

INTRODUZIONE

La crisi dell'Eurozona è ben lontana da una risoluzione. Senza una vera e propria unione fiscale, l'unione monetaria sembra destinata a fallire per effetto dei crescenti rischi di un assalto agli sportelli bancari dei Paesi periferici oppure in seguito all'ascesa al potere di leader radicali. In ogni caso, i leader moderati dei Paesi centrali rischiano di perdere il controllo degli eventi, determinando l'uscita dall'euro di una o più delle economie in crisi. A discapito dell'unione monetaria, i leader dell'area Euro non sembrano favorevoli ad imbarcarsi in un'unione fiscale di ampia portata vista l'incompatibilità fra il mantenimento della sovranità nazionale e la creazione di un Tesoro federale dell'Eurozona con poteri su fiscalità, controllo della spesa ed emissione di obbligazioni.

Dato che l'UE contribuisce per circa un quinto al PIL mondiale, la crisi dell'Eurozona non sta incidendo solo sull'andamento della regione, ma anche sul commercio globale che ne risulta gravemente penalizzato; effetti negativi si avvertono infatti sulla crescita di Regno Unito, Europa Orientale, Nord America ed anche di quei Paesi asiatici che dipendono dall'esportazione all'estero dei propri prodotti. Con tutta probabilità si registrerà un ulteriore rallentamento dell'economia globale prima che venga individuata una soluzione credibile e sostenibile alla crisi dell'Euro.

Negli Stati Uniti, nonostante una ripresa più sostenuta rispetto a quanto registrato in Europa e Regno Unito, si ravvisano i primi segnali di un nuovo rallentamento della crescita del PIL reale. L'attuale *impasse* politica ha spostato l'attenzione sul possibile "scoglio fiscale" di inizio 2013: il rischio di un forte taglio alla spesa pubblica accompagnato da un incremento delle imposte potrebbe incidere pesantemente sul PIL statunitense, nella misura di un -3/-5%. Al contempo, la politica monetaria non è sufficiente da sola ad indurre famiglie e imprese con una situazione patrimoniale difficile a incrementare fortemente le proprie spese. Forse in previsione di un esaurimento delle misure fiscali, anche gli investimenti privati sono in diminuzione e la fiducia dei consumatori appare in calo.

Pur avendo evitato il rischio di un *hard landing*, l'economia cinese appare ancora in evidente rallentamento, alle prese con fattori interni ed esterni. Se sul fronte locale i *policymaker* stanno ancora tentando di riprendere il controllo su prezzi di immobili e prestiti concessi dalle cosiddette "banche ombra", a livello esterno diversi segnali indicano un ulteriore rallentamento delle esportazioni.

Fig.1 - Inflazione e previsioni di crescita

	2011 Actual		2012 Consensus Forecast			
	Real GDP	CPI Inflation	Real GDP		CPI Inflation	
US	1.7%	3.1%	2.3%	(2.2%)	2.3%	(2.0%)
EU-17	1.5%	2.7%	-0.1%	-(0.3%)	2.4%	(2.8%)
UK	0.7%	4.5%	0.4%	(.3%)	2.9%	(2.8%)
Japan	-0.7%	-0.3%	2.0%	(2.7%)	-0.1%	(0.6%)
Australia	2.0%	3.4%	3.0%	(3.0%)	2.0%	(1.6%)
Canada	2.5%	2.9%	2.1%	(2.2%)	2.1%	(1.9%)
China	9.2%	5.4%	8.3%	(8.0%)	3.4%	(3.5%)
India*	6.7%	8.4%	7.2%	(5.6%)	7.2%	(7.6%)

Fonte: Consensus Economics, 14 maggio 2012

Previsioni Invesco in blu fra parentesi

*Anno fiscale da aprile '11 a marzo '12

Considerando le principali valute, l'euro si è infine indebolito nei confronti del dollaro USA, passando dal range 1,32-1,34 a 1,24 nel corso del secondo trimestre (Fig. 2). Al contempo, a fronte del rafforzamento di dollaro USA e yen giapponese, la sterlina inglese ha subito un deprezzamento, soprattutto nel mese di maggio. Molte delle valute dei mercati emergenti, come il real brasiliano, hanno subito un indebolimento nel trimestre marzo-giugno, mentre lo yuan cinese si è mantenuto intorno a quota 6,35 nei confronti del dollaro

USA. L'arretramento registrato nel corso del trimestre dall'indice Euro Stoxx 50 (-14% in dollari USA) ha generato una prolungata ondata di avversione al rischio a cui solo dollaro USA e yen giapponese sono riusciti a sfuggire, conquistando il titolo di valute sicure.

Fig.2 - Indebolimento dell'euro



Con tutta probabilità, in questo contesto di debolezza dell'economia globale, la politica dei tassi delle banche centrali del mondo sviluppato dovrebbe restare prossima allo "zero bound" per un periodo prolungato e i *policymaker* potrebbero fare periodicamente affidamento sull'espansione dei bilanci delle banche centrali tramite gli acquisti di asset. In tale situazione, si prevede che gli investitori continueranno a puntare sulla ricerca di rendimento, determinando di conseguenza un aumento della valutazione dei titoli di qualità elevata in grado di generare rendimenti sicuri e sostenibili rispetto ad asset che generano flussi di reddito più ridotti.

