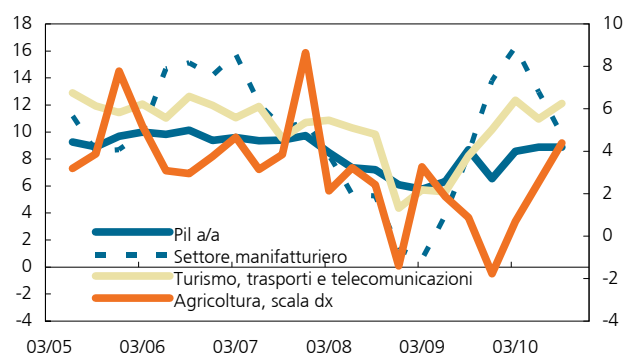
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Oxford Economic Forecasting, Intesa Sanpaolo

Crescita e inflazione

Nel 3° trimestre del 2010 l'economia indiana è cresciuta a un tasso elevato (8,9%, PIL al costo dei fattori), invariato rispetto al trimestre precedente. L'espansione è stata ancora guidata dalla solida crescita dei servizi (9,7%), mentre il rallentamento del settore industriale rispetto ai picchi del 1° trimestre (9,0% vs 15,1%) è stato bilanciato dall'accelerazione del settore agricolo (4,4%) che ha beneficiato di una stagione dei monsoni meno sfavorevole delle attese.

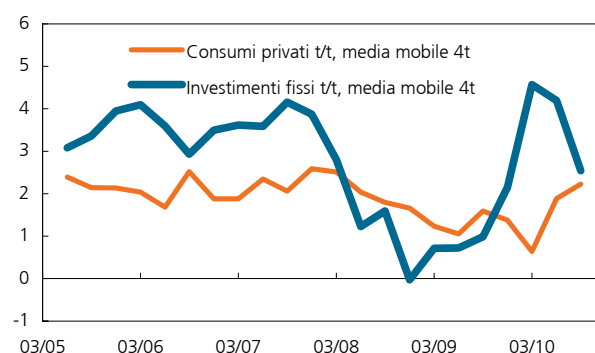
La crescita è robusta guidata dalla domanda interna

L'agricoltura compensa la decelerazione del manifatturiero



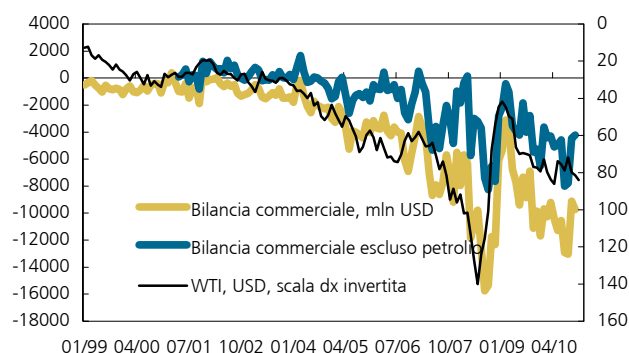
Fonte: EcoWin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I consumi privati tengono mentre rallentano gli investimenti



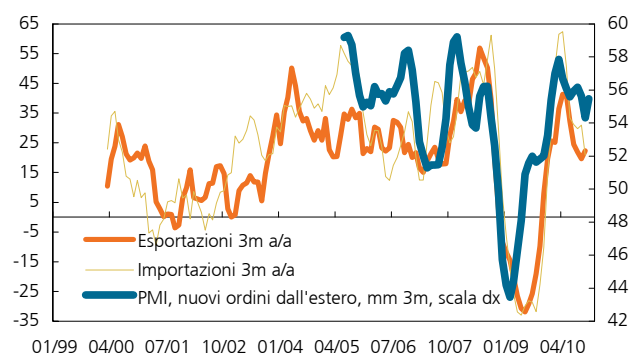
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Bilancia commerciale



Fonte: Bloomberg, flussi mensili in milioni di dollari

Il commercio estero rallenta dai picchi di inizio anno



Fonte: Bloomberg, HSBC-Markit, ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Dal lato della domanda, i contributi più forti sono venuti dai consumi privati che hanno mostrato un'accelerazione t/t in termini destagionalizzati negli ultimi due trimestri e che sono saliti del 9,3% a/a nel 3° trimestre. Gli investimenti sono cresciuti a tassi elevati (11,0%), ma minori rispetto ai trimestri precedenti. Il contributo del canale estero è tornato positivo grazie a una maggiore crescita delle esportazioni totali di beni e soprattutto di servizi rispetto alle importazioni.

Le **esportazioni** di soli beni sono cresciute del 19,6% nel 3° trimestre in rallentamento rispetto al 32,2% del 2° trimestre mentre le **importazioni** sono salite stabilmente del 31,0% (vs 33,4%). I dati di ottobre segnalano una tenuta delle esportazioni (21,3%), anche al netto del petrolio, e un rallentamento più marcato delle importazioni sia complessive (6,8%) sia al netto del petrolio, che potrebbero aver risentito del rallentamento degli investimenti. Il balzo della componente "ordini dall'estero" del PMI a 59 in novembre da 53,4 in ottobre e l'elevato livello della componente "ordini" puntano a una tenuta delle esportazioni e a un recupero dell'import nel breve termine. Il deficit commerciale è in peggioramento: nei primi tre trimestri il deficit ha superato in valore quello dell'intero 2009 (96 miliardi di dollari vs 91 miliardi del 2009). Tuttavia la bilancia dei servizi e trasferimenti continua a essere in surplus limitando l'espansione del deficit delle partite correnti, stimato al 3,7% nel 2010. I flussi di capitale in entrata permettono la totale copertura del deficit anche se la loro potenziale volatilità, che potrebbe concretizzarsi anche in una brusca inversione per effetti di contagio nei mercati finanziari con il riemergere delle difficoltà di finanziamento del debito di alcuni paesi dell'area euro, lascia intatti i rischi sulla copertura. Questo rischio viene segnalato dalla stessa Reserve Bank of India (RBI), tuttavia, dato il buon andamento corrente e atteso della crescita in India e in generale nei paesi emergenti

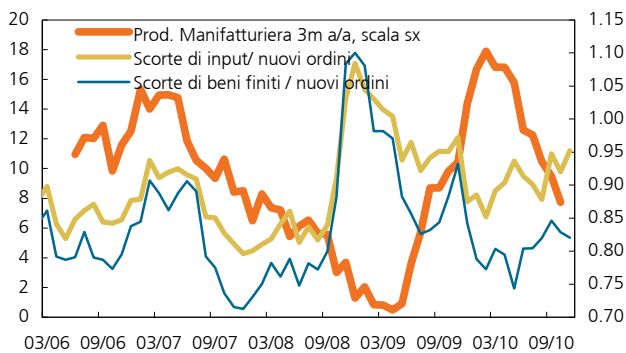
I flussi di commercio estero aumentano ma il deficit commerciale continua a peggiorare

asiatici e le prospettive meno rosee per i paesi industrializzati, è difficile pensare a brusche inversioni di tendenza degli investitori.

