

Scenario Macroeconomico

Servizio Studi e Ricerche
Dicembre 2013

Indice

| | |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| Basterà la Fed a rovinare la festa? | 2 |
| Materie prime - attesa una stabilizzazione dei prezzi | 8 |
| Petrolio ancora in <i>trading range</i> | 10 |
| Stati Uniti – Liberi di crescere al 3% | 13 |
| Area euro – La strada per uscire dalla crisi è ancora lunga | 19 |
| Lo scenario in sintesi | 19 |
| Il quadro congiunturale: la ripresa c'è, ma è modesta e soggetta a rischi | 20 |
| Inflazione più vicina all'1% che al 2% anche nel 2015, ma il rischio di deflazione rimane contenuto | 27 |
| 2014: la BCE potrebbe dover fare di più? | 32 |
| Germania: per ora crescita al di sopra del trend | 36 |
| Focus: cosa farà la <i>Grosse Koalition</i> ? | 41 |
| Francia: tasse in aumento e crescita rimandata al 2014 | 43 |
| Italia: eppur si muove | 48 |
| Spagna: andante, assai moderato | 53 |
| La Periferia in crisi | 59 |
| Asia | 66 |
| Giappone - 2014: l'anno della svolta fiscale | 66 |
| Cina: in attesa delle riforme | 72 |
| Il Terzo Plenum e le riforme proposte | 77 |
| India: superato il punto di minimo? | 84 |
| Mercati valutari: 2014, anno di riscatto per il dollaro? | 89 |

Dicembre 2013

Nota trimestrale

Intesa Sanpaolo
Servizio Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

Macroeconomic Research
Team

Luca Mezzomo
Responsabile

Guido Valerio Ceoloni
Economista - Area Euro

Daniela Corsini
Economista – Materie Prime

Anna Maria Grimaldi
Economista - Area Euro

Asmara Jamaleh
Economista – Mercati Valutari

Paolo Mameli
Economista - Area Euro

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

International Economics

Silvia Guizzo
Economista Macro - Asia
Emergenti

Basterà la Fed a rovinare la festa?

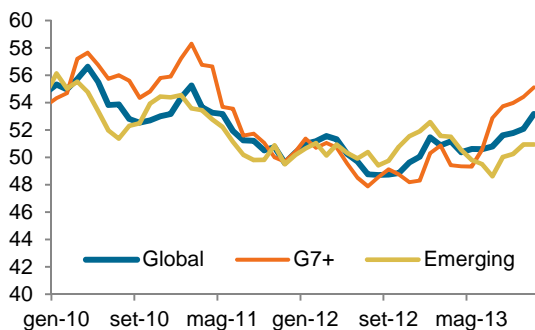
Il 2013 lascia un'eredità cautamente incoraggiante al prossimo anno. Il mix delle politiche economiche, i miglioramenti sul fronte della stabilità finanziaria in Europa e l'assenza di tensioni sui mercati delle materie prime creano le condizioni per un altro periodo di moderata crescita senza pressioni inflazionistiche. Il principale rischio potrebbe venire dalla reazione dei mercati alla svolta della politica monetaria negli Stati Uniti. Tuttavia, le minacce sembrano rilevanti soprattutto per i Paesi emergenti più dipendenti dagli investitori esteri.

Luca Mezzomo

Il 2013 si sta chiudendo con incoraggianti segnali di accelerazione dell'attività economica globale, e con una diffusione della crescita della produzione industriale finalmente su livelli coerenti con una normale fase di espansione. Le indagini congiunturali del mese di novembre mostrano che la componente produzione dei PMI manifatturieri dei maggiori paesi avanzati sta trainando la media globale, frenata da un andamento piuttosto dimesso dei grandi Paesi emergenti. La pur debole ripresa dell'Eurozona sta già aiutando i Paesi dell'Europa centrale ed orientale, che presentano un andamento congiunturale in miglioramento. Dunque, la tendenza già rilevata nel trimestre estivo si è andata rafforzando in quello autunnale.

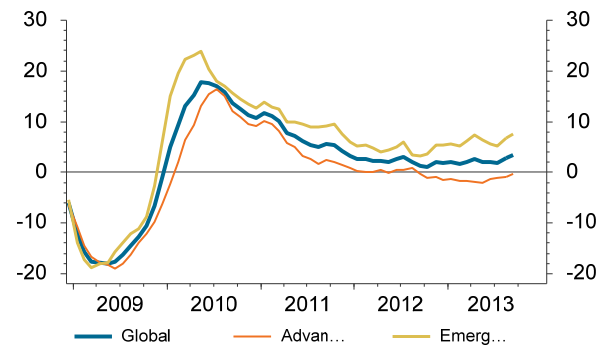
Il 2013 si chiude all'insegna di un'accelerazione della crescita globale

PMI manifatturiero per categoria di paesi



Nota: G7+ = USA, Eurozona, Giappone, Regno Unito, Canada; Emerging = Brasile, Cina, India, Russia, Sudafrica, Polonia, Messico, Turchia. Media ponderata per il PIL del PMI manifatturiero. Fonte: elaborazioni su dati Markit

Andamento del commercio mondiale (Indice CPB, a/a)



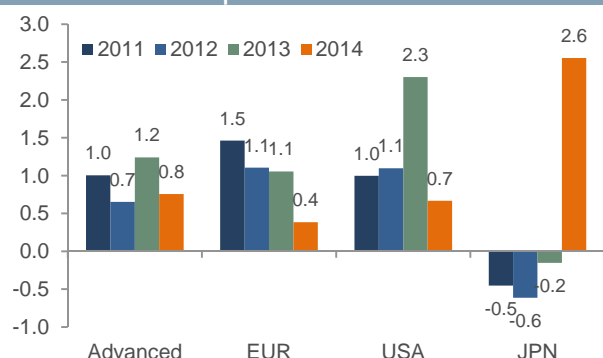
Fonte: elaborazione su dati CPB

Le prospettive per il prossimo anno appaiono cautamente promettenti, considerando l'orientamento prevalente delle politiche economiche e il calo delle tensioni finanziarie, in particolare in Europa. Ci sono le condizioni per un anno di moderata ma diffusa espansione economica, senza pressioni inflazionistiche.

L'orientamento della **politica fiscale** si presenta neutrale fra i Paesi emergenti e solo debolmente restrittivo fra i Paesi avanzati. Tuttavia, la distribuzione dell'impulso fiscale non sarà omogenea. A un estremo della distribuzione, la riduzione del saldo primario corretto per il ciclo sarà marginale per molti paesi dell'Eurozona (tra essi: Germania e Italia). Al contrario, in Giappone l'atteso aumento delle imposte sui consumi porterebbe a una correzione superiore a 2,5 punti di PIL, anche se sarà quasi certamente smussato mediante una manovra fiscale espansiva temporanea. Inoltre, altri Paesi dell'Eurozona saranno ancora impegnati in processi accelerati di risanamento dei conti (Portogallo, Grecia, Irlanda). Qualche rischio politico sussiste ancora negli Stati Uniti, ove nuovi negoziati saranno necessari per evitare un'ulteriore chiusura del governo federale, ma riteniamo probabile che l'esperienza di ottobre non sia ripetuta.

Nel 2014 l'orientamento delle politiche economiche non sarà omogeneo, ma nel complesso prevarranno politiche fiscali moderatamente restrittive e politiche monetarie espansive

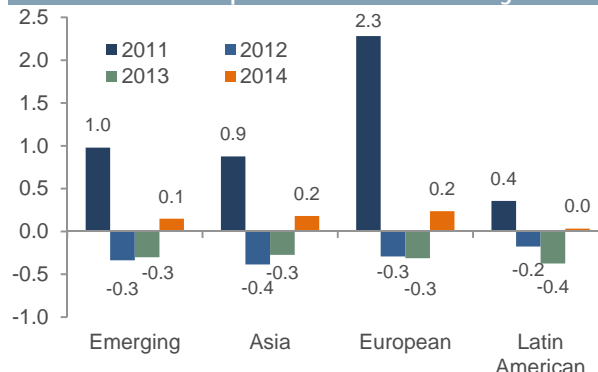
L'orientamento delle politiche fiscali: Paesi avanzati



Variazione del saldo primario corretto per il ciclo. Valori positivi corrispondono a restrizione della politica fiscale.

Fonte: FMI, *Fiscal Monitor*, Ottobre 2013

L'orientamento delle politiche fiscali: Paesi emergenti



Variazione del saldo primario corretto per il ciclo. Valori positivi corrispondono a restrizione della politica fiscale.

Fonte: FMI, *Fiscal Monitor*, Ottobre 2013

Le **politiche monetarie** delle banche centrali nei Paesi avanzati rimarranno molto accomodanti: tassi vicini allo zero, impegno a non alzarli per un tempo prolungato e condizioni di liquidità generose. Tuttavia, le condizioni monetarie non saranno ovunque più favorevoli rispetto al 2013. Lo stimolo sarà effettivamente aggressivo in Giappone, dove continuerà il programma di acquisto non sterilizzato di titoli da parte della Banca centrale. Nell'Eurozona, invece, non è scontato che vengano adottate nuove misure di stimolo, se la ripresa economica sarà confermata; tuttavia, la proroga della piena allocazione fino a metà 2015 garantisce almeno che il sistema bancario non sia razionato nella sua domanda di base monetaria e non vi sono preclusioni a nuovi interventi se la situazione economico-finanziaria si deteriorasse.

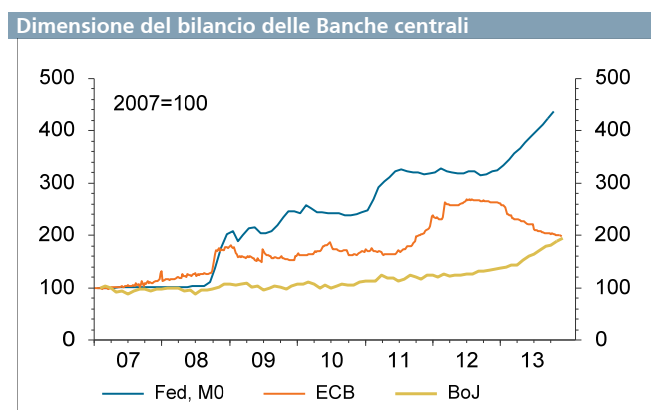
Di contro, la Federal Reserve dovrebbe gradualmente azzerare gli acquisti di titoli nel corso del 2014, pur mantenendo un'offerta di base monetaria ampia rispetto alle esigenze del sistema. Tale evoluzione porterà certamente a un ulteriore rialzo dei tassi a medio e lungo termine sulle curve del dollaro, con riflessi anche su altri mercati, e l'intensità della reazione degli investitori dopo tanti anni di assuefazione allo stimolo monetario rappresenta un'incognita. Se nell'Eurozona e in Giappone l'effetto sarà parzialmente ammortizzato dal movimento del differenziale di tasso, sui mercati emergenti le variazioni potrebbero essere amplificate da riallocazioni di portafoglio e movimenti valutari, come già avvenuto nel corso del 2013. Gli effetti ordinari di uno shock di 50pb sui tassi decennali in dollari, sui tassi di crescita sarebbero limitati a -0,1% nell'Eurozona e a -0,2/0,3% nei Paesi emergenti, assumendo che i premi al rischio per gli emittenti sovrani emergenti aumentino di 100pb. Tuttavia, i rischi sono plausibilmente maggiori per i Paesi con elevato servizio del debito estero, deficit di parte corrente della bilancia dei pagamenti e scarsità di riserve valutarie, più sensibili a fenomeni di prosciugamento degli afflussi di capitale (ad esempio, la Turchia) e a crisi valutarie.

Diverse considerazioni ci inducono a ritenere che la svolta della politica monetaria americana non rappresenterà una minaccia fatale per la ripresa, pur rappresentando un passaggio delicato. Primo, il **livello dei tassi di interesse reali** a breve termine dei Paesi OCSE rimarrà negativo, mentre quello dei tassi a lungo termine resterà contenuto rispetto alla storia degli ultimi 30 anni; molto dipenderà dalla **capacità della Fed di controllare le aspettative** a lungo termine sui tassi ufficiali, e al riguardo pensiamo che il FOMC bilancerà la riduzione dello stimolo quantitativo con un rafforzamento della *forward guidance*. Questo vale anche per le eventuali ripercussioni sui Paesi emergenti: anche il *sell-off* dell'estate 2013 sembra spiegato più dalla revisione al rialzo

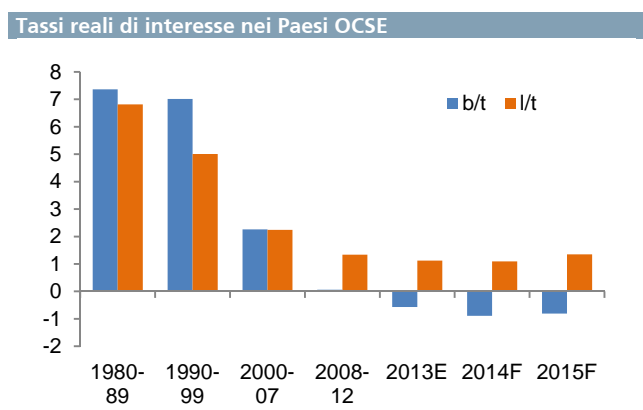
L'intensità della reazione all'inversione del ciclo di politica monetaria negli Stati Uniti rappresenta un'incognita, soprattutto per i Paesi emergenti

Tuttavia, le condizioni finanziarie rimarranno accomodanti, e la riduzione dello stimolo quantitativo non sarà seguita tanto presto da rialzi dei tassi ufficiali

delle aspettative sui tassi che da aspettative sul QE3 in sé¹. Secondo, in diversi Paesi le possibili ripercussioni positive sul valore esterno del dollaro possono compensare l'effetto restrittivo di più alti tassi a lungo termine. Terzo, le conseguenze per l'economia mondiale dell'inversione del ciclo di politica monetaria negli Stati Uniti saranno compensate anche da una maggiore solidità del sistema finanziario. Le condizioni cicliche e le **minori preoccupazioni per la stabilità sistemica** dovrebbero condurre, nel corso del 2014, a un allentamento delle condizioni del credito e a un aumento dei moltiplicatori monetari in diverse aree, fra le quali Stati Uniti ed Eurozona. Infine, nella scorsa estate gli investitori hanno già ridotto la propria esposizione ai Paesi emergenti in una misura simile a quanto è avvenuto nel 2011, e ciò potrebbe aver depotenziato il rischio che ricade sui mercati emergenti.



Nota: attivi totali della Banca centrale, eccetto che per la Fed (M0).
Fonte: Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo - Servizio Studi e Ricerche

L'uscita dai programmi di sostegno di Irlanda, Spagna e Portogallo (quest'ultimo assistito almeno da una linea precauzionale di credito) segnerà un altro passo verso il superamento della crisi del debito in Europa. Peraltro, il regime di bassi tassi di interesse garantito dalla BCE ageverà i processi di risanamento. Le maggiori criticità residue riguarderanno la conclusione del programma portoghese, difficile a causa dell'incertezza sull'implementazione delle misure correttive per il prossimo anno, e la forma che sarà scelta per l'alleggerimento del debito greco verso gli organismi ufficiali. A più lungo termine, però, il problema della sostenibilità del debito rimane una questione aperta per molti Paesi, anche fuori dall'Eurozona. Nell'esercizio illustrativo del FMI, la correzione del saldo primario corretto per il ciclo necessaria ad avviare il rapporto debito/PIL verso il 60% entro il 2030 supera il 5% del PIL per Stati Uniti, Regno Unito, Spagna, Irlanda e, ovviamente, Giappone. In Italia, sarebbe pari al 2,1% del PIL, a cui si aggiunge un miglioramento della posizione fiscale di 2,3 punti per effetto del ritorno alla crescita - quest'ultimo assumendo che il beneficio per i conti proveniente dalla ripresa non venga dissipato. I Paesi dell'Eurozona non possono contare sul sostegno diretto della Banca centrale, che altrove sta contribuendo attivamente a garantire il rifinanziamento a bassi costi del debito mediante massicci programmi di acquisto a titolo definitivo. Per essi sarà ancora più importante poter confidare su una fase di espansione relativamente lunga e su condizioni finanziarie accomodanti.

La crisi del debito nell'Eurozona sembrerebbe superata. Tuttavia, per diversi Paesi il nodo della sostenibilità non si può ancora dire risolto

¹ Questa è anche la tesi sostenuta da Robin Koepke dell'IIF nella nota *Quantifying the Fed's Impact on Capital Flows to EMs*, 4 December 2013. L'autore argomenta che "né il tapering né aumenti dei tassi ufficiali devono necessariamente accompagnarsi a un rovesciamento dei flussi di capitale", ma tutti i passi verso la normalizzazione possono potenzialmente condurre a variazioni delle aspettative sui tassi e, quindi, a reazioni negative di mercato.

| La crescita economica per area geografica | | | | | |
|-------------------------------------------|------|------|------|------|------|
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| Stati Uniti | 2.5 | 1.8 | 2.8 | 1.8 | 2.9 |
| Giappone | 4.7 | -0.4 | 1.4 | 1.7 | 1.7 |
| Area euro | 1.9 | 1.6 | -0.6 | -0.4 | 1.0 |
| Europa Orientale | 3.6 | 3.9 | 2.8 | 1.5 | 2.8 |
| America Latina | 5.7 | 4.1 | 2.9 | 3.4 | 2.9 |
| OPEC | 4.4 | 3.9 | 5.4 | 3.1 | 4.4 |
| Asia Orientale | 9.2 | 7.0 | 5.5 | 5.5 | 5.7 |
| Africa | 4.3 | 3.4 | 3.2 | 3.5 | 3.9 |
| Crescita mondiale | 5.2 | 3.9 | 3.2 | 2.8 | 3.6 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

In conclusione, lo scenario macroeconomico del prossimo anno sarà caratterizzato da una minore dispersione dei tassi di crescita del PIL, intorno a una media più alta rispetto al 2013. Il rallentamento del Giappone compenserà parte dell'accelerazione di Stati Uniti ed Europa. Peraltro, il ritmo dell'espansione continuerà ad essere troppo basso per attivare trend sostenibili di rialzo sulle materie prime industriali e sul petrolio e implicherà un riassorbimento lento dell'eccesso di capacità produttiva creatosi dopo la crisi finanziaria. Perciò ci attendiamo che le pressioni inflazionistiche continuino a rimanere irrilevanti per la condotta della politica monetaria.

Ci sono i presupposti per un altro periodo di moderata espansione economica dell'economia mondiale, senza pressioni inflazionistiche

| Proiezioni sui prezzi delle materie prime | | | | | |
|---------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| Petrolio (Brent, \$/barile) | 79.5 | 111.3 | 111.5 | 112.0 | 108.3 |
| | +29.2 | +40.0 | +0.2 | +0.4 | -3.3 |
| Materie prime escl. combustibili (1990=100) | 161.2 | 190.0 | 171.1 | 168.9 | 164.6 |
| | +26.5 | +17.8 | -10.0 | -1.3 | -2.6 |
| Metalli (1990=100) | 202.3 | 229.7 | 191.0 | 182.8 | 171.0 |
| | +48.2 | +13.5 | -16.8 | -4.3 | -6.5 |
| Agricole (1990=100) | 125.1 | 153.5 | 134.0 | 134.1 | 122.5 |
| | +33.2 | +22.7 | -12.7 | +0.1 | -8.7 |

Nota: livelli e variazioni medie annue

Fonte: Intesa Sanpaolo – Servizio Studi e Ricerche

Il quadro per area in sintesi

Sul fronte della politica monetaria, il 2014 sarà l'anno della chiusura del programma QE3. La Fed si impegna a mantenere una politica monetaria straordinariamente accomodante anche dopo la fine degli acquisti e dopo il raggiungimento del 6,5% per il tasso di disoccupazione e la riaccelerazione della ripresa. Il FOMC sposterà il peso relativo dello stimolo monetario dagli acquisti alla *forward guidance* e si sforzerà di controllare il rialzo dei rendimenti che potrebbe accompagnare la riduzione degli acquisti. Con il proseguimento della ripresa, c'è comunque il rischio che il mercato anticipi i rialzi dei tassi rispetto a quanto indicato dalla Fed nelle proiezioni, con volatilità e correzioni dei prezzi delle attività finanziarie. Il controllo delle aspettative della politica dei tassi sarà una sfida difficile per la Fed sotto la guida di Yellen.

Stati Uniti: il 2014 sarà l'anno della chiusura del QE, ma la politica monetaria rimarrà accomodante. Ci sono le condizioni per una crescita più robusta rispetto al 2013

Per quanto riguarda la politica fiscale, dopo l'accordo del Budget Conference Committee, dovrebbe essere approvato un budget per l'a.f. in corso, con indicazioni anche per quello successivo. I tagli automatici del Budget Control Act per gli anni 2014 e 2015 dovrebbero essere congelati e in parte sostituiti con altre misure meno arbitrarie. L'effetto sul deficit dovrebbe essere una riduzione meno marcata di 1-2 decimi. Con un budget, il primo dal 2009, ci sarà finalmente stabilità per le previsioni di politica fiscale sul breve termine. Rimane comunque un margine di incertezza relativo a varie misure in scadenza a gennaio e al limite del debito.

Il 2013 si dovrebbe chiudere con una crescita di 1,8% e il 2014 dovrebbe conseguire un ritmo di crescita appena inferiore al 3% (2,9%), con una dinamica soddisfacente dei consumi (2,4%),

una ripresa degli investimenti fissi delle imprese (5,8%) e un'altra espansione a 2 cifre per l'edilizia residenziale (12,7%). Il risanamento dei bilanci delle famiglie, un settore immobiliare ormai consolidato, la restrizione fiscale decisamente più moderata rispetto al 2013, e una politica monetaria ancora straordinariamente accomodante sono i fattori di sostegno.

Nell'area euro, il ritorno alla crescita del PIL in termini congiunturali è iniziato nella primavera del 2013: +0,3% t/t nel 2° trimestre, seguito poi da un più modesto avanzamento nel trimestre estivo (+0,1% t/t). A tale fase seguirà il completamento della fase di ripresa nel momento in cui essa inizierà a riguardare anche il circuito del credito e il mercato del lavoro, presumibilmente tra fine 2013 e inizio 2014. Dopo due anni di contrazione, dunque, il PIL area euro tornerà a crescere nel 2014 ad un ritmo dell'ordine dell'1%. La domanda interna, dopo essersi contratta negli ultimi due anni, è attesa tornare a crescere, trainata soprattutto dagli investimenti delle imprese in macchinari e attrezzature; più asfittica invece la crescita degli altri investimenti, dovuta pressoché unicamente all'apprezzabile recupero delle costruzioni in Germania. La restrizione fiscale continuerà, ma a ritmo più ridotto rispetto al 2013. Il 2014 sarà anche un anno di riduzione degli squilibri, con riguardo al ribilanciamento tra domanda interna ed estera e ai differenziali di crescita fra centro e periferia.

L'inflazione rimarrà più vicina all'1,0% che al 2,0% nel prossimo biennio, ma continuiamo a ritenere che il rischio di deflazione per la media area euro sia contenuto. L'*output gap* rimarrà ampio ma dovrebbe cominciare a chiudersi da metà 2014, il costo del lavoro è frenato dalla Periferia, ma potrebbe accelerare al Centro ed in particolare in Germania. Inoltre, ci aspettiamo che il tasso di cambio effettivo si deprezzi di circa il 3% nei prossimi 12 mesi limitando le pressioni verso il basso sulla dinamica dei prezzi al consumo.

La politica monetaria rimarrà accomodante anche nel 2014, anche se non è scontato che vengano adottate nuove misure espansive. Se i dati dovessero segnalare rischi verso il basso per lo scenario, la BCE potrebbe limare il *refi* a zero e portare il tasso sui depositi in territorio marginalmente negativo (-0,1%), potenziare la *forward guidance* o lanciare nuove operazioni di rifinanziamento a lungo termine, forse collegate all'erogazione di credito al settore privato. Pensiamo che la BCE contemplerrebbe uno stimolo quantitativo soltanto nel caso di serio rischio di deflazione per l'intera Eurozona.

In Giappone, la BoJ prosegue con la strategia di stimolo monetario qualitativo e quantitativo, che finora ha dato risultati soddisfacenti: tra questi soprattutto la fine della deflazione e un ampio deprezzamento del cambio. Le proiezioni della BoJ di raggiungimento di un'inflazione al 2% al netto dei rialzi delle imposte indirette sono probabilmente troppo ottimistiche, e non sono condivise da tutto il Board. La Banca centrale comunque si impegna ad aumentare lo stimolo in atto in caso di rallentamento della crescita maggiore del previsto dopo il rialzo dell'imposta sui consumi. Prevediamo che nella parte centrale del 2014 il pacchetto di acquisto titoli possa essere ampliato, con maggiori interventi su JGB lunghi e su attività rischiose.

L'altro ingrediente fondamentale dello scenario economico giapponese nel 2014 sarà la politica fiscale. Il rialzo dell'imposta sui consumi sarà il perno della manovra che punta ad abbattere il rapporto deficit/PIL di quasi 3pp all'anno nel 2014-15. La restrizione tributaria (circa 5,3 tln di yen, 1,1% del PIL) verrà controbilanciata da misure espansive transitorie dal lato della spesa pubblica per circa 5 tln di yen (1% del PIL).

La ripresa dovrebbe comunque proseguire nel 2014 su livelli analoghi a quelli del 2013 (1,8%), seppure con un'ampia volatilità trimestrale dovuta alla manovra di bilancio. L'inflazione al netto dei rialzi delle imposte indirette dovrebbe chiudere il 2014 vicino all'1% a/a e proseguire su un trend verso l'alto.

Area euro: il 2014 sarà un anno di moderata ripresa economica, favorita da minore restrizione fiscale e condizioni monetarie accomodanti

Giappone: la BoJ continuerà con lo stimolo monetario, ma l'economia dovrà fare i conti con l'aumento dell'imposta sui consumi. La crescita sarà più volatile. L'aumento dell'inflazione dovrebbe consolidarsi

I dati di ottobre e novembre prefigurano un rallentamento della crescita tendenziale del PIL nel 4° trimestre che lascia invariata la nostra previsione di crescita annua al 7,6% nel 2013, con rischi lievemente al rialzo per una performance dei consumi privati migliore delle nostre attese. Il progressivo rallentamento degli aggregati creditizi nei prossimi trimestri peserà negativamente soprattutto sugli investimenti e influenzerà maggiormente la dinamica della crescita nel 2014, che manteniamo ferma al 7,3%. Le buone condizioni del mercato del lavoro, che ora continuano a sostenere i consumi, non potranno non essere intaccate dal rallentamento economico atteso nel prossimo biennio. Il loro peggioramento impedirà una forte accelerazione dei consumi privati, contribuendo a mantenere contenuta l'inflazione intorno al 3%. Ci attendiamo una crescita sostanzialmente stabile a 7,2% nel 2015. L'espansione di forme di finanziamento alternative a quelle del canale bancario, l'innalzamento del livello dei crediti incagliati e del livello del debito degli enti locali, nonché il rischio di un'inversione nella dinamica dei prezzi degli immobili continuano a rimanere una fonte di preoccupazione sia per le Autorità sia per le agenzie di Rating.

Il PIL ha registrato una crescita del 4,8% a/a nel 3° trimestre, superiore alle attese e in accelerazione rispetto al minimo del 4,4% nel 2° trimestre. Tuttavia la ripresa continuerà ad essere timida, negativamente influenzata dalla discesa della fiducia delle imprese e dal loro alto indebitamento. Il canale estero dovrebbe invece continuare a contribuire positivamente. Rivediamo lievemente al rialzo la stima di crescita per il 2013 dal 4,6% al 4,8% e manteniamo invariato lo scenario di una contenuta accelerazione della crescita per il 2014. Una ripresa più sostenuta è attesa solo dal 2015 con un contributo più forte di consumi privati e investimenti. Nonostante il calo atteso l'inflazione dei prezzi al consumo rimarrà ancora elevata (9% nel 2014). Ci attendiamo che la RBI (Reserve Bank of India) effettui un altro rialzo dei tassi di 25pb a cavallo di fine anno. Un allentamento della politica monetaria sarà possibile solo a partire dal secondo trimestre del 2014, in corrispondenza di un tangibile miglioramento della dinamica inflativa. Il cambio continuerà pertanto a rimanere sotto pressione nei prossimi mesi.

Cina: la crescita si assesta su livelli più bassi. Rimangono rischi per la stabilità finanziaria difficili da valutare.

India: si prevede una piccola riaccelerazione nel 2014. Il cambio continuerà ad essere soggetto a tensioni.

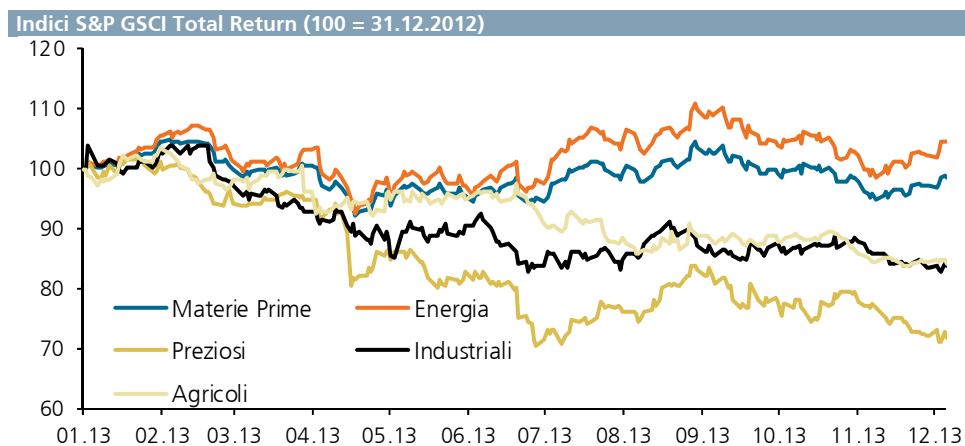
Materie prime - attesa una stabilizzazione dei prezzi

Performance guidate dai fondamentali

Daniela Corsini

Nel 2013, i vari comparti che costituiscono l'universo *commodity* hanno registrato rendimenti eterogenei, ma complessivamente ben inferiori a quelli di altre *asset class* (ad esempio, i mercati azionari dei paesi sviluppati). Per tutte le principali materie prime, i principali *driver* sono stati i fondamentali di domanda e offerta. I rischi geopolitici hanno influenzato soprattutto le quotazioni degli energetici, guidati dal petrolio, e dei preziosi, dato il ruolo di bene rifugio giocato dall'oro.

Da inizio anno, la migliore *performance* cumulata è stata nel comparto energetico, che ha beneficiato dell'aumento del premio al rischio sui mercati petroliferi a seguito delle tensioni geopolitiche e delle relative preoccupazioni riguardo l'offerta in Medio Oriente. La peggiore *performance* è stata registrata dal comparto dei metalli preziosi, trascinato al ribasso dall'oro per il crollo della domanda per investimento. I metalli industriali hanno sofferto per i timori di rallentamento in Cina e l'abbondanza delle scorte depositate presso le principali borse. Anche gli agricoli hanno perso terreno, complessivamente guidati al ribasso da abbondanti raccolti e favorevoli condizioni metereologiche.



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Prevediamo che i prezzi delle *commodity* saranno principalmente guidati dai fondamentali di domanda e offerta anche nel 2014. Di conseguenza, questa *asset class* potrebbe nuovamente offrire agli investitori buone opportunità di diversificazione nelle strategie di investimento dedicate a portafogli tradizionali. In allocazioni tattiche di breve periodo, sarà molto importante anche considerare il calendario di pubblicazione dei dati macroeconomici e gli annunci dei *policy makers*, poiché questi eventi continueranno ad influenzare profondamente il *sentiment* di mercato verso gli investimenti in *commodity*, alimentando la volatilità di breve periodo e generando movimenti speculativi.