A corollario di questi trend e a dispetto delle misure di *quantitative easing* (QE) adottate dalle diverse banche centrali, è improbabile che si registri un aumento dei prezzi degli asset analogo a quello registrato in passato dopo le tradizionali iniezioni di liquidità. In secondo luogo, l'inflazione potrebbe scendere più del previsto nel secondo semestre e, infine, anche i prezzi delle materie prime potrebbero indebolirsi ulteriormente nella parte finale dell'anno.

STATI UNITI

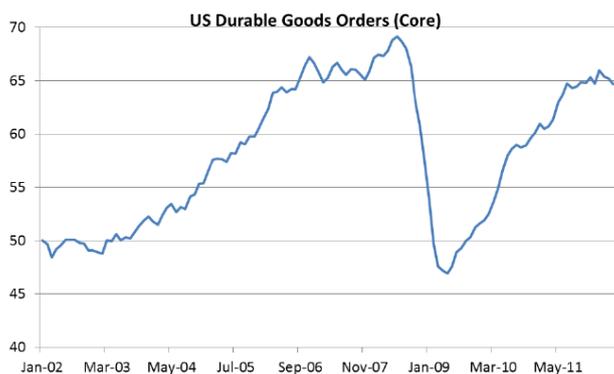
A seguito della diffusione di una serie di dati economici relativamente favorevoli nei mesi di gennaio e febbraio, la maggior parte dei risultati registrati nel secondo trimestre è apparsa di nuovo deludente e inferiore alle attese (Fig. 3), in particolare rispetto a settore immobiliare, occupazione, investimenti, vendite al dettaglio e fiducia dei consumatori. Inoltre gli investitori si sono resi conto in particolar modo della possibilità di uno shock fiscale negativo potenzialmente in grado di ridimensionare la crescita del PIL reale di un buon 3% ad inizio 2013 qualora il Congresso non riuscisse a mitigare gli effetti dell'incombente contrazione fiscale.

In questo ciclo la ripresa statunitense ha subito un sensibile indebolimento rispetto alla media delle riprese registrate dal 1970. A tal proposito sono state elaborate due diverse teorie in grado di spiegare questa performance inferiore alla media. La prima teoria sostiene che l'economia statunitense abbia risentito in maniera permanente della gravità della precedente recessione (2008-09) e quindi il motore della crescita non sembrerebbe più in grado di funzionare come prima. Si spiegherebbero così i tassi di disoccupazione costantemente elevati, la riluttanza delle imprese ad investire nonostante l'ampia disponibilità di liquidità e la costante presenza di capacità in eccesso in questa economia post-recessione.

La seconda teoria, a mio parere più convincente, sostiene che la bolla e la conseguente recessione abbiano seriamente danneggiato la situazione patrimoniale di imprese finanziarie e famiglie che, costrette ad indebitarsi eccessivamente, avranno semplicemente bisogno di diversi anni per risanare la propria posizione; nel caso delle famiglie, la situazione è particolarmente difficile, vista l'impossibilità di raccogliere capitali e la riluttanza a vendere le proprie abitazioni per raccogliere il denaro necessario a saldare i propri debiti. Questa lunga fase di recupero ha perciò inevitabilmente penalizzato la crescita del PIL reale in quanto le famiglie sono state costrette a ridurre i propri consumi per risparmiare abbastanza da ripagare i propri debiti e/o a ridurre i propri investimenti, utilizzando una parte dei propri risparmi per saldare i debiti invece di investirla.

A mio parere questa teoria appare più convincente poiché aiuta a spiegare le ragioni del fallimento della politica monetaria e fiscale implementata in questa occasione che, come appare evidente, non è riuscita a innescare una normale ripresa. La Fed, ad esempio, ha adottato per due volte misure di QE di ampia portata e da settembre 2011 ha acquistato ben 400 miliardi di dollari USA di titoli di Stato a lungo termine finanziandosi con la vendita di titoli a breve termine, una manovra nota anche come "operation twist"; è di poche settimane fa, inoltre, l'annuncio di un'estensione di questa manovra fino al prossimo dicembre per altri 267 miliardi di dollari USA tra acquisti e vendite. L'espansione del bilancio della Fed e l'appiattimento prodotto sulla curva dei rendimenti non hanno però inciso in maniera duratura sui mercati ed anche l'effetto sulla crescita del PIL reale è apparso limitato. Tutte queste misure si confermano quindi insufficienti in quanto sono pensate per incrementare la spesa in un momento in cui famiglie e imprese sono riluttanti ad aumentare consumi e investimenti; inoltre non riescono neppure ad accelerare in misura significativa il processo di risanamento della situazione patrimoniale di famiglie o istituti finanziari.

Fig.3 - Stallo negli ordinativi di beni durevoli negli USA (mld USD)



Fonte: Datastream, 31 maggio 2012.