La **produzione industriale** ha mostrato tassi di crescita robusti (10,8% in ottobre) con qualche volatilità dovuta alla produzione di beni capitali, e in rallentamento rispetto ai picchi di inizio anno. Tuttavia l'aumento dell'indice PMI, in particolare della componente "nuovi" ordini nonché le indagini di fiducia degli imprenditori per il 4° trimestre continuano a puntare ad una tenuta della produzione industriale. La produzione industriale e manifatturiera cresce a tassi più elevati rispetto a quella delle sei industrie pesanti (petrolio, raffinazione, carbone, elettricità, cemento e acciaio). Il buon andamento del settore manifatturiero è testimoniato anche dall'indagine della RBI sul 3° trimestre del 2010 che mostra un ulteriore aumento della fiducia degli imprenditori sia per il trimestre dell'indagine sia nelle aspettative per il 4° trimestre del 2010 (da 115,9 a 118,8).

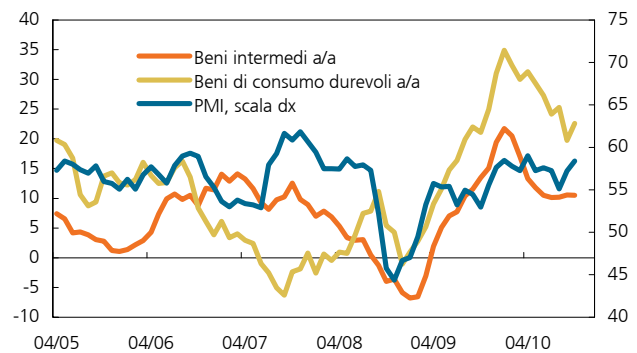
La produzione industriale rimane robusta seppur con qualche volatilità

La produzione cresce a ritmi elevati seppur in rallentamento ...



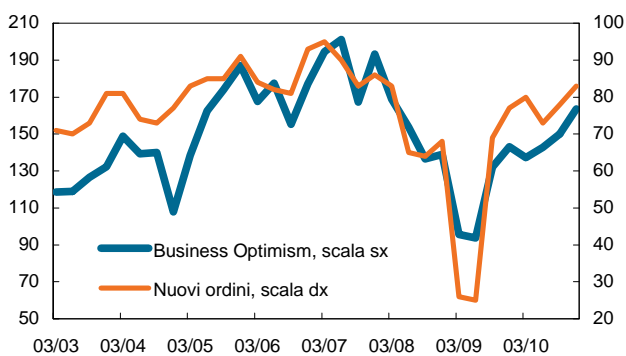
Fonte: Bloomberg, Thomson Reuters - Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... in tutti i comparti



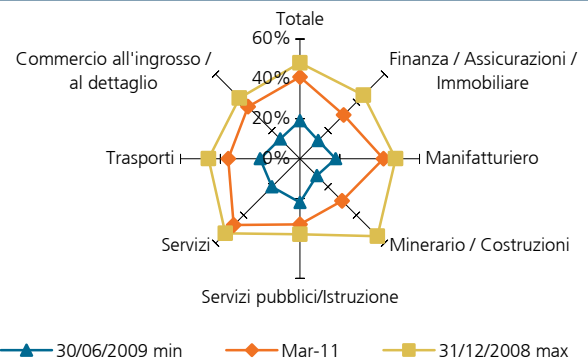
Fonte: Bloomberg, Thomson Reuters - Datastream, var. 3m a/a

Indagine di fiducia Dun & Bradstreet



Fonte: EcoWin

Manpower: aspettative di assunzione da parte delle imprese vicino ai massimi



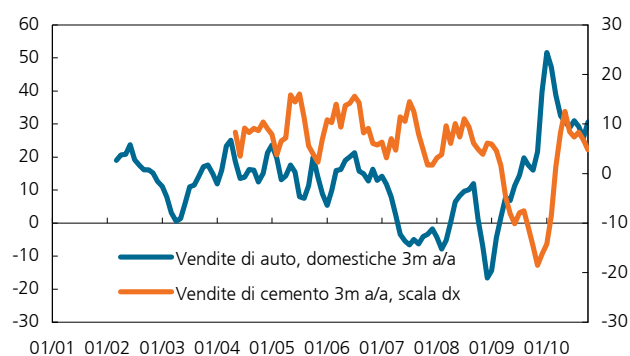
Fonte: Bloomberg

Le **vendite di auto**, dopo il temporaneo rallentamento dei mesi estivi dovuto essenzialmente allo scemare dell'effetto base, sono tornate ad accelerare salendo del 43,8% in ottobre; anche le vendite di cemento crescono a tassi pre-crisi. I turisti in arrivo, dopo un rallentamento nella prima parte dell'anno, continuano a crescere a tassi sostenuti così come i ricavi in valuta a essi legati. Gli abbonamenti ai telefoni cellulari sono saliti del 42,5% a/a in ottobre in rallentamento dal range 48-50% nei primi sei mesi dell'anno, ma il tasso di crescita rimane comunque elevato. Il PMI servizi ha segnato un nuovo aumento a novembre, portandosi a 60,1, segnalando insieme