Complessivamente, ci attendiamo per il prossimo anno una stabilizzazione dei prezzi per gran parte delle principali materie prime, bloccate in ampi *trading range*. Infatti, temiamo che le pressioni al rialzo sulle quotazioni alimentate dalla ripresa del ciclo economico mondiale e dal conseguente aumento della domanda di *commodity* energetiche e industriali non saranno sufficienti a cancellare le preoccupazioni che hanno maggiormente gravato sul comparto nel corso di quest'anno: mercati fisici caratterizzati da offerta in aumento, timore di un eccessivo *slow-down* in Cina e incertezza riguardo l'ormai prossima svolta nella politica monetaria americana.

In particolare, il *sentiment* di mercato verso le materie prime potrebbe temporaneamente deteriorarsi con l'annuncio da parte della Federal Reserve dell'avvio della graduale riduzione del programma di acquisto titoli. Tuttavia, ci attendiamo che eventuali pressioni al ribasso giustificate da questo annuncio si esauriranno in breve tempo, poiché l'attesa svolta di *policy* sarà accompagnata da importanti segnali di rafforzamento dell'economia americana e i tassi di interesse rimarranno a livelli estremamente bassi ancora a lungo. Nel nostro scenario di base prevediamo che, nel corso del prossimo anno, politiche monetarie meno espansive saranno accompagnate dal moderato apprezzamento del dollaro americano. Tuttavia, sottolineiamo che una valuta statunitense significativamente più forte rispetto alle nostre attese rappresenterebbe un serio rischio al ribasso per il comparto.

Le nostre previsioni per l'universo *commodity*

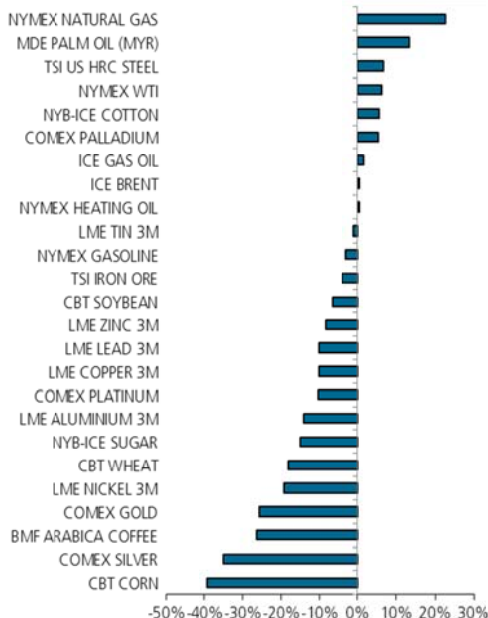
Abbiamo leggermente ridotto il premio al rischio incorporato nelle nostre stime sul petrolio. Infatti, per alcuni mesi non ci attendiamo nuove *escalation* nelle tensioni geopolitiche, grazie agli accordi internazionali raggiunti con Siria e Iran. Nel breve periodo, riteniamo che la Libia rappresenti il principale rischio per i mercati, data la complessità della situazione politica domestica e la conseguente difficoltà di formulare previsioni sull'*output* petrolifero di questo paese. Tuttavia, riteniamo che l'Arabia Saudita continuerà a giocare un ruolo chiave nel bilanciare i mercati fisici, aumentando la propria produzione quando sarà necessario compensare interruzioni inattese e tagliandola quando sarà necessario controbilanciare duraturi incrementi di produzione da parte di altri paesi. Di conseguenza, prevediamo come media annua un prezzo di 109 dollari al barile per il Brent e di 99 dollari per il WTI. Nella seconda metà del 2014 ci attendiamo che le quotazioni si stabilizzeranno attorno al livello di 110 dollari per il Brent e 100 dollari per il WTI. Prevediamo uno *spread* fra Brent e WTI più ampio di quanto stimato nel precedente scenario trimestrale a causa della riduzione più veloce delle attese delle importazioni lungo la Costa del Golfo per l'abbondante produzione nordamericana.

Per quanto riguarda i preziosi, continuiamo ad attenderci una persistente debolezza di oro e argento, a causa della strutturale riduzione nella domanda per investimento e delle difficoltà dell'economia indiana, e una migliore *performance* relativa di platino e palladio sul comparto, grazie all'esposizione di questi metalli a domanda industriale e vendite di autoveicoli.

Per i metalli industriali, le quotazioni dovrebbero rimanere complessivamente stabili. Infatti, le pressioni al rialzo motivate dalla ripresa del ciclo economico mondiale e dal miglioramento della domanda nelle economie avanzate dovrebbero essere frenate dalle preoccupazioni riguardo il rallentamento dei consumi nei paesi emergenti e dai deboli fondamentali: per gran parte dei metalli l'offerta è abbondante e le scorte mondiali sono elevate. Tuttavia, le pressioni al ribasso derivanti dalla debolezza dei fondamentali e dal rischio di deludenti dati macroeconomici cinesi o americani dovrebbero essere nuovamente arginate dal supporto fornito dagli elevati costi marginali di produzione (con l'eccezione del rame, scambiato a quotazioni ben superiori alla curva dei costi).

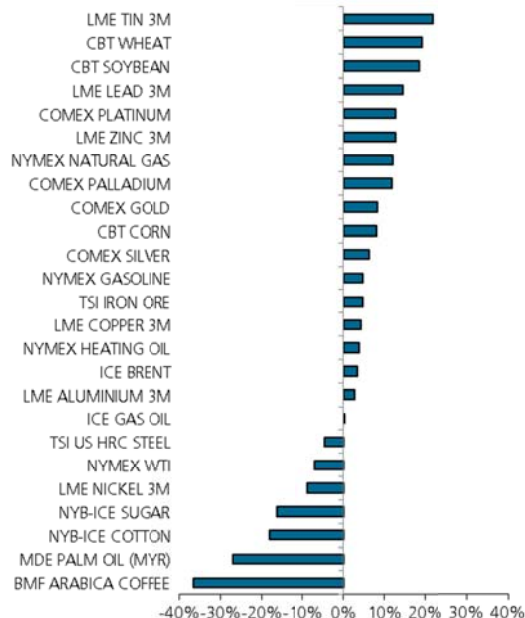
Per quanto riguarda gli agricoli, i principali *driver* di mercato restano le stime di produzione e consumo mondiali, vulnerabili a rischi climatici. Attualmente, l'attesa di condizioni meteorologiche favorevoli al raccolto di cereali dovrebbe mantenere le quotazioni per questo comparto su livelli ben inferiori rispetto ai picchi registrati negli ultimi due anni.

Performance da inizio anno (prezzi spot)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Performance nel 2012 (prezzi spot)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Petrolio ancora in *trading range*

Per il petrolio, i fondamentali di domanda e offerta restano ancora deboli per l’attesa di una abbondante produzione americana che permette una più veloce crescita dell’offerta non-OPEC rispetto alla domanda mondiale. Tuttavia, ci attendiamo che le tensioni internazionali manterranno ancora per vari mesi l’offerta mondiale inferiore al potenziale e incorporiamo nelle nostre previsioni un persistente premio al rischio, seppur rivisto in leggero ribasso.

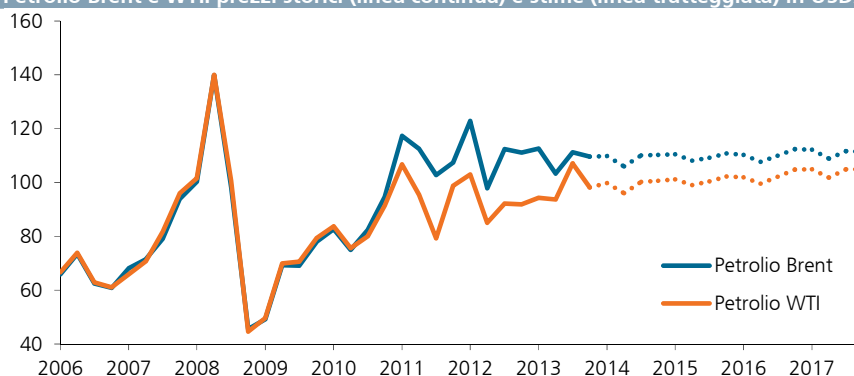
Rispetto al precedente scenario, delineato a settembre 2013, abbiamo ridotto il premio al rischio incorporato nelle nostre stime sul prezzo del petrolio per il 2014 e di conseguenza abbiamo leggermente rivisto al ribasso le nostre previsioni. Attualmente, non ci attendiamo di assistere a severe escalation nelle tensioni geopolitiche nei primi mesi dell’anno, grazie agli accordi internazionali stipulati con Siria e Iran. In particolare, le tensioni riguardo il programma nucleare iraniano dovrebbero rimanere sotto controllo nell’arco della durata dell’accordo stipulato a fine novembre fra l’Iran e le potenze internazionali P5+1 (Stati Uniti, Russia, Cina, UK, Francia e Germania). È ancora molto incerto lo scenario che si delinea alla scadenza dei sei mesi concordati, ma riteniamo che una netta interruzione delle trattative non sia nell’interesse di nessuna delle parti interessate: l’economia iraniana è pesantemente provata dalle sanzioni internazionali e negli Stati Uniti le elezioni di metà mandato (*mid-term elections*) previste in novembre 2014 rendono poco desiderabile un inasprimento delle tensioni geopolitiche. Inoltre, queste elezioni limitano il tempo a disposizione per l’amministrazione Obama per trovare un accordo definitivo con l’Iran che preveda la definitiva cancellazione delle sanzioni. Attualmente, riteniamo che gli eventi più probabili siano un rinnovo di altri sei mesi dell’accordo, o l’avvio di un nuovo *round* di trattative diplomatiche. Di conseguenza, abbiamo incluso nelle nostre previsioni un premio al rischio circa stabile nel corso dell’anno.

Nel breve periodo, riteniamo che la Libia rappresenti il principale rischio geopolitico, data la complessità della situazione politica domestica. Siamo maggiormente preoccupati dalle possibili ripercussioni che le tensioni domestiche potrebbero avere sui fragili equilibri mediorientali che non da un ulteriore calo dell’*output* libico poiché ci attendiamo che l’Arabia Saudita continuerà a bilanciare il mercato fisico, grazie alla buona capacità produttiva in eccesso (*spare capacity*).

Abbiamo rivisto in ribasso le nostre stime per il petrolio Brent a un prezzo medio di 109 dollari per il 2014, con una stabilizzazione attorno al livello di 110 dollari nella seconda metà del 2014. Manteniamo 120 dollari al barile come livello di resistenza, per i rischi che ancora gravano sullo scenario macroeconomico, e 100 dollari al barile come livello di supporto, a causa dell'alta spesa fiscale in importanti paesi produttori e dell'elevato prezzo del petrolio di *budget break-even*, necessario a pareggiare il saldo di bilancio. Anche nell'ipotesi estrema di gravi escalation nelle tensioni geopolitiche, non ci attendiamo che i prezzi rimangano per periodi prolungati su livelli superiori ai 135 dollari, perché tali quotazioni non sarebbero coerenti con l'attuale forza dell'economia mondiale.

Anche per il petrolio WTI abbiamo rivisto in ribasso le stime, a un prezzo medio di 99 dollari per il 2014, con una stabilizzazione attorno al livello di 100 dollari nella seconda metà del 2014. Ci attendiamo uno spread fra Brent e WTI più ampio di quanto previsto in precedenza per la riduzione più veloce delle attese delle importazioni lungo la Costa del Golfo. Questo spread rimarrà volatile e potrebbe nuovamente contrarsi nell'ipotesi di un'economia americana molto più robusta delle attese. Tuttavia, anche a fronte di una ripresa particolarmente brillante, i processi di risparmio energetico in corso continueranno a frenare la crescita della domanda domestica di energia. Nel corso del nostro orizzonte di previsione, non ci attendiamo la chiusura completa del differenziale a causa dell'attuale regolamentazione che vieta le esportazioni americane di petrolio e degli elevati costi di trasporto che caratterizzano i petroli prodotti con metodi non convenzionali di estrazione (*shale oil*).

Petrolio Brent e WTI: prezzi storici (linea continua) e stime (linea tratteggiata) in USD/barile



Fonte: stime formulate da Intesa Sanpaolo. Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stime di prezzo del petrolio Brent

| al 06.12.2013 | 1Q14 | 2Q14 | 3Q14 | 4Q14 | 1Q15 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Stima | 109,8 | 106,0 | 110,0 | 110,2 | 110,5 | 109,0 | 109,6 | 110,0 |
| Mediana Bloomberg | 105,0 | 103,0 | 104,5 | 102,0 | 100,5 | 105,0 | 102,0 | 102,0 |
| Contratti Forward | 110,8 | 109,9 | 108,4 | 106,9 | 105,5 | 109,0 | 103,2 | 97,8 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stime di prezzo del petrolio WTI

| al 06.12.2013 | 1Q14 | 2Q14 | 3Q14 | 4Q14 | 1Q15 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-------------------|------|------|-------|-------|-------|------|-------|-------|
| Stima | 99,8 | 96,0 | 100,2 | 100,6 | 101,2 | 99,2 | 100,7 | 102,1 |
| Mediana Bloomberg | 98,0 | 96,0 | 97,0 | 95,0 | 95,0 | 98,9 | 95,0 | 95,0 |
| Contratti Forward | 97,8 | 96,4 | 94,3 | 92,2 | 90,2 | 95,1 | 88,1 | 84,0 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Fondamentali di domanda e offerta

I fondamentali di domanda e offerta per il petrolio sono poco variati rispetto al nostro precedente scenario trimestrale e restano complessivamente deboli: *International Energy Agency* (IEA), OPEC e EIA stimano che nel 2014 l'offerta non-OPEC crescerà più velocemente rispetto alla domanda mondiale grazie al rapido aumento della produzione in Nord America. Per bilanciare i mercati, l'OPEC dovrà ridurre la propria produzione complessiva in entrambi gli anni, fornendo ai mercati una quantità di petrolio inferiore all'attuale *target* produttivo di 30 milioni di barili al giorno (Mb/g).

Secondo le stime dell'*U.S. Energy Information Administration* (EIA) la capacità produttiva in eccesso (*spare capacity*), attualmente concentrata quasi interamente in Arabia Saudita, dovrebbe aumentare progressivamente a 2,5 Mb/g nel 4° trimestre 2013 e a 4,0 Mb/g nel 4° trimestre 2014 (da 1,7 Mb/g registrati in media nel 3° trimestre 2013). Le scorte commerciali nei Paesi OCSE sono abbondanti e per fine anno dovrebbero rimanere circa stabili rispetto al livello di 2,65 Mb registrato a fine 2012 (approssimativamente pari a 58 giorni di consumo): l'EIA stima che le scorte commerciali nei Paesi OCSE dovrebbero ammontare a 2,59 Mb a fine 2013, per risalire a 2,61 Mb a fine 2014.

Di conseguenza, l'analisi dei fondamentali di domanda e offerta indica che, se venissero meno le attuali tensioni geopolitiche e limitazioni all'offerta, le quotazioni dovrebbero scendere verso i 100 dollari al barile per il Brent, coerentemente con il nostro scenario macroeconomico di base. Al contrario, i prezzi potrebbero attestarsi intorno ai 90 dollari al barile nell'ipotesi di una ripresa mondiale particolarmente deludente.

| Stime di domanda e offerta pubblicate da OPEC, IEA e EIA per l'anno 2013 | | | | |
|--------------------------------------------------------------------------|-------------------|---------------------|------------------------|-------------------------|
| Stime a Novembre 2013, in Milioni di Barili | Domanda Totale | Offerta Non-OPEC | Offerta OPEC di LNG | "Call on OPEC Crude" |
| OPEC | 89,8 | 54,1 | 5,8 | 29,9 |
| vs. 2012 | +0,9 | +1,2 | +0,2 | -0,6 |
| IEA | 91,0 | 54,7 | 6,4 | 30,0 |
| vs. 2012 | +1,04 | +1,3 | +0,12 | -0,38 |
| EIA | 90,3 | 54,2 | 5,8 | 30,1 |
| vs. 2012 | +1,08 | +1,55 | +0,08 | -0,84 |

Fonte: elaborazione di Intesa Sanpaolo su dati pubblicati da Organization of the Petroleum Exporting Countries (OPEC), International Energy Agency (IEA), U.S. Energy Information Administration (EIA)

| Stime di domanda e offerta pubblicate da OPEC, IEA e EIA per l'anno 2014 | | | | |
|--------------------------------------------------------------------------|-------------------|---------------------|------------------------|-------------------------|
| Stime a Novembre 2013, in Milioni di Barili | Domanda Totale | Offerta Non-OPEC | Offerta OPEC di LNG | "Call on OPEC Crude" |
| OPEC | 90,8 | 55,3 | 5,9 | 29,6 |
| vs. 2013 | +1,0 | +1,2 | +0,1 | -0,3 |
| IEA | 92,1 | 56,5 | 6,6 | 29,1 |
| vs. 2013 | +1,1 | +1,8 | +0,21 | -0,91 |
| EIA | 91,4 | 55,7 | 6,1 | 29,7 |
| vs. 2013 | +1,14 | +1,48 | +0,29 | -0,33 |

Fonte: elaborazione di Intesa Sanpaolo su dati pubblicati da Organization of the Petroleum Exporting Countries (OPEC), International Energy Agency (IEA), U.S. Energy Information Administration (EIA)

Stati Uniti – Liberi di crescere al 3%

- **La crescita nel 2014 dovrebbe finalmente avvicinarsi al 3%**, con il risanamento dei bilanci delle famiglie e del settore immobiliare ormai consolidato, la restrizione fiscale decisamente più moderata rispetto al 2013 e una politica monetaria ancora straordinariamente accomodante.
- Il 2013 si dovrebbe chiudere con una crescita di 1,8% e il 2014 dovrebbe conseguire un ritmo di crescita appena inferiore al 3% (2,9%), con una dinamica soddisfacente dei consumi (2,4%), una ripresa degli investimenti fissi delle imprese (5,8%) e un'altra espansione a 2 cifre per l'edilizia residenziale (12,7%).
- I **rischi** principali per lo scenario 2014 vengono dalla politica economica. Per quanto riguarda la **politica fiscale**, con l'accordo raggiunto in Congresso si dovrebbe avere un budget approvato un budget per l'a.f. in corso, con indicazioni anche per quello successivo, che eviti rischi di chiusura del governo a gennaio. I tagli automatici del Budget Control Act per gli anni fiscali 2014 e 2015 dovrebbero essere bloccati e in parte sostituiti con altre misure meno arbitrarie e una riduzione del deficit più contenuta di circa 1-2 decimi di PIL. Se ci sarà effettivamente un budget, sarà il primo dal 2009 e fornirà finalmente stabilità alla politica fiscale per almeno 12 mesi. Rimane comunque un margine di incertezza relativo all'implementazione degli accordi, che riguardano un ampio insieme di misure.
- Sul fronte della **politica monetaria**, il 2014 sarà l'anno della chiusura del programma QE3. La Fed si impegna a mantenere una politica monetaria straordinariamente accomodante anche dopo la fine degli acquisti, dopo il raggiungimento del 6,5% per il tasso di disoccupazione e la riaccelerazione della ripresa. Il FOMC sposterà il peso relativo dello stimolo monetario dagli acquisti alla *forward guidance* e si sforzerà di controllare il rialzo dei rendimenti che potrebbe accompagnare la riduzione degli acquisti. Con il proseguimento della ripresa, c'è comunque il rischio che il mercato anticipi i rialzi dei tassi rispetto a quanto indicato dalla Fed nelle proiezioni, con volatilità e correzioni dei prezzi delle attività finanziarie. Il controllo delle aspettative della politica dei tassi sarà una sfida difficile per la Fed sotto la guida di Yellen.

Giovanna Mossetti

| USA - Previsioni macroeconomiche | | | | | | | | | | | |
|----------------------------------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2013 | | | | 2014 | | | |
| | | | | 1 | 2 | 3 | 4 | 1 | 2 | 3 | 4 |
| PIL (US\$ 1996, a/a) | 2.8 | 1.8 | 2.9 | 1.3 | 1.6 | 1.8 | 2.4 | 2.8 | 2.9 | 2.8 | 3.1 |
| - trim./trim. annualizzato | | | | 1.1 | 2.5 | 3.6 | 2.2 | 2.8 | 3.0 | 3.4 | 3.4 |
| Consumi privati | 2.2 | 1.8 | 2.4 | 2.3 | 1.8 | 1.4 | 2.0 | 2.6 | 2.8 | 3.0 | 3.0 |
| IFL - privati non residenziali | 7.3 | 2.5 | 5.8 | -4.6 | 4.7 | 3.5 | 5.5 | 6.5 | 6.5 | 6.8 | 6.2 |
| IFL - privati residenziali | 12.9 | 13.8 | 12.7 | 12.5 | 14.2 | 13.0 | 9.5 | 11.8 | 13.9 | 15.2 | 15.6 |
| Consumi e inv. pubblici | -1.0 | -2.0 | -0.3 | -4.2 | -0.4 | 0.4 | -0.8 | -0.4 | -0.3 | 0.0 | 0.1 |
| Esportazioni | 3.5 | 2.4 | 4.9 | -1.3 | 8.0 | 3.7 | 4.5 | 4.5 | 5.0 | 5.5 | 5.5 |
| Importazioni | 2.2 | 1.6 | 4.1 | 0.6 | 6.9 | 2.7 | 3.6 | 4.0 | 4.3 | 4.4 | 4.7 |
| Var. scorte (contrib., % PIL) | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 0.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Partite correnti (% PIL) | -2.7 | -2.3 | -1.9 | -2.6 | -2.4 | -2.1 | -2.1 | -2.0 | -1.9 | -1.9 | -1.9 |
| Deficit Federale (% PIL) | -7.5 | -5.2 | -4.7 | | | | | | | | |
| Debito pubblico (% PIL) | 122.6 | 123.5 | 123.9 | | | | | | | | |
| CPI (a/a) | 2.1 | 1.5 | 1.6 | 1.7 | 1.4 | 1.6 | 1.3 | 1.2 | 1.7 | 1.6 | 1.8 |
| Produzione Industriale | 3.6 | 2.5 | 4.2 | 4.2 | 0.9 | 2.4 | 5.7 | 4.0 | 4.4 | 5.0 | 5.2 |
| Disoccupazione (%) | 8.1 | 7.4 | 6.9 | 7.7 | 7.6 | 7.3 | 7.2 | 7.1 | 7.0 | 6.9 | 6.8 |
| 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 | 70.9 | 73.5 | 76.0 | 72.9 | 74.0 | 74.0 | 73.2 | 74.9 | 76.6 | 76.7 | 75.9 |

Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Un 2014 finalmente vicino al 3%?

Lo scenario macroeconomico USA nel 2014 dovrebbe finalmente vedere una crescita trimestrale mediamente vicina al 3% t/t ann., con il risanamento dei bilanci delle famiglie e del settore immobiliare ormai consolidato, la restrizione fiscale decisamente più moderata rispetto al 2013, e una politica monetaria ancora straordinariamente accomodante.

Il 2013 si dovrebbe chiudere con una crescita di 1,8% e il 2014 dovrebbe conseguire un ritmo di crescita appena inferiore al 3% (2,9%), con una dinamica soddisfacente dei consumi (2,4%), una ripresa degli investimenti fissi delle imprese (5,8%) e un'altra espansione a 2 cifre per l'edilizia residenziale (12,7%). Il canale estero dovrebbe essere pressoché neutrale. Il contributo della spesa pubblica resterà negativo, ma in misura più limitata rispetto al 2013 grazie a espansione dei bilanci statali e locali e a una correzione che prevediamo più contenuta a livello federale.

I rischi per le previsioni sul 2014 sono complessivamente neutrali, per forze che dovrebbero agire in direzioni opposte. Dal punto di vista della ripresa del settore privato, potrebbero esserci rischi verso l'alto sulla crescita. D'altra parte la politica economica sarà ancora fonte di incertezza e potenziale volatilità. Per quanto riguarda la **politica fiscale** il 2013 si dovrebbe concludere con un budget che eviti un nuovo blocco del governo e nuovi scontri sul limite del debito. Il compromesso siglato dal Budget Conference Committee congela per due anni i tagli automatici di spesa e li sostituisce in parte con misure meno arbitrarie, oltre a estendere di nuovo temporaneamente alcune delle misure in scadenza il 1° gennaio 2014. Con questo scenario, la politica fiscale non dovrebbe creare altri ostacoli alla crescita fino alle elezioni *mid-term* di novembre, ma l'implementazione degli accordi potrebbe riaprire conflitti, generando incertezza.

Per quanto riguarda la **politica monetaria**, le informazioni di ottobre-novembre potrebbero indurre la Fed a iniziare la riduzione degli acquisti già a dicembre. Nel caso in cui il FOMC volesse usare la conferenza stampa della prossima riunione per attuare la svolta, riteniamo che verrebbe ampliata la *forward guidance* con l'obiettivo di ancorare la curva dei rendimenti vicino ai livelli attuali. Al momento le probabilità di riduzione degli acquisti a dicembre o gennaio sono molto simili. Il mercato è preparato a una svolta ravvicinata, ma il messaggio del FOMC è passato: i future ora scontano **tassi fermi fino alla fine del 2° trimestre 2015**.

Domanda privata: consolidamento di un sentiero di crescita vicino al 3%

Nel 2013 la domanda privata è stata frenata da restrizione e incertezza fiscale. Il rialzo delle imposte a inizio anno, i tagli alla spesa del Budget Control Act nel 2° trimestre e la crisi fiscale a settembre-ottobre hanno ostacolato l'espansione, con effetti restrittivi su consumi e investimenti. Nel 2014 la domanda privata, senza nuovi freni fiscali, avrà un andamento più "normale" dal punto di vista ciclico, con consumi in espansione intorno al 2,5% e investimenti non residenziali in crescita del 5,8%.

Dal lato dei **consumi**, l'accelerazione da un +1,8% previsto per il 2013 al 2,4% atteso nel 2014 è la conseguenza del risanamento dei bilanci dei consumatori e del miglioramento del mercato del lavoro. La ricchezza netta è in continuo aumento, grazie alla svolta dei prezzi delle case, all'andamento positivo dei mercati finanziari (v. figg. 3 e 4), alla riduzione dei mutui. Il tasso di risparmio a novembre 2013 era a 4,8%, in linea con la media dal '95 in poi, e ben al di sopra dei minimi della bolla immobiliare (al 2% a luglio 2005). Concluso il processo di riordino dei bilanci e rialzo del risparmio, finito l'aumento di restrizione fiscale e creditizia, nel 2014 la spesa delle famiglie si normalizzerà, rispondendo a un mercato del lavoro in miglioramento e all'ampia variazione positiva della ricchezza. Nel 2° trimestre 2013, la ricchezza totale era aumentata del 9,5% a/a, e la ricchezza immobiliare del 12% a/a. La dinamica occupazionale contribuirà a una conferma del trend positivo del reddito da lavoro, nonostante l'estrema moderazione salariale.

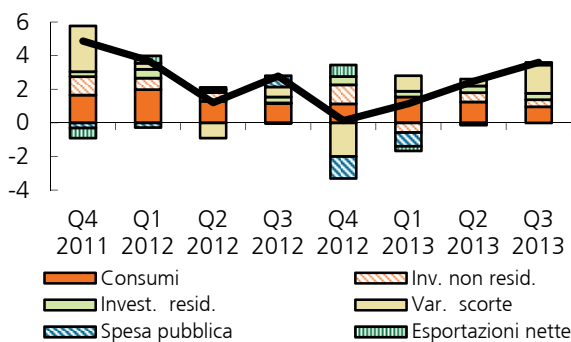
Prevediamo che nel 2014 gli occupati crescano di circa 180-200 mila al mese, con un tasso di disoccupazione al 6,7% a fine anno (con rischi verso il basso su questa previsione).

Gli investimenti fissi non residenziali hanno rallentato nel 2013, sulla scia di una domanda frenata dalla restrizione e dall'incertezza fiscale. I segnali a fine 2013 sono di ripresa del settore manifatturiero, spinto non più solo da auto ed energia, ma anche da altri comparti. Le indagini di settore, nonostante il blocco del governo di ottobre, sono rimaste solide, con indicazioni di accelerazione per ordini e spesa in conto capitale. Prevediamo una crescita di 5,8% degli investimenti fissi non residenziali nel 2014, da 2,5% atteso per il 2013, con l'accelerazione diffusa sia a macchinari e software, sia alle strutture.

Il settore immobiliare residenziale rimane in crescita: gli investimenti residenziali dovrebbero aumentare del 12,7% nel 2014, dopo +13,8% previsto per il 2013. Nella parte centrale di quest'anno il forte aumento dei prezzi e il rialzo dei tassi hanno fatto segnare una battuta d'arresto alle nuove costruzioni e alle vendite, ma con la fine dell'incertezza fiscale e il miglioramento del mercato del lavoro il ritmo di espansione si sta già riprendendo a fine 2013.

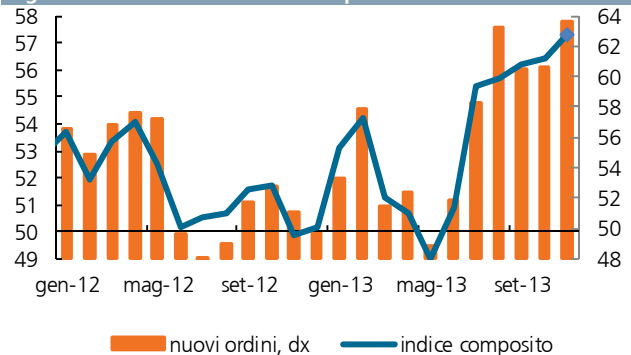
Il canale estero dovrebbe fornire un modesto contributo positivo, grazie al settore energetico (meno import, più export) e alla riaccelerazione della crescita internazionale.

Fig. 1 - Con la fine della restrizione fiscale, la crescita riaccelera



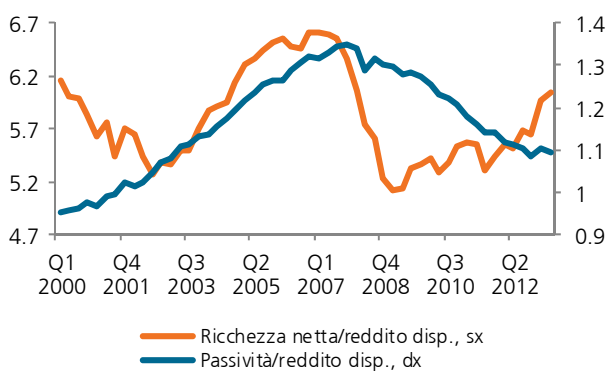
Nota: per le componenti della domanda, contributi alla crescita trimestrale ann.; per il PIL, variazioni t/t ann. Fonte: Thomson Reuters Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 - Settore manifatturiero: espansione sostenuta



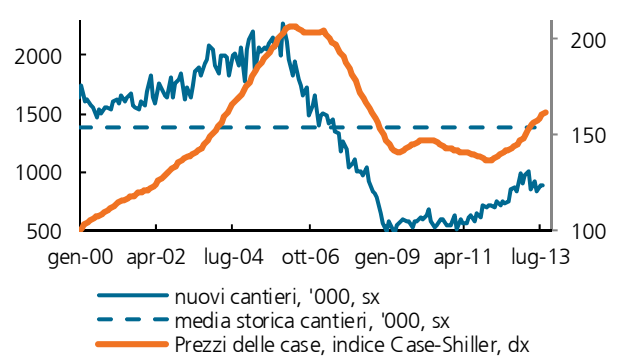
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 3 - Bilanci delle famiglie risanati



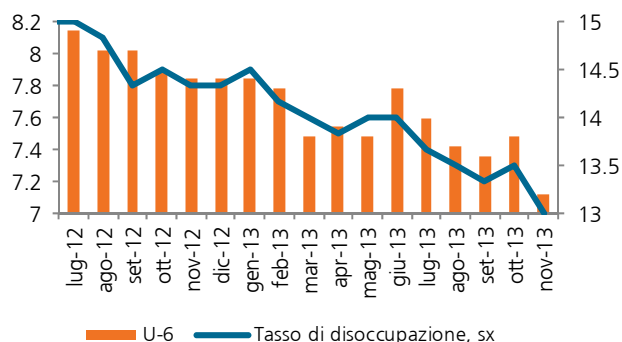
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 4 - Settore immobiliare residenziale sempre positivo



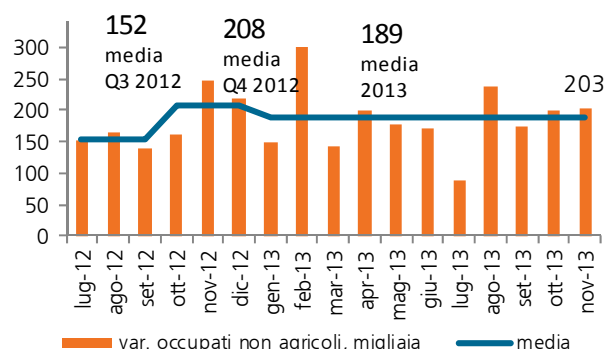
Nota: Indice prezzi delle case=100 a gennaio 2000. Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 5 – Tasso di disoccupazione in calo ininterrotto...