Per quanto riguarda l'economia statunitense, i rischi incombenti a causa dello scoglio fiscale dopo le elezioni presidenziali di novembre dipendono dalla scadenza della legislazione fiscale e dall'applicazione automatica di determinati meccanismi come la "sequestration" ovvero riduzioni della spesa. In particolare, l'eliminazione delle agevolazioni fiscali volute da Bush e già prorogate per due anni a partire dal 2010 dovrebbe incrementare le imposte sulle persone di circa USD 140 miliardi; in caso di annullamento dei tagli all'imposta sui salari, il costo del lavoro subirebbe un aumento di circa USD 95 miliardi; l'abolizione dell'Alternative Minimum Tax (AMT) costerebbe alle famiglie a reddito medio altri USD 90 miliardi e l'eliminazione di altre agevolazioni fiscali aggiungerebbe USD 100 miliardi, per un aumento complessivo del carico fiscale di ben USD 425 miliardi.

Per quanto riguarda le spese, l'indennità di disoccupazione dovrebbe essere ridotta di USD 26 miliardi, mentre il meccanismo della *sequestration* si applica ai 52 miliardi di spesa della difesa e ai 13 miliardi della sanità, per un totale di USD 91 miliardi all'anno. Nel caso fossero messi contemporaneamente in atto i tagli alle spese da 91 miliardi e gli incrementi delle imposte da 425 miliardi, il deficit federale registrerebbe una contrazione netta di oltre USD 515 miliardi, pari quasi al 3,5% del PIL, segnando un drastico taglio rispetto al passato.

Naturalmente nessuno può sapere cosa accadrà. Essendo ormai a fine mandato, il Congresso potrebbe anche approvare una modifica o un prolungamento della legislazione, così come si potrebbe arrivare ad uno stallo. Quel che è certo è che a fine anno si registrerà un aumento dell'incertezza, con una conseguente diminuzione degli investimenti pianificati dalle imprese e della spesa al consumo.

In prospettiva futura, prevedo una crescita del PIL reale intorno al 2,3% per il 2012, un risultato di gran lunga inferiore rispetto al solito 3-4% che si registra in genere nelle fasi iniziali di una ripresa. Pur prevedendo un tasso di crescita limitato, ritengo che l'attuale fase di ripresa economica non si arresterà; l'inflazione dovrebbe subire una forte flessione nel secondo semestre 2012, con un calo dell'inflazione primaria dei prezzi al consumo a quota 1,6% entro fine anno ovvero 2,2% per l'intero anno.

EUROZONA

Al momento della redazione del presente Outlook, è in corso (28-29 giugno) fra i leader dei 27 Paesi dell'area euro il diciannovesimo di una lunga serie di vertici tesi a risolvere la perdurante crisi del debito dell'Eurozona. Tra i temi all'ordine del giorno, il piano redatto dal Presidente dell'UE Van Rompuy, dal Presidente della Commissione UE Barroso, dal Presidente dell'Eurogruppo Juncker e dal Presidente della BCE Draghi in cui si propone "di definire una prospettiva per l'UEM" fondata su quattro elementi costitutivi essenziali: un quadro finanziario integrato, un quadro di bilancio integrato, un quadro integrato di politica economica a cui si aggiunge l'esigenza di assicurare la necessaria "legittimità e responsabilità democratica"; il tutto si dovrà realizzare nel corso del prossimo decennio.

In concreto, il quadro finanziario proposto prevede solo "un sistema unico europeo di vigilanza bancaria e un quadro comune di garanzia dei depositi e di risoluzione" mentre, per quanto riguarda il bilancio, il piano richiede solo "un'evoluzione qualitativa verso un'unione di bilancio". In una prospettiva di medio termine, si dice che "si potrebbe valutare l'emissione di debito comune" e "si potrebbero prendere in considerazione misure verso l'introduzione di responsabilità sovrane in solido, a condizione che sia definito un quadro efficace per la disciplina di bilancio e la competitività, al fine di evitare il rischio morale e promuovere la responsabilità e l'osservanza". Per ottobre sarà presentato un piano intermedio più dettagliato con relazione finale a dicembre.

Queste idee appaiono comunque insufficienti rispetto a quanto è necessario per garantire la sostenibilità e la solidità di un'autentica unione monetaria europea. La proposta di istituire un "sistema unico europeo di vigilanza bancaria e un quadro comune di garanzia dei depositi e di risoluzione" può essere condivisibile nell'ottica di limitare o affrontare la prossima crisi, ma per quanto riguarda quella attualmente in corso sembra ormai troppo tardi. In poche parole, si tratta di elementi secondari che non saranno in grado di porre un freno all'esacerbarsi dell'attuale crisi del debito e delle banche.

Lo scorso venerdì 29 giugno è stato annunciato l'accordo fra i leader dell'Eurozona all'utilizzo dei fondi di salvataggio EFSF/ESM per la ricapitalizzazione diretta delle banche senza passare per i governi ma solo dopo l'istituzione di un supervisore unico del sistema

bancario dell'UE. In questo modo, pur favorendo l'indebolimento del rapporto tossico tra banche e Stati, non si garantisce la solvibilità delle banche dell'Area Euro e non si risolve il problema dei mercati dei titoli di Stato in quanto i fondi di salvataggio (500 miliardi di euro) rappresentano complessivamente solo il 20% dei titoli di Stato totali di Spagna e Italia (2.400 miliardi di euro). Inoltre si è concordato che questi finanziamenti di emergenza necessari per la ricapitalizzazione delle banche non avranno il grado senior per i creditori privati, condizione importante per garantire il continuo supporto ai titoli di Stato periferici derivante dagli acquisti del settore privato. Anche se si tratta di piccoli passi nella giusta direzione, la strada per arrivare a una soluzione definitiva è ancora lunga.