I segnali per i consumi e i servizi sono positivi anche per il 4° trimestre

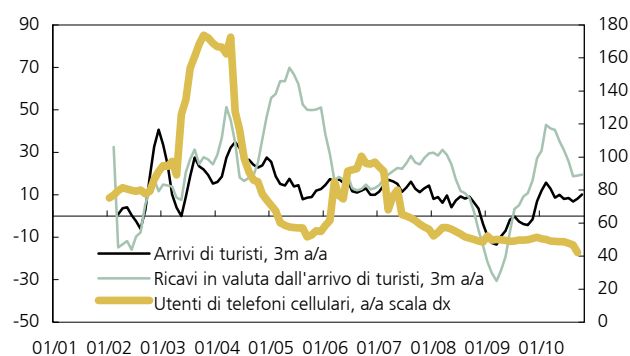
alle altre variabili, la buona tenuta del settore dei servizi. Il settimo rapporto trimestrale sugli effetti della crisi sul mercato del lavoro⁸ conferma un miglioramento del mercato del lavoro anche nel 3° trimestre del 2010, che ha registrato il più elevato aumento di occupati da quando esiste l'indagine, concentrati soprattutto nell'*information technology*. L'indagine Manpower sulle intenzioni di assunzione per il 1° trimestre del 2011 è rimasta sui livelli elevati dello scorso trimestre con un rallentamento nel settore finanziario e minerario compensato da un aumento del settore manifatturiero.

Le vendite di auto salgono ancora a tassi elevati



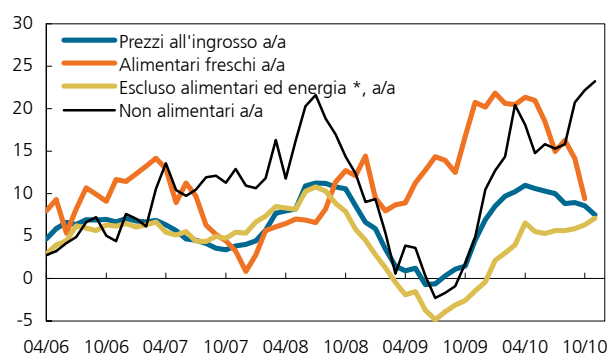
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Si stabilizzano gli arrivi di turisti



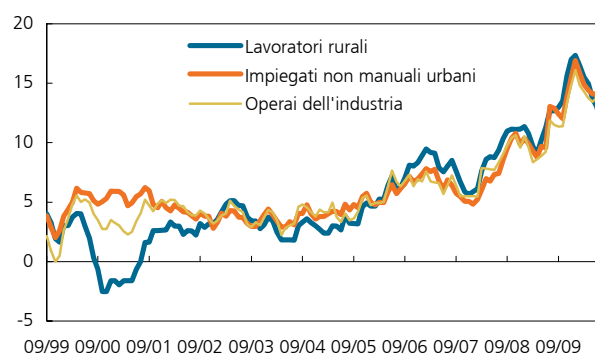
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'inflazione rallenta ma le pressioni al rialzo rimangono



Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, * stime Intesa Sanpaolo

L'inflazione dei prezzi al consumo rallenta ma rimane ancora su livelli elevati



Fonte: EcoWin

L'inflazione dei prezzi all'ingrosso, dopo essere stata al di sopra del 10% tra marzo e luglio, è scesa lentamente a 7,5% in novembre. La moderazione del comparto alimentare è stata contenuta negli ultimi tre mesi nonostante il buon andamento del monzone estivo: in ottobre l'inflazione del comparto alimentari freschi è stata pari al 14,1% rispetto al 18,5% a luglio ed è scesa fino a 9,4% in novembre. L'inerzia al ribasso potrebbe essere attribuita a uno spostamento progressivo dei consumi verso prodotti ad alto contenuto proteico, quali latte, carne e pesce che hanno visto gli aumenti più elevati e persistenti insieme alle spezie. Allo stesso tempo l'inflazione del comparto non alimentari ha mostrato un'accelerazione salendo al 23,2% in novembre dal 15,8% di agosto e l'inflazione al netto degli alimentari (freschi e confezionati) e dell'energia rimane stabile su livelli elevati a testimonianza della presenza di pressioni da domanda.

L'inflazione mostra alcuni segni di rallentamento ma rimane su livelli ancora elevati

⁸ Ministry of Labour and Employment, Labour Bureau: Report on Effect of Economic Slowdown on Employment in India (July – Sept, 2010), November 2010.

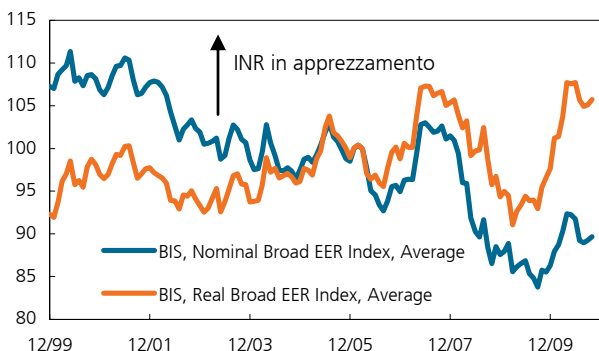
Il forte peso degli alimentari nel paniere ha determinato gran parte del rallentamento dell'inflazione dei prezzi al consumo che sono scesi, per le diverse categorie di lavoratori, nel range 8,4%-10,4% a settembre dal range 13,0%-14,1% a giugno. L'indagine sulle aspettative d'inflazione delle famiglie urbane redatta nel 3° trimestre del 2010 e pubblicata nel bollettino della RBI di dicembre conferma un aumento delle aspettative d'inflazione dei prezzi al consumo. Essa mostra che le famiglie si aspettano un aumento dell'inflazione di 20pb nel trimestre corrente e di 60pb nel prossimo anno rispetto all'inflazione percepita di 12,1%, concentrata soprattutto sul comparto alimentare.

Politica monetaria e fiscale

Nonostante la stabilizzazione degli ultimi tre mesi l'inflazione dei prezzi all'ingrosso è eccessivamente elevata rispetto al trend di medio termine dell'ultimo decennio (5,0-5,5%) e rispetto al target di medio termine della RBI (3%). L'inflazione e il controllo delle aspettative rimangono pertanto la preoccupazione principale della Banca centrale, non solo sul fronte interno ma anche su quello esterno, per l'impatto negativo a lungo termine che l'aumento dei prezzi può avere sulla competitività dell'export indiano. Il cambio effettivo della rupia indiana, infatti, nonostante la stabilizzazione tra giugno e settembre, si è apprezzato del 6,5% in termini nominali e del 13,0% in termini reali tra settembre 2009 e settembre 2010 (15,9% se si calcola vs le valute dei sei principali partner commerciali).