Nota: U6 tasso di disoccupazione calcolato includendo individui scoraggiati, marginalmente attaccati alla forza lavoro e occupati part-time per motivi economici. Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Crescita mensile degli occupati fra 180 e 200 mila



Nota: Dati in migliaia. Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Politica fiscale: tregua pre-elettorale

La politica fiscale è stata una costante spina nel fianco della ripresa nel 2013: il *fiscal cliff* a inizio anno, l’attuazione dei tagli automatici dopo marzo, la crisi fiscale e il blocco del governo fra settembre e ottobre hanno frenato la crescita. Le prospettive per il 2014 sono decisamente migliori. Addirittura in anticipo rispetto ai termini stabiliti, il Budget Conference Committee ha annunciato **un compromesso** che permette di superare almeno fino a inizio 2015 le questioni più spinose sul tappeto, in particolare budget e tagli automatici. Entro inizio 2014 dovrebbe essere approvato un budget (il primo dal 2009), evitando rischi di un nuovo blocco del governo alla scadenza dell’attuale esercizio provvisorio (15 gennaio).

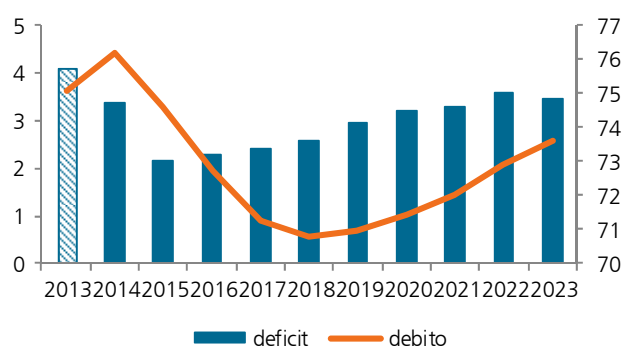
L’accordo riguarda le prospettive dei tagli automatici alla spesa previsti dal Budget Control Act (che sarebbero operativi dal 15 gennaio), oltre che altre misure in scadenza il 1° gennaio. Il Budget Control Act (BCA) impone ora un limite per la spesa discrezionale nell’a.f. 2014 di 967 mld di dollari e nell’a.f. 2015 a 995 mld; a questi limiti vanno aggiunte le spese per le operazioni militari all’estero e per interventi di emergenza, per un totale di circa 150 mld all’anno, non toccati dal BCA. Le spese discrezionali complessive previste dalla legislazione corrente sono quindi 1,11 tln nel 2014 e 1,15 tln nel 2015, da 1,15 tln nel 2013. L’accordo dovrebbe portare i limiti della spesa discrezionale almeno a 1,012 tln di dollari, con 518 mld di spesa per la difesa (da 498 mld previsti) e 494 mld di spesa ex-difesa (da 469 mld previsti). Il totale della spesa sarebbe così 1,15 tln nel 2014. Questo risultato è circa a metà strada fra la proposta democratica, che prevede limiti a 1,058 tln, e quella repubblicana con limiti di spesa invariati rispetto alla legge, cioè a 967 mld nel 2014. L’accordo modifica anche i limiti per la spesa discrezionale dell’a.f. 2015, portandoli a 1,014 tln di dollari. A fronte della prevista riduzione dei tagli di spesa, c’è parziale copertura con aumenti delle tasse imposte sui voli aerei e dei contributi previdenziali dei dipendenti federali, spalmati su un arco di 10 anni. La riduzione del deficit dovrebbe essere inferiore alle previsioni di circa 30-40 mld all’anno nel 2014-15.

Un accordo su queste linee avrebbe **due conseguenze importanti**. Prima di tutto, la spesa pubblica primaria potrebbe essere in aumento nel 2014-15, includendo il contributo positivo dei budget statali e locali. In secondo luogo, gli scontri e l’incertezza sulla politica fiscale sarebbero archiviati per un periodo prolungato, almeno fino alle elezioni di novembre, eliminando volatilità e freni alla spesa di famiglie e imprese. Con questo scenario, **il deficit federale nell’a.f. 2014 potrebbe essere fra il 3,5 e il 3,6% del PIL invece che il 3,4% del PIL come proiettato dal CBO, dal 4,1% del 2013.**

L’accordo sul budget previsto per fine 2013 non sarà comunque un patto ambizioso, e lascerà insoluta l’insostenibilità di lungo termine del sentiero della spesa, in costante aumento in

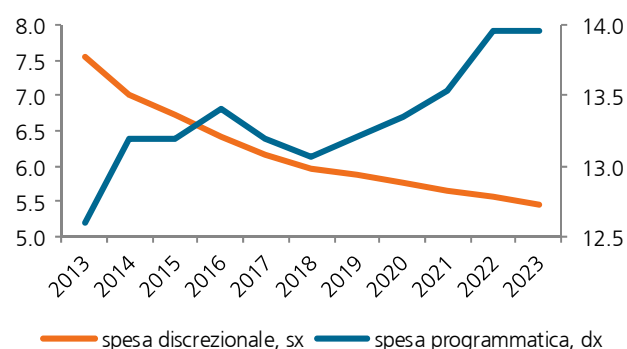
percentuale del PIL, a fronte di entrate stabili al 19% del PIL. Deficit e debito sono su trend esplosivi su un orizzonte che va oltre il 2030. La composizione del Congresso dopo le elezioni sarà determinante per eventuali riforme strutturali dei conti federali. Per ora, comunque, la tregua che si prospetta nel 2014 è un risultato positivo, se paragonato allo scenario degli ultimi anni. Mercati, famiglie, imprese e autorità monetarie saranno unanimi nel valutarlo come un fattore positivo per la crescita.

Fig. 7 – Fino al 2018 i conti federali sono sotto controllo



Nota: Dati in % del PIL. Fonte: Congressional Budget Office

Fig. 8 – La legislazione vigente comprime la spesa discrezionale a livelli insostenibili, mentre la spesa sanitaria cresce senza sosta dopo il 2018



Nota: Dati in % del PIL. Fonte: Congressional Budget Office

Politica monetaria: il 2014 sarà un anno di svolte

Nel 2014 ci saranno grandi manovre alla Fed, su diversi fronti.

Dal 1° febbraio cambierà il presidente, con il passaggio di testimone da Bernanke a Yellen: questo evento non dovrebbe modificare in modo significativo la gestione della politica monetaria, con una transizione morbida all'insegna della continuità. Yellen ha guidato in questi anni gran parte della svolta sulla comunicazione della Fed, e la sua presidenza dovrebbe proseguire sul sentiero della trasparenza. In termini di stile di governo, anche Yellen, come Bernanke, avrà probabilmente una leadership "democratica", con ampio dibattito interno e con decisioni prese a maggioranza, contrassegnate da probabili dissensi espliciti dalle frange più estreme del Comitato. Le posizioni di Yellen in termini di orientamento della politica monetaria e di funzione di reazione sono ben note: il suo *bias* è a favore di una politica espansiva per un periodo più prolungato di quanto sarebbe previsto da regole tradizionali tipo quella di Taylor, per rinforzare la ripresa e renderla sostenibile. Questo implica tassi bassi molto al lungo, probabilmente fino almeno a metà 2015, con rialzi iniziali molto lenti, seguiti poi da un'accelerazione del ritmo di restrizione da fine 2016 in poi.

Nel 2014, politica monetaria sempre ultra-accomodante, con un nuovo presidente...

Un altro elemento importante del 2014 sarà il cambiamento della composizione del Board e dei membri votanti del FOMC. Nel 2014 il peso relativo del Board sarà straordinariamente ridotto all'interno del FOMC. Infatti, a fine agosto si è dimessa E. Duke, portando i membri del Board a 6, da 7. In tempi brevi se ne andrà anche Bloom Raskin, nominata a luglio come sotto-segretario al Tesoro e in attesa di adempimenti tecnici per l'insediamento nella sua nuova posizione. Così, da 6 si passerà a 5. A fine gennaio usciranno Bernanke e Powell, portando il numero dei governatori a 3. Entro maggio probabilmente si dimetterà anche Stein, che è in aspettativa da Harvard, lasciando un Consiglio con solo due membri, Yellen e Tarullo. Ovviamente si aprirà il processo per la sostituzione dei membri in uscita, ma i tempi tecnici per la selezione e la successiva approvazione di membri del Board sono sempre lunghi, e saranno particolarmente complicati in tempi di ampia conflittualità in Congresso e a ridosso di elezioni.

... un piccolo Board...

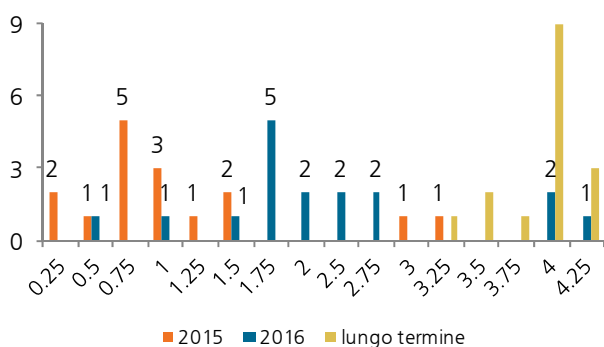
Un Board così ridotto avrà due problemi: prima di tutto il carico di lavoro sarà quasi insopportabile per i due superstiti per la mole delle incombenze, e la gestione della politica monetaria diventerà difficile, per mancanza di governatori specializzati nelle diverse aree di competenza della Fed. Inoltre, **il peso relativo del Board nelle decisioni di politica monetaria diventerà drammaticamente basso**. I votanti nel FOMC sono 12, 7 membri del Board, il presidente della NY Fed e 4 membri rotanti dall'insieme dei presidenti delle Fed regionali. Tipicamente, il Board e il presidente della NY Fed rappresentano il "centro" del Comitato, che si coagula intorno al presidente. Un centro composto da due o tre membri, con un presidente nuovo, farà più fatica del normale a costruire il consenso. Nel 2014, l'usuale rotazione annuale porterà a 4 nuovi membri votanti di cui due super-falchi (Plosser e Fisher), contro un solo falco quest'anno (George), e a incertezza per la sostituzione di S. Pianalto (Cleveland), che ha annunciato che si dimetterà a inizio 2014.

... un FOMC con più falchi votanti...

Infine, e più importante dal punto di vista sostanziale, il 2014 sarà l'anno del *tapering*. La politica monetaria resterà straordinariamente espansiva, **con la graduale riduzione del programma di acquisto titoli e lo spostamento dello stimolo verso la *forward guidance***. La Fed ha ripetuto più e più volte che la riduzione del programma di acquisti non è restrizione ma aumento dello stimolo a un ritmo più contenuto. Il punto centrale della comunicazione della Fed in questa fase di transizione è la distinzione fra programma di acquisti e sentiero dei tassi. Riteniamo che la progressiva, graduale riduzione degli acquisti sarà accompagnata da indicazioni esplicite di tassi a zero molto a lungo, e di rialzi molto contenuti nel 2016, per ancorare i tassi a breve e le aspettative su quelli a lungo termine. Inoltre, prevediamo che un punto cruciale della politica monetaria del 2014 sia l'indicazione esplicita che la soglia sul tasso di disoccupazione è una condizione necessaria per considerare una svolta sui tassi, ma non sufficiente per attuarla. Il livello del 6,5% (o del 6% o del 5,5%, se il FOMC sceglierà di modificarlo) è appunto una soglia e non un grilletto. **Il FOMC, come apparirà dalle proiezioni dei tassi attesi, non intende alzare i tassi anche quando la soglia sarà varcata, ma lo farà più avanti.**

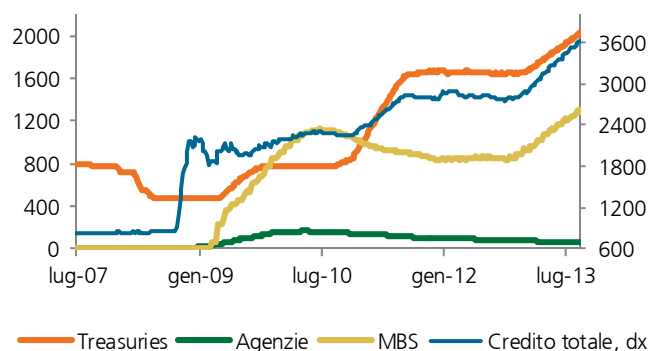
... ma soprattutto un cambiamento del peso relativo dello stimolo, dagli acquisti alla *forward guidance*

Fig. 9 – Livello dei fed funds atteso per numero di partecipanti al FOMC: tassi bassi molto a lungo



Nota: i valori sull'asse verticale rappresentano il numero di partecipanti al FOMC che prevede il livello dei fed funds indicato sull'asse orizzontale. Fonte: Federal Reserve Board, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – Il bilancio della Fed dovrebbe stabilizzarsi vicino a 4,3 tln di dollari nel 3° trimestre 2014 (25,6% del PIL)



Nota: dati in mld di dollari. Fonte: Federal Reserve Board

Area euro – La strada per uscire dalla crisi è ancora lunga

Lo scenario in sintesi

- Il lento processo di “uscita” dalla “grande crisi” per l’Eurozona procede nei tempi e con l’entità previsti. Alla fase di allentamento delle tensioni sui mercati finanziari iniziata nell’autunno del 2012 è seguita, con un ritardo di circa sei mesi, la fase del ritorno alla crescita del PIL in termini congiunturali.
- Dopo due anni di contrazione, il PIL area euro tornerà a crescere nel 2014 ad un ritmo dell’ordine dell’1%. La domanda interna tornerà a crescere, trainata soprattutto dagli investimenti in macchinari e attrezzature. Significativamente inferiore a quella del PIL sarà invece la crescita dei consumi privati, peraltro limitata ai Paesi *core*. Infine, il commercio con l’estero continuerà a dare un contributo positivo al PIL, ma inferiore a quello registrato gli anni scorsi. Ciò in un quadro di ripresa di entrambi i flussi commerciali. L’inflazione rimarrà più vicina all’1,0% che al 2,0% nel prossimo biennio, ma per l’Eurozona nel suo complesso il rischio di deflazione è contenuto.
- Nel 2014 la **politica monetaria** difficilmente potrà fare molto di più che aspettare l’evolversi degli eventi; se i dati segnalassero rischi di ricaduta recessiva, però, la BCE potrebbe tagliare ancora i tassi, potenziare la *forward guidance*, o lanciare nuove LTRO (eventualmente vincolate all’erogazione di credito). Un vero QE sarebbe vincolato a seri rischi di deflazione. Per quanto riguarda la **politica fiscale**, il 2014 sarà sì il quarto anno consecutivo di stretta fiscale per la media dell’area euro, tuttavia l’entità della correzione (e di conseguenza l’impatto negativo sul ciclo: -0,2% nelle nostre stime) sarà significativamente inferiore a quella vista negli anni precedenti.
- Il 2014 sarà anche un anno, oltre che di modesta ripresa, di riduzione degli squilibri, con riguardo al ribilanciamento tra domanda interna ed estera, e soprattutto tra Paesi del centro e della periferia. Peraltro, proprio nei periferici la necessità di ulteriore *deleveraging* nel settore privato è attesa frenare il ciclo ancora per anni.
- I **principali rischi** gravanti sullo scenario sono dati da una eventuale recrudescenza della crisi finanziaria (oggi meno probabile, ma non impossibile) e dall’impatto, via export, di un andamento meno brillante della domanda dal resto del mondo e/o dell’apprezzamento del tasso di cambio.

Paolo Mameli
Anna Maria Grimaldi

| Previsioni | 2012 | 2013 | 2014 | 2013 | | | | 2014 | | | |
|-------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | | | | 1 | 2 | 3 | 4 | 1 | 2 | 3 | 4 |
| PIL (prezzi costanti, a/a) | -0.6 | -0.4 | 1.0 | -1.2 | -0.6 | -0.4 | 0.3 | 0.7 | 0.7 | 1.1 | 1.3 |
| - t/t | | | | -0.2 | 0.3 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.4 |
| Consumi privati | -1.4 | -0.5 | 0.5 | -0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.3 | 0.2 | 0.3 |
| Investimenti fissi | -3.9 | -3.2 | 1.6 | -1.9 | 0.2 | 0.4 | 0.2 | 0.2 | 0.5 | 0.7 | 1.0 |
| Consumi pubblici | -0.6 | 0.3 | 0.5 | 0.3 | 0.0 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| Esportazioni | 2.7 | 1.1 | 4.2 | -1.0 | 2.1 | 0.2 | 0.7 | 1.3 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| Importazioni | -0.8 | 0.1 | 4.1 | -1.2 | 1.6 | 1.0 | 0.9 | 1.1 | 0.9 | 0.9 | 1.0 |
| Var. scorte (contrib., % PIL) | -0.5 | -0.1 | 0.1 | 0.1 | -0.2 | 0.3 | 0.1 | 0.0 | -0.1 | 0.0 | 0.0 |
| Partite correnti (% PIL) | 1.3 | 2.0 | 2.1 | 0.0 | 1.3 | 2.2 | 2.0 | 1.9 | 0.0 | 1.4 | 1.2 |
| Deficit pubblico (% PIL) | -3.7 | -3.2 | -2.8 | | | | | | | | |
| Debito pubblico (% PIL) | 92.6 | 95.9 | 97.1 | | | | | | | | |
| Prezzi al consumo (a/a) | 2.5 | 1.4 | 1.2 | 1.9 | 1.4 | 1.3 | 0.8 | 0.9 | 1.3 | 1.1 | 1.1 |
| Produzione industriale | -2.4 | -0.6 | 3.3 | 0.3 | 1.0 | -0.2 | 0.3 | 0.8 | 1.7 | 1.5 | 0.7 |
| Disoccupazione (%) | 11.4 | 12.1 | 12.0 | 12.0 | 12.1 | 12.1 | 12.1 | 12.1 | 12.1 | 12.0 | 11.9 |
| Euribor 3 mesi | 0.6 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |

Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Il quadro congiunturale: la ripresa c'è, ma è modesta e soggetta a rischi

Prosegue, nei tempi e nella misura previsti, il lento processo di "uscita" dalla "grande crisi" per l'Eurozona. Alla fase di **allentamento delle tensioni sui mercati finanziari** iniziata già nell'autunno del 2012 (l'"alba" della ripresa), è seguita, attraverso il canale di un minor pessimismo da parte degli operatori economici (soprattutto da parte delle imprese, in particolare nell'industria), e con un ritardo di circa sei mesi, il **ritorno alla crescita del PIL** in termini congiunturali (iniziata nella primavera del 2013: +0,3% t/t il PIL area euro nel 2° trimestre, seguita poi da un più modesto avanzamento nel trimestre estivo: +0,1% t/t). È la fase che stiamo vivendo, cui seguirà, presumibilmente con un ritardo analogo, il **completamento della fase di ripresa nel momento in cui essa inizierà a riguardare anche il circuito del credito e il mercato del lavoro**.

Paolo Mameli

Già si vedono i segnali di tale ultimo passaggio nel fatto che **le aspettative di recupero dell'attività economica da parte di imprese finanziarie e non finanziarie vanno cominciando a riflettersi in intenzioni di praticare condizioni del credito meno restrittive e in un'inversione dai minimi delle intenzioni di assunzione**. In tal senso vanno interpretate:

Il lento processo di uscita dalla crisi sta procedendo come da attese

- le indicazioni dall'ultima *Bank Lending Survey*, che mostrano un **minor irrigidimento netto delle condizioni di credito** per famiglie e imprese nel trimestre corrente e, per la prima volta dal 2009, un allentamento atteso per il 4° trimestre dell'anno (almeno per i prestiti societari e per il credito al consumo); ciò pur nel contesto di una domanda di prestiti ancora moderata: come rilevato dalla BCE nel suo ultimo bollettino mensile, l'incerta stabilizzazione del tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie e la riallocazione a favore di scadenze più brevi sono compatibili con il tipico ciclo delle scorte agli inizi delle fasi di ripresa: entrambi gli andamenti riflettono la stabilizzazione in corso delle condizioni di credito; significativo è il fatto che alla diminuzione di importanza dei fattori dal lato dell'offerta, tra quelli che hanno contribuito all'irrigidimento nei criteri di credito, si è associata nell'ultimo trimestre una marcata diminuzione del rischio riconducibile all'attività economica generale o alle prospettive delle singole imprese o dei singoli settori industriali; in altri termini, appare solo questione di tempo prima che la diminuzione del rischio percepito dalle istituzioni finanziarie e l'intenzione di allentare di conseguenza le condizioni del credito si rifletta in un andamento meno depresso dei dati reali sui prestiti;
- il tentativo in corso di **stabilizzazione del mercato del lavoro**: non solo le intenzioni di assunzione delle imprese sembrano aver invertito (pur non essendo ancora ritornate in territorio espansivo, almeno secondo l'indagine PMI), ma anche il tasso di disoccupazione sta mostrato un tentativo di stabilizzazione: è in sostanza rimasto fermo al 12,1% negli ultimi sei mesi; il 12,2% toccato nel mese di settembre (poi rientrato ad ottobre) potrebbe in tal senso aver rappresentato un punto di massimo per il tasso dei senza-lavoro.

Il (lento) processo di "uscita" dalla "grande crisi"

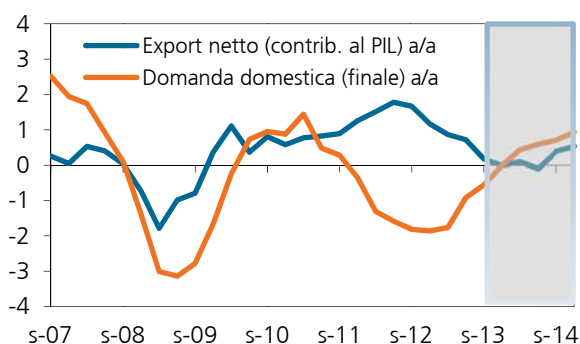


Fonte: Intesa Sanpaolo

Con il lento materializzarsi della ripresa, vanno riducendosi gli squilibri che hanno caratterizzato la recente fase ciclica. Prima di tutto, **permane ma va diminuendo** in misura decisa (anzi si sta chiudendo, ed è destinata a cambiare di segno a 2014 inoltrato) **la divergenza tra domanda interna e contributo degli scambi con l'estero**. Infatti, l'export netto è stata l'unica componente del PIL a dare un contributo positivo al ciclo per tutto il biennio 2012-13; ora, già a partire da fine 2013 si dovrebbe vedere un'inversione, in altri termini il contributo alla crescita dagli scambi con l'estero dovrebbe in pratica azzerarsi e viceversa la domanda interna (al netto delle scorte) potrebbe tornare a crescere su base annua. Tale tendenza dovrebbe continuare e accentuarsi nel corso del 2014. Il fatto che la ripresa sia maggiormente basata sulla domanda domestica piuttosto che su quella estera rende meno fragile la fase di recupero ciclico in corso.

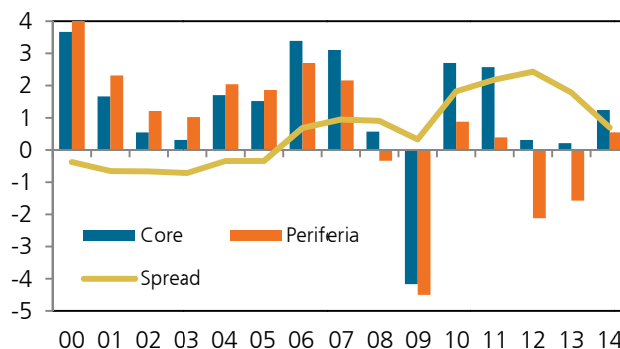
Il 2014 sarà un anno di riduzione degli squilibri, con riguardo al ribilanciamento tra domanda interna ed estera...

Va riducendosi (ed è attesa cambiare di segno nel corso del 2014) la divergenza tra crescita della domanda interna e contributo degli scambi con l'estero



Fonte: Eurostat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Nel 2014 la periferia dell'Eurozona tornerà a crescere (sia pur in misura modesta) e si ridurrà il gap con i Paesi del centro

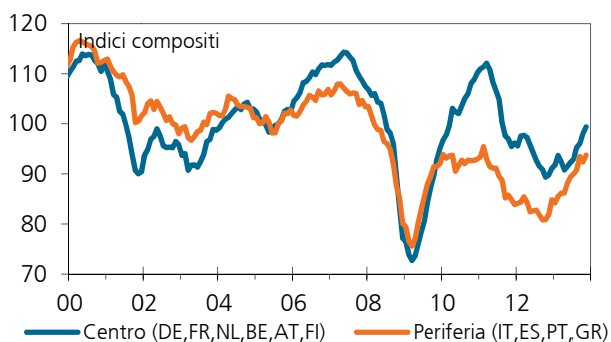


Nota: Core = Belgio, Francia, Germania, Olanda, Austria, Finlandia; Periferia = Grecia, Spagna, Irlanda, Italia, Portogallo. Fonte: Eurostat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

L'altro fondamentale squilibrio che va riducendosi è quello tra Paesi del centro e della periferia (si tratta in effetti di uno squilibrio più "strutturale", che è stato la principale causa scatenante della "grande crisi"). Come si può osservare dagli indici di fiducia della Commissione Europea, il gap va chiudendosi in particolare nell'industria e nei servizi, mentre il divario permane assai ampio per quanto riguarda la fiducia delle famiglie e i settori del commercio al dettaglio e delle costruzioni. In ogni caso, **riteniamo che nel 2014 la periferia possa tornare a crescere per la prima volta dal 2011, anche se il suo contributo all'aggregato area euro resterà molto contenuto** e la ripresa, specie se valutata in termini di domanda interna, continuerà ad essere trainata dai Paesi del centro (Germania *in primis*).

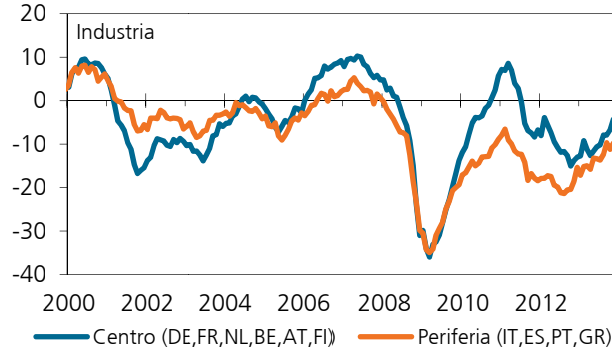
... e tra Paesi del centro e della periferia...

Paesi del Centro vs Paesi della periferia: indici nazionali compositi Commissione UE



Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Paesi del Centro vs Paesi della periferia: indici nazionali Commissione UE, fiducia delle imprese industriali

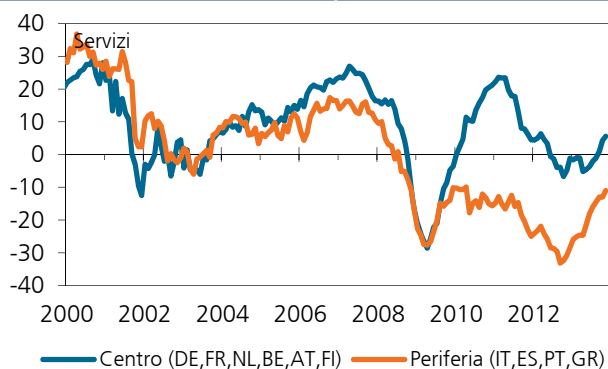


Fonte: Eurostat, Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Scenario Macroeconomico

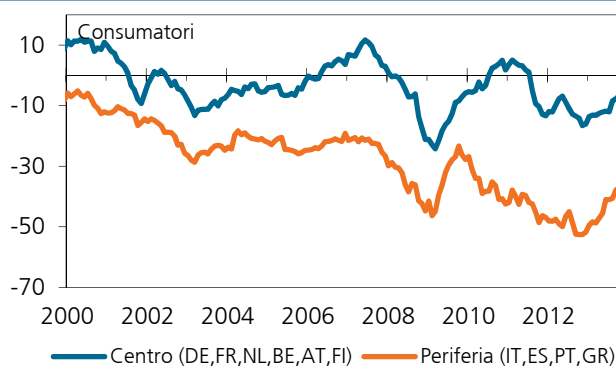
Dicembre 2013

Paesi del Centro vs Paesi della periferia: indici nazionali Commissione UE, fiducia delle imprese dei servizi



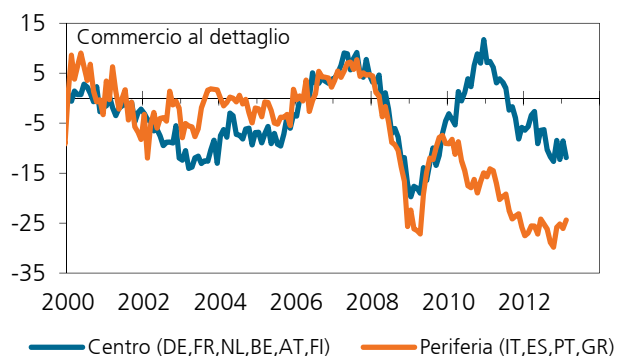
Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Paesi del Centro vs Paesi della periferia: indici nazionali Commissione UE, fiducia dei consumatori



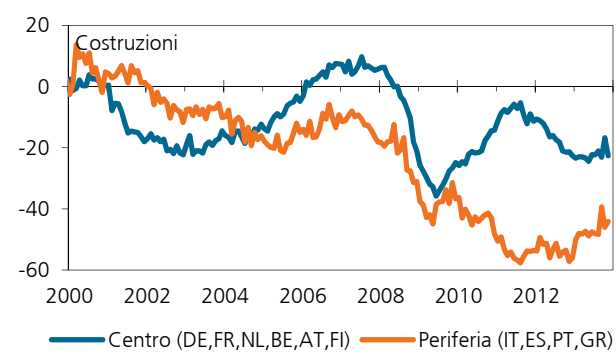
Fonte: Eurostat, Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Paesi del Centro vs Paesi della periferia: indici nazionali Commissione UE, fiducia delle imprese nel settore del commercio al dettaglio



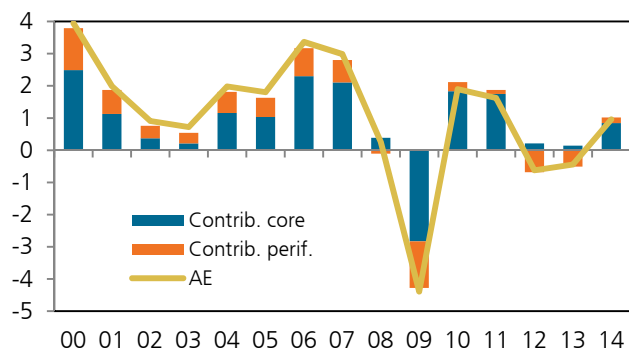
Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Paesi del Centro vs Paesi della periferia: indici nazionali Commissione UE, fiducia delle imprese nel settore delle costruzioni



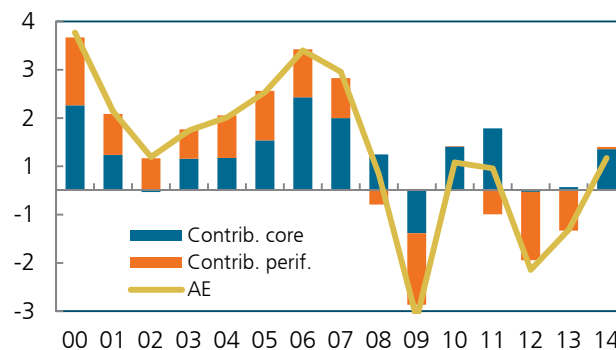
Fonte: Eurostat, Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Variazione del PIL area euro: contributi del centro e della periferia (Italia, Spagna, Irlanda, Portogallo, Grecia)



Nota: Core = Belgio, Francia, Germania, Olanda, Austria, Finlandia; Periferia = Grecia, Spagna, Irlanda, Italia, Portogallo. Fonte: Eurostat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Variazione della domanda domestica finale area euro: contributi del centro e della periferia (Italia, Spagna, Irlanda, Portogallo, Grecia)

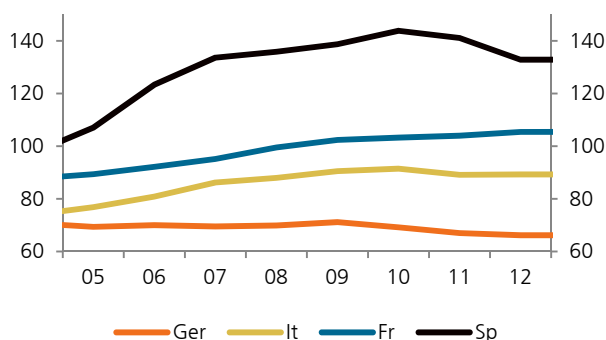


Nota: Core = Belgio, Francia, Germania, Olanda, Austria, Finlandia; Periferia = Grecia, Spagna, Irlanda, Italia, Portogallo. Fonte: Eurostat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Inoltre, va detto che la “grande crisi”, e la recessione profonda che ne è conseguita in particolare nei Paesi periferici, non ha “fatto pulizia” completamente dei passati squilibri: **il processo di *deleveraging* del settore privato è ben lungi dall’esser stato completato**. I dati più recenti (aggiornati a metà 2013) mostrano che gli unici Paesi in cui si nota una diminuzione del debito delle imprese e delle famiglie in rapporto al PIL sono Spagna e Irlanda, tuttavia la flessione è solo marginale. Durante la crisi il debito del settore privato è rimasto invece poco variato in Grecia, Portogallo e Italia (in Italia, peraltro, il livello del debito non desta particolari preoccupazioni). Per quanto riguarda le altre principali economie dell’Eurozona, il debito ha continuato ad aumentare in Francia mentre paradossalmente l’unico Paese ad aver compiuto un vero processo di *deleveraging* è la Germania. **Il fatto che la correzione del sovraindebitamento nel settore privato non possa dirsi compiuta nella maggior parte dei Paesi periferici è un fattore “strutturale” in grado di frenare il ciclo in quei Paesi (e di conseguenza nell’intera eurozona) ancora nei prossimi anni.**

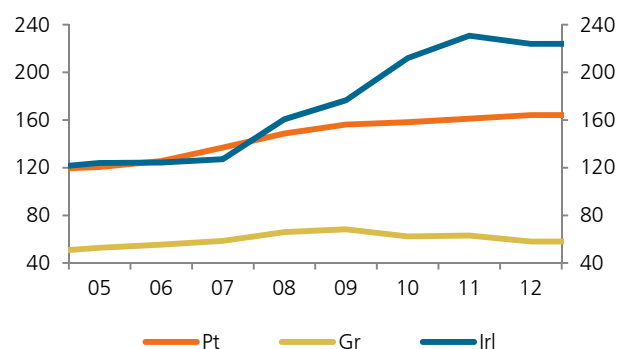
... anche se il non completamento della correzione “strutturale” nei periferici frenerà il ciclo ancora per anni

Debito delle imprese non finanziarie in % del PIL nei principali Paesi dell’Eurozona...