Per capire cosa serve per risolvere una volta per tutte la crisi del debito europeo, è utile domandarsi non tanto "Cos'altro si può integrare?" o "Quante unioni bancarie o di altra natura si possono creare?" ma piuttosto "Quale protezione si potrebbe aspettare chi deposita fondi nelle banche dell'Eurozona?". Le banche sono istituti indebitati e quindi potenzialmente molto vulnerabili a perdite o ritiro di depositi. Normalmente, in un sistema monetario solido i risparmiatori dovrebbero in genere essere assicurati dalla presenza di diversi livelli di protezione, nel caso dell'Eurozona manca proprio l'ultimo vitale e decisivo livello di protezione, vale a dire la protezione statale (tabella seguente).

LIVELLI DI PROTEZIONE A DISPOSIZIONE DEI RISPARMIATORI DELL'AREA EURO

1. Conversione dei depositi in liquidità - disponibile.
2. Capitale bancario - disponibile, ma chiaramente ora tale capitale appare "a rischio" o insufficiente in diverse aree dell'Eurozona.
3. Garanzia sui depositi - disponibile per la maggior parte dei depositi dei privati fino ad un massimo di 100.000 euro.
4. Liquidità della banca centrale - anche se la BCE è sempre stata riluttante a fornire liquidità.
5. Protezione statale o garanzia sulle passività bancarie - come quelle offerte dal Tesoro USA e dal Tesoro britannico durante la crisi 2008-9. L'Eurozona non dispone invece di un governo federale in grado di offrire questa protezione e quindi i risparmiatori sono costretti a fare affidamento sui governi nazionali già indebitati. Chiaramente la mancanza di una rete di salvataggio sarà percepita da molti clienti delle banche come una protezione inadeguata, inducendo di conseguenza ad assalti agli sportelli e a trasferimenti di fondi all'estero.

Proprio per questa ragione, le unioni fiscali devono precedere quelle monetarie e devono essere contigue a queste. Nelle economie moderne basate su sistemi monetari fiduciari, il garante ultimo del denaro dei risparmiatori è lo Stato; ma quando lo Stato è già sovra indebitato, come nel caso degli Stati periferici membri dell'Europa, e non può intervenire per salvare le banche, la crisi può essere facilmente aggravata da ritiri di depositi o perdite delle banche. Se già oggi nell'Eurozona si registrano silenziosi assalti agli sportelli delle banche greche, spagnole, portoghesi e irlandesi, esiste il serio rischio che questi assalti si intensifichino, inasprando la stretta finanziaria e aggravando la fase di recessione.

Tuttavia quasi tutti gli Stati membri sono assolutamente contrari a rinunciare alla propria sovranità nazionale a favore di un Tesoro federale dell'Eurozona dotato di pieni poteri in materia fiscale, di spesa e finanziamento per conto di tutti i membri. Il rifiuto di porre rimedio a questa grave falla nell'architettura dell'Eurozona rischia di far crollare l'intero edificio. I consumatori invece si sono istintivamente resi conto del problema e stanno cercando di proteggere i propri fondi con il ritiro dei depositi.

A fronte della crisi che sta investendo l'Europa, non resta che sperare che le autorità dell'Eurozona siano in grado di agire con rapidità e fermezza, anche se, vista l'eccessiva complessità, macchinosità e legalisticità delle istituzioni dell'Area Euro, difficilmente saranno in grado di reagire con prontezza.

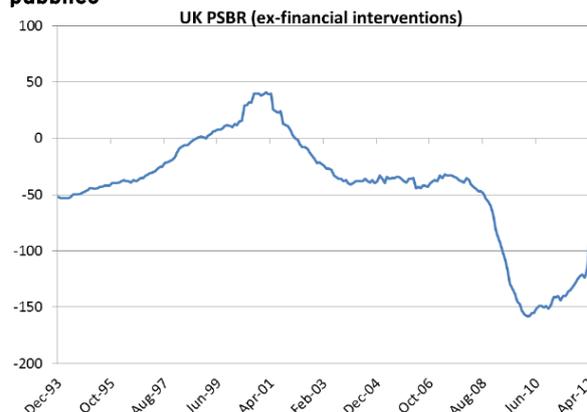
La migliore speranza per l'Eurozona vista nel complesso sta in un intervento della BCE tramite ulteriori operazioni LTRO triennali che potrebbero stimolare una forte ripresa della Germania e delle altre economie centrali. Ciò dovrebbe avere ricadute positive sulle economie periferiche più in difficoltà, incoraggiando i Paesi esportatori dell'Europa meridionale e facendo aumentare i relativi prezzi nei Paesi centrali. In realtà, la recessione in atto in sette economie dell'Eurozona, soprattutto in periferia, sta invece iniziando ad affossare anche le economie dei Paesi centrali. In Germania, ad esempio, le vendite al dettaglio hanno subito una flessione negli ultimi due mesi (aprile e maggio) ed anche l'indice IFO che misura la fiducia delle imprese ha deluso nel mese di maggio. Per il 2012, prevedo in tutta l'Eurozona una crescita del PIL reale negativa (-0,3%), con un'inflazione dei prezzi al consumo del 2,8%.