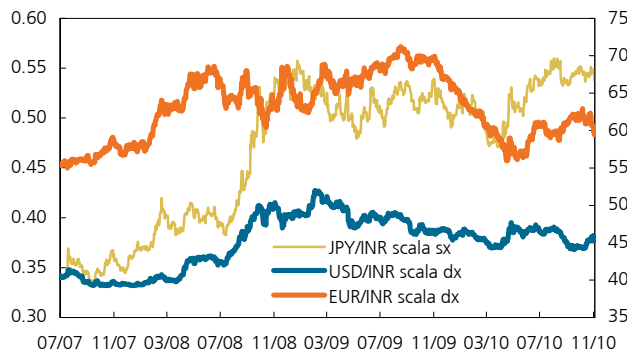
La RBI alza i tassi e rimane temporaneamente in attesa

Tasso di cambio effettivo



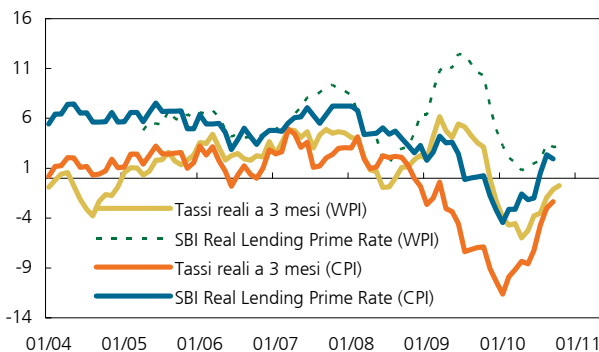
Fonte: EcoWin

La rupia si deprezza rispetto a euro e yen



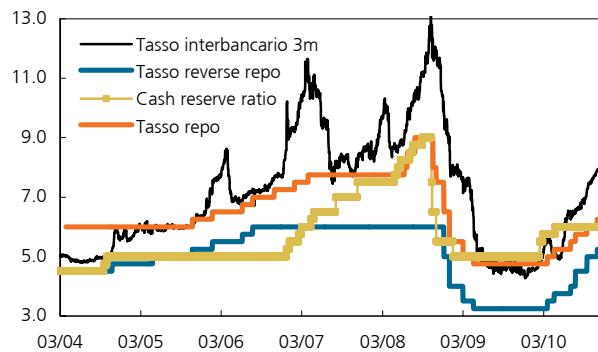
Fonte: Bloomberg

I tassi reali stanno risalendo lentamente



Fonte: Bloomberg, EcoWin

La RBI continua la normalizzazione dei tassi



Fonte: Bloomberg

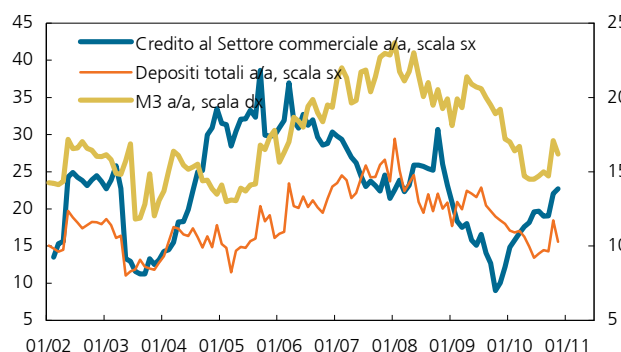
La RBI ha effettuato altri due rialzi dei tassi tra settembre e novembre portando il tasso reverse repo da 4,5% a 5,25% e il tasso repo da 5,75% a 6,25%, mentre ha lasciato invariato al 6,0% il coefficiente di riserva obbligatoria. Nel comunicato di novembre la RBI confidava che le azioni finora intraprese avessero effetto nei prossimi mesi, lasciava invariate al 5,5% (corrispondente al

6,0% con i precedenti pesi e anno base del WPI) le previsioni d'inflazione per marzo 2011 e dichiarava di non essere intenzionata a fare altri rialzi nell'immediato, anche se rimaneva pronta ad agire in caso si intensificassero i rischi verso l'alto. A dicembre la RBI ha infatti lasciato i tassi invariati, lasciando i tassi invariati anche se ha segnalato rischi al rialzo sull'inflazione provenienti internamente da pressioni da domanda ed esternamente dall'aumento dei prezzi delle materie prime, indicando rischi verso l'alto anche sulla precedente previsione d'inflazione al 5,5%.

M3 continua a crescere a tassi (16,2% a novembre) in linea con le proiezioni della RBI (17% nell'anno fiscale 2010-11) così come il credito che ha continuato ad accelerare nei mesi scorsi. Le condizioni finanziarie per le imprese rimangono ancora favorevoli anche se in misura minore rispetto ai mesi scorsi, data la risalita dei tassi reali dai minimi di inizio anno. I momenti di bassa liquidità del sistema sono stati dovuti essenzialmente ad ampi flussi di capitale in uscita relativi alle sottoscrizioni record e ai rimborsi per gli eccessi di sottoscrizione all'IPO di Coal India Ltd alla fine di ottobre e per entrate fiscali superiori alle attese a cui non sono corrisposte uscite. Per sopperire alle difficoltà la RBI ha aperto una seconda finestra di finanziamento giornaliera (*secondary LAF, Liquidity Adjustment Facility*) e operato un acquisto di titoli di stato per 120 miliardi di rupie. All'ultimo meeting di dicembre la RBI ha inoltre abbassato il coefficiente di liquidità obbligatoria (Statutory Liquidity Ratio, SLR) dal 25% al 24% e annunciato altre operazioni di mercato aperto per un importo di 480 miliardi di rupie nel prossimo mese. Il rialzo dei tassi in India e la contemporanea espansione delle condizioni monetarie in particolare negli Stati Uniti stanno ulteriormente favorendo l'aumento dei flussi di capitale in entrata nel paese, e di conseguenza rendendo più complicata la gestione sia della politica monetaria sia del cambio, su cui permarranno le pressioni al rialzo. I rischi sull'inflazione rimangono tuttavia al rialzo. Data la dinamica economica robusta, riteniamo che la RBI ritoccherà nuovamente i tassi al rialzo nel 1° trimestre del 2011.