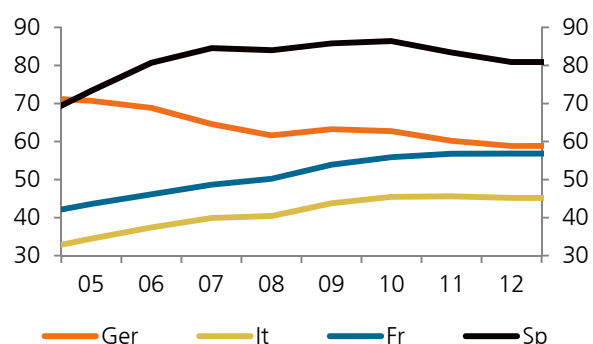
Fonte: Banche Centrali nazionali ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... e nei Paesi assistiti



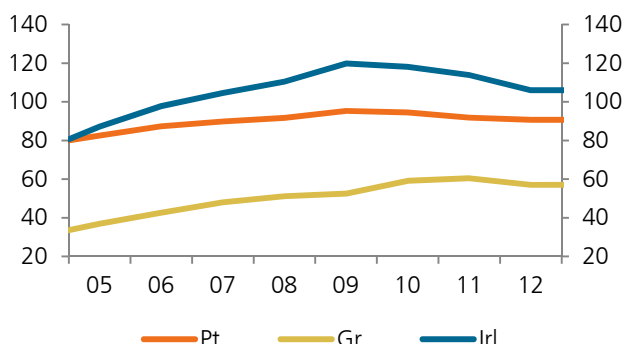
Fonte: Banche Centrali nazionali ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Debito delle famiglie in % del PIL nei principali Paesi dell’Eurozona...



Fonte: Banche Centrali nazionali ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... e nei Paesi assistiti



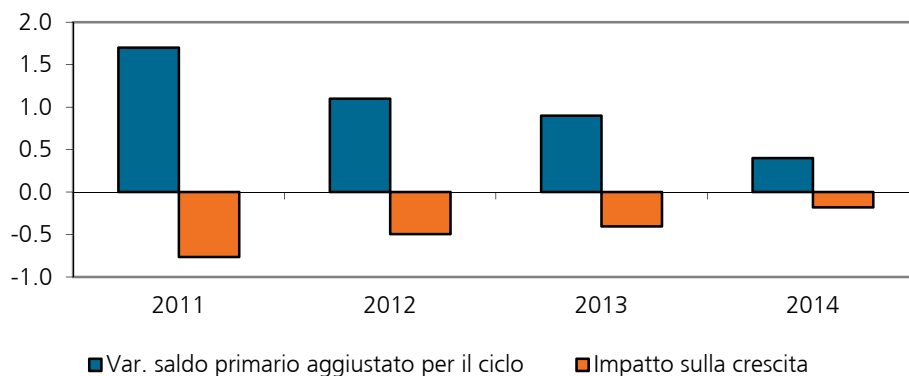
Fonte: Banche Centrali nazionali ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il 2014 sarà un anno, a nostro avviso, in cui le politiche economiche offriranno poco sostegno alla crescita: dopo le misure eccezionali messe in campo negli anni scorsi, la politica monetaria, avendo pressoché esaurito le armi (convenzionali e non) a propria disposizione, difficilmente potrà fare molto di più che aspettare l’evolversi degli eventi, ovvero un percorso di uscita graduale dalla crisi finanziaria ed economica. Per quanto riguarda la politica fiscale, **l’anno prossimo il grado di restrizione** (misurato dalla variazione del saldo di bilancio primario corretto per il ciclo) **andrà attenuandosi ulteriormente** (0,4% nelle stime d’autunno dalle Commissioni

L’impatto delle politiche economiche nel 2014 sarà poco più che trascurabile

UE, dopo lo 0,9% del 2013, l'1,1% del 2012 e l'1,7% del 2011). In altri termini, il 2014 sarà sì il quarto anno consecutivo di stretta fiscale per la media dell'area euro, tuttavia l'entità della correzione (e di conseguenza l'impatto negativo sul ciclo: -0,2% nelle nostre stime) ci attendiamo sarà significativamente inferiore a quella vista negli anni precedenti.

Il grado di restrizione della politica fiscale (e di conseguenza l'impatto negativo sul ciclo) andrà diminuendo ulteriormente nel 2014 rispetto agli anni precedenti



Nota: l'impatto sulla crescita è calcolato usando i moltiplicatori del modello "OECD Interlink Model". Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Commissione UE

I principali rischi gravanti sullo scenario sono:

La ripresa è ancora soggetta a rischi

1) una eventuale recrudescenza della crisi finanziaria: tale evento, la cui probabilità a nostro avviso è significativamente diminuita negli ultimi mesi, tuttavia non si può escludere del tutto e potrebbe essere indotto da un'*impasse* politica o da dati più deludenti del previsto sui conti pubblici nei Paesi periferici (Italia, Spagna, Grecia, Portogallo). L'instabilità politica in Italia (con l'eventualità di elezioni anticipate già nel 2014 anziché nel 2015 come nel nostro scenario centrale) rappresenta al momento il rischio maggiore in tal senso;

2) i rischi di natura esogena legati all'impatto, via export, di un andamento meno brillante della domanda dal resto del mondo o dell'apprezzamento del tasso di cambio.

In merito al primo punto, i rischi potrebbero derivare o da un ciclo internazionale più debole del previsto, vuoi per una mancata accelerazione degli Stati Uniti, o a causa di episodi di crisi finanziaria/valutaria in alcuni Paesi emergenti. Quanto ai Paesi emergenti, visto il loro peso tutto sommato contenuto sulle esportazioni dell'Eurozona (ad esempio, il peso di Paesi come India, Cina, Russia o l'insieme dell'America Latina è di appena il 3% circa del totale per ciascuno), solo una recessione/crisi finanziaria sincronizzata potrebbe avere un rilevante impatto sul PIL area euro, ma nell'attuale fase tale crisi generalizzata appare difficile da immaginare (i motivi di preoccupazione sembrano venire da cause endogene specifiche in alcune economie emergenti). Infine, in merito al punto due, il nostro scenario sconta un cambio euro/dollaro a 1,29 in media nel 2014 dopo l'1,34 medio del 2013: dunque, il cambio l'anno prossimo, rispetto all'anno corrente, avrebbe un impatto positivo sul PIL quantificabile, nelle nostre stime, in un +0,3%; il cambio potrebbe avere un effetto di segno opposto solo in caso di significativo apprezzamento rispetto ai valori correnti (in caso di permanenza attorno all'attuale 1,36, l'effetto sul PIL sarebbe negativo di quattro decimi rispetto allo scenario di riferimento, ma di appena un decimo in termini differenziali rispetto all'anno corrente).

| Lo spaccato delle esportazioni area euro sul totale | |
|-----------------------------------------------------|--------------|
| 2013 (primi 9 mesi) | Totale |
| Intra EU-16 | 53.7 |
| Extra EU-16 | 46.3 |
| Intra EU-27 | 62.3 |
| Extra EU-27 | 37.8 |
| Altri Europa | 11.2 |
| Nord Europa | 13.3 |
| OPEC | 3.7 |
| BRIC | 7.8 |
| NICS Asia | 3.3 |
| JP | 1.2 |
| India | 2.9 |
| Cina | 3.5 |
| Russia | 2.6 |
| US | 6.3 |
| UK | 6.8 |
| Totale | 100.0 |

Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

| L'impatto del cambio: analisi di shock (deviazioni % a/a dallo scenario baseline) | | | | |
|-----------------------------------------------------------------------------------|-------------------|-------|-------------|-------------|
| | | Shock | dopo 1 anno | dopo 2 anni |
| PIL | EUR/USD -5% temp | | 0.3 | 0.0 |
| | EUR/USD -5% perm | | 0.4 | 0.3 |
| | EUR/USD -10% temp | | 0.5 | 0.1 |
| | EUR/USD -10% perm | | 0.8 | 0.6 |
| Consumi | EUR/USD -5% temp | | 0.0 | 0.0 |
| | EUR/USD -5% perm | | 0.0 | 0.1 |
| | EUR/USD -10% temp | | 0.0 | 0.1 |
| | EUR/USD -10% perm | | -0.1 | 0.1 |
| Investimenti | EUR/USD -5% temp | | 0.3 | 0.1 |
| | EUR/USD -5% perm | | 0.3 | 0.4 |
| | EUR/USD -10% temp | | 0.5 | 0.2 |
| | EUR/USD -10% perm | | 0.7 | 0.8 |
| Import | EUR/USD -5% temp | | 0.1 | 0.1 |
| | EUR/USD -5% perm | | 0.2 | 0.3 |
| | EUR/USD -10% temp | | 0.2 | 0.2 |
| | EUR/USD -10% perm | | 0.3 | 0.6 |
| Export | EUR/USD -5% temp | | 0.6 | 0.1 |
| | EUR/USD -5% perm | | 0.9 | 0.6 |
| | EUR/USD -10% temp | | 1.1 | 0.2 |
| | EUR/USD -10% perm | | 1.8 | 1.3 |
| Inflazione | EUR/USD -5% temp | | 0.3 | 0.2 |
| | EUR/USD -5% perm | | 0.5 | 0.5 |
| | EUR/USD -10% temp | | 0.6 | 0.3 |
| | EUR/USD -10% perm | | 1.0 | 1.0 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su modello Oxford Economics Forecasting

In sintesi, nelle nostre stime il PIL area euro, dopo due anni di contrazione, tornerà a crescere nel 2014, a un ritmo dell'ordine dell'1%. In altri termini, la ripresa sarà ancor meno spettacolare di quella vista nel biennio 2010-2011 (1,8% in media).

Le componenti della domanda

La domanda interna (al netto delle scorte), dopo essersi contratta di ben l'1,6% nel 2012 e dello 0,8% nel 2013, è attesa tornare a crescere l'anno prossimo, stimiamo dello 0,7%. **La ripresa della domanda domestica sarà trainata soprattutto dagli investimenti** delle imprese in macchinari e attrezzature (soprattutto di sostituzione), l'unica componente che crescerà significativamente al di sopra del PIL (di 2,1% nelle nostre stime); più asfittica invece la crescita degli altri investimenti (1,1%), dovuta pressoché unicamente all'apprezzabile recupero delle costruzioni in Germania (+2,7% nelle nostre stime) mentre il settore sarà al più stagnante negli altri Paesi (per la precisione, stagnante in Francia e Italia e ancora in contrazione in Spagna).

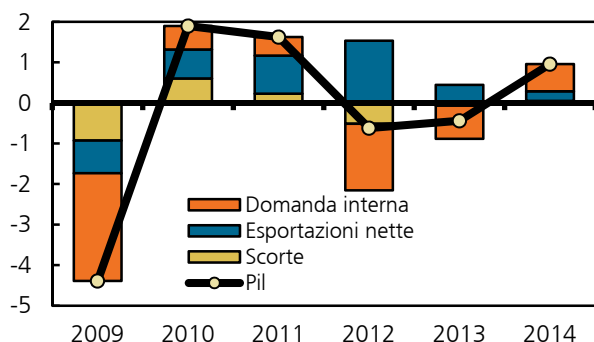
Significativamente inferiore a quella del PIL sarà, a nostro avviso, la crescita dei consumi sia privati sia pubblici. I primi saranno aiutati dal recupero del potere d'acquisto delle famiglie, che tuttavia sarà modesto: il reddito disponibile è atteso crescere dell'1,5% in termini nominali (dopo lo 0,5% del 2013), e di conseguenza di appena tre decimi in termini reali. Ipotizzando un lieve calo del tasso di risparmio, stimiamo una crescita di 0,5% dei consumi privati nel 2014. **La crescita dei consumi verrà dai Paesi core** (+1,5% in Germania) mentre la spesa delle famiglie sarà nella migliore delle ipotesi stagnante nei periferici, tra i quali Italia e Spagna.

Altrettanto modesta è attesa la variazione della spesa pubblica (0,5%), frenata dalla non esaurita necessità di correzione dei saldi di bilancio e in particolare dalle misure sul pubblico impiego e sugli acquisti di beni e servizi della pubblica amministrazione.

Infine, il commercio con l'estero continuerà a dare un contributo positivo al PIL in media d'anno, ma inferiore a quello registrato gli anni scorsi: stimiamo un +0,2% dopo il +0,4% di quest'anno e il +1,5% del 2012. Ciò in un quadro di ripresa di entrambi i flussi commerciali: ci aspettiamo

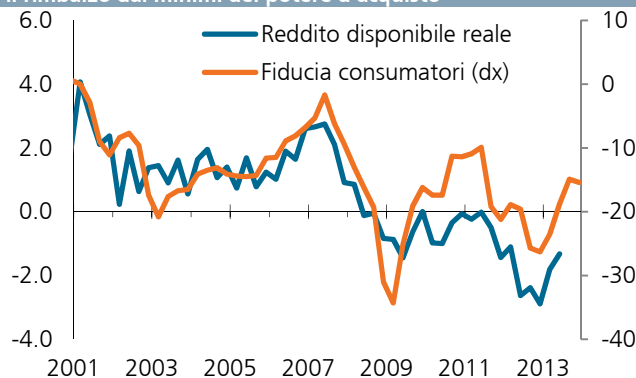
una crescita di entità molto simile (di poco superiore al 4%) sia per le importazioni che per le esportazioni. La ripresa dell'export sarà aiutata dalla domanda (l'indice di domanda mondiale per i beni e servizi prodotti nell'Eurozona è atteso accelerare a 5,5% nel 2014 dopo il 3,6% del 2013), in un contesto in cui il tasso di cambio non dovrebbe rappresentare un ostacolo significativo in tal senso (almeno nel nostro scenario centrale).

Variazione del PIL area euro: principali componenti di crescita



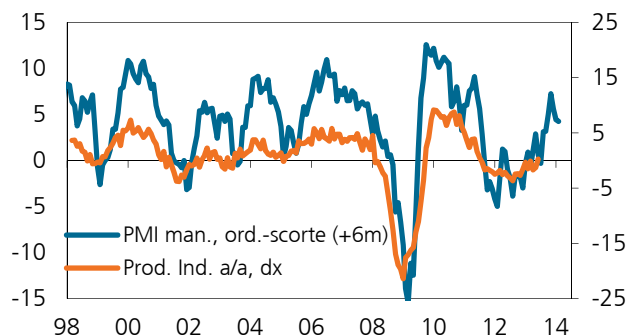
Fonte: Eurostat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Il miglioramento della fiducia dei consumatori sembra riflettere il rimbalzo dai minimi del potere d'acquisto



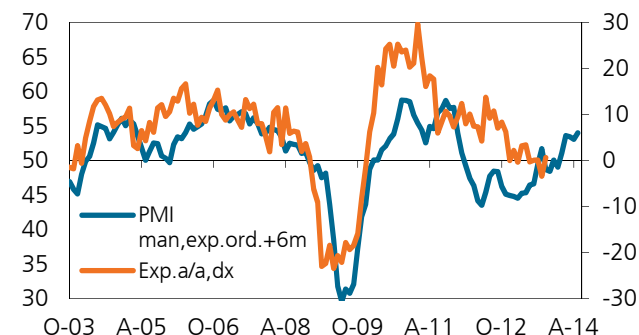
Fonte: Eurostat, Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Gli indicatori anticipatori segnalano che già dai prossimi mesi dovrebbe diventare più evidente il recupero dell'attività economica in particolare nell'industria



Fonte: Eurostat, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Per ora la ripresa resta trainata dall'export



Fonte: Eurostat, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Inflazione più vicina all'1% che al 2% anche nel 2015, ma il rischio di deflazione rimane contenuto

L'inflazione area euro rimarrà più vicina all'1,0% che al 2,0% nel prossimo biennio, ma continuiamo a ritenere che il rischio di deflazione per la media area euro sia contenuto. L'*output gap* rimarrà ampio ma dovrebbe cominciare a chiudersi da metà 2014, il costo del lavoro è frenato dalla Periferia, ma potrebbe accelerare al Centro ed in particolare in Germania. Inoltre, ci aspettiamo che il tasso di cambio effettivo si deprezzi, limitando le pressioni verso il basso sulla dinamica dei prezzi al consumo. La bassa inflazione va comunque contrastata dal momento che potrebbe rendere il processo di ribilanciamento all'interno dell'area euro più oneroso.

Anna Maria Grimaldi

Il calo dell'inflazione nel 2013 è spiegata dalle componenti volatili, ma anche dal *core*

L'inflazione area euro si è assestata a 0,9% dopo una puntata, del tutto inattesa, a +0,7% a ottobre. L'inflazione *core* è tornata a +1,0% dopo il calo a 0,8% in ottobre (un livello toccato solo a febbraio 2010). La volatilità della dinamica dei prezzi al consumo negli ultimi due mesi è largamente riconducibile al crollo (in ottobre) ed al rimbalzo a novembre dei prezzi dei pacchetti vacanze. Energia ed alimentari freschi hanno contribuito alla calmierazione dei prezzi al consumo negli ultimi mesi. In media 2013, l'inflazione dovrebbe chiudere all'1,4% dal 2,5% del 2012. Le stime di Consenso nel corso di quest'anno sono state progressivamente riviste al ribasso (settembre 2012: 1,8%, giugno 2013: 1,5%, settembre 2013: 1,4%). Episodi di brusco rallentamento dell'inflazione area euro si sono già verificati dall'inizio dell'unione monetaria. Nel luglio del 2009, l'inflazione ha frenato a -0,7% da +4,1% di un anno prima, ma in quell'occasione il rallentamento era quasi interamente spiegato dallo shock sui prezzi petroliferi causato dalla recessione globale. Nell'ultimo anno, il calo dell'inflazione è spiegato ancora in larga misura dalla componente energia (55%), ma il rallentamento dell'inflazione *core* ha contribuito per un buon 26% a fronte di un 5% nel 2009. La dinamica dell'inflazione *core*, al netto di energia, alimentari e tabacchi, ha frenato in particolare negli ultimi sei mesi (0,8% a ottobre dall'1,3% di giugno scorso). La dinamica sottostante dei prezzi al consumo, al netto del contributo di prezzi amministrati e tasse - quella che si definisce inflazione ciclica - è calata a 0,6% a ottobre.

La dinamica dei prezzi ciclici ha frenato più nella Periferia che al Centro ed è in territorio negativo in Grecia, Irlanda e Portogallo. In Spagna, la dinamica ciclica è tornata in territorio positivo per effetto di un aumento dei prezzi amministrati a settembre dopo circa un anno in calo, ma non escludiamo si tratti solo di un fenomeno temporaneo. Le nostre stime sono di un ulteriore rallentamento dell'inflazione in Spagna (in parte per effetto del venir meno della dinamica annuale del rialzo dell'IVA di settembre 2012 che aveva spinto verso l'alto la dinamica 2013), ma di risalita in Grecia, Portogallo e Irlanda. In Italia, l'inflazione è attesa aggirarsi in media all'1,5% dal momento che il rialzo dell'IVA di ottobre avrà un impatto di circa due decimi sulla dinamica 2014. Come può vedersi dalla Tabella 1, il rallentamento dell'inflazione sembra dunque riflettere un ribilanciamento della dinamica dei prezzi al consumo all'interno dell'area euro. Tuttavia, non è chiaro quanto il calo dell'inflazione nella Periferia sia dovuto a shock dal lato dell'offerta, ovvero a recuperi di competitività tramite riduzione di costi e salari e moderazione dei prezzi associati alla deregolamentazione nel mercato dei prodotti. In Spagna, la riforma del mercato del lavoro di febbraio 2012 ha innescato un calo dei salari nell'industria negli ultimi dodici mesi. In Portogallo e Grecia i salari sono in calo da oltre due anni. Ma è assai probabile che molto del rallentamento dei prezzi *core* sia dovuta alla debolezza della domanda interna ed in particolare dei consumi privati.

| Tabella 1- Previsioni d'inflazione AE e paesi membri | | | | | | | | | | | | |
|------------------------------------------------------|-----|-----|-----|------|-----|-----|-----|-----|------|------|------|------|
| | Aus | Bel | Fin | Germ | Ita | Ol | Fra | AE | Port | Gr | Irl | Spa |
| 2008 | 3.2 | 4.5 | 3.9 | 2.8 | 3.5 | 2.2 | 3.2 | 3.3 | 2.7 | 4.2 | 3.1 | 4.1 |
| 2009 | 0.4 | 0.0 | 1.6 | 0.2 | 0.8 | 1.0 | 0.1 | 0.3 | -0.9 | 1.3 | -1.7 | -0.2 |
| 2010 | 1.7 | 2.3 | 1.7 | 1.2 | 1.6 | 0.9 | 1.7 | 1.6 | 1.4 | 4.7 | -1.6 | 2.0 |
| 2011 | 3.6 | 3.4 | 3.3 | 2.5 | 2.9 | 2.5 | 2.3 | 2.7 | 3.6 | 3.1 | 1.2 | 3.1 |
| 2012 | 2.6 | 2.6 | 3.2 | 2.1 | 3.3 | 2.8 | 2.2 | 2.5 | 2.8 | 1.0 | 1.9 | 2.4 |
| 2013 | 2.0 | 1.2 | 2.2 | 1.6 | 1.3 | 2.6 | 1.0 | 1.4 | 0.4 | -0.7 | 0.5 | 1.5 |
| 2014 | 1.8 | 1.5 | 1.9 | 1.5 | 1.4 | 1.5 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | -0.2 | 0.7 | 0.7 |
| 2015 | 1.9 | 1.6 | 1.8 | 1.6 | 1.6 | 1.7 | 1.3 | 1.4 | 1.2 | 0.1 | 0.9 | 1.0 |

Fonte: Eurostat e stime Intesa Sanpaolo

I timori di deflazione ci sembrano eccessivi, anche se i rischi per la dinamica dei prezzi al consumo sono verso il basso

La sorpresa sull'inflazione a ottobre, unitamente all'apprezzamento del tasso di cambio effettivo tra giugno e ottobre (+1,3%) ha innescato timori di deflazione nella zona euro. La BCE ha giustificato ufficialmente il taglio del refi e del tasso di rifinanziamento marginale di 25 punti base, proprio con la sorpresa sull'inflazione e data l'aspettativa che la dinamica dei prezzi al consumo rimarrà bassa, significativamente al di sotto del 2%, per un periodo "prolungato" di tempo. La BCE quantificherà quanto prolungato sarà il periodo di inflazione bassa, con la pubblicazione delle stime di inflazione per il 2015 a dicembre prossimo.

Abbiamo rivisto la stima d'inflazione per il prossimo anno all'1,2% da un precedente 1,5% (stima di settembre 2013). La revisione incorpora per lo più l'effetto meccanico della sorpresa di ottobre, anche se ci aspettiamo un ulteriore rallentamento della dinamica *core* fino a 0,6% di qui a metà 2014. Prevediamo che l'inflazione resti (1,3%-1,4%) ancora più vicina all'1,0% che non al 2,0% anche nel 2015. Continuiamo a ritenere che i rischi per la dinamica dei prezzi al consumo siano più verso il basso che non bilanciati almeno fino a fine 2014, ma i timori di deflazione ci sembrano eccessivi, quanto meno per la media area euro.

Le ipotesi di fondo alla base delle nostre stime sono di solo lieve aumento del prezzo del petrolio nel 2014, a 111 dollari a barile (da 109 dollari) nel 2013 e di un deprezzamento del cambio euro/dollaro a 1,29 dal 1,32 stimato in media per il 2013. Nel corso del 2015 il prezzo del petrolio in euro è previsto circa stabile sui livelli del 2014.

Cominciamo con il dire che ci aspettiamo un deprezzamento del cambio effettivo di circa il 3% nei prossimi dodici mesi, dal momento che l'inizio del *tapering* dovrebbe togliere parte delle pressioni sull'euro. Il deprezzamento del tasso di cambio dovrebbe contribuire a limitare le pressioni verso il basso sulla dinamica dei prezzi al consumo. Si ricorda che l'impatto di un apprezzamento/deprezzamento del cambio effettivo del 5% determina una risposta dell'inflazione di 0,7% dopo due anni secondo i modelli BCE.

Tab. 2 - Effetto di un apprezzamento del tasso di cambio del 5% su crescita e inflazione area euro

| Anni dopo lo shock | IPC ¹ | | Crescita del PIL reale ² | |
|-----------------------------------------------|------------------|--------|-------------------------------------|--------|
| | Anno 1 | Anno 2 | Anno 1 | Anno 2 |
| BCE | -0.5 | -0.7 | -0.5 | -0.7 |
| Oxford Econ. Forecasts risposta di policy on | -0.4 | -0.3 | -0.3 | -0.1 |
| Oxford Econ. Forecasts risposta di policy off | -0.5 | -0.6 | -0.4 | -0.2 |

1) IAPC. 2) Impatto cumulato alla fine del periodo di simulazione.

Fonti: BCE: "The impact of exchange rate shocks on sectoral activity and prices in the Euro Area, working paper no 796" e Oxford Economic Forecasting

L'indice PMI dei prezzi pagati per il manifatturiero a ottobre è salito a 51, da 48 a maggio e suggerisce che le pressioni al ribasso dovrebbero essersi esaurite. Anche le attese di prezzo derivate dall'indagine della Commissione Europea evidenziano che il rallentamento dei prezzi a monte dovrebbe essere alle spalle.

I rischi derivano dalla dinamica dell'inflazione *core*

Date le nostre previsioni di rialzo limitato dell'energia nei prossimi due anni, e a meno di sorprese dai prezzi degli alimentari, il vero nodo per la dinamica dei prezzi al consumo è rappresentato da quanto ancora l'inflazione *core* può calare, in particolare nella periferia. Durante la recessione del 2008-09, l'inflazione *headline* ha toccato un minimo a marzo 2009, mentre l'inflazione *core* ha continuato a rallentare fino al febbraio del 2010. Questo perché la dinamica sottostante tende a reagire con ritardo al rallentamento del ciclo. La relazione tra variazione dell'inflazione *core* e misure di eccesso di offerta nell'economia rimane piuttosto controversa.

Nel bollettino BCE di novembre 2013 è incluso un focus sulla relazione tra risorse inutilizzate nell'economia e dinamica dei prezzi al consumo o curva di Phillips per la zona euro (si veda il Bollettino di Novembre 2013, Box 2 pagg. 92-94). Il focus riafferma le conclusioni del bollettino di gennaio 2011, in cui si indicava che la risposta dell'inflazione area euro alla capacità inutilizzata nell'economia è piuttosto contenuta a meno di ampie variazioni dell'*output gap*. La BCE nota che il coefficiente della curva di Phillips si è finanche ridotto dopo la crisi. In generale, la BCE valuta che le variabili di *slack* (output o scostamento della disoccupazione dal NAIRU o misure basate sulle indagini congiunturali come il grado di utilizzo della capacità produttiva) apportano solo un limitato miglioramento rispetto a un modello auto-regressivo nello spiegare la dinamica di salari e prezzi.

Tra le spiegazioni della scarsa risposta dell'inflazione area euro all'*output gap*, la BCE indica il fatto che politiche monetarie più credibili e un obiettivo, più o meno esplicito, di inflazione di medio periodo, hanno contribuito a mantenere sotto controllo la dinamica inflazionistica, rendendo più piatta la curva di Phillips. La BCE non trascura l'effetto dell'aumento di tasse e prezzi amministrati sul calo dell'inflazione in risposta al ciclo, ma conclude che principalmente la risposta blanda dell'inflazione è dovuta al permanere di rigidità nominali verso il basso di salari e costi; ciò impedisce un ulteriore miglioramento di competitività all'interno della zona euro. Le conclusioni del focus del bollettino di novembre sembrano indicare che la BCE ritiene che i rischi verso il basso per la dinamica inflazionistica siano limitati e che sono necessarie ulteriori riforme strutturali per determinare un aggiustamento più significativo dei salari e recuperi di competitività nella periferia.