REGNO UNITO

Nel primo trimestre 2012 la crescita del PIL reale si è attestata a quota -0,3% (-0,4% nel 4° trimestre 2011), facendo ufficialmente tornare l'economia britannica in recessione visti i due trimestri consecutivi di crescita negativa del PIL reale. L'altro significativo evento del trimestre è stato l'inatteso declino dell'inflazione dei prezzi al consumo che ha chiuso maggio a quota 2,8% su base annua. A mio avviso, si tratta in entrambi i casi di sviluppi in linea con i tassi di crescita monetaria insolitamente bassi dal secondo semestre 2009. Se la limitata crescita monetaria unita ai crescenti prezzi delle importazioni ha ridotto il potere d'acquisto delle famiglie, a livello economico si è registrato un indebolimento della crescita reale e nominale della spesa.

Inflazione elevata, deludenti dati sulla crescita e un'inattesa flessione della performance fiscale del governo (Fig. 4) hanno reso gli ultimi sei mesi particolarmente difficili per la strategia della coalizione. L'inflazione persistentemente elevata dell'ultimo anno ha eroso il potere d'acquisto reale dei consumatori proprio in un periodo in cui la crescita nominale dei salari è stata già di per sé molto limitata. Nel periodo gennaio-aprile, gli stipendi del settore pubblico e privato sono aumentati complessivamente solo dell'1,3% su base annua in termini nominali, comportando così una flessione reale dell'1,2%/1,5% in rapporto all'indice dei prezzi utilizzato come riferimento; ad ogni modo si tratta di un miglioramento importante rispetto alle flessioni del 3-4% in termini reali registrate lo scorso autunno.

Fig.4 - Contrazione del fabbisogno di finanziamento del settore pubblico



Fonte: Datastream, 31 maggio 2012.



Sul versante fiscale, entrate e uscite hanno subito una flessione sulla base dei totali mobili di 12 mesi da gennaio e fino a maggio il fabbisogno netto di finanziamento del settore pubblico ha subito una rapida contrazione. Se la debolezza dell'economia ha senza dubbio limitato la crescita delle entrate fiscali, la persistente attenzione del governo al taglio delle spese ha iniziato a dare i suoi frutti, come dimostrano i dati di maggio sulla riduzione del deficit. In futuro, il Paese dovrà gestire il precario equilibrio fra gli effetti di un indebolimento dell'economia sulle entrate fiscali e l'effetto dei continui tagli fiscali sulle spese.

In ambito di politica monetaria, il Comitato per la Politica Monetaria della Bank of England ha mantenuto il tasso di riferimento allo 0,5% da marzo 2009; nella riunione dello scorso 7 giugno, il comitato si è spaccato sul tema degli acquisti di asset e i suoi membri si sono espressi con 5 voti a 4 contro l'estensione degli acquisti oltre i 325 miliardi di sterline fissati in precedenza. Tuttavia, l'ulteriore indebolimento registrato a seguito della riunione, la flessione del tasso di inflazione e l'intensificarsi della crisi dell'area Euro potrebbero indurre il Comitato ad incrementare gli acquisti di asset di 50 miliardi di sterline nel prossimo incontro fissato per inizio luglio, una misura da me sostenuta anche nel corso del CPM non ufficiale dello scorso giugno.

Inoltre, durante l'annuale cena di giugno presso Mansion House, Bank of England e il Tesoro hanno annunciato due ulteriori piani di finanziamento: il programma "funding for lending" (fondi per il credito) che prevede di fornire alle banche finanziamenti agevolati per un periodo di diversi anni a condizione che siano messi a servizio dell'"economia reale" e l'attivazione degli ECTR (Extended Collateral Term Repo) della Bank of England in tranche da 5 miliardi di sterline nella forma di prestiti semestrali in sterline con uno spread ridotto sul tasso della BoE in cambio di un'ampia gamma di titoli e prestiti. In entrambi i casi, come in presenza di un QE, l'efficacia dei nuovi programmi sarà valutata sulla base dell'entità dei conseguenti rimborsi di prestiti o riduzioni dell'indebitamento in altre aree del sistema. Dopo tutto, come ha dichiarato lo stesso Osborne, non si risolve una crisi del debito aumentando il debito.

La debolezza espressa lo scorso anno dall'economia britannica è imputabile all'erosione, in termini reali, dei redditi personali a sua volta dovuta all'aumento dell'inflazione. Le prospettive inflazionistiche saranno pertanto cruciali per una ripresa della crescita economica nei prossimi due anni. A tal proposito, l'inattesa flessione registrata a maggio dall'inflazione dei prezzi al consumo (a quota 2,8%) rappresenta uno sviluppo positivo; a mio avviso, entro la fine dell'anno potrebbe addirittura toccare il 2% (2,8% per l'intero anno). Purtroppo nel 2012 la crescita del PIL reale dovrebbe restare piuttosto limitata (0,4%) a causa della crisi dell'Eurozona e degli effetti negativi prodotti dai livelli elevati di inflazione toccati nel primo semestre.