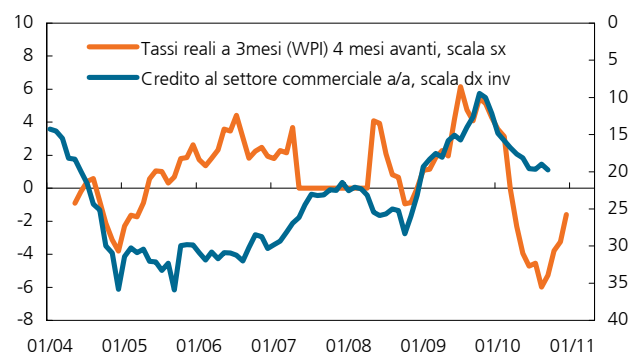
Le condizioni creditizie e di liquidità continuano a sostenere la crescita

Il credito continua a crescere e M3 accelera ma i depositi rallentano



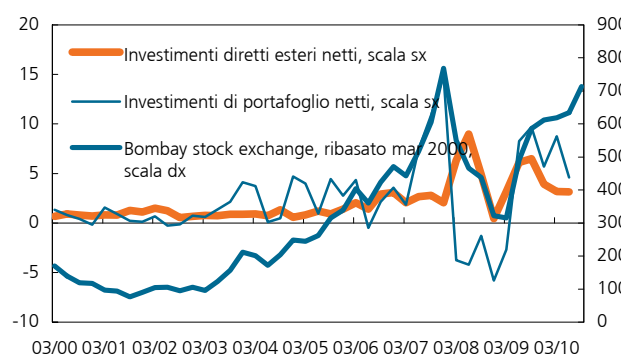
Fonte: Bloomberg

L'inversione dei tassi reali aiuta il credito



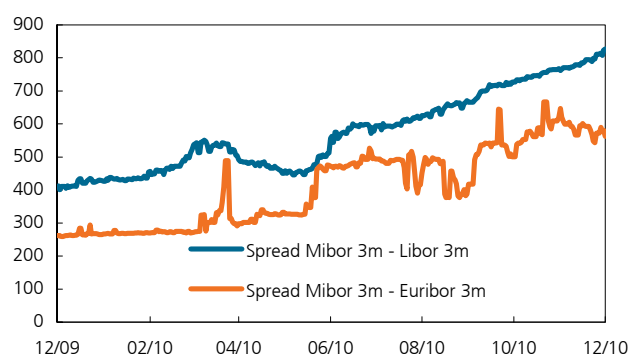
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

IDE e investimenti di portafoglio elevati ...



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, dati in miliardi di dollari

... sostenuti dagli elevati differenziali di tasso



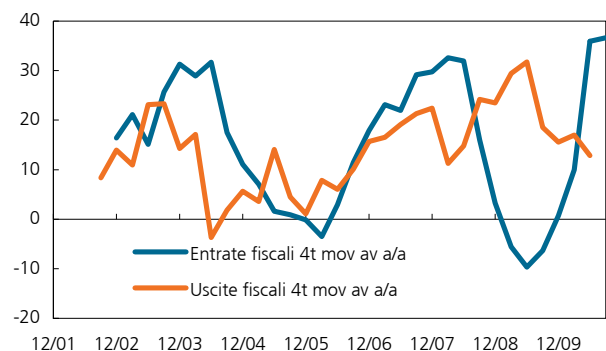
Fonte: Bloomberg

I prezzi degli immobili residenziali stanno aumentando e, anche se non in modo diffuso, in alcune grandi città come Chennai, Mumbai, Delhi e Kolkata i prezzi sono raddoppiati rispetto al 2007 secondo la RBI e anche nel 1° trimestre del 2010 gli aumenti sono stati sostanziali (del 13,1% a Dehli). Per questo, durante il 2° trimestre del 2010, la RBI ha approvato alcune misure preventive come l'imposizione di un tetto massimo dell'80% al *Loan To Value (LTV) ratio*, l'aumento del coefficiente di rischio per i mutui residenziali superiori a 7,5 milioni di rupie da 100% a 125% e l'aumento degli accantonamenti standard sui mutui residenziali con clausole di *step up* (o "*teaser rate loans*") dallo 0,4% al 2%.

Dopo l'aumento delle entrate non fiscali dovuto agli incassi record delle aste per le licenze 3G e a banda larga nel 2° trimestre, gli indicatori di bilancio pubblico hanno continuato a migliorare anche nel 3° trimestre grazie a un aumento delle entrate fiscali. Il parziale ritiro dei tagli alle imposte indirette insieme alla robusta crescita economica hanno permesso, rispetto all'anno scorso, l'aumento delle entrate provenienti sia dalle imposte indirette sia dalle imposte dirette sui redditi delle persone fisiche e delle imprese. Il programma di privatizzazioni anche parziali di alcune aziende a partecipazione statale porterà ulteriori introiti come si è visto dall'ottimo andamento dell'IPO di Coal India LTD, che ha visto una domanda di 15,28 volte superiore all'offerta. Allo stesso tempo le uscite fiscali hanno visto una decelerazione rispetto sia al 1° trimestre dell'anno sia a tutto il 2009. Tutto ciò punta al raggiungimento dell'obiettivo del rapporto deficit/PIL al 5,5% fissato per l'anno fiscale 2010-11 e a una prosecuzione del consolidamento fiscale anche nel successivo anno.