Condividiamo la posizione della BCE sul fatto che il rischio di deflazione per l'Eurozona rimane contenuto. In un'ottica di previsione, il grosso del peggioramento del mercato del lavoro dovrebbe essere alle spalle e l'*output gap* dovrebbe cominciare a chiudersi in media dalla seconda metà di quest'anno. I salari al Centro ed in particolare in Germania potrebbero tornare a crescere intorno al 2,6%-2,8% dalla seconda metà del 2014, dal momento che il tasso di disoccupazione in Germania è al livello strutturale. Dunque le pressioni verso il basso sulla dinamica dei prezzi *core* dovrebbero progressivamente rientrare.

Tuttavia, non ci sentiamo di escludere rischi verso il basso per la dinamica dei prezzi al consumo, dal momento che la risposta dell'inflazione ciclica all'*output gap* potrebbe essere più ampia di quanto suggeriscano i modelli, in particolare nei Paesi della periferia. Un rudimentale esercizio di stima² suggerisce che nel periodo 1998-2013 la variazione ritardata di tre periodi dell'*output gap* e la variazione del tasso di cambio effettivo ritardata di quasi due anni spiegano solo il 30% della varianza dell'inflazione *core*, ma il potere esplicativo dell'*output gap* aumenta sensibilmente (36%) nel caso in cui l'inflazione è depurata dal contributo dei prezzi amministrati. Va tenuto conto del fatto che nella storia dell'unione monetaria non si hanno episodi in cui l'*output gap* è stato altrettanto ampio e per un periodo di tempo così esteso come tra il 2010 ed

² Abbiamo stimato con un modello di regressione la variazione dell'inflazione *core* rispetto ad un anno prima sulla variazione del tasso di cambio effettivo ritardato di due anni.

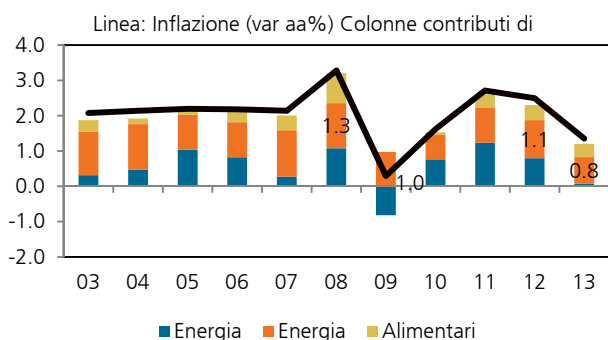
il 2014. Nella periferia, l'*output gap* derivato dall'aggregazione delle stime OCSE per Portogallo, Irlanda, Spagna, Grecia e Italia, è negativo dal 2008 e nel 2014 potrebbe rimanere circa invariato rispetto a quest'anno. Il costo del lavoro orario ha frenato allo 0,9% a/a nel giugno 2013 dall'1,8% del 2012 e dal 2,2% del 2011. Va inoltre considerato che le riforme volte a sganciare i salari dall'inflazione varate negli ultimi anni in Portogallo, Spagna e Grecia mostreranno gli effetti sulla dinamica salariale con ritardo.

In **conclusione**, la nostra valutazione è che l'inflazione area euro rimarrà più vicina all'1% che al 2% anche nei prossimi due anni, frenata dalla dinamica dei prezzi *core* almeno fino a metà 2014. Il rischio di deflazione nella media area euro rimane contenuto. Tuttavia, non escludiamo che l'inflazione possa sorprendere verso il basso nella Periferia data l'ampiezza dell'*output gap* e la moderazione del costo lavoro. Per questi Paesi molto dipenderà dal ritorno a tassi di crescita positivi non solo per il PIL, ma anche per la dinamica della domanda interna.

La bassa inflazione va comunque contrastata, ma l'azione della BCE è sufficiente?

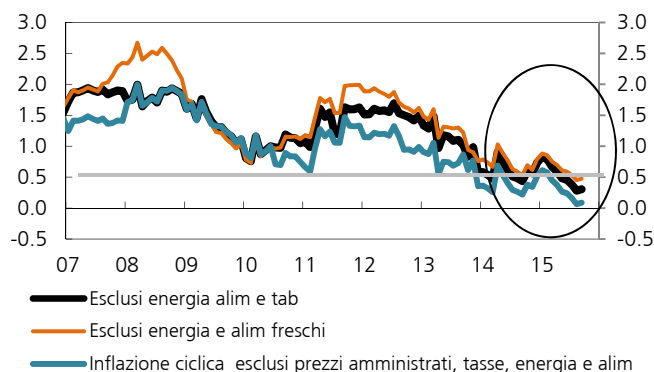
La bassa inflazione va comunque contrastata, dal momento che potrebbe rendere il processo di ribilanciamento degli squilibri interni e di *deleveraging* più oneroso. Con un'inflazione bassa, i debitori sono tipicamente svantaggiati. Con una crescita nominale più bassa il rapporto debito/PIL scende meno rapidamente a meno di un calo più che proporzionale dei tassi d'interesse. Con un'inflazione bassa i profitti delle imprese tendono ad azzerarsi con effetti negativi sulle decisioni di investimento. **Solo con un programma acquisto di titoli a tempo indeterminato la Fed e, più di recente, la BOJ sono riuscite ad aumentare significativamente la base monetaria e a risollevare le attese d'inflazione.** Tuttavia come discutiamo nella sezione che segue, l'avvio di un programma di acquisto titoli sul mercato secondario sarebbe assai controverso e difficilmente troverebbe un consenso sufficientemente ampio all'interno del Consiglio BCE.

Il rallentamento dell'inflazione nell'ultimo anno è spiegato dall'energia ma anche dalla dinamica dei prezzi *core*



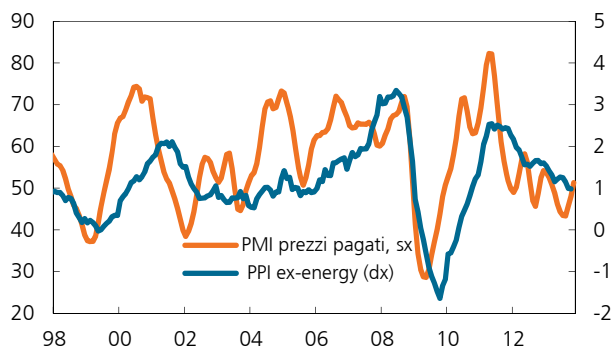
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'inflazione *core* al netto del contributo di tasse e prezzi amministrati è pericolosamente vicina a zero



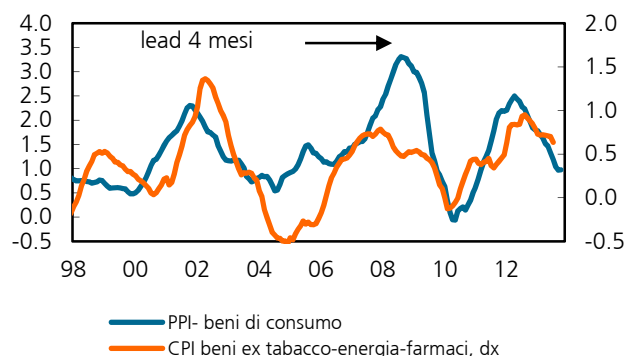
Fonte: Eurostat, ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le pressioni al ribasso sui prezzi a monte della catena produttiva sembrano essere rientrate...



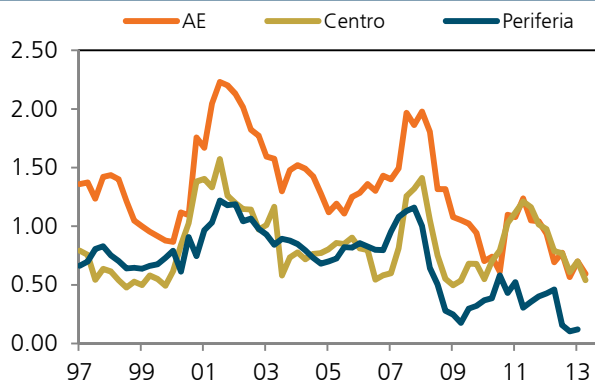
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... anche se deve ancora trasferirsi sui prezzi al consumo il calo dei prezzi alla produzione per i beni di consumo



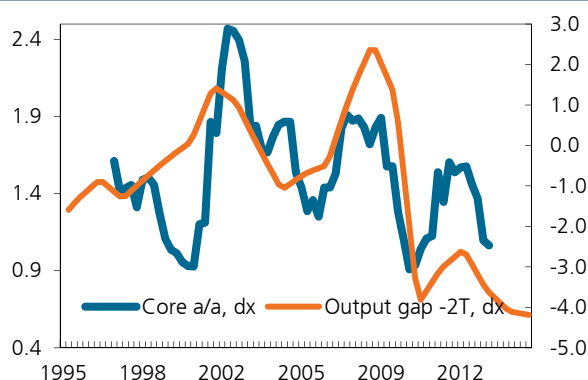
Fonte: Eurostat, ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La dinamica dell'inflazione ciclica ha frenato più nella Periferia che al Centro



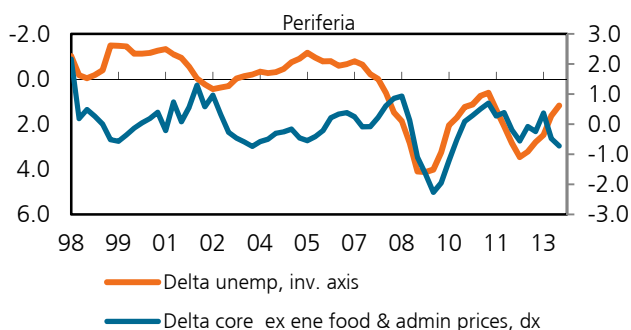
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'output gap nella media AE dovrebbe stabilizzarsi nel 2014 limitando ulteriori pressioni verso il basso sulla dinamica dei prezzi core nella media AE



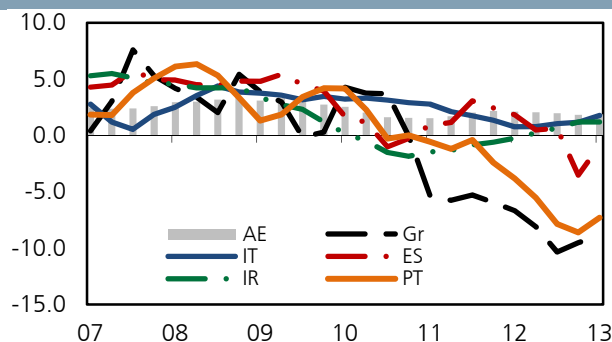
Fonte: Eurostat, ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Non può escludersi un ulteriore rallentamento della dinamica dei prezzi core nella Periferia dato l'elevato tasso di disoccupazione ed...



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... il calo del costo del lavoro più accentuato che al Centro



Fonte: Eurostat, ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

2014: la BCE potrebbe dover fare di più?

Lo scorso dicembre scrivevamo che “difficilmente la BCE avrebbe potenziato lo stimolo monetario nel corso del 2013 per cercare di ripristinare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria ai paesi della periferia” (v. Scenario Macroeconomico, dicembre 2012). Rispetto alle nostre attese, la BCE nel corso di quest’anno ha tagliato il refi di 50 punti base e non solo di 25pb come da noi assunto, portando a novembre scorso il refi a 0,25%, un minimo assoluto per la storia dell’Unione Monetaria. Non ha però potenziato lo stimolo monetario in modo mirato. C’è stata però l’introduzione, a luglio scorso, della *forward guidance* qualitativa come strumento di politica monetaria non convenzionale. La *forward guidance* è una novità ancor più rilevante per una banca centrale come la BCE che sempre aveva dichiarato “*we never pre-commit*” sul sentiero futuro dei tassi di interesse.

Anna Maria Grimaldi

La *guidance* ha contribuito a tenere sotto controllo i tassi di mercato monetario e la struttura dei rendimenti governativi negli ultimi mesi. Tuttavia, è difficile distinguere l’effetto rinvio dell’inizio della riduzione degli acquisti Fed, dall’introduzione di un *easing bias* da parte della BCE. A novembre scorso, la BCE ha in un certo senso rafforzato l’impegno a mantenere “i tassi sui livelli attuali o più bassi” con la decisione di prolungare di un anno l’assegnazione piena sulle aste di rifinanziamento fino a luglio 2015. È, difatti, difficile che la BCE alzi i tassi prima di rimuovere l’assegnazione piena. In linea di principio il refi potrebbe salire anche con il *full allotment* ma in un regime d’asta di questo tipo, la BCE non ha la possibilità di guidare l’EONIA, dal momento che questo è schiacciato sul pavimento del corridoio e il tasso guida è il tasso sui depositi. Un rialzo del refi aumenterebbe, quindi, solo il costo dei fondi presi in BCE. Sostanzialmente la BCE si è impegnata a mantenere i tassi fermi fino alla seconda metà del 2015 e mantiene un orientamento ribassista.

La *forward guidance* è stata la principale novità del 2013

La domanda è se nel 2014 la BCE farà di più sul fronte delle misure non convenzionali, dato il rischio di un periodo prolungato di inflazione bassa. La *guidance* BCE è arrivata con circa sette mesi dopo la Fed, che a dicembre 2012 aveva legato il sentiero dei tassi di interesse a una soglia quantitativa per il tasso di disoccupazione al 6,5%, due mesi dopo la BoE. Potrebbe, quindi, la BCE sorprendere nel 2014 e arrivare con ritardo ad un QE o a un programma tipo *funding for lending scheme* a fronte di un’inflazione che viaggerà intorno all’1% fino al 2015 inoltrato?

Cosa aspettarsi per il 2014?

Dopo le decisioni di novembre, più membri del comitato esecutivo della BCE si erano espressi con toni molto accomodanti e non avevano escluso misure “più estreme” per garantire il rispetto del mandato di stabilità dei prezzi. Draghi e Constancio avevano indicato che “la BCE è tecnicamente pronta per un taglio del tasso sui depositi in territorio negativo”. Ma i membri BCE avevano perfino ventilato un programma di acquisto titoli. Lo scorso 22 novembre **Praet** capo economista e membro del Comitato esecutivo BCE, ha indicato chiaramente durante un’intervista al WSJ, che se il mandato della BCE dovesse essere a rischio andrebbero utilizzati tutti gli strumenti disponibili, anche acquisti di titoli. Anche Constancio, vice presidente della BCE, ha indicato che “tutto è possibile, la BCE potrebbe considerare misure estreme” (27 novembre 2013) ma che “la Banca centrale non ha ancora discusso un programma di acquisto titoli” (19 novembre 2013).

Alla riunione di dicembre, Draghi ha però sorpreso con toni meno accomodanti del previsto. Il presidente della BCE ha indicato che il consiglio ha solo brevemente discusso un taglio del tasso sui depositi ma al di là di ciò “non sono stati individuati interventi specifici” all’interno dell’ampia gamma di strumenti disponibili. Inoltre Draghi ha specificato che “dopo un periodo di inflazione bassa” la BCE ritiene che “la dinamica dei prezzi al consumo muoverà gradualmente verso il 2%” e che giudica “adeguata l’assicurazione contro la bassa inflazione”, dal momento che vi è evidenza di un graduale *drift* dell’inflazione *core* verso l’alto. Tali affermazioni sono supportate dallo scenario di dicembre dello staff, che per la prima volta ha introdotto stime puntuali per

Il tono della comunicazione della BCE a dicembre e le previsioni dello staff suggeriscono...

l'inflazione *core*. La crescita è stata rivista a sorpresa a +1,1% nel 2014 (due decimi al di sopra del consenso di fine novembre) e la BCE si attende acceleri all'1,5% nel 2015. Le stime di inflazione, come ci aspettavamo, sono ancora più vicine all'1,0% che al 2,0% anche nel 2015 (1,3% dopo 1,1% nel 2014), **ma sorprendentemente la BCE si aspetta la dinamica *core* (al netto di alimentari ed energia) al di sopra dell'*headline* e in aumento all'1,3% nel 2014 e all'1,4% nel 2015 nonostante veda il costo del lavoro frenare a 0,9% -1,0% nel prossimo biennio dal +1,4% nel 2013.** La BCE dunque sembra ritenere che la dinamica dell'inflazione è frenata dall'energia ed alimentari freschi ma non è influenzata dalla posizione ciclica dell'economia.

Tabella 1 – per la prima volta la BCE diffonde le stime per inflazione *core* e disoccupazione

| Variazioni annue in % | BCE dicembre 2013 | | | Revisioni rispetto a settembre 2013 | |
|-----------------------------------------------|-------------------|------|------|-------------------------------------|------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2013 | 2014 |
| PIL | -0.4 | 1.1 | 1.5 | 0 | 0.1 |
| Inflazione headline | 1.4 | 1.1 | 1.3 | -0.1 | -0.2 |
| Inflazione al netto di energia e alim. | 1.1 | 1.3 | 1.4 | 0 | -0.1 |
| Inflazione al netto di energia, alim. e tasse | 1.1 | 1.1 | 1.4 | 0 | -0.1 |
| Disoccupazione. (%) | 12.1 | 12 | 11.8 | -0.1 | -0.2 |

Fonte: BCE dicembre 2013 previsioni economiche dello staff

Draghi ha inoltre aggiunto che la politica monetaria si trasmette con ritardo, ancor più in un contesto di mercato interbancario frammentato e considerato che le banche, il settore privato e i Governi si trovano in una fase di risanamento dei bilanci in alcuni paesi della zona euro.

Il tono meno ribassista di Draghi e le previsioni dello staff di una dinamica dell'inflazione *core* al di sopra dell'*headline* fino al 2015 ci inducono a ritenere che la BCE valuta che le azioni passate siano sufficienti a riportare la dinamica dei prezzi al consumo gradualmente verso il 2%, nonché che la *forward guidance* sia uno strumento adeguato per tenere sotto controllo i tassi a breve. Speriamo che l'inizio del *tapering* non trovi la BCE troppo ottimista sulle sue capacità di comunicare ai mercati. **Il nostro scenario centrale è, quindi, di una BCE che mantiene i tassi sui livelli attuali fino alla seconda metà del 2015.**

Non è escluso che la BCE si trovi a dover fare di più nel 2014: il processo di ribilanciamento degli squilibri interni all'area è ancora lungo e doloroso e potrebbe pesare sulla crescita in modo più severo di quanto generalmente assunto. Se i dati dovessero segnalare rischi verso il basso per lo scenario macro, la BCE potrebbe:

1) limare il *refi* a zero e portare il tasso sui depositi in territorio marginalmente negativo (-0,1%)³. La misura è stata già discussa ai primi di dicembre, ma non è scontato che una tale mossa trovi un consenso sufficientemente ampio all'interno del Consiglio;

2) la BCE potrebbe cercare inoltre di potenziare la *forward guidance*, ma l'introduzione di soglie quantitative sembra poco probabile;

3) Un'altra LTRO sembra meno probabile dopo le dichiarazioni di Draghi durante la conferenza stampa ma non è del tutto escluso che la BCE possa introdurre un programma tipo *funding for lending scheme* della BoE per cercare di stimolare l'offerta di credito ed evitare che la liquidità aggiuntiva venga utilizzata per sfruttare le opportunità di *carries* sulla curva governativa come nel 2012. Il giorno dopo la riunione di dicembre, Nowotny ha indicato che va considerato un

... che lo scenario più probabile è di tassi fermi almeno fino alla seconda metà del 2015

In caso di sorprese verso il basso, la BCE potrebbe tagliare il tasso sui depositi e potenziare la *guidance*

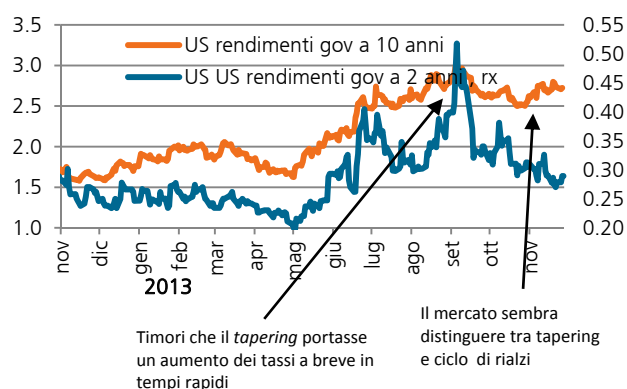
³ Tagliare il *refi* ma non il tasso sui depositi è tecnicamente possibile ma non ci sembra una scelta razionale dal momento che non avrebbe alcun impatto sul livello dell'EONIA, di cui al più limiterebbe la volatilità. Per un'analisi sui costi e benefici di un taglio del tasso sui depositi in territorio negativo si veda Weekly Economic Monitor dello scorso 24 maggio.

programma tipo *funding for lending scheme* della BoE, perché vi è una necessità di attenzione particolare per quelle aree dove la politica monetaria espansiva della BCE non riesce ad arrivare;

4) Pensiamo che la BCE contemplerebbe un QE europeo solo nel caso di serio rischio di deflazione per l'intera Eurozona, e in tal caso probabilmente soltanto dopo aver tagliato il tasso sui depositi e provato a tenere sotto controllo i tassi di mercato con la *forward guidance*. Peraltro, lo stimolo quantitativo sarebbe l'unica misura significativa dal punto di vista macroeconomico fra quelle oggi potenzialmente sul tavolo. Se la BCE deciderà di avvalersi dell'opzione di acquistare ABS potrebbe essere scoraggiata dalle differenze di regolamentazione di tali strumenti all'interno dell'area. Un programma di QE avrebbe quindi probabilmente per oggetto l'acquisto di titoli governativi sul mercato secondario. Quest'opzione non viola il divieto di finanziamento del deficit dei Paesi membri (art. 123 TFEU). L'annuncio di un programma di QE sarebbe decisamente controverso data la nota opposizione tedesca ad acquisto di titoli di Stato anche sul mercato secondario e considerate le modalità previste per le OMT. Weidmann ha ribadito la sua ostilità a programmi di acquisto del debito, in quanto portano a un rovesciamento dei ruoli: "la politica monetaria stabilizza il debito pubblico reale, mentre l'inflazione è determinata dalle necessità fiscali". Pensiamo che come per le OMT e il SMP l'opposizione della Germania non impedirebbe di procedere nel caso in cui il rischio di deflazione dovesse diventare concreto. Sono inoltre circolate voci che un modo per superare l'opposizione tedesca sarebbe quello di annunciare un programma di acquisto di tutti i titoli della zona euro, Germania inclusa, per un ammontare prestabilito e proporzionale alla quota nel capitale BCE dei singoli Paesi membri. Un programma di QE congegnato in questo modo, potrebbe essere caratterizzato da minori limitazioni anche sulla durata dei titoli potenzialmente acquistabili rispetto alle OMT, dal momento che non sarebbe mirato a singoli Paesi ma a contrastare il rischio di deflazione nella zona euro. Ricordiamo che con l'assegnazione piena nelle aste di rifinanziamento la BCE ha perso il controllo della base monetaria e dunque un programma di acquisto titoli non necessariamente riuscirebbe a far aumentare la liquidità in eccesso nel sistema. Il programma riuscirebbe comunque a ridurre il *term premium* sui tassi governativi, anche se non necessariamente riuscirebbe a ridurre il rischio di credito nei periferici.

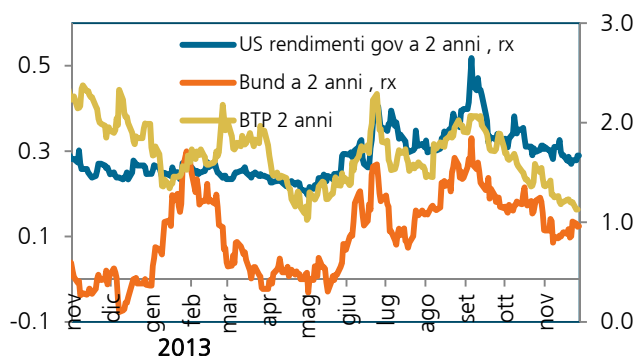
Un QE europeo rimane un evento remoto a meno di rischio generalizzato di inflazione

Fig. 1 – Il *tapering* in America è dietro l'angolo, ma il mercato sembra aver recepito "la separazione" tra riduzione degli acquisti e rialzo dei fed funds



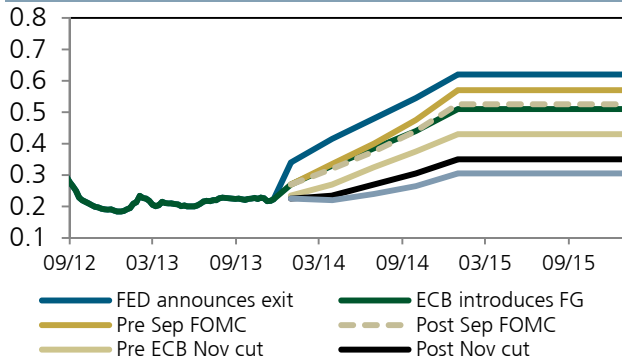
Fonte: Thomson Reuters - Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Tassi a breve europei meno correlati a quelli americani rispetto all'estate, in particolare nella periferia



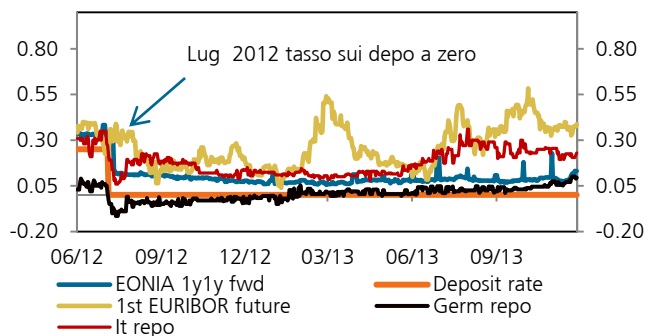
Fonte: Thomson Reuters - Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – La BCE con al *forward guidance* è riuscita a ridimensionare le attese di rialzo



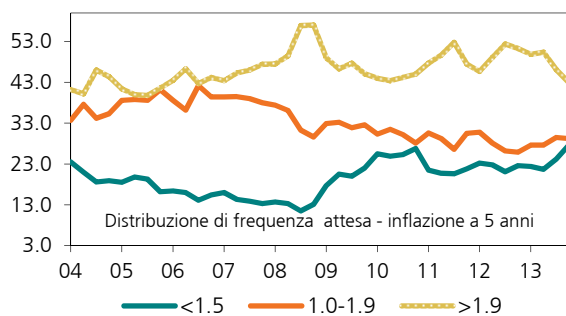
Fonte: Thomson Reuters - Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Un taglio del tasso sui depositi potrebbe spingere l'EONIA a zero (-) e i repo in negativo



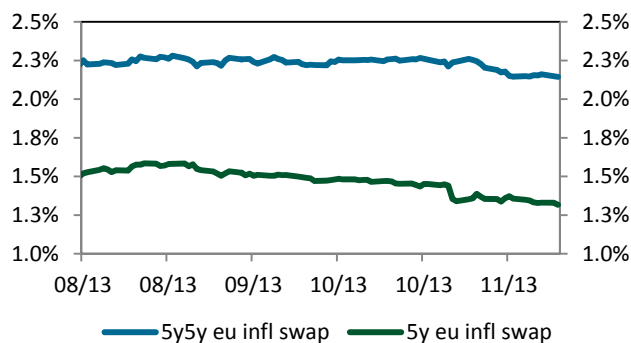
Fonte: Thomson Reuters - Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Le attese a 5 anni dei *professional forecaster* sono stabili ma è aumentata la percentuale di previsori che vede l'inflazione al di sotto dell'1,5%



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – Il mercato dopo la sorpresa sull'inflazione ha corretto le attese non solo a breve ma anche a 5 anni



Fonte: Thomson Reuters - Datastream

Germania: per ora crescita al di sopra del trend

Manteniamo una previsione di crescita dell'economia tedesca all'1,7% nel 2014, dal +0,4% stimato per l'anno in corso. La Germania tornerà, quindi, a crescere al di sopra del potenziale (1,4% nelle ultime stime della Commissione). Per il 2015 ci aspettiamo che la crescita acceleri solo marginalmente all'1,8%. La crescita dovrebbe continuare a spostarsi dalle esportazioni nette alla domanda interna supportata da: condizioni finanziarie che ci aspettiamo rimangano espansive sull'orizzonte di previsione, accelerazione dei salari reali e mercato del lavoro in lieve miglioramento. Il surplus di parte corrente si chiuderà solo marginalmente dal 7% di quest'anno al 6,6% nel 2014. L'ampio avanzo di parte corrente tedesco è ora considerato un problema dalla Commissione Europea che ha aperto un'inchiesta contro la Germania lo scorso 18 novembre in occasione della pubblicazione dell'*Alert Mechanism Report 2013*⁴. La performance dell'economia tedesca, nettamente superiore a quella del resto della zona euro a partire dal 2005, è figlia delle riforme dei primi anni 2000. Dal 2014, ci aspettiamo, però, che il differenziale di crescita rispetto alla media si chiuda almeno parzialmente (v. fig. 14). Il vantaggio competitivo della Germania rimane ampio (v. fig. 13), ma va mantenuto con riforme volte ad aumentare la partecipazione nel mercato del lavoro e a contrastare gli effetti sulla crescita potenziale delle dinamiche demografiche avverse e del gap di capitale (in particolare infrastrutturale) rispetto al resto dell'Eurozona (v. fig. 15). I termini dell'accordo preliminare tra SPD e CDU (si attende il voto referendario di tutti i membri dell'SPD il prossimo 14 dicembre) suggeriscono che le politiche del nuovo Governo potrebbero avere un effetto moderatamente positivo sulla dinamica della domanda interna nel breve termine, ma vi sono poche indicazioni sulle politiche di medio periodo. Le scelte sull'età pensionabile non andranno certo ad alleviare l'elevato *dependency ratio* della Germania. Così come l'introduzione di un salario minimo di 8,5 euro all'ora dal 2015 potrebbe mettere sotto pressione la struttura dei salari negli anni a venire, erodendo in parte il vantaggio competitivo della Germania, se non compensato da ulteriori recuperi di produttività oraria del lavoro (si veda per maggiori dettagli sull'accordo tra CDU e SPD il Focus di p. 41).

Anna Maria Grimaldi

I rischi per lo scenario sono verso il basso e derivano da una crescita meno sostenuta della domanda estera rispetto a quanto da noi assunto e da una dinamica dei consumi e investimenti in macchinari ancora cauta rispetto ai fondamentali.

Prospettive di breve termine: nei mesi estivi il PIL tedesco è cresciuto di 0,3% t/t (0,6% a/a), un passo più debole rispetto al 2° trimestre, quando la crescita era stata gonfiata da effetti statistici. La dinamica del PIL è stata trainata da un'accelerazione della domanda interna ed in particolare delle costruzioni che ha più che compensato la frenata dell'export. Le indicazioni per i mesi finali dell'anno sono di una crescita del PIL nella migliore delle ipotesi di 0,3% e i rischi sono verso il basso. La produzione industriale (-1,2% m/m) ha segnato, difatti, un'entrata molto debole nel trimestre (-1,2% t/t dopo +0,7% t/t in estate). Il calo di produzione dovrebbe essere solo una pausa legata alla volatilità dell'attività nel comparto dei beni capitali e in particolare all'industria aereaospaziale. Tra ottobre e novembre l'indice IFO si è aggirato in media a 108,7 dal 107,4 dei mesi estivi e dal 105,3 del 2° trimestre. Il PMI composito è salito a 54,3 a novembre da 50,4 giugno. Le aspettative dall'indagine IFO sono tornate sui massimi dal 2011. Il netto

A fine anno la Germania crescerà almeno allo stesso ritmo dei mesi estivi

⁴ Un saldo di parte corrente superiore al 6% o inferiore al 4% è uno dei criteri presi in considerazione dalla Commissione per verificare se un paese è affetto da squilibri macroeconomici eccessivi. Ma in isolamento non è uno "squilibrio" che porta all'apertura di una procedura, ci sono altri tre parametri che la Germania non rispetta: il tasso di cambio effettivo, il calo delle quote di mercato e il debito pubblico. La Commissione indica che il surplus primario è atteso rimanere in eccesso del 6% anche nel 2014 (stime d'autunno lo danno al 6,6% dal 7% previsto per il 2013) e potrebbe pertanto mettere sotto pressione il tasso di cambio. La Commissione nota inoltre che nonostante il debito privato sia tra i più bassi della zona euro il processo di decumulo delle passività è continuato e gli investimenti aziendali sono tornati a scendere lo scorso anno.

miglioramento del rapporto ordini fatturato dall'indagine PMI suggerisce un'ulteriore accelerazione dell'industria a fine anno (v. figg 1 e 2), trainata da una dinamica più vivace delle esportazioni. Le attese sull'export e l'indice PMI sugli ordini dall'estero unitamente all'aumento del PMI globale suggeriscono una ri-accelerazione dell'export tedesco dopo la pausa di fine estate (v. figg. 3 e 4). Le indicazioni sono positive anche per i servizi e il commercio, stando alle indicazioni dal dettaglio settoriale IFO e PMI servizi.