CINA

La Cina si trova invece alle prese con due tipologie di rallentamento economico: un rallentamento autoimposto dell'attività locale a seguito delle frenetiche misure di espansione creditizia del periodo 2008-09 e una flessione involontaria delle esportazioni verso i suoi principali mercati, Europa e Stati Uniti. In entrambi i casi è improbabile una rapida inversione di tendenza.

Il rallentamento locale si è reso necessario a causa del surriscaldamento generato dall'eccessivo aumento di massa monetaria e credito per le politiche incentivistiche del periodo 2008-09. Da ottobre 2010, il governo ha iniziato a limitare le quote sul credito, aumentando i tassi di interesse e scoraggiando la stipula di mutui subordinati, i cosiddetti *second mortgage*. Ormai però il danno è stato fatto visti i livelli toccati dai prezzi degli immobili e i

primi aumenti dei prezzi al consumo. Anche se l'obiettivo del governo di contenere il surriscaldamento e ridurre l'inflazione è stato in larga misura raggiunto, i prestiti delle banche ombra continuano ad aumentare molto rapidamente, con credito agli istituti finanziari non bancari (NBF) fino al 40,8% a/a in aprile. Questi prestiti a veicoli di *trust management* rappresentano un meccanismo utilizzato dai risparmiatori per aggirare i massimali sui tassi di interesse in vigore per il prestito regolamentato. Di conseguenza, nonostante due tagli delle riserve obbligatorie e una riduzione dei tassi d'interesse ufficiali, le autorità cinesi non hanno allentato la pressione sulle quote sul credito, vale a dire il principale strumento di allentamento a loro disposizione. È possibile che, visto l'imminente cambio di leadership del prossimo autunno, non assisteremo nei prossimi mesi ad alcuna modifica di rilievo della politica del Paese.

Il rallentamento esterno è invece più problematico per la Cina, in quanto i settori correlati all'esportazione danno lavoro a moltissime persone e l'ambizioso programma di investimenti del Paese è legato in larga parte all'andamento delle esportazioni. A fronte di un aumento delle scorte di materie prime dovuto al rallentamento della domanda estera, le aziende cinesi devono ancora ridurre gli ordinativi in aree quali i contratti pluriennali di importazione di minerale di ferro e *carbon coke*. Nel periodo marzo-maggio, le esportazioni cinesi hanno toccato tassi di crescita ad una cifra, mentre i dati sulle riesportazioni da Hong Kong evidenziano una situazione più critica, con una crescita ancora più ridotta delle esportazioni cinesi verso le destinazioni finali. Un'altra importante conferma della costante preoccupazione dei *policymaker* per le prospettive del Paese si trova nel congelamento dell'apprezzamento della valuta cinese nei confronti del dollaro USA, misura analoga a quella adottata nel periodo luglio 2008-giugno 2010. Le autorità hanno persino accettato un certo deprezzamento della propria moneta, tanto che il cambio yuan/dollaro USA è passato da 6,30 a 6,36.

Ritengo che per il 2012 la crescita del PIL reale dovrebbe attestarsi all'8,0% mentre l'inflazione dei prezzi al consumo al 3,5%.

GIAPPONE

Nonostante due trimestri di vigorosa ripresa economica (+7,8% e +4,7% annualizzati di crescita del PIL reale rispettivamente nel terzo trimestre 2011 e primo trimestre 2012) dopo il disastroso tsunami del marzo 2011 e le conseguenti interruzioni nella fornitura di elettricità, è difficile che il Giappone riesca a mantenere questo trend di crescita. Ad esempio, il sondaggio Tankan (prospettive a breve termine) della Bank of Japan ha fornito dati negativi negli ultimi due trimestri e il crollo della produzione industriale nel mese di maggio (-3,3% su base mensile), seppur in parte legato al calendario delle festività, è comunque preoccupante. In generale il trend della produzione economica giapponese si conferma in graduale rialzo e il sondaggio METI conferma questo andamento anche per i mesi di giugno e luglio.

Sul fronte fiscale, alla fine di giugno la Camera Bassa giapponese ha approvato la storica legge che dovrebbe portare la tassa sui consumi dall'attuale 5% all'8% nell'aprile 2014 e poi al 10% nell'ottobre 2015. Per l'approvazione di questa misura si è rivelata cruciale la collaborazione del Partito liberal democratico (LDP) e del Nuovo Komeito (NKP) all'opposizione, visti i voti contrari di 57 membri del Partito Democratico (DPJ) al governo e i 15 astenuti; pur non incidendo sul cammino di approvazione della legge verso la Camera Alta, queste guerre intestine potrebbero innescare un vero e proprio terremoto politico. L'approvazione definitiva di questo disegno di legge costituirebbe inoltre un evento eccezionale in quanto sarebbe la prima vera misura in grado di ridurre il deficit di bilancio del Paese dai tempi del primo ministro Hashimoto (1997-98) o del primo ministro Koizumi (2001-06).