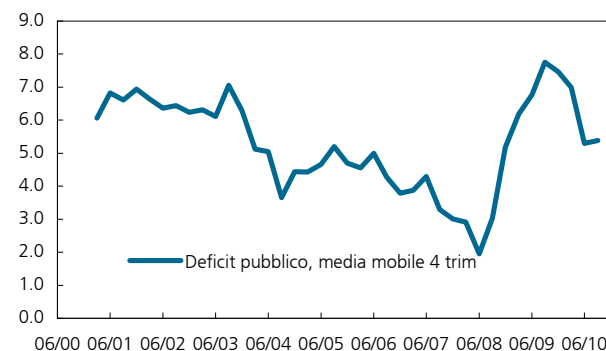
Continua il consolidamento fiscale

Le uscite fiscali decelerano



Fonte: CEIC

Deficit pubblico in lieve miglioramento



Fonte: CEIC, Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Prospettive e rischi

La crescita dell'economia indiana rimane elevata e guidata sostanzialmente da fattori interni. Il settore dei servizi ha contribuito ancora in maniera determinante alla crescita economica e il temporaneo rallentamento della produzione del settore manifatturiero è stato compensato dal miglioramento di quella del settore agricolo. Consumi e investimenti continuano a registrare solidi tassi di crescita e le indicazioni degli indici di attività e di fiducia puntano a una prosecuzione del trend, tanto che rivediamo al rialzo le previsioni di crescita per il 2010 da 8,2% a 8,9%.

L'inflazione, nonostante la leggera moderazione, è ancora su livelli eccessivamente elevati e rimane la preoccupazione principale della Banca centrale che ci attendiamo ritocchi ancora lievemente i tassi verso l'alto nel 1° trimestre dell'anno. Le prospettive di crescita per il 2011 rimangono buone, con un rallentamento nel 2011 essenzialmente dovuto alla decelerazione fisiologica degli investimenti, su cui peseranno anche i rialzi dei tassi, ma con una solida tenuta dei consumi. I rischi sulla crescita rimangono al ribasso e sono dovuti essenzialmente agli impatti che potrebbe avere il recente acuirsi della crisi finanziaria europea sui movimenti di capitale e in seconda battuta sulla domanda internazionale.

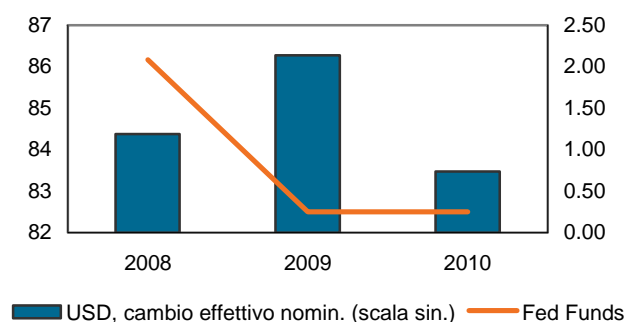
Mercati valutari: principio di convergenza verso i fondamentali nel post-crisi

Nel 2011 non dovrebbero emergere temi nuovi rispetto a quelli del 2010. È possibile, anzi, che si approdi ad una sorta di quadratura del cerchio, raggiungendo il primo stadio del processo di risoluzione dei problemi ereditati dalla crisi del 2008. Tuttavia, c'è un problema che quest'anno è rimasto "latente", e potrà quindi emergere l'anno prossimo: la necessità di avviare il risanamento dei conti pubblici. Questo problema, in termini di ricadute sui mercati valutari, riguarda soprattutto Stati Uniti, area euro, Regno Unito e Giappone.

Asmara Jamaleh

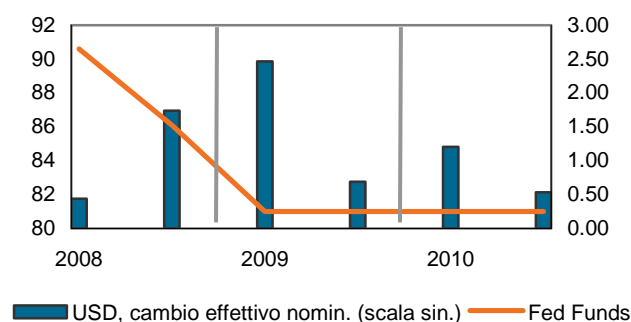
L'anno prossimo sarà ancora principalmente la Fed a "determinare" la dinamica del dollaro. Allo scoppio della crisi globale del 2008 i fed funds erano stati ridotti fino quasi a zero, ma la coincidenza con la crisi del mercato *offshore* del dollaro aveva fatto sì che il biglietto verde si apprezzasse considerevolmente tra la seconda metà del 2008 e la prima metà del 2009 (Figg. 1a e 1b).

Fig. - 1a



Fonte: EcoWin

Fig. - 1b



Fonte: EcoWin

Quest'anno però il dollaro si è complessivamente indebolito rispetto al 2009, fondamentalmente perché – risolti i problemi sul mercato del dollaro, l'espressa intenzione della Fed di mantenere i tassi straordinariamente bassi per un periodo esteso è tornata a incidere, anche per il segnale negativo che dava sulle prospettive economiche. Nel frattempo, tuttavia, si è anche cominciato a pensare che senza ripresa negli Stati Uniti forse nemmeno le altre principali economie avanzate se la sarebbero potute cavare meglio. Nell'area euro, lo scoppio della crisi del debito sovrano nei periferici ha rinforzato il messaggio, ponendo fine ai discorsi su ogni ipotetico spostamento delle riserve valutarie dal dollaro all'euro.

Tornando alla relazione dollaro/Fed, con la recente adozione del QE2 e con il nuovo stimolo fiscale dovrebbe essere inaugurata una nuova fase. La prospettiva che ulteriore e ampio stimolo monetario possa di nuovo essere percepito come una "garanzia" di crescita agisce a favore del biglietto verde. Ma questo non deve far pensare che allora il dollaro seguirà un evidente trend rialzista nel corso del 2011. La necessità di affrontare di petto il problema del risanamento dei disastrati conti pubblici attraverso nuove misure restrittive di politica fiscale rappresenta un fattore sfavorevole per la divisa statunitense, perché (1) l'effetto sulla crescita è negativo (questa è una delle ragioni per cui la Fed, fatta salva l'indipendenza della Banca centrale dal Governo, sta continuando a seguire la linea di politica monetaria più espansiva possibile), e perché (2) vi è incertezza sulla effettiva portata – dimensione e distribuzione – della restrizione fiscale, e l'incertezza sui mercati genera volatilità.

Inoltre, se la performance della crescita globale risulterà complessivamente "accettabile", e se i mercati lo percepiranno, l'attenzione tornerà sui differenziali di tasso/rendimento, a beneficio di

quelle valute, emergenti e non, che offrono rendimenti più elevati del dollaro, e hanno meno problemi con i conti pubblici rispetto agli Stati Uniti. È per questo che alla fine l'effetto complessivo dovrebbe essere quello di mantenere il dollaro intorno ai livelli del 2010 (in termini di media annua), anche se il percorso potrebbe essere molto accidentato.