Le esportazioni sono viste in crescita del 3,9% nel 2014 dal +0,9 nel 2013, meno delle importazioni (+4,7% dopo il +0,9% del 2013). Il contributo del commercio estero alla crescita nel 2014 sarà marginalmente negativo a fronte di un apporto della domanda interna di +1,7%. L'impulso alla dinamica della domanda domestica dovrebbe venire in particolare dagli investimenti in costruzioni e dalla spesa in macchinari.

Non è escluso che gli investimenti in costruzioni possano indebolirsi a cavallo del nuovo anno dopo la forte crescita del 2° e 3°, in parte dovuta a un effetto di recupero dopo la debolezza invernale; tuttavia, le prospettive per il settore rimangono positive. Le condizioni finanziarie restano assai favorevoli: il tasso applicato sui nuovi prestiti per l'acquisto della casa (con periodo di fissazione del tasso tra i 5 e 10 anni, categoria più rappresentativa) rimane storicamente basso (2,68% ad agosto 2013, in calo di 10pb rispetto ad un anno prima). La dinamica degli ordinativi e permessi, in particolare nell'edilizia residenziale, e l'aumento della capacità produttiva suggeriscono una crescita degli investimenti in costruzioni ancora solida sull'orizzonte di previsione. In media nel 2014, ci aspettiamo una crescita del 2,7% dopo il calo di -0,6%.

Costruzioni le prospettive per il settore rimangono positive

Il ciclo degli investimenti in macchinari sembra aver svoltato nei mesi primaverili ma ha poi frenato in estate. Non ci aspettiamo un'accelerazione significativa per i prossimi due trimestri. L'utilizzo della capacità produttiva è salito ma rimane ancora al di sotto della media di lungo termine. Il calo degli ordini domestici di beni capitali negli ultimi mesi suggerisce che, per il momento, le imprese continuano ad avere un approccio cauto all'ampliamento degli impianti. In prospettiva il recupero della domanda, unitamente a condizioni finanziarie ancora favorevoli (nonostante un probabile rialzo della struttura dei tassi a breve e più lungo termine) e ad una posizione di bilancio assai solida, dovrebbe favorire una crescita più sostenuta a partire dal 2° trim. 2014. In media, vediamo gli investimenti aziendali in aumento del 3,8% nel 2014 dopo il -1,0% del 2013. Si tratta in realtà di una ripresa piuttosto blanda rispetto ai cicli precedenti, ma negli ultimi anni le imprese tedesche hanno continuato a delocalizzare.

Investimenti in macchinari in accelerazione dal 2° trim. 2014

I consumi privati hanno deluso nei mesi estivi con una crescita di appena 0,1% t/t dopo il +0,6% t/t dei mesi primaverili. Rispetto allo scenario di settembre rimaniamo comunque positivi sulla dinamica dei consumi delle famiglie che ci aspettiamo acceleri al +1,5% nel 2014 dal +1,1% stimato per l'anno in corso, dati i fondamentali solidi. I consumi saranno, a nostro avviso, sostenuti da condizioni finanziarie ancora espansive, da una crescita del reddito da lavoro reale superiore all'1,0% e dalle misure di politica fiscale previste per l'anno in corso e per il prossimo⁵.

Consumi a passo veloce dati i fondamentali solidi

Mercato del lavoro: Tra giugno e ottobre la crescita dell'occupazione su base trimestrale è stata quasi nulla e il tasso di disoccupazione è aumentato di un decimo al 6,9% a settembre. Gli indici PMI e le indagini di fiducia suggeriscono un lieve aumento della crescita degli occupati nei prossimi mesi. Tuttavia, la creazione di occupazione resterà comunque limitata, dal momento che le imprese tedesche nell'ultima fase recessiva hanno aggiustato il monte ore più che gli organici. Il numero di ore lavorate nei mesi estivi è accelerato ma rimane ancora al di sotto del livello pre-crisi: vi è quindi ancora margine prima di tornare ad aumentare gli organici (v. fig. 8).

Crescita blanda dell'occupazione. Nel 2014 c'è ancora spazio per aumentare il monte ore

⁵ Ricordiamo come più significativa in termini di impatto sul ciclo la riduzione dei contributi previdenziali dal 19,6% al 18,9%.

Stimiamo che l'occupazione possa crescere dello 0,7% in media nel 2014 e che il tasso di disoccupazione resti circa invariato al 6,7%. A meno di un aumento significativo della forza lavoro, improbabile anche assumendo flussi migratori di circa 300mila unità all'anno, è difficile che il tasso di disoccupazione scenda significativamente dai livelli attuali. Rimangono fondamentali politiche volte ad aumentare la partecipazione a tempo pieno delle donne nel mercato del lavoro nel medio periodo.

La dinamica del reddito disponibile ci aspettiamo sarà sostenuta da una crescita dei salari almeno pari a quella del 2013 (circa il 2,5%) e da una dinamica stabile dei prezzi al consumo sull'orizzonte di previsione. Gli accordi stipulati tra marzo e giugno implicano aumenti inferiori a quelli concordati nella prima parte dell'anno e in media tra il 2% e il 3% per 21 mesi. Le retribuzioni, inclusi bonus e benefit accessori, sono rallentate al 2,1% a giugno dal 3,0% di marzo ma a settembre crescevano del 2,4%. Il costo del lavoro crescerà, a nostro avviso, del 2,5% quest'anno e del 2,6% il prossimo, in parte per effetto dei minori oneri contributivi. La dinamica del costo unitario del lavoro probabilmente sarà penalizzata da una crescita della produttività strisciante anche nel 2013 e nel 2014.

L'inflazione è calata dall'1,9% di luglio scorso all'1,3% a/a in novembre, per lo più grazie a minori pressioni dalla componente energia. La dinamica del CPI beni, al netto dell'energia, è rimasta circa stabile tra giugno e ottobre (mentre scriviamo il dettaglio per novembre non è ancora disponibile). In media annua, l'inflazione è attesa all'1,6% sia quest'anno che il prossimo dal 2,1% del 2012. La dinamica sottostante potrebbe accelerare dall'1,2% all'1,4% nel 2014 per effetto dell'accelerazione del costo del lavoro.

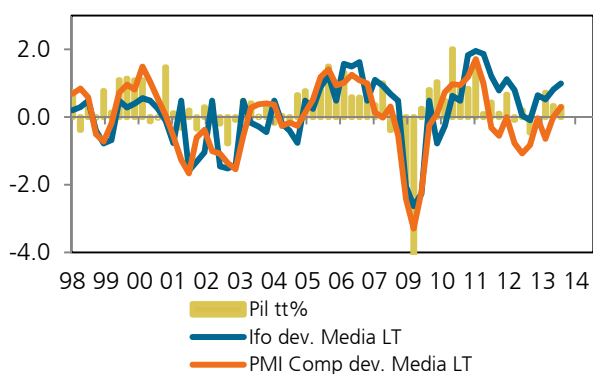
Finanze pubbliche. Il saldo di bilancio potrebbe chiudere in pareggio o con un piccolo surplus nel 2013 a +0,1%. Nel 2014, ci aspettiamo un saldo in pareggio o un lieve deficit dal momento che l'effetto positivo del ciclo sarà controbilanciato da una *stance* di politica fiscale marginalmente più espansiva. I negoziati tra la CDU e l'SPD hanno indicato come probabile un aumento della spesa pensionistica e della spesa per infrastrutture che dovrebbe essere controbilanciato, in parte, dall'effetto sulle entrate di una crescita più solida e dall'introduzione dell'imposta di pedaggio autostradale per gli stranieri. Non è escluso che il saldo strutturale potrebbe ancora migliorare a +0,4% del PIL nel 2014, nonostante l'aumento della spesa pensionistica. Il debito è visto in calo già il prossimo anno al 78,6% del PIL nel 2014, dall'81,9% del PIL nel 2012.

Reddito disponibile reale in crescita dell'1,0% ben al di sopra della media AE

Inflazione stabile all'1,6%

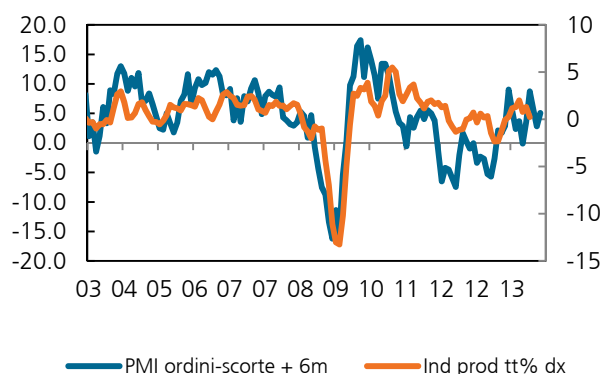
Il nuovo governo non comprometterà la virtù fiscale della Germania

Fig. 1 - IFO e PMI indicano che la ripresa è ben avviata



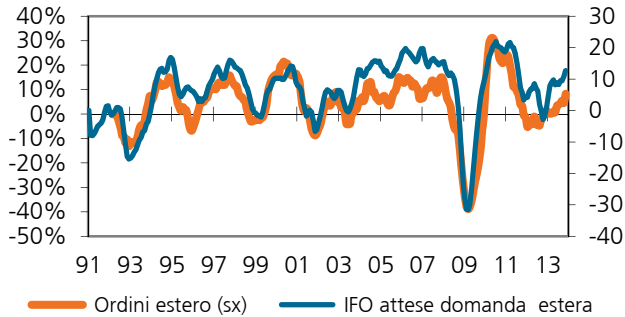
Fonte: IFO institut, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 - L'attività nell'industria dovrebbe accelerare a cavallo del nuovo anno



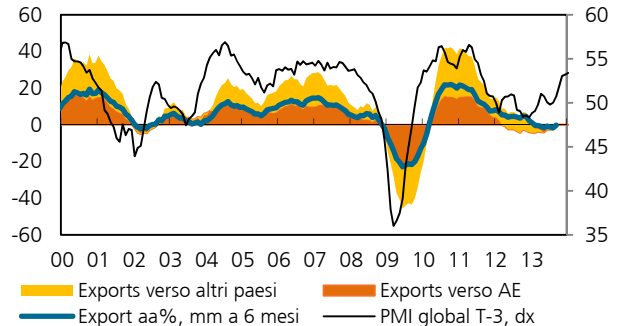
Fonte: FSO, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3- Le imprese segnalano un balzo degli ordini dall'estero



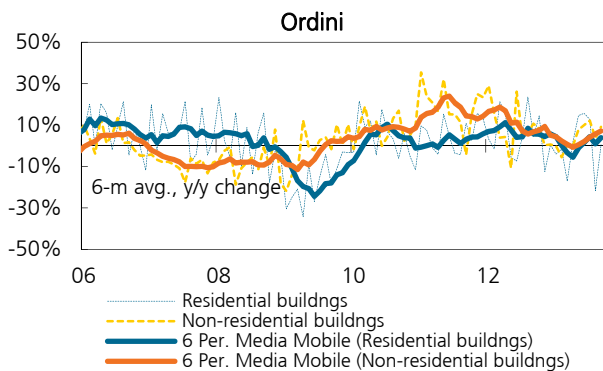
Fonte: IFO institut, ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – La domanda globale dovrebbe trainare l'export da fine 2013



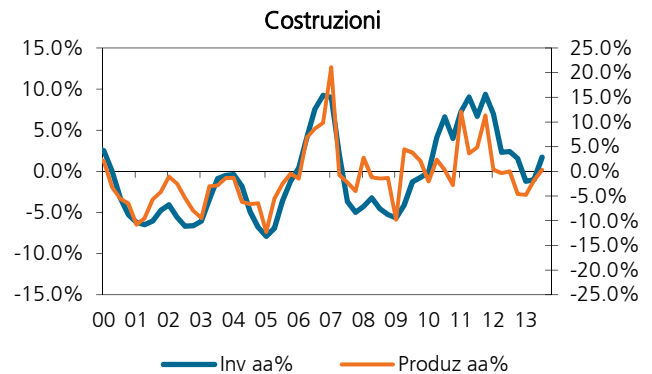
Fonte: Markit, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – La dinamica di ordini e...



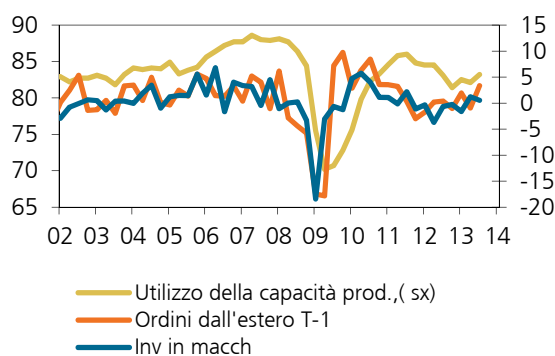
Fonte: IFO institut, ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – ... produzione indicano una crescita ancora sostenuta degli investimenti in costruzioni



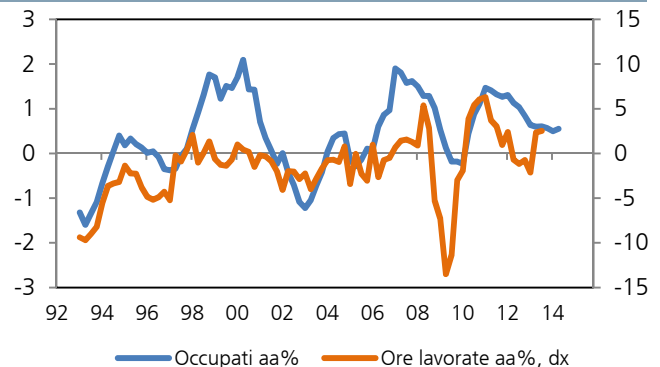
Fonte: Markit FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – Investimenti aziendali: si dovrebbe vedere un'accelerazione dal 2° trimestre 2014



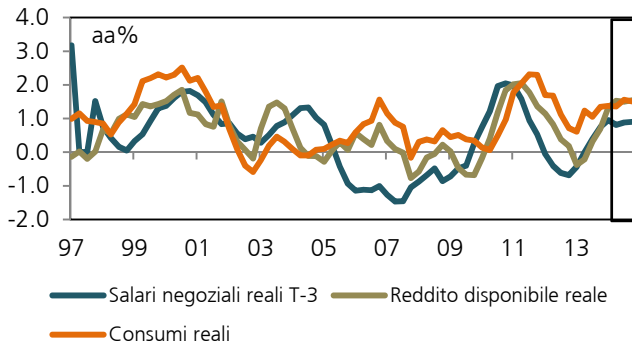
Fonte: Bundesbank, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – Dinamica occupazione stabile ma significativo aumento delle ore lavorate



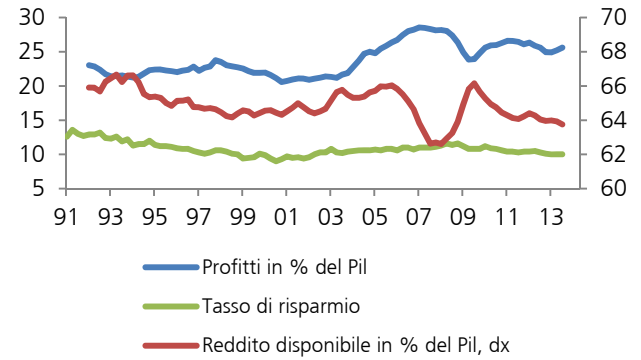
Fonte: Bundesbank, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – Consumi sostenuti dalla crescita dei salari



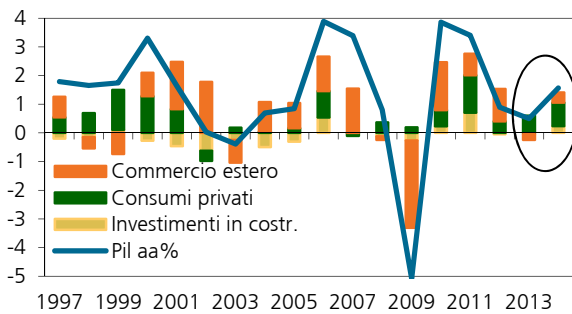
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – La quota dei profitti in % del PIL sta di nuovo salendo a discapito dei salari



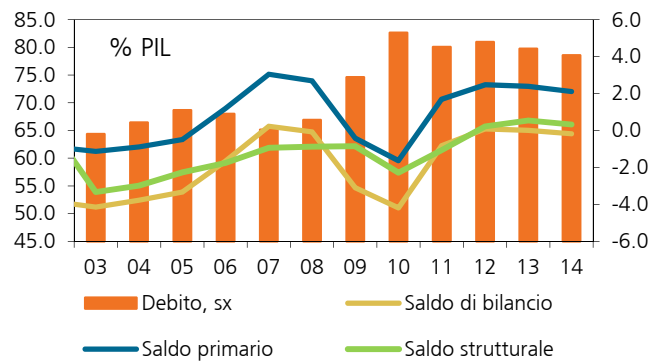
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 11 – La composizione della crescita dovrebbe continuare a spostarsi dalle esportazioni nette alla domanda interna



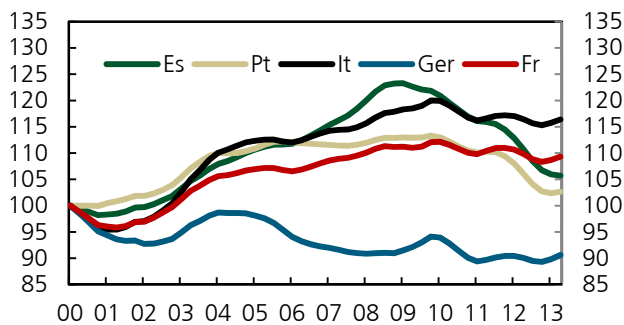
Nota: contributi percentuali alla crescita a/a del PIL. Fonte: FSO e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – Il debito comincerà a scendere già nel 2014



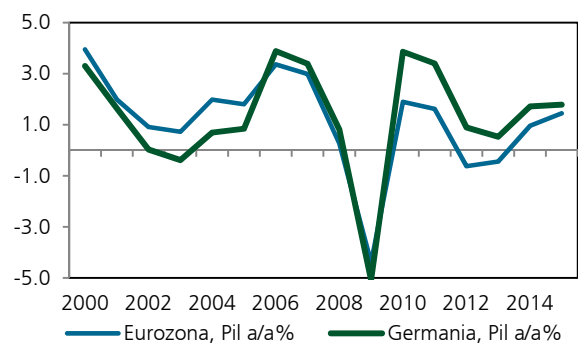
Fonte: FSO, AMECO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 13 – Ancora ampio il vantaggio della Germania sulla dinamica del CLUP



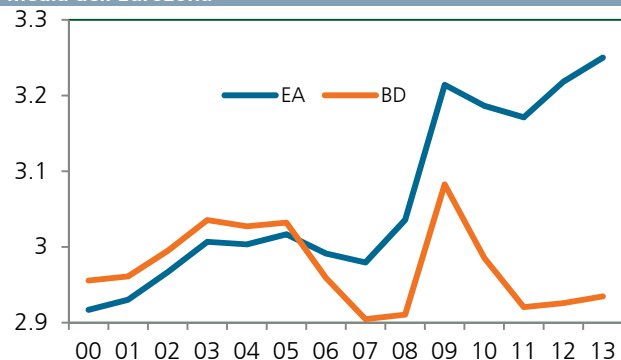
Fonte: AMECO, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 14 – Il gap di crescita rispetto alla media AE si sta chiudendo



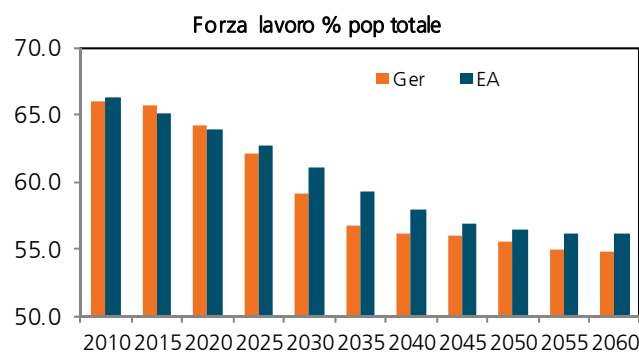
Fonte: Eurostat e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 15 – Stock di capitale in % del PIL nettamente inferiore alla media dell'Eurozona



Fonte: AMECO, Commissione UE e elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 16 – Partecipazione alla forza lavoro sotto la media dell'Eurozona entro il 2025



Fonte: Commissione UE e stime Intesa Sanpaolo

Germania - Previsioni macro

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2013 | | | | 2014 | | | |
|-------------------------------|------|------|------|------|------|-----|------|------|------|------|------|
| | | | | 1 | 2 | 3 | 4 | 1 | 2 | 3 | 4 |
| PIL (prezzi costanti, a/a) | 0.9 | 0.5 | 1.7 | -0.3 | 0.5 | 0.6 | 1.4 | 1.8 | 1.6 | 1.7 | 1.7 |
| t/t | | | | 0.0 | 0.7 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| Consumi privati | 0.7 | 1.1 | 1.5 | 0.3 | 0.6 | 0.1 | 0.4 | 0.3 | 0.6 | 0.3 | 0.3 |
| Investimenti fissi lordi | -1.4 | -0.8 | 3.2 | -1.9 | 1.6 | 1.5 | 0.2 | 0.3 | 1.0 | 1.1 | 1.1 |
| Consumi pubblici | 1.0 | 0.6 | 1.5 | 0.1 | -0.2 | 0.5 | 0.6 | 0.4 | 0.4 | 0.2 | 0.5 |
| Esportazioni | 3.8 | 0.4 | 4.0 | -1.0 | 2.4 | 0.1 | 1.0 | 0.8 | 1.0 | 1.4 | 1.3 |
| Importazioni | 1.8 | 0.9 | 3.9 | -0.6 | 1.9 | 0.8 | 0.4 | 0.9 | 1.1 | 0.9 | 1.9 |
| Var. scorte (contrib., % PIL) | -0.6 | 0.2 | -0.3 | 0.4 | -0.3 | 0.2 | -0.3 | 0.1 | -0.1 | -0.3 | 0.1 |
| Partite correnti (% PIL) | 7.0 | 6.6 | 6.3 | 6.9 | 7.3 | 7.1 | 7.1 | 7.0 | 7.2 | 7.3 | 7.0 |
| Deficit (% PIL) | 0.1 | 0.1 | -0.1 | | | | | | | | |
| Debito (% PIL) | 81.0 | 79.9 | 78.7 | | | | | | | | |
| CPI (a/a) | 2.0 | 1.5 | 1.6 | 1.5 | 1.5 | 1.6 | 1.4 | 1.6 | 1.7 | 1.4 | 1.5 |
| Produzione Industriale | -0.4 | 0.2 | 2.8 | 0.0 | 2.1 | 0.6 | 0.5 | 0.6 | 0.8 | 0.9 | -0.1 |
| Disoccupazione (%) | 6.8 | 6.9 | 6.8 | 6.9 | 6.8 | 6.8 | 6.9 | 6.9 | 6.9 | 6.8 | 6.8 |

Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Focus: cosa farà la *Grosse Koalition*?

Lo scorso 27 novembre, la CDU e l'SPD hanno raggiunto un accordo preliminare per formare una *Grosse Koalition*, dopo circa un mese e mezzo di negoziati. L'SPD terrà un voto referendario il prossimo 14 dicembre per approvare i punti stabiliti. Solo dopo il voto definitivo dell'SPD i due partiti annunceranno chi guiderà i ministeri chiave. I due partiti avranno una maggioranza molto comoda nel 18° Bundestag tedesco, in possesso di 504 su 631 seggi (CDU / CSU 311; SPD 193). L'elezione di Angela Merkel come Cancelliere potrebbe avvenire il 17 dicembre 2013. I due partiti si sono accordati su:

1) introduzione di un salario minimo a 8,5 euro orari dal 2015 come richiesto dall'SPD. Si tratterebbe del salario minimo più elevato nella zona euro dopo quello di Belgio e Olanda. La riforma potrebbe mettere pressioni verso l'alto sulla struttura salariale e del costo del lavoro in Germania indipendentemente dalla dinamica della produttività e potrebbe pertanto avere un effetto negativo sulla dinamica della competitività nel medio periodo anche se darà impulso nel breve alla dinamica del reddito e della spesa per consumi;

2) le imposte sui redditi e sul patrimonio restano invariate come richiesto dalla CDU durante la campagna elettorale;

- 3) non vi saranno compromessi sulla mutualizzazione del debito nella zona euro;
- 4) aumentare la spesa di 5 miliardi di euro per potenziare le infrastrutture e di 2 miliardi per le pensioni; l'aumento di spesa per infrastrutture ci sembra piuttosto contenuto considerato il *gap* accumulato rispetto alla media AE;
- 5) la maggiore spesa non sarà finanziata con debito ma dovrebbe essere coperta dall'aumento prospettico dei ricavi associato a una crescita più sostenuta e all'imposta di pedaggio autostradale per gli stranieri;
- 6) riduzione dell'età pensionabile a 63 da 67 per coloro che hanno lavorato più di 67 anni come richiesto dall'SPD, e un aumento delle pensioni per le lavoratrici madri, come richiesto dalla CDU;
- 7) sul fronte della spesa per energia alternativa la percentuale di energie rinnovabili sarà aumentata del 40% al 45% entro il 2025 (attualmente il 35% entro il 2020 e del 50% entro il 2030 per la fornitura di energia elettrica in base alla EEG) e del 55% al 60% entro il 2035 (attualmente il 50% entro il 2030 e del 65% entro il 2040 secondo l'EEG).

Francia: tasse in aumento e crescita rimandata al 2014

Valerio Ceoloni

Dopo la fiammata estiva dovuta a fattori temporanei, il terzo trimestre si è chiuso con una nuova contrazione di -0,1% t/t (0,2% a/a) e la crescita acquisita per il 2013 rimane allo 0,1% a/a dopo la stagnazione del 2012. E se nel 2013 non sarà stagnazione piena, non ci aspettiamo nel quarto trimestre una performance superiore allo 0,1%-0,2% t/t (0,4% a/a) che lascerà in media annua il PIL a 0,1%. Le indagini di clima nel manifatturiero degli ultimi mesi rimangono a un livello ancora inferiore alla media di lungo periodo e con prospettive poco entusiasmanti per ordini interni ed esteri e nell'ultima parte dell'anno la produzione industriale dovrebbe migliorare solo di 0,1%-0,2% t/t dopo il -1,4% t/t di settembre, dando un contributo quasi nullo alla formazione del **PIL**. L'utilizzo della capacità produttiva è rimasto fermo attorno all'80% nel secondo e terzo trimestre e non ci aspettiamo che nel quarto le cose cambino sostanzialmente, con gli indici PMI che in tutto l'anno non sono mai riusciti a raggiungere la soglia di 50 che indica espansione dell'attività. All'evidente difficoltà del settore industriale fa da contraltare un settore dei servizi che sta recuperando nella parte conclusiva dell'anno ma rimane comunque debole. Le indagini di fiducia mostrano un morale ancora inferiore alla media di lungo periodo. Nel settore delle costruzioni nonostante i segni di miglioramento il tono dell'attività rimane largamente inferiore (-40) alla media di lungo periodo (-6) e non ci aspettiamo sensibili miglioramenti entro l'anno, con la costruzione di nuove case che è calata del 4,0% m/m a ottobre dopo il -2,2% m/m di settembre. I contributi alla crescita per l'ultima parte del 2013 verranno pertanto da una tenuta della domanda interna (0,3% t/t da 0,1% t/t) a bilanciare il decumulo delle scorte (-0,2% t/t da 0,5% t/t), mentre le esportazioni nette dovrebbero ristagnare dopo aver contribuito per -0,7% nel terzo trimestre a causa dell'apprezzamento dell'euro.

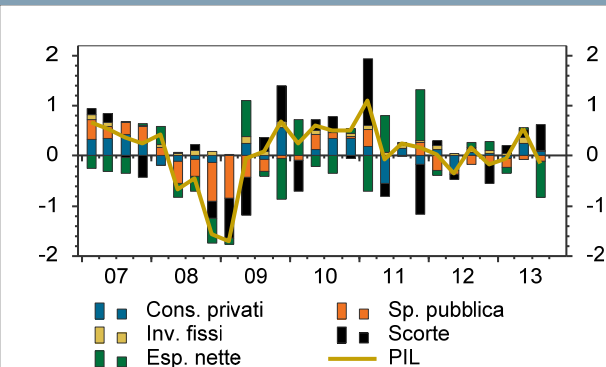
La crescita pertanto è rimandata al 2014, anno in cui ci aspettiamo che il PIL cresca di 0,7% a/a. L'entrata in vigore dal prossimo 1 gennaio della CICE (*crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi*) dovrebbe garantire un miglioramento della competitività concreto attraverso un aumento del credito d'imposta per le aziende dal 4% al 6% che produrrà una riduzione del costo del lavoro del 3% in media e portandolo così al di sotto di quello tedesco per tutti i salari dalla fascia bassa a quella media. Il costo complessivo della CICE per il 2014 sarà di 10 miliardi, finanziato in parte tramite aumento dell'IVA (6 miliardi) e in parte tramite riduzione delle spese della pubblica amministrazione. Inoltre sono previste una serie di riforme nel settore dei servizi, del mercato immobiliare, dei trasporti e dell'energia volte ad aumentare la competitività, la concorrenza e il potere d'acquisto delle famiglie. Gli investimenti sono attesi ristabilizzarsi dopo due anni di cali, così come nel settore delle costruzioni ci aspettiamo che il trend in recupero acceleri. Anche la produzione industriale l'anno prossimo dovrebbe in media annua migliorare dell'1,0% contribuendo per 0,2%-0,3% alla formazione del PIL. I rischi alla previsione sono bilanciati: una ripresa più forte potrebbe seguire agli effetti anticipati delle riforme che si stanno mettendo in atto, mentre un ulteriore rallentamento del settore privato potrebbe compromettere esportazioni, investimenti e occupazione.

La **disoccupazione** totale (comprendente i territori d'Oltremare) è aumentata nel terzo trimestre (10,9% da 10,8% di giugno) e ci aspettiamo un aumento di un altro decimo anche nel quarto trimestre dell'anno (media annua 10,9%). Nel 2013 pertanto la disoccupazione totale è salita di sette decimi dal 10,2% del 2012. Nel 2014 non ci aspettiamo che la tendenza in aumento dei senza lavoro si inverta e la disoccupazione è attesa salire in media di altri due decimi all'11,1%, lasciando disattesa per ora la promessa di Hollande di invertirne il trend entro l'anno. Il rischio per la previsione è verso l'alto considerando le recenti dichiarazioni delle principali case del settore automobilistico che hanno annunciato qualche settimana fa nuove ristrutturazioni e che già solo per quest'anno si attendono altri 14 mila posti in meno e per l'anno prossimo non hanno ancora voluto fare previsioni.