Tra le principali conseguenze finanziarie di lunga durata dei danni prodotti dal grande terremoto e tsunami che hanno colpito la regione di Tohoku, si segnala il grave deterioramento dei dati relativi a bilancia commerciale e partite correnti; per entrambi si rileva infatti un forte indebolimento rispetto ai persistenti surplus normalmente registrati in Giappone. Secondo gli ultimi dati mensili, a fronte di costanti deficit commerciali, i deficit delle partite correnti hanno natura più occasionale. A dispetto di ciò e della temporanea flessione registrata nei mesi di febbraio e marzo, lo yen giapponese ha evidenziato una buona tenuta grazie ad un'uscita di capitali inferiore al passato e all'interesse degli investitori per il Paese visto come porto sicuro protetto dalla crisi dell'Eurozona. In prospettiva futura, l'invecchiamento della popolazione e la riduzione della forza lavoro incideranno negativamente sui risparmi delle famiglie e di conseguenza tenderanno ad indebolire la posizione esterna del Giappone nel lungo periodo.

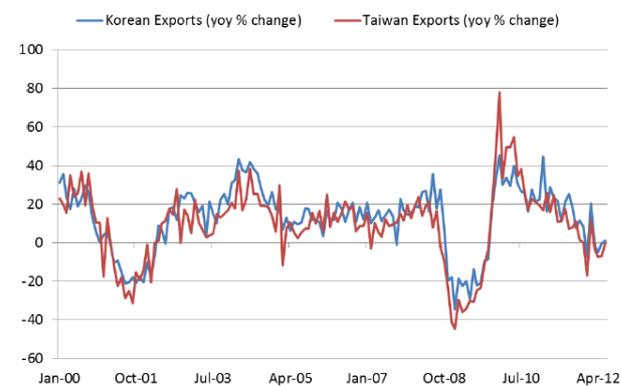
A dispetto dei dati leggermente positivi registrati intorno allo scorso anno, gli indici dei prezzi giapponesi evidenziano il graduale ritorno dello spettro della deflazione. Nonostante l'aumento dei prezzi delle materie e il temporaneo indebolimento dello yen, l'estrema lentezza della crescita di massa monetaria e credito, su cui non hanno finora avuto effetto le piccole misure di QE della Bank of Japan, unita alla debolezza della domanda interna ha in sostanza impedito qualsiasi importante incremento dei prezzi. Nello specifico, sia il deflatore del PIL sia l'indice dei prezzi al consumo (esclusi alimentari ed energia) sono ancora in flessione su base annua. Per l'intero anno, ritengo che la crescita del PIL reale si attesterà al 2,7% (soprattutto grazie ai favorevoli effetti base) mentre l'inflazione primaria dei prezzi al consumo allo 0,6%.

ASIA (GIAPPONE ESCLUSO)

La maggior parte dell'economie dell'Asia orientale ha registrato un ulteriore indebolimento della crescita nei primi mesi del 2012, soprattutto a causa del rallentamento delle esportazioni (Fig. 5). Ad esempio, a maggio Taiwan e Corea hanno registrato per il terzo mese consecutivo una flessione delle esportazioni su base annua, un dato importante se si considera che queste due economie sono fortemente industrializzate e quindi la rispettiva performance in termini di esportazioni è strettamente legata alla solidità della domanda di beni di consumo delle economie sviluppate di Europa e Nord America; inoltre, visto che entrambi i Paesi sono in grado di comunicare i rispettivi risultati entro pochi giorni dalla fine del mese di riferimento, tali dati fungono da indicatori anticipatori del trend delle altre economie della regione.

In questo contesto di generale debolezza della regione si segnalano solo una o due eccezioni; in particolare le Filippine hanno chiuso il primo trimestre con un ottimo PIL reale su base annua, addirittura pari al 6,4%. A parte queste eccezioni, la crescita inferiore alla media delle economie sviluppate unita all'indebolimento della crescita cinese e al grave rallentamento dell'India (solo il 5,3% per il PIL a/a nel primo trimestre 2012 rispetto al 9,2% dello scorso anno) determineranno una flessione della crescita 2012 superiore rispetto all'inizio della ripresa. Questa performance conferma quindi la forte dipendenza dalle esportazioni e la capacità relativamente limitata di indurre una crescita della domanda locale in assenza di una sostenuta crescita delle economie industrializzate sviluppate di Europa e Nord America.

Fig.5 - Crollo della crescita delle esportazioni asiatiche

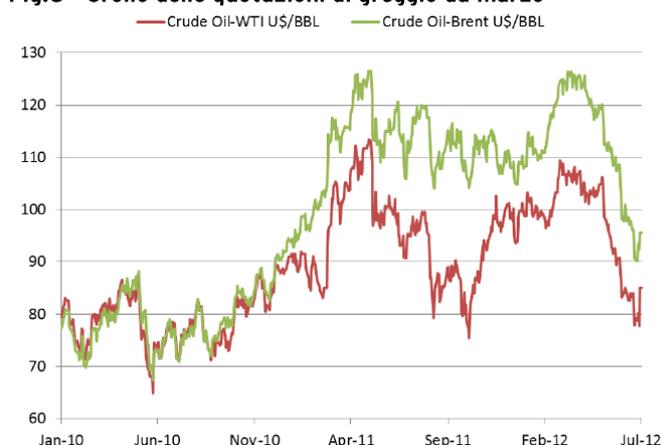


Fonte: Datastream, 30 giugno 2012.