Euro

Nel 2011 l'euro sarà condizionato principalmente da tre fattori: (1) crescita dell'area euro, anche in relazione a quella USA, (2) sviluppi in merito ai problemi del debito sovrano dei periferici, e (3) evoluzioni nella gestione della politica monetaria da parte della Fed e della BCE, con un occhio di riguardo per la Fed intorno alla parte centrale dell'anno.

Questi tre fattori dovrebbero incidere negativamente sul cambio:

(1) Crescita. Non si avrà né sorpasso né tantomeno sganciamento rispetto agli Stati Uniti. Quindi non sembra molto probabile che l'euro possa esibire un chiaro e soprattutto marcato trend rialzista nel corso del 2011.

(2) Periferici. Non è pensabile che i due paesi già assistiti risolvano i loro problemi nei prossimi mesi (il piano di risanamento è lungo e difficile), né vi sono motivi per credere a un miracoloso rientro delle tensioni sul resto degli emittenti periferici. Comunque, al di là di episodi specifici, questo resterà un tema di fondo, a volte più latente altre volte più pressante. L'effetto generale è quello di comprimere il potenziale rialzista dell'euro, sia (1) rendendo meno probabile il raggiungimento di nuovi massimi rispetto a quelli registrati nel 2010, sia (2) esponendo il cambio al rischio di riavvicinamento dei minimi 2010, ed eventualmente a un calo al di sotto di tali livelli, quindi sotto 1,18 EUR/USD, minimo registrato quest'anno. In tal caso, quota 1,10 EUR/USD potrebbe porsi come un floor abbastanza robusto. Un altro effetto, sfavorevole all'euro, dovrebbe essere quello di amplificare le 3 reazioni ribassiste di fronte a spunti negativi, e comprimerne la risposta rialzista di fronte a spunti positivi, rendendo asimmetrico il comportamento del cambio.

(3) Politica monetaria. Il contrasto tra BCE e Fed nella gestione delle rispettive politiche monetarie che quest'anno ha danneggiato il dollaro rispetto all'euro potrebbe complessivamente attenuarsi. Il fattore "QE2" è stato già abbastanza prezzato dal mercato. Non è escluso che torni a risuonarne l'eco, ma in tal caso l'eventuale risposta rialzista della moneta unica dovrebbe essere più contenuta o in certi casi quasi assente, a meno di sorpasso/decoupling da parte dell'area euro, ipotesi - come si è già detto - improbabile.

Dall'introduzione dell'UEM ad oggi la relazione positiva tra cambio e crescita/differenziali di crescita si è dimostrata valida solo una volta, nel 2009, quella invece tra cambio e tassi dell'area euro si è dimostrata valida sia nel 2009 sia nel 2010. Questo potrebbe suggerire che la crisi economico-finanziaria globale del 2008 abbia avuto come effetto quello di iniziare a ricondurre l'euro sul sentiero più allineato con i fondamentali, in termini di dinamica del cambio. Crescita economica e gestione della politica monetaria condizioneranno l'euro soprattutto in termini di dinamica del cambio. Il tema *periferici* dovrebbe invece incidere più sulla formazione dei livelli, contribuendo anche a delineare i range di medio termine all'interno dei quali oscilla il cambio.

Quanto pesa il problema *periferici* sulla formazione del livello dell'euro? Probabilmente non molto. Chiaramente ha pesato molto quest'anno quando è scoppiata la crisi, con il caso Grecia, e poi quando c'è stata anche la crisi dell'Irlanda. Il cambio ha perso 15 figure nel primo caso, e 7 nel secondo caso. La reazione per l'Irlanda è stata inferiore perché ormai la strada era stata aperta dalla crisi greca, che aveva creato un precedente mai verificatosi prima. Riteniamo che il problema della crisi debitoria collochi il cambio circa 5 figure più in basso rispetto a quanto sarebbe stato in una situazione "normale", ovvero senza la crisi dei periferici.

In termini di timing, i fattori sfavorevoli potrebbero concentrare i propri effetti tra 2° e 3° trimestre: (a) nel 2° trimestre potrebbe prevalere il tema crescita, in particolare con gli Stati Uniti che sorpremono in positivo rispetto ai timori di non ripresa emersi più volte nel corso di quest'anno, (b) nel 3° trimestre potrebbe diventare più condizionante l'eventuale combinazione tra bassa crescita area euro e rischio che il processo di risanamento dei conti pubblici, sia nei periferici sia in altri Paesi dell'area, ponga ulteriore pressione sulla crescita abbassandone forse anche il potenziale.

Il range di oscillazione dell'euro nel corso del 2011 potrebbe essere analogo a quello di quest'anno che è stato 1,18-1,45 EUR/USD, trascorrendo forse più tempo nella parte medio/bassa del range. L'area di equilibrio dovrebbe collocarsi a 1,30-1,35 EUR/USD. Quest'anno infatti, (1) quando è esploso il caso Grecia il cambio è crollato da 1,33 a 1,18 EUR/USD, ma quando la situazione è rientrata è tornato a 1,33. (2) Analogamente, quando al FOMC di settembre la Fed ha preparato i mercati ad una nuova fase di *quantitative easing*, l'euro prima ha reagito apprezzandosi da 1,35 a 1,43 EUR/USD, ma a QE2 avviato è tornato a 1,35. L'area "tecnica" di equilibrio è 1,27-1,37 EUR/USD.

Sterlina

Per la sterlina l'anno prossimo potrebbe essere il "momento della verità", quello del cedimento. Il 2010 è stato un anno elettorale, e l'assetto politico tradizionale è stato ribaltato completamente (i conservatori hanno destituito i laburisti dal Governo). Questo ha portato a posticipare l'avvio del processo di riassorbimento delle politiche espansive adottate contro la crisi del 2008. Così la sterlina, in termini di cambio effettivo nominale, quindi sia contro dollaro sia contro euro, è rimasta in media sui livelli del 2009 – ovvero non è scesa ulteriormente dopo essere già precipitata del 25% circa tra il 2008 e il 2009.