Per quanto riguarda la dinamica dei prezzi, l'**inflazione** continua a rallentare a causa della riduzione dei prezzi dell'energia e della debolezza della domanda interna, con l'indice *core* sostanzialmente sul livello di quello generale (+0,9% in media annua, indice *core*: +0,8%). La spinta in altro dei prezzi sostenuta dalla ripresa dei consumi sarà marginale quest'anno e ci aspettiamo che il trend in atto di bassa inflazione prosegua l'anno prossimo, in cui prevediamo un'inflazione sotto l'1% per tutta la prima metà dell'anno e solo dalla seconda metà in poi in accelerazione e dovuta principalmente all'aumento dei prezzi dell'energia e dall'aumento delle aliquote IVA (media annua 0,9%, indice core 0,8% in media annua).

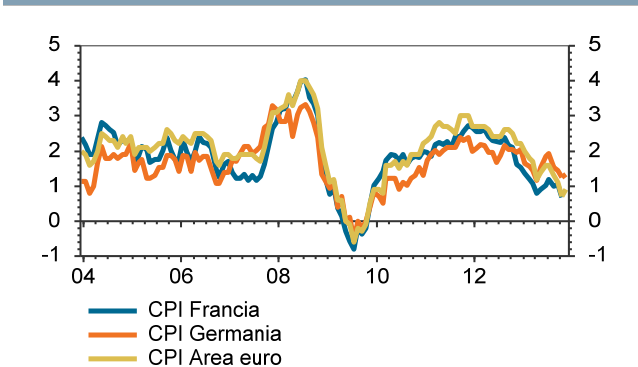
In tutto questo, uno degli obiettivi indifferibili che il Governo si è dato dopo l'approvazione del documento di spesa per il 2014 e il consenso ricevuto in sede europea rimane la rimessa in carreggiata dei **conti pubblici** progressivamente peggiorati negli ultimi due anni. L'obiettivo pertanto rimane di portare il deficit sotto il 3% entro il 2016. Entro la fine dell'anno il **deficit** è atteso scendere al **4,1%** dal 4,8% del 2012 grazie alle misure messe in atto nel corso dell'anno pari a uno sforzo strutturale dell'1,7% del PIL, mentre per il **2014** il miglioramento dovrebbe essere di altri tre decimi, al **3,8%** (con sforzo strutturale pari a circa l'1,3% del PIL) grazie al congelamento dei trasferimenti alle amministrazioni locali, ai tagli ai costi operativi delle strutture centrali, ai risparmi sulla spesa sanitaria e sull'indicizzazione delle pensioni all'inflazione. In buona sostanza sono stati concentrati i maggiori prelievi tra 2012 e, soprattutto, 2013 per intervenire sulle spese dal 2014 (quando il taglio delle spese costituisce l'80% dello sforzo complessivo). La spesa pubblica ci si attende che calerà nel 2014 di 1,5 mld, 8,5 mld in meno rispetto alla sua crescita tendenziale. Le maggiori entrate nel 2014 invece ammonteranno probabilmente solo a 0,1% del PIL rispetto all'1,5% di quest'anno. **La pressione fiscale è vista stabilizzarsi dall'anno prossimo al 46,0% dal 46,1% di quest'anno** e mantenersi stabile nel successivo biennio 2015-16. Tuttavia la crescita inferiore al livello potenziale potrebbe incidere negativamente sulle entrate fiscali e quindi i rischi alla previsione per il 2014 sono verso l'alto per il deficit. Infine il debito pubblico è previsto salire ancora dal 93,5% di quest'anno al 95,3% nel 2014 e al 96% nel 2015: la spesa per interessi l'anno prossimo ammonterà pertanto a 46,7 mld di euro.

Contributi alla formazione del PIL



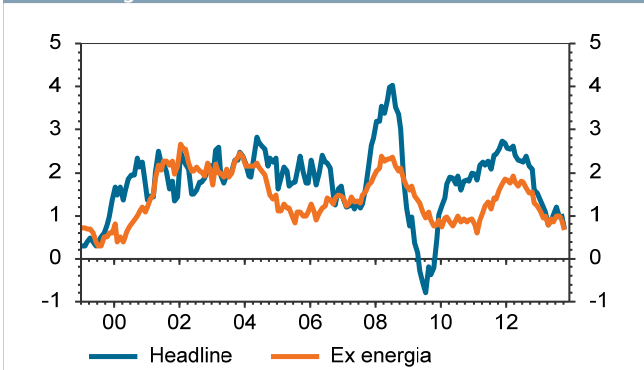
Fonte: elaborazione Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Inflazione



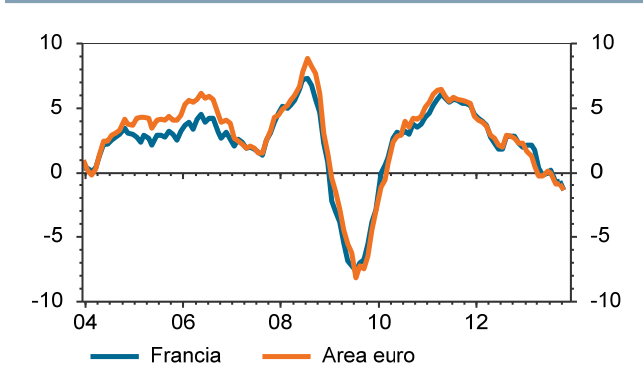
Fonte: elaborazione Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

CPI ex energia Francia



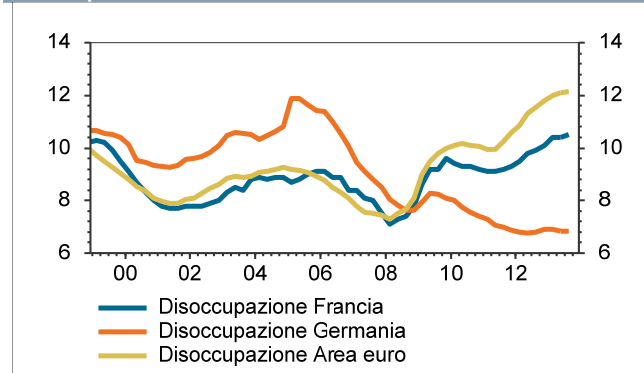
Fonte: elaborazione Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

PPI



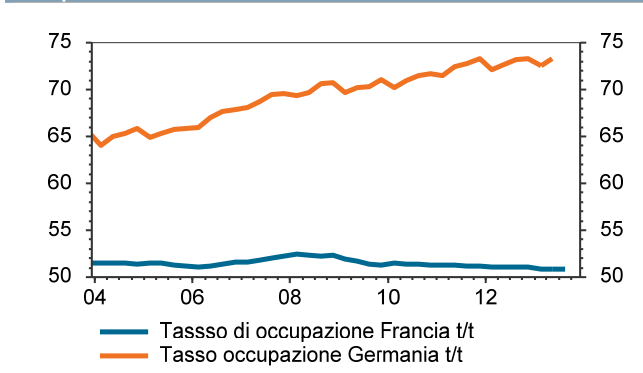
Fonte: elaborazione Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Disoccupazione



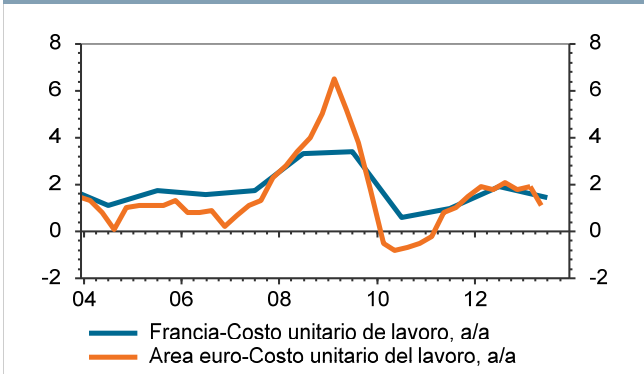
Fonte: elaborazione Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Occupazione



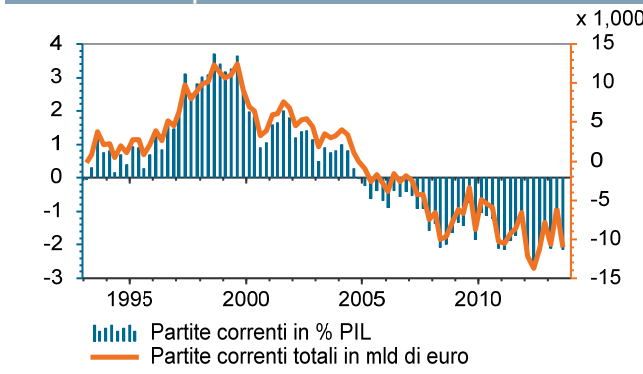
Fonte: elaborazione Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Costo unitario del lavoro



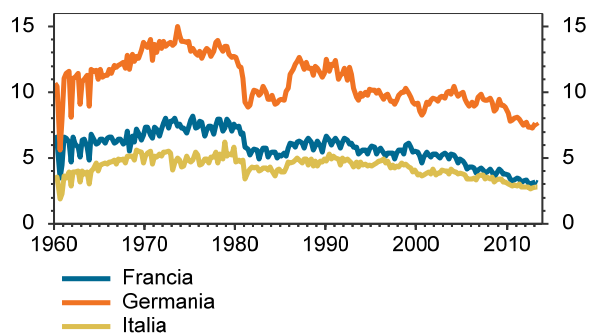
Fonte: elaborazione Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Andamento delle partite correnti



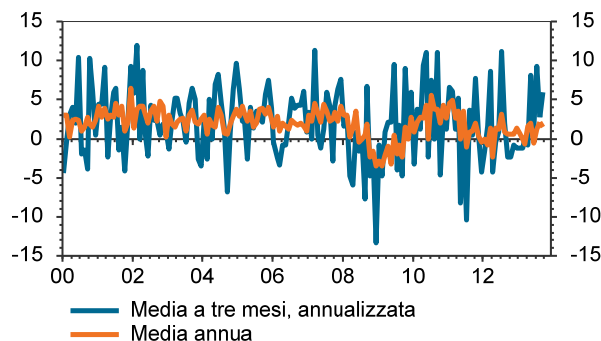
Fonte: elaborazione Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Quota delle esportazioni globali



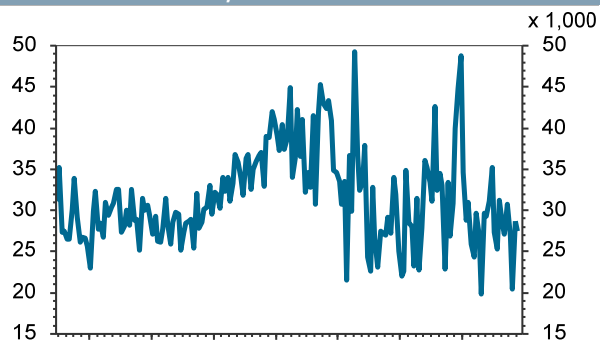
Fonte: elaborazione Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Andamento vendite al dettaglio



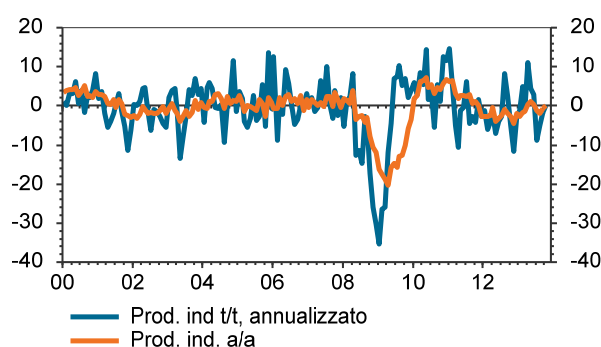
Fonte: elaborazione Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Costruzione di nuove case, totale



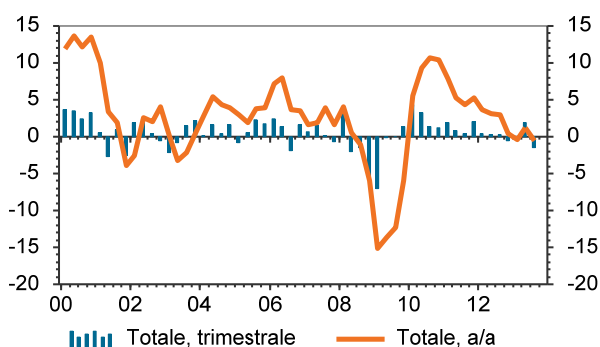
Fonte: elaborazione Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Produzione industriale



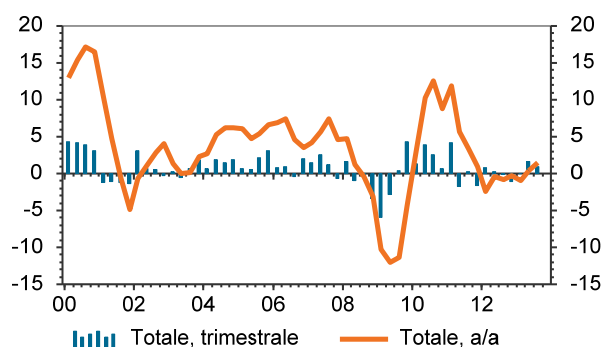
Fonte: elaborazione Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Esportazioni di beni e servizi



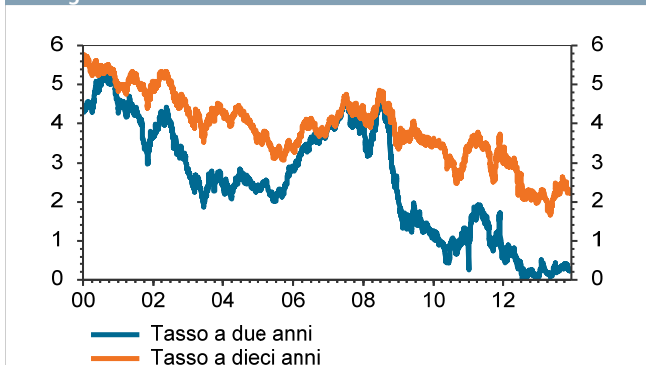
Fonte: elaborazione Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Importazioni di beni e servizi



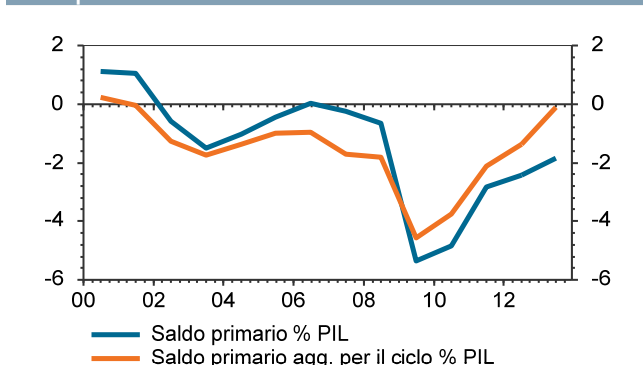
Fonte: elaborazione Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Tassi governativi a due e a dieci anni



Fonte: elaborazione Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Saldo primario



Fonte: elaborazione Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Francia – Previsioni macroeconomiche

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2013 | | | | 2014 | | | |
|-----------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | | | | 1 | 2 | 3 | 4 | 1 | 2 | 3 | 4 |
| PIL (prezzi costanti, a/a) t/t | 0.0 | 0.2 | 0.7 | -0.4 | 0.5 | 0.2 | 0.4 | 0.6 | 0.4 | 0.9 | 1.1 |
| Consumi privati | -0.3 | 0.4 | 0.9 | -0.1 | 0.4 | 0.2 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.3 |
| Investimenti fissi lordi | -1.2 | -2.2 | 0.8 | -0.8 | -0.4 | -0.6 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.5 | 0.5 |
| Consumi pubblici | 1.4 | 1.7 | 1.4 | 0.4 | 0.7 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.3 | 0.3 |
| Esportazioni | 2.5 | 0.3 | 3.2 | -0.4 | 1.9 | -1.5 | 0.9 | 1.1 | 1.6 | 0.4 | 1.0 |
| Importazioni | -0.9 | 1.1 | 4.5 | 0.1 | 1.6 | 1.0 | 0.9 | 1.4 | 1.0 | 1.0 | 0.7 |
| Var. scorte (contrib., % PIL) | -0.8 | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.1 | 0.5 | -0.2 | 0.0 | -0.1 | 0.3 | -0.1 |
| Partite correnti (% PIL) | -2.2 | -1.9 | -2.3 | -2.1 | -1.2 | -2.1 | -2.2 | -2.3 | -2.1 | -2.4 | -2.3 |
| Deficit (% PIL) | -4.8 | -4.1 | -3.8 | | | | | | | | |
| Debito (% PIL) | 90.2 | 93.5 | 95.3 | | | | | | | | |
| CPI (a/a) | 2.0 | 0.9 | 0.9 | 1.1 | 0.8 | 0.9 | 0.6 | 0.6 | 1.0 | 0.9 | 1.2 |
| Produzione Industriale | -2.5 | -0.6 | 1.0 | 0.4 | 1.4 | -1.4 | 0.1 | 0.4 | 0.7 | 0.7 | 0.4 |
| Disoccupazione (%) | 10.2 | 10.9 | 11.2 | 10.4 | 10.4 | 10.9 | 11.0 | 11.1 | 11.2 | 11.2 | 11.2 |

Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Italia: eppur si muove

Nonostante il mercato del lavoro e i dati sul credito continuino ad aggravarsi, **la ripresa si sta materializzando anche in Italia**, sia pure con ritardo e con intensità minore rispetto agli altri principali Paesi dell'eurozona. **Il 2014 sarà un anno di transizione**, dalla recessione verso un graduale "ritorno alla normalità". **Confermiamo la nostra previsione di una crescita del PIL di 0,5%, con qualche rischio verso l'alto** derivante dalla ripresa del ciclo mondiale e dal pagamento dei debiti della PA. Dall'altra parte, **il principale rischio è connesso all'eventualità di elezioni anticipate** nel 2014 anziché nel 2015 come nel nostro scenario centrale, scenario che potrebbe portare a un ritorno di tensioni sul rischio-Paese a causa della forte probabilità di un altro esito inconcludente.

Paolo Mameli

Il 2014 sarà un anno di transizione per l'economia italiana. Se la ripresa si materializzerà, dopo due anni in cui il PIL si è contratto cumulativamente del 4,4%, d'altro canto la sua intensità non sarà certo spettacolare, anzi non si raggiungerà nemmeno il ritmo di crescita di poco superiore all'1% visto durante la "ripresina" precedente nel biennio 2010-2011. Per raggiungere un tasso di crescita di poco superiore all'1% bisognerà con tutta probabilità attendere il biennio 2015-2016. **Il PIL, dopo essersi contratto quest'anno dell'1,8%, crescerà nel 2014 dello 0,5%. La nostra stima è piuttosto cauta rispetto a quella dei principali previsori "ufficiali"** (tra i quali il meno ottimista è l'OCSE con un +0,6%, mentre Banca d'Italia, Istat, Commissione UE e FMI sono allineati su uno 0,7%; "spicca" l'1,1% previsto dal Governo).

Lo scenario in sintesi e le ipotesi alla base

Nella tabella alla pagina seguente, abbiamo scomposto la variazione attesa del PIL nel 2014, confrontandola con quella degli anni 2012-2013, ipotizzando che, sulla tendenza derivante dall'andamento del ciclo nell'anno precedente, si innestino gli effetti dei fattori "fondamentali" in grado di avere appunto un impatto apprezzabile sul PIL. Come si vede, **gli effetti delle politiche economiche e delle variabili finanziarie saranno molto contenuti, mentre la crescita verrà da:**

- 1. DOMANDA MONDIALE:** nel nostro scenario centrale, la crescita globale è attesa accelerare (secondo la misura di PIL mondiale adottata dal FMI) al 3,6% dal 2,9% del 2013; decisamente più accentuata sarà però l'accelerazione della domanda mondiale rivolta all'Italia (costruita come media ponderata dei tassi di crescita delle importazioni da tutti i Paesi che commerciano con l'Italia, ognuno preso con un peso pari alla quota sull'export italiano), che stimiamo al 5,2% dal 2,7% di quest'anno (e dall'1,4% del 2012); ciò si spiega in particolare con la ripresa in Germania e Francia (quota sull'export italiano: rispettivamente 13% e 11%) e con l'accelerazione negli USA (quota sull'export: 7%); in base alle nostre stime, l'elasticità del PIL italiano (via export) alla crescita della domanda mondiale è di circa 0,3%, quindi ne deriva un impatto importante sul PIL 2014 (superiore al punto percentuale);
- 2. PAGAMENTO DEBITI ARRETRATI PA:** nelle nostre stime, il pagamento di debiti arretrati della PA per 47 miliardi (ma secondo il governo si potrebbe arrivare anche a 50 miliardi entro il 2014) ha un impatto positivo sul PIL di circa l'1,1%, di cui lo 0,2% sul 2013, lo 0,7% sul 2014 e un ulteriore 0,2% sul 2015; a fine novembre, dei 27 miliardi previsti per l'anno in corso, le risorse erogate o in via di erogazione agli enti debitori sono state pari a 24 miliardi, dei quali risulta che oltre 16 miliardi siano stati già pagati ai creditori; sulla base dei dati rilevati dal sondaggio della Banca d'Italia in collaborazione con Il Sole 24 Ore, una quota maggioritaria delle imprese (oltre il 40%) indica quale destinazione prevalente dei fondi recuperati il pagamento di fornitori e dipendenti, e in secondo luogo il finanziamento del capitale circolante e la riduzione dell'indebitamento bancario, mentre la quota di aziende che indica di destinare direttamente i fondi a nuovi investimenti è minoritaria (pari al 4% per cento nel complesso di industria e servizi; aumenta con la dimensione di impresa sino a circa l'8% per le aziende con 500 addetti e oltre); tuttavia, riteniamo che tale percentuale sia decisamente più alta ove si calcoli la quota di imprese non in base al numero ma al fatturato; inoltre, la quota dei fondi recuperati da destinare agli investimenti è destinata a nostro avviso ad aumentare nel corso del tempo; in ogni caso, già in base al sondaggio citato, il pagamento dei debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche sembra essersi associato a un miglioramento

delle prospettive delle imprese che li hanno ricevuti: se il 33% delle imprese si attende di procedere nei prossimi mesi verso un solido incremento dei ritmi produttivi, tale quota sale al 38% considerando solo le aziende che hanno recuperato dalle Amministrazioni pubbliche una quota significativa dei crediti arretrati;

3. l'altro fattore dal quale ci aspettiamo un impatto positivo è una componente residuale, che attribuiamo all'effetto "premio al rischio/fiducia"; infatti, se nel 2012 l'impennata degli indici di rischio-Paese aveva causato almeno in parte il crollo del morale di famiglie e imprese, tale effetto è destinato a cambiare di segno nel corso del 2014; anzi per la verità già nel corso del 2013 si è verificato (proprio in conseguenza dell'allentamento delle tensioni finanziarie) un netto recupero per gli indici di fiducia; tale trend, e soprattutto l'impatto sull'attività economica reale, è destinato ad accentuarsi nel corso del 2014 una volta che la ripresa cominci a riguardare anche il mercato del lavoro (da cui un impatto positivo sulla fiducia dei consumatori) e quello del credito (da cui una ulteriore spinta alla fiducia delle imprese).

Quanto agli altri fattori considerati, notiamo che:

1. le **politiche economiche** avranno scarso impatto sul ciclo: la politica monetaria sembra poter influire sul ciclo in misura molto limitata, almeno fino a quando (probabilmente a ripresa avviata) non si sbloccherà il canale del credito; d'altro canto la politica fiscale, se per la prima volta dopo anni non procederà a una stretta, non potrà nemmeno sostenere il ciclo, visti gli scarsi margini di manovra rispetto all'obiettivo di un deficit al 3% (nelle nostre stime il tendenziale per il 2014 già viaggia in quell'intorno);
2. quanto alle altre **variabili finanziarie**, il calo dei tassi a lunga, che sembra aver avuto un ruolo nell'attenuare la recessione nel corso del 2013, difficilmente potrà fornire ulteriore supporto nel 2014; anche gli effetti del cambio appaiono piuttosto contenuti (-0,1%), ove si consideri non tanto il cross euro/dollaro quanto il tasso di cambio reale effettivo dell'Italia.

| Scomposizione della variazione del PIL: simulazione Intesa Sanpaolo | | | |
|---------------------------------------------------------------------|-------------|-------------|------------|
| | 2012 | 2013 | 2014 |
| PIL anno precedente (A) | 0.6 | -2.6 | -1.8 |
| Effetto politica fiscale (B) | -3.1 | -0.7 | 0.0 |
| Effetto politica monetaria (C) | 0.3 | 0.2 | 0.1 |
| Effetto tassi a lunga (D) | 0.0 | 0.2 | 0.0 |
| Effetto cambio (E) | -0.1 | 0.2 | -0.1 |
| Pagamento debiti arretrati PA (F) | 0.0 | 0.2 | 0.7 |
| Domanda mondiale (G) | 0.4 | 0.8 | 1.4 |
| Fiducia (H) | -0.6 | 0.1 | 0.3 |
| (A)+(B)+(C)+(D)+(E)+(F)+(G)+(H) | -2.6 | -1.8 | 0.5 |

Nota: l'effetto della politica fiscale è ottenuto applicando alle variazioni del saldo di bilancio primario corretto per il ciclo moltiplicatori "aumentati" "Blanchard-style" (=1,1); l'effetto delle variazioni dei tassi a breve e a lungo termine è calcolato attraverso simulazioni sul modello OEF; l'effetto del tasso di cambio e della domanda mondiale è calcolato attraverso regressioni econometriche; l'effetto del pagamento dei debiti arretrati della PA è calcolato applicando alle imprese che soffrono di problemi di liquidità dovuti a ritardi nei pagamenti un moltiplicatore di 0,4; l'effetto "fiducia" è una variabile "residuale". Fonte: Intesa Sanpaolo

In relazione ai fattori menzionati sopra, sembrano esserci rischi verso l'alto sulla nostra previsione di crescita del PIL di appena 0,5% nel 2014. Tuttavia, esistono anche rilevanti rischi al ribasso, il principale dei quali consiste nell'eventuale ritorno di tensioni sul rischio-Paese derivanti o da un andamento peggiore delle attese sui conti pubblici (in particolare, risulta importante che il governo riesca ad avviare una riduzione del rapporto debito/PIL) o da una crisi politica, specie nel caso in cui porti a nuove elezioni che provochino un rischio di avvitamento in una condizione di scarsa governabilità.

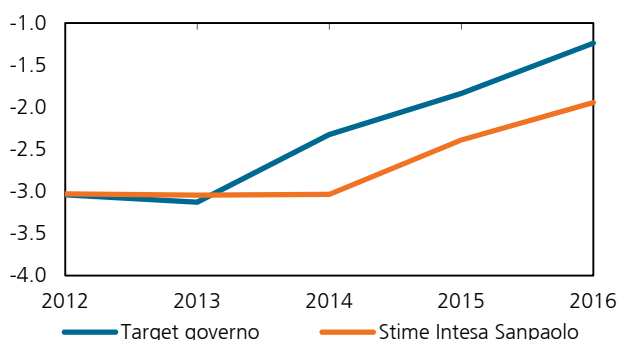
A tal proposito, il nostro scenario centrale assume che la legislatura duri almeno per tutto il 2014, ma che si tengano elezioni anticipate nel 2015. A nostro avviso, la recente decisione della Corte Costituzionale di dichiarare incostituzionale il premio di maggioranza (sia alla Camera che al Senato) e le liste bloccate nella attuale legge elettorale riduce il rischio politico perché obbliga di fatto le forze politiche a trovare un accordo per un nuovo sistema di voto, altrimenti si voterebbe

Tra i rischi gravanti sullo scenario, quello principale è il rischio politico

con un proporzionale puro – con soglia di sbarramento al 4% – e quindi le larghe intese sarebbero l'unico risultato possibile per tutti gli anni a venire (uno scenario che appare indesiderabile a quasi tutte le forze politiche); il governo sembra uscirne perciò rafforzato. Ora, i tempi richiesti per una modifica della legge elettorale, specie se all'interno di una più ampia riforma delle istituzioni (Senato regionale, per esempio) si misurano in parecchi mesi (come minimo), il che di per sé allontana la prospettiva di elezioni nel 2014, considerando anche che alle europee (22-25 maggio 2014) non si può per legge associare anche il voto politico e che il 1° luglio parte il semestre italiano alla presidenza della Unione europea. Inoltre, auspicabilmente la nuova legge elettorale (e/o le riforme istituzionali collegate) potrebbero migliorare le prospettive di governabilità del Paese, il che si potrebbe tradurre in un calo del premio al rischio sui mercati finanziari.

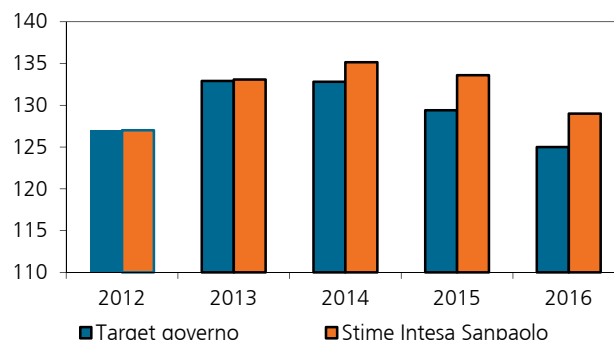
Nel tempo a disposizione (12-18 mesi), il governo non si limiterebbe ovviamente alle riforme istituzionali, ma in materia economica dovrebbe procedere sulla difficile strada di un equilibrio precario tra, da un lato, la necessità di rispetto del criterio del 3% sul deficit (a nostro avviso a rischio anche per il 2014) e di una riduzione del livello del debito, dall'altro il tentativo di sostenere la fragile ripresa in corso attraverso misure espansive; non sembrano però esserci ampi margini in tal senso, visto che **nelle nostre stime la Legge di Stabilità già ha utilizzato tutti gli spazi possibili nel rispetto del criterio del 3%.**

Deficit in % del PIL: obiettivi governativi e stime Intesa Sanpaolo



Fonte: MEF e previsioni Intesa Sanpaolo

Debito pubblico in % del PIL: obiettivi governativi e stime Intesa Sanpaolo



Fonte: MEF e previsioni Intesa Sanpaolo

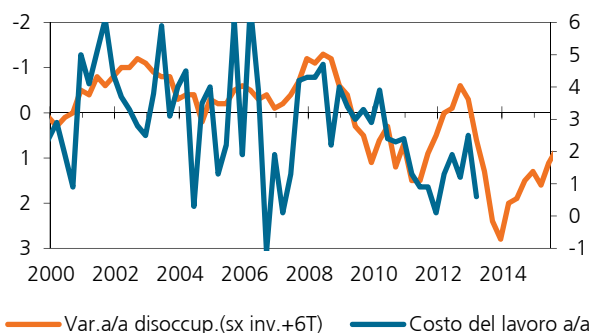
Quanto allo scenario di inflazione, **riteniamo che il 2014 sarà un anno molto simile al 2013 ovvero un anno di bassa inflazione** (CPI più vicino all'1% che al 2%), **ma non certo di deflazione.** Infatti l'attuale scenario congiunturale è incompatibile con la deflazione per almeno due motivi:

Esiste un rischio deflazione?

- dal lato dell'offerta**, l'evoluzione recente (e attesa) dei costi delle imprese, con riferimento sia alle componenti esogene che a quelle endogene, è disinflazionistica ma non deflazionistica: né le quotazioni dei prezzi delle materie prime (con riferimento soprattutto all'energia) né il costo del lavoro mostrano nell'ultimo anno (né sono attese mostrare nell'anno a venire) una flessione su base annua, ma semmai un rallentamento nel ritmo di crescita: questo vale in particolare per il costo del lavoro, che, a differenza che in altri Paesi europei, è rimasto in territorio positivo sia in termini nominali che in termini di costo del lavoro per unità di prodotto;
- dal lato della domanda**, la ripresa che sta cominciando a manifestarsi eserciterà i suoi effetti, sia pure con ritardo, anche sulla dinamica inflazionistica; in altri termini, non è sorprendente che l'inflazione sia scesa così decisamente negli ultimi mesi, visto che il PIL è cresciuto per anni al di sotto del potenziale e visto che l'economia resta in una situazione di eccesso di offerta rispetto alla domanda (ovvero di output gap ampiamente negativo); è vero che l'ampio eccesso di offerta esistente nell'economia è destinato a persistere nei prossimi anni, tuttavia dovrebbe andare via via chiudendosi in uno scenario di sia pur lenta ripresa.

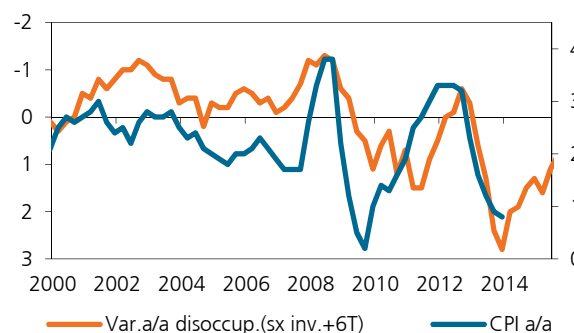
In altri termini, un rischio deflattivo si materializzerebbe solo nel caso o di forti shock dal lato dell'offerta (una decisa caduta dei prezzi delle materie prime, che non è compresa nel nostro scenario centrale sulle *commodity* e che comunque sarebbe *positiva* per l'attività reale), oppure nel caso in cui l'incipiente ripresa fosse abortita sul nascere. La nostra stima è per un'inflazione media nel 2014 all'1,3% (dall'1,2% nazionale e 1,3% armonizzato nel 2013).

L'attuale fase congiunturale (anche considerando il mercato del lavoro che rappresenta l'anello debole della catena) non è compatibile con uno scenario deflattivo né per quanto riguarda il costo del lavoro...



Fonte: Istat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... né i prezzi al consumo



Fonte: Istat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'anno prossimo, la spinta più decisiva al ciclo dovrebbe continuare a venire dal **commercio con l'estero**, anche se stimiamo che il suo contributo positivo al PIL possa ridursi (a 0,4%) dopo lo 0,7% del 2013 (e dopo un contributo medio annuo superiore al 2% nel biennio 2011-2012). Ciò avverrà in un contesto di rimbalzo per entrambi i flussi commerciali, ma più marcato per l'export (+3,4%, visto che l'indice di domanda mondiale per i prodotti italiani è atteso accelerare al 5,2% a/a nel 2014 dopo il 2,7% del 2013) che per l'import (+2,3%, stante la persistente debolezza della domanda interna).

Le principali componenti di crescita

In particolare, riteniamo che **i mercati di sbocco maggiormente premianti per le esportazioni** italiane possano essere nel 2014: 1) gli altri Paesi dell'eurozona e in particolare la Germania, la cui quota sull'export italiano è vicina al 13% e che nel 2014 è attesa crescere dell'1,7%; in particolare, la Germania sarà pressoché l'unico tra i principali Paesi europei a mostrare una ripresa del settore delle costruzioni e dei consumi privati: entrambe queste componenti potrebbero risultare importanti nel trainare l'export italiano da un lato nel settore della meccanica, dall'altro dei beni di consumo; non è da escludere che si possa vedere anche un contributo apprezzabile da parte dei Paesi dell'Est Europa più legati alla locomotiva tedesca (tra questi, quello con la quota maggiore sull'export italiano è la Polonia); 2) gli Stati Uniti, il maggiore mercato di sbocco per l'export italiano dopo Germania e Francia, il cui PIL è atteso accelerare di circa un punto nel 2014 rispetto al 2013; 3) i Paesi OPEC, che nel 2013 sono risultati l'area geografica che ha maggiormente contribuito alla crescita dell'export; 4) Russia e Turchia, la cui quota di mercato sull'export italiano è notevolmente cresciuta nel corso degli ultimi anni (per la media dei primi 9 mesi dell'anno essa è stata pari a poco meno del 3% in entrambi i casi). Viceversa, riteniamo che meno decisivo sarà il contributo dai Paesi asiatici o dall'America Latina.

Stante dunque un contributo ancora positivo dagli scambi con l'estero, il 2014 dovrebbe essere l'anno della ripresa (sia pur modesta) della **domanda interna**, che stimiamo (al netto delle scorte) crescere di due decimi nel 2014 dopo il -2,4% del 2013 (e il -4,6% del 2012). In effetti, si può parlare di una stabilizzazione più che di una vera e propria ripresa. In particolare, stagnanti risulteranno i **consumi** delle famiglie, attesi muoversi appena (di un decimo) dopo tre anni consecutivi di deciso calo. Infatti il 2014 sarà il primo anno di recupero per il reddito disponibile

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2013

reale delle famiglie, dopo sei anni consecutivi di flessione (iniziata nel 2008). Tuttavia il rimbalzo, aiutato anche dalla bassa inflazione, sarà limitato ad appena due decimi (la previsione sconta un lieve aumento del tasso di risparmio). Inoltre, la dinamica del tasso di disoccupazione (atteso ancora in aumento nel 2014, al 12,5% dal 12,2% medio di quest'anno) non aiuta il recupero della spesa delle famiglie.

Dopo l'export, il testimone della ripresa passerà agli **investimenti**, attesi crescere dello 0,7% ovvero in misura superiore al PIL. Tale cifra nasconde però una dinamica molto diversa tra investimenti in macchinari e attrezzature e mezzi di trasporto, da una parte, e investimenti in costruzioni, dall'altra. I primi saranno favoriti dal miglioramento dei margini di profitto (dovuto tra l'altro alle vendite all'estero) e dalla necessità di rinnovare il capitale dopo anni di recessione (ma frenati dal fatto che si parte in una condizione di deciso sottoutilizzo degli impianti, che limita gli investimenti a interventi di sostituzione più che di espansione della capacità produttiva); in sintesi, ci aspettiamo una crescita dell'1,6% per gli investimenti in macchinari. Viceversa, le costruzioni vedranno una stagnazione dopo ben sei anni di calo: per una ripresa del settore occorrerà aspettare il 2015.

Infine, la **spesa pubblica** potrebbe evitare un segno negativo come quello visto nel quadriennio 2010-2013, tuttavia ben difficilmente potrà dare un apprezzabile contributo positivo al PIL (stimiamo una spesa pubblica invariata l'anno prossimo dopo il -0,2% di quest'anno); infatti il 2014, se non sarà un anno di decisa stretta fiscale, d'altro canto non sarà nemmeno un anno di politica fiscale espansiva, e in ogni caso l'equilibrio dei conti dovrà essere trovato nel segno di un contenimento della dinamica della spesa.

In sintesi, il 2014 sarà un anno di transizione, dalla recessione verso un graduale "ritorno alla normalità", **più che di vera e propria ripresa**, per la quale occorrerà con ogni probabilità aspettare il biennio 2015-16. Confermiamo la nostra previsione di una crescita del PIL di 0,5%, con qualche rischio verso l'alto derivante dalla ripresa del ciclo mondiale e dal pagamento dei debiti della PA.

In sintesi, un anno di "transizione" più che di vera ripresa

| Previsioni macro – Italia | | | | | | | | | | | |
|------------------------------------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2013 | | | | 2014 | | | |
| | | | | 1 | 2 | 3 | 4 | 1 | 2 | 3 | 4 |
| PIL (prezzi 2005, a/a) | -2.6 | -1.8 | 0.5 | -2.5 | -2.2 | -1.8 | -0.8 | 0.0 | 0.5 | 0.8 | 1.0 |
| t/t | | | | -0.6 | -0.3 | 0.0 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.3 |
| Consumi delle famiglie | -4.2 | -2.5 | 0.1 | -0.5 | -0.5 | -0.2 | 0.0 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.3 |
| Consumi collettivi | -2.6 | -0.2 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.1 |
| Investimenti fissi | -8.4 | -5.4 | 0.7 | -2.9 | 0.0 | -0.6 | 0.3 | 0.2 | 0.3 | 0.5 | 0.3 |
| Importazioni | -7.5 | -2.6 | 2.3 | -0.5 | -0.7 | 2.0 | -0.2 | 0.7 | 0.4 | 0.7 | 1.0 |
| Esportazioni | 1.9 | 0.1 | 3.4 | -1.2 | 0.7 | 0.7 | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 1.0 | 1.0 |
| Var. scorte (contrib., %PIL) | -0.6 | -0.2 | -0.1 | 0.4 | -0.4 | 0.5 | -0.2 | 0.0 | -0.1 | -0.1 | 0.0 |
| Partite correnti (% PIL) | -0.6 | 0.5 | 1.0 | | | | | | | | |
| Saldo di bilancio della PA (% PIL) | -3.0 | -3.0 | -3.0 | | | | | | | | |
| Debito (% PIL) | 127.0 | 133.1 | 135.1 | | | | | | | | |
| Prezzi al consumo (a/a) | 3.0 | 1.2 | 1.3 | 1.9 | 1.2 | 1.1 | 0.6 | 0.7 | 1.1 | 1.2 | 2.1 |
| Produzione industriale | -6.4 | -3.1 | 1.3 | 0.1 | -0.7 | -0.7 | 0.8 | 0.3 | 0.7 | 0.6 | 0.2 |
| Disoccupazione (%) | 10.8 | 12.2 | 12.5 | 11.9 | 12.1 | 12.3 | 12.5 | 12.6 | 12.6 | 12.5 | 12.4 |

Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Spagna: andante assai moderato

Confermiamo una valutazione moderatamente più positiva dell'economia spagnola. Il programma di aiuti ESM alle banche per 100 miliardi di euro dovrebbe concludersi a fine anno senza condizioni aggiuntive e costituisce un passo importante per rinforzare il sistema finanziario spagnolo e la fiducia degli investitori, nonché per accelerare il *deleveraging* del settore privato. Il ciclo ha svoltato in primavera. L'export è rallentato a fine estate, ma rimane comunque in forte crescita, sostenuto dai recuperi di competitività degli ultimi anni. Ci aspettiamo che il saldo di parte corrente chiuda in surplus di circa lo 0,5% del PIL già nel 2013 e che migliori all'1,4% nel 2014. Gli investimenti aziendali sono cresciuti a passo sostenuto sia nel 2° che nel 3° trimestre e ciò fa ritenere che le imprese abbiano dato inizio ad una fase di sostituzione, almeno parziale, degli impianti esistenti dopo anni di contrazione della spesa. I consumi, a sorpresa, sono cresciuti nei mesi estivi dopo circa dieci trimestri di cali consecutivi. La disoccupazione rimane sui massimi storici ma ha svoltato in primavera, prima di quanto ci aspettassimo. La politica fiscale nel 2014 sarà meno restrittiva che nel 2013. Le condizioni finanziarie dovrebbero divenire meno penalizzanti in corso d'anno con il consolidarsi del ritorno di fiducia. Il quadro più positivo ed il ritorno alla crescita hanno indotto le tre principali agenzie di rating a rivedere l'*outlook* della Spagna da negativo a stabile, pur senza migliorare la valutazione del rischio. Manteniamo una stima di crescita del PIL di 0,5% nel 2014 dopo il -1,3% del 2013; solo nel 2015 la crescita viaggerà intorno all'1,0%.

Anna Maria Grimaldi

I rischi per lo scenario sono ancora il verso il basso: il processo di ribilanciamento degli squilibri interni deve proseguire data l'ancora elevata posizione debitoria sull'estero e potrebbe pesare sulla crescita e sulla dinamica della domanda interna, più di quanto generalmente assunto. La restrizione fiscale dovrà proseguire nel 2015-2016 per riportare il deficit al di sotto del 3% ed il debito su di un sentiero discendente. Vi è inoltre il rischio che la dinamica della domanda globale sia meno vivace di quanto da noi assunto e/o che le importazioni tornino a crescere più rapidamente dell'export allo svoltare della domanda interna. Le riforme strutturali devono quindi proseguire in particolare per consolidare i recuperi di competitività di costo, per migliorare l'efficienza del mercato dei fattori, per consentire un ulteriore aggiustamento verso il basso dei salari, per favorire il calo della disoccupazione da livelli ancora sui massimi storici, per migliorare l'implementazione del budget ed i tagli di spesa a tutti i livelli di governo.

Prospettive di breve termine: nei mesi estivi il PIL spagnolo è tornato a crescere sia pure ad un ritmo assai modesto (+0,1% t/t). La crescita è stata trainata, a sorpresa, dalla dinamica della domanda interna (+0,3% t/t) mentre le esportazioni nette hanno contribuito negativamente per -0,2% t/t, dal momento che le importazioni sono tornate a crescere (+2,8%t/t) più delle esportazioni (+2,2% t/t). Per i mesi finali dell'anno ci aspettiamo una crescita del PIL nulla o marginalmente positiva. Gli indici PMI industria e servizi sono vicini alla soglia di 50. A ottobre, la produzione industriale, secondo le nostre stime, è calata di -0,4% m/m che potrebbe preludere a un T4 stagnante. È però possibile che si veda un recupero a fine anno, dal momento che gli indici PMI sugli ordini dall'estero segnalano un'accelerazione delle esportazioni. (v. figg. 1 e 2). La crescita nel 2014-15 continuerà ad essere trainata più dal commercio estero che dalla domanda interna. Le esportazioni sono attese in crescita del 5,8% nel 2014 dopo il +2,1% del 2013. Le importazioni potrebbero avanzare del 4,8%, trainate dall'export e dal recupero di attività produttiva. Il commercio estero offrirà quindi ancora un contributo positivo alla crescita di 0,5%. I dati relativi al 3° trimestre e le indicazioni sinora disponibili dal mercato del lavoro, ordini e produzione indicano che la domanda domestica potrebbe tornare a crescere, sia pure ad un ritmo assai modesto già nel 2014: +0,2%. In particolare, il miglioramento di fiducia nel settore dei macchinari suggerisce che gli investimenti aziendali potrebbero continuare a crescere anche nei prossimi mesi, anche se ci aspettiamo un rallentamento rispetto all'estate (+2,5% t/t). È verosimile che le imprese abbiano dato inizio ad un ciclo di sostituzione, almeno parziale, degli impianti esistenti grazie al recupero dell'export. Ma l'elevato grado di capacità produttiva

inutilizzato nel manifatturiero e condizioni finanziarie ancora restrittive ci inducono a ritenere che un ciclo di ampliamento degli impianti potrà aversi solo con una ripresa più matura dell'attività produttiva (v. figg. 5 e 6). Nel 2014, prevediamo una crescita degli **investimenti aziendali** del 3,5% dopo il -0,8% del 2013 (si noti che la crescita acquisita dal 2013 è dell'1,7%). Per quanto riguarda gli **investimenti in costruzioni** il peggio dovrebbe essere ormai alle spalle. La quota di investimenti residenziali in rapporto al PIL è tornata al di sotto della media europea, i prezzi delle case sono calati del 13,1% a/a in termini reali ma meno rispetto ai sei mesi precedenti. Nel 2014 ci aspettiamo un calo degli investimenti in costruzioni molto meno severo (-3,3%) che nel 2013 (-10,2%). Nei prossimi trimestri la dinamica dei consumi dovrebbe rimanere all'incirca stagnante, grazie alla moderazione dell'inflazione e alla stabilizzazione del mercato del lavoro. In media 2014, vediamo i **consumi privati** in crescita di 0,3%. Solo nel corso del 2015 si dovrebbe vedere una crescita dei consumi più sostenuta, a fronte di un miglioramento graduale del mercato del lavoro.

Mercato del lavoro: il tasso di disoccupazione è sceso al 25,9% nei mesi estivi, da un picco assoluto del 27,1% a inizio 2013. Il numero dei disoccupati è calato più della forza lavoro. Il numero di inattivi è circa stabile sui livelli del secondo trimestre. Il livello della disoccupazione in Spagna rimane sui massimi dagli Anni '70 e rappresenta una delle principali sfide per i prossimi anni. Il calo della disoccupazione sarà molto graduale data la fragilità della ripresa. Il FMI nell'ultima *review* sulla Spagna nota che il Paese non è mai riuscito a creare occupazione con tassi di crescita del PIL inferiori all'1,5-2,0%, che ci aspettiamo si vedranno solo dopo il 2016. Le indagini congiunturali suggeriscono che la dinamica annua dell'occupazione rimarrà negativa anche nel 2014 intorno a -1,5% dal -3,8% del 2013, ciò è coerente con ancora un lieve calo dell'occupazione nella prima parte del prossimo anno e quindi una stabilizzazione nel 3° e 4° trimestre. Nel 3° trimestre, l'espulsione di lavoro si è avuta solo nel settore pubblico mentre il settore privato ha aggiunto 52 mila posti di lavoro, di cui 39 mila nei servizi. Gli indici occupazionali dall'indagine di fiducia economica della Commissione UE suggeriscono che la riduzione dell'occupazione dovrebbe rallentare anche nel settore delle costruzioni. L'espulsione di forza lavoro dalle costruzioni ha riportato l'occupazione nel settore poco al di sopra del livello di fine Anni Ottanta e pensiamo sia difficile che si possa scendere significativamente al di sotto di tale livello. Ci aspettiamo che la disoccupazione cali al meglio al 25,5% per fine 2014.

La riforma del mercato del lavoro adottata nel 2012 sta cominciando a dare frutti quanto meno sulla dinamica dei **salari**. Gli accordi collettivi per il 2013 prevedono aumenti delle retribuzioni di 0,6%, in rallentamento dall'1,7% del 2012: i salari reali rimangono quindi in territorio ampiamente negativo. La dinamica del costo del lavoro è in territorio negativo da fine 2012 e a giugno calava di 0,3% t/t, meno che nei trimestri precedenti (in media -2,2% t/t tra dicembre e marzo) ma ancora significativamente al di sotto della media dell'Eurozona, pari a +0,9% t/t. Pensiamo che il costo del lavoro rimarrà in calo anche nel corso del 2014: -0,4%.

L'**inflazione** ha toccato un minimo a ottobre a -0,1% a/a sull'indice nazionale e a zero sulla misura armonizzata per poi risalire a 0,2% a novembre; Il calo rispetto al 2,9% di novembre 2012 è spiegato dal venir meno dal confronto annuale dell'aumento dell'IVA di settembre 2012 ma anche da un rallentamento dei prezzi di energia e alimentari. L'inflazione core ha frenato a 0,2% a/a a ottobre dal 2,3% di un anno prima. Nei prossimi mesi ci aspettiamo che l'ampio *slack* nell'economia e la dinamica dei salari nominali possano frenare la dinamica dei prezzi core fino a +0,4% in media nel 2014, dall'1,5% nel 2013. L'inflazione *headline* dovrebbe aggirarsi in media a 0,7% dall'1,4% del 2013. Una moderazione dell'inflazione e del costo del lavoro per la periferia dell'area euro è un passaggio obbligato per accelerare il processo di ribilanciamento degli squilibri interni, tuttavia in questi paesi il rischio di deflazione non è trascurabile data l'ampiezza dell'*output gap* da cui anche la Spagna non è immune. Naturalmente il rischio di deflazione si riduce con il recupero della crescita ed in particolare della domanda interna.

Finanze pubbliche: il deficit pubblico è atteso chiudere al 6,8%, dal 10,6% del 2012, solo marginalmente al di sopra del target concordato con Bruxelles (6,5%). Le misure per la ricapitalizzazione delle banche hanno pesato per 3,8 punti di PIL nel 2012 e per 0,3 nel 2013. Rimane ancora un elevato margine di incertezza sul saldo 2013, dal momento che le entrate potrebbero essere inferiori all'ultimo trimestre del 2012 (quando l'aumento dell'IVA determinò un forte incremento delle entrate tributarie) e che i dati fino a ottobre sembrano suggerire rischi per la dinamica della spesa. Ma veniamo al 2014-2015. Il target concordato con Bruxelles lo scorso luglio per il prossimo anno è di un deficit in calo al 5,8% a fronte di un miglioramento strutturale di 0,8%. La Commissione ritiene che tale obiettivo sia conseguibile grazie all'estensione delle misure sulla tassazione dei redditi delle persone fisiche e delle imprese⁶, nonché del taglio di giorni di ferie aggiuntivi per i dipendenti pubblici. Tuttavia, rimane un ampio margine di incertezza: da una parte, le misure di recupero di base imponibile tramite la lotta all'evasione fiscale potrebbero dare risultati deludenti rispetto allo 0,1% del PIL previsto dal Governo; dall'altra, i tagli di spesa previsti tramite la riforma degli enti locali potrebbero essere ambiziosi (1,1 miliardi nel 2014). Secondo l'opinione della Commissione Europea⁷ alla Legge di Stabilità 2014, lo sforzo strutturale per il 2014 è di 1,3% punti di PIL, quindi inferiore all'1,8% indicato nelle raccomandazioni di giugno scorso e necessario per ottenere un miglioramento di 0,8% del saldo strutturale nel 2014. La Commissione nelle stime d'autunno mostra un deficit strutturale circa invariato nel 2014. Ma se il 2014 sarà fatto passare per buono, la Commissione nota che la Spagna non ha specificato misure sufficienti per rispettare il target concordato nel 2015 nonché che lo sforzo strutturale è significativamente inferiore a quello previsto. Il Paese ha adottato una riforma delle Amministrazioni Pubbliche e governi locali (a luglio scorso) che dovrebbe comportare a regime (2019) risparmi di costi per 8 miliardi di euro. È stata inoltre istituita un'autorità fiscale indipendente. Ma, al di là di ciò, non si individuano misure strutturali di rilievo. La Commissione sottolinea, inoltre, che il Paese non ha ancora fatto progressi sul fronte di una *review* sistematica della spesa ed anche la riforma fiscale rimane lontana (si attende per febbraio 2014 un'opinione della Commissione indipendente). Non è escluso che in corso d'anno la Spagna si troverà a dover approvare un mini budget per rispettare gli obiettivi concordati per il 2014.

Il 2014 è stato fatto passare ma rimane ampia incertezza. Non è escluso che il Governo si trovi a dover approvare un mini budget in corso d'anno

Riguardo agli anni a venire, il punto di partenza secondo la Commissione è di un deficit strutturale nel 2014 di -5,8% del PIL, in lieve peggioramento rispetto al 2013. Il Governo spagnolo vede, invece, il deficit strutturale a -2,0% in miglioramento dal -3,3% stimato per il prossimo anno, dal momento che nel progetto di legge 2014 indica misure aggiuntive per 1,3% del PIL. Anche volendo guardare alle stime 2014, rimane un'ampia divergenza tra le stime di Governo e quelle della Commissione per il saldo strutturale. Come abbiamo illustrato nello scenario trimestrale di settembre 2013 quanto più ampio è il deficit strutturale tanto maggiore è la restrizione che resta da fare negli anni a venire. La discrepanza tra le stime è da ricondursi alle diverse metodologie di calcolo dell'ampiezza dell'*output gap* e quindi dell'impatto del ciclo sui saldi di bilancio⁸. È stata proprio la Spagna a sollevare il caso sulla metodologia di calcolo dell'ampiezza dell'*output gap* ma per il momento la Commissione non ha rivisto la stima dello *slack* nell'economia; al Paese sarà richiesto pertanto uno sforzo fiscale significativo dal 2015 in avanti che potrebbe compromettere il ritorno a tassi di crescita positivi e più sostenuti rispetto allo 0,5% stimato per il 2014. Il debito è atteso salire al 100% del PIL nel 2014 e tornare a scendere solo dal 2017.

Dal 2015 la Spagna dovrà attuare una correzione residua di almeno due punti di PIL

⁶ Il limite temporale per la deducibilità degli ammortamenti è stato esteso anche al 2014-15 con un effetto sulle entrate fiscali di 0,2% del PIL. Il Governo, con una disposizione di legge dello scorso 28 giugno, ha escluso dall'imponibile delle imprese le perdite estere. Stimiamo che la misura possa avere un effetto tra 0,1% e 0,2% del PIL.

⁷ Si veda SWD (2013) 603.

⁸ La componente ciclica del deficit è data dall'interazione dell'elasticità rispetto al ciclo con l'*output gap*. Se l'*output gap* è più ampio, la componente ciclica è più ampia e viceversa.

Scenario Macroeconomico

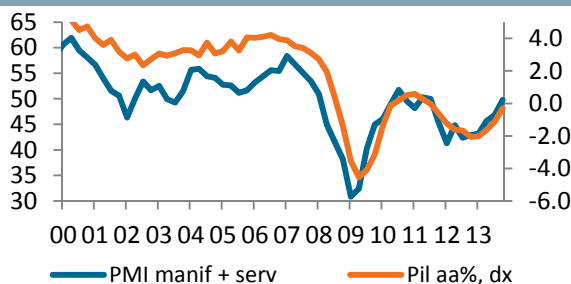
Dicembre 2013

Tab. 1 - Previsioni di finanza pubblica: la correzione che deve venire, chi ha ragione il Governo o la Commissione?

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|----------------------------------------------------------------|-------------|-------------|--------------------|-------------|
| Stime della Commissione nov 2013 (stima di maggio 2013) | | | | |
| Target per il saldo Raccom. giu 2013 | -10.6 | -6.5 | -5.8 | -4.2 |
| Saldo | -10.6 | -6.8 | -5.9 (-7,0) | -6.6 |
| Interessi | 3.0 | 3.4 | 3.6 | 3.6 |
| Saldo corretto per il ciclo | -8.2 | -4.3 | -4.3 (-4,3) | -6.2 |
| Saldo primario corretto per il ciclo | -5.2 | -0.9 | -0.7 | -2.6 |
| Saldo strutturale | -5.2 | -4.1 | -4.2 (-5,5) | -5.8 |
| Saldo strutturale stime di governo | | -3.4 | -3.3 | -2.0 |
| Sforzo strutturale da Raccom. giu 2013 | | +1.1 | +0.8 | +0.8 |
| Debito | 86.0 | 94.8 | 99.9 | 104.3 |
| <hr/> | | | | |
| Saldo | -10.6 | -6.8 | -6.0 | -6.1** |
| Interessi | 3 | 3.4 | 3.6 | 3.6 |
| Saldo corretto per il ciclo | -8.4 | -4.2 | -4.3 | -5.2 |
| Saldo primario corretto per il ciclo | -5.4 | -1.3 | -0.8 | -1.6 |
| Saldo strutturale | -5.2 | -4.1 | -4.2 | -3.8 |
| Debito | 86.0 | 94.8 | 100 | 103 |

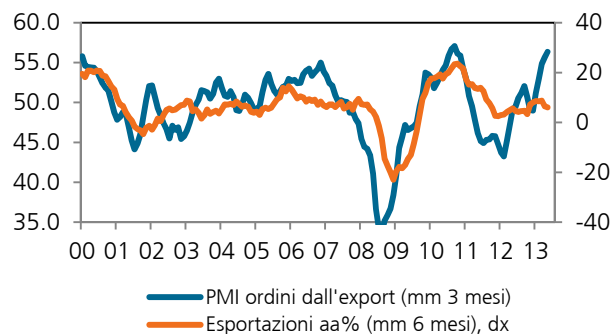
Fonte: stime d'autunno della Commissione e stime Intesa Sanpaolo. **Stime a legislazione vigente partono dalla stima di deficit tendenziale della Commissione UE d'autunno -6,6% e tengono conto delle misure che saranno probabilmente confermate nel 2015 nonché incorporano l'impatto di una stima di crescita 2015 di +0,9%, di circa un punto al di sotto di quelle della Commissione

Fig. 1 – Gli indici PMI suggeriscono che il peggio è alle spalle



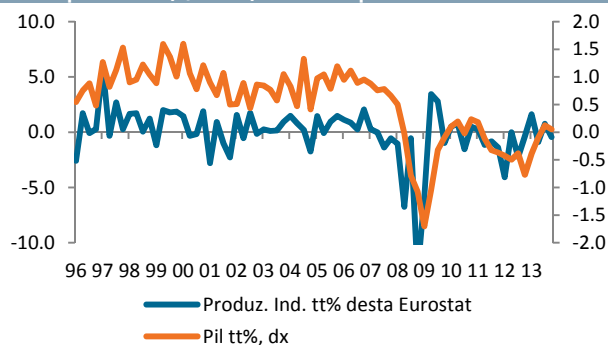
Fonte: INE, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – L'indice PMI ordini dall'export coerente con un'accelerazione dell'export nei prossimi mesi



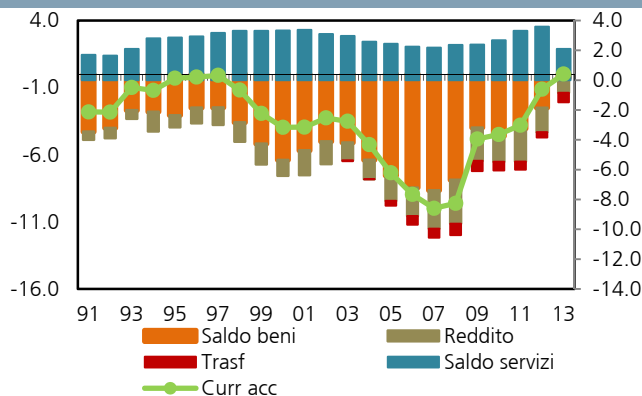
Fonte: INE, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – La produzione industriale di ottobre per ora indica una crescita più fiacca (0,0%/t) del PIL rispetto all'estate



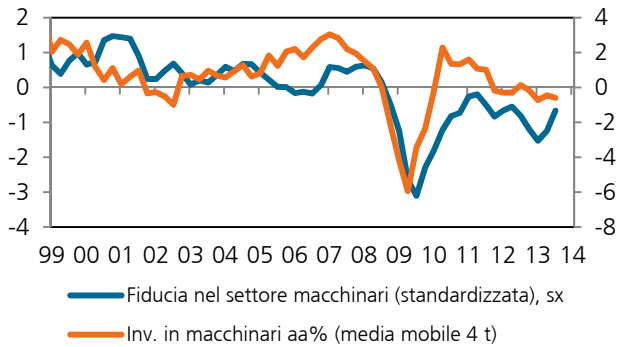
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Verso un surplus di parte corrente già a fine 2013



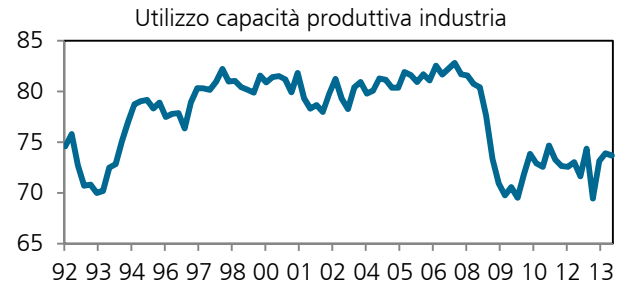
Fonte: INE elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Segnali moderatamente positivi per la spesa in macchinari ma è difficile che si veda un ciclo sostenuto...



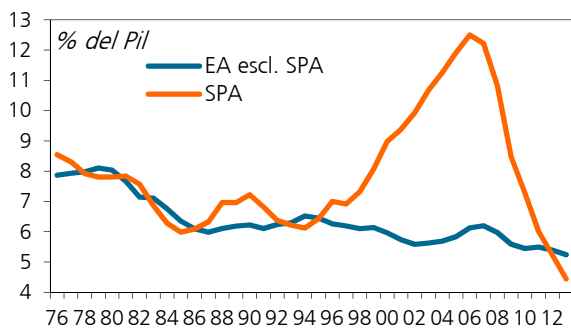
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – ... la capacità inutilizzata nell'industria rimane assai ampia



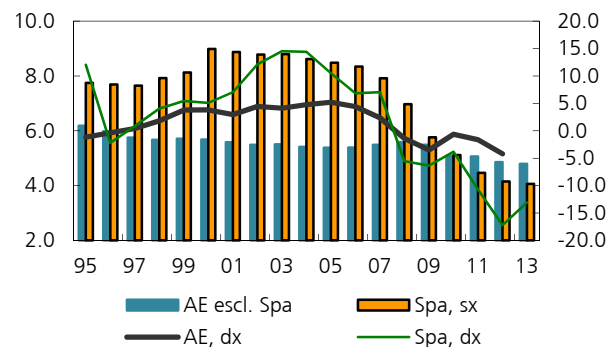
Fonte: INE elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – Gli investimenti residenziali in % del PIL sono sui minimi dal 76 e ora al di sotto della media AE