MATERIE PRIME

Dopo il rally innescato da una temporanea ripresa della crescita economica di Stati Uniti e altre regioni nel periodo da inizio ottobre 2011 a fine febbraio 2012, i prezzi delle materie prime sono poi stati teatro di un'ondata di vendite. Prendendo in considerazione due indici generali dei prezzi delle materie prime espressi in dollari, l'indice GSCI Spot (che include prezzi di energia e petrolio) ha subito una flessione dell'11,5% dall'inizio dell'anno, mentre l'indice Reuters-CRB (che non include i prodotti petroliferi) ha ceduto il 7,8%. Vista la differente composizione di questi indici, emerge senza ombra di dubbio una flessione significativa ed eccezionale delle quotazioni petrolifere a partire dal mese di marzo. Sostenuti a inizio anno dalle aspettative di un conflitto nello Stretto di Hormuz, i prezzi del greggio Brent sono passati da USD 124 a USD 90 mentre quelli del West Texas Intermediate sono scesi sotto gli USD 80 al barile da quota USD 109 (Fig. 6).

Fig.6 - Crollo delle quotazioni di greggio da marzo



Fonte: Datastream, 2 luglio 2012.

In generale, dopo il massimo toccato a febbraio/marzo, i prezzi dei metalli hanno rispecchiato con un breve ritardo il trend ribassista delle quotazioni del greggio, pur non avendo ancora raggiunto gli stessi minimi. Risultati più contrastanti si sono registrati tra alimentari e prodotti agricoli: a fronte della flessione dei prezzi di grano e caffè, i germogli di soia hanno invece registrato un rialzo. In generale i prezzi delle materie prime hanno subito un indebolimento causato dal deludente andamento della ripresa globale o dalle deluse aspettative di un aumento dell'inflazione. A mio parere, salvo in presenza di uno shock come un conflitto con l'Iran, i prezzi delle materie prime sono destinati a subire un ulteriore indebolimento nel 2012, riducendo i tassi dell'inflazione primaria in gran parte delle economie.



CONCLUSIONI

La crisi del debito che sta interessando l'Eurozona rappresenta il problema singolo più preoccupante per l'economia globale e sfortunatamente il vertice dei leader dell'Eurozona che si è tenuto a fine giugno non è riuscito a porre rimedio alla grave falla presente nell'architettura del sistema della moneta unica. Al contempo, il tasso di crescita degli Stati Uniti dovrebbe confermarsi moderato, ben al di sotto del potenziale del Paese, dato che famiglie e imprese finanziarie sono alle prese con il risanamento della propria situazione patrimoniale. Come negli USA, anche nel Regno Unito è in atto tale processo di risanamento patrimoniale pur partendo da una posizione più grave visto l'elevato indebitamento di banche e famiglie in crisi e le dimensioni del comparto statale, ma anche per la vicinanza all'Eurozona e la dipendenza dalle esportazioni verso l'UE. Infine, anche le principali economie esportatrici dei Paesi emergenti, quali Cina, le altre tigri dell'Asia Orientale e il Brasile, dovrebbero continuare a risentire delle difficoltà dell'Eurozona.

John Greenwood
Chief Economist, Invesco Ltd
Luglio 2012

Documento riservato ai Clienti Professionali e/o ai Soggetti Collocatori.

La presente pubblicazione è destinata esclusivamente ai Clienti Professionali/Investitori Qualificati e/o ai Soggetti Collocatori, ha carattere meramente informativo ed è rivolta ad un uso esclusivamente interno al soggetto destinatario. Non contiene offerte, inviti a offrire o messaggi promozionali, rivolti al pubblico o a clienti al dettaglio, finalizzati alla vendita o alla sottoscrizione di prodotti finanziari. La decisione di investire in azioni di un fondo deve essere effettuata considerando la documentazione d'offerta in vigore. Questi documenti (Documento contenente le Informazioni Chiave per gli Investitori specifico per fondo e classe, prospetti e relazioni annuali/semestrali) sono disponibili sul sito www.invescoeuropa.com. Le Spese Correnti prelevate da ciascuna Classe di azioni del Fondo in un anno, sono indicate nel relativo Documento contenente le Informazioni Chiave per gli Investitori (KIID). Potrebbero emergere direttamente a carico del cliente altri costi, compresi oneri fiscali, in relazione alle operazioni connesse al comparto. È vietata la diffusione, in qualsiasi forma, della pubblicazione e/o dei suoi contenuti. Invesco non potrà in nessun caso essere ritenuta responsabile per l'eventuale diffusione al pubblico e/o a clienti al dettaglio della presente documentazione, né per eventuali scelte di investimento effettuate in relazione alle informazioni in essa contenute. Invesco può averLe inviato messaggi SMS per informarla riguardo ad iniziative e/o prodotti d'investimento. Nel caso non volesse più ricevere tali messaggi, per favore contatti il numero verde 800-244-4331.