Il potenziale fattore ribassista è sostanzialmente uno: la necessità di intraprendere il processo di rientro del grave disavanzo pubblico, stimato dall'OBR (Office for Budget Responsibility) attorno al 10% per quest'anno (v. sezione "Regno Unito"). Il Governo ha già annunciato un pesantissimo piano di tagli alle spese, ed è ragionevole attendersi anche aumenti delle tasse. Dimensione e modalità della manovra sono però altamente incerti, il che pesa sulla gestione della politica monetaria, al punto che la Bank of England ha "sospeso" il giudizio sullo scenario di crescita, prospettando un quadro relativamente bilanciato ("balanced").

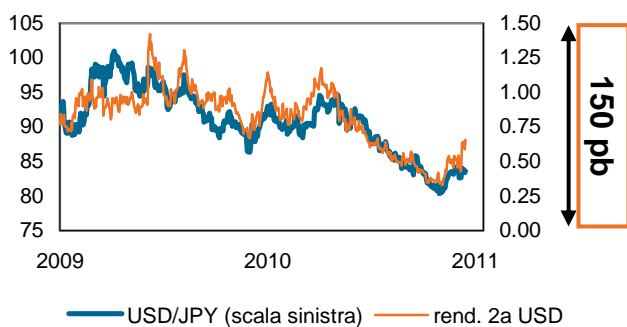
Questo, proprio mentre sull'altra sponda dell'oceano la Fed avviava il QE2, ha generato sul mercato attese di rialzi dei tassi BoE a partire già dal 1° trimestre 2011 (v. sezione "Regno Unito"). Poiché una simile ipotesi appare al momento poco probabile, il quadro è sbilanciato verso il basso per la divisa britannica, perché il rischio è che il mercato riveda le aspettative sui tassi rinviando nel tempo il primo rialzo. Inoltre, come accade spesso, è possibile che tale revisione non avvenga in modo graduale, ma in modo relativamente netto, portando ad una correzione altrettanto netta della sterlina, sia contro dollaro sia contro euro. Considerando che il *budget* viene presentato a marzo, la fase correttiva si potrebbe ipoteticamente collocare entro la prima metà dell'anno, salvo essere riassorbita, almeno in parte, successivamente. Durante la fase correttiva la sterlina potrebbe arrivare a correggere fino a 1,50-1,45 GBP/USD e il cambio EUR/GBP potrebbe rivedere almeno temporaneamente quota 0,90.

Yen

Nel 2011 lo yen dovrebbe invertire il trend e deprezzarsi, aspettativa che quest'anno è stata invece disattesa. L'indebolimento atteso l'anno prossimo dovrebbe però essere inferiore a quello che ci si attendeva per quest'anno. Infatti, il cambio USD/JPY segue da vicino il tracciato del differenziale tra rendimenti statunitensi e giapponesi. Con tassi stabilmente a zero da anni in Giappone, la direzionalità degli spread è data dai rendimenti USA (Figg. 2a e 2b), che nel corso

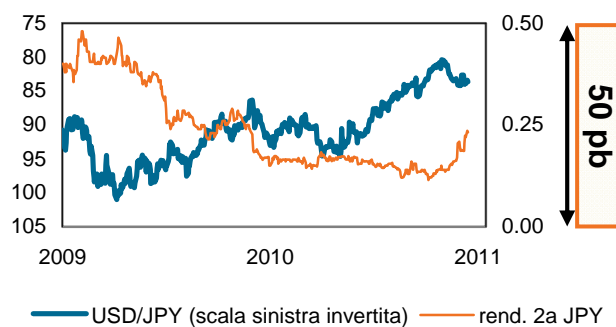
del 2010 sono scesi, a fronte invece di una sostanziale immobilità di quelli giapponesi. Allo stato attuale quindi, dai livelli raggiunti – prossimi allo zero – è maggiore lo spazio di risalita che quello di ulteriore discesa. Dal lato yen, al contrario, virtualmente non c'è potenziale rialzista, perché (1) la BoJ resterà più espansiva della Fed e più a lungo, e (2) lo scenario macro del Giappone si sta deteriorando.

Fig. - 2a



Fonte: EcoWin

Fig. - 2b



Fonte: EcoWin

Il deprezzamento atteso dello yen dovrebbe però essere limitato. Infatti, l'adozione del QE2 da parte della Fed prolunga il periodo in cui i *fed funds* restano fermi, contenendo così la rimonta dei rendimenti USA. Per misurare approssimativamente la risposta dello yen alla dinamica dei differenziali di rendimento abbiamo stimato la relazione tra cambio USD/JPY e differenziali di rendimento a breve nell'ultimo triennio. Si ottiene che ad un incremento di 25pb del differenziale viene associato un aumento di circa cinque figure del rapporto USD/JPY.

Partendo ad esempio dal livello medio del trimestre corrente a 82 USD/JPY, un allargamento di 25pb del differenziale condurrebbe il cambio a 87 USD/JPY. Il restringimento del differenziale nel 2010 (misurato tra gli estremi toccati in corso d'anno) è stato di circa 75pb: se venisse riassorbito integralmente nel 2011 il cambio USD/JPY potrebbe arrivare – stando alle stime prodotte – fino a 95-100 USD/JPY. Questi livelli dovrebbero infatti rappresentare il limite superiore del range di oscillazione del rapporto USD/JPY nel corso del prossimo anno.

Intesa Sanpaolo Servizio Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice		
Tel. 02 879+(6) – 02 8021 + (3)		
Macroeconomic & Fixed Income Research		
Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesaspaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesaspaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesaspaolo.com
Macroeconomia		
Anna Maria Grimaldi	62118	anna.grimaldi@intesaspaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesaspaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesaspaolo.com
Marco Rocchi	055-2613674	marco.rocchi@intesaspaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesaspaolo.com
 Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesaspaolo.com
Research Assistant		
Alessandra Gaia	62149	alessandra.gaia@intesaspaolo.com
Simonetta Melotto	62102	simonetta.melotto@intesaspaolo.com
International Economics		
Economista Macro - Asia Emergenti		
Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesaspaolo.com

Appendice

Certificazione degli analisti

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

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

Comunicazioni specifiche:

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

Comunicazioni importanti

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

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

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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

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

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

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

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

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

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

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca 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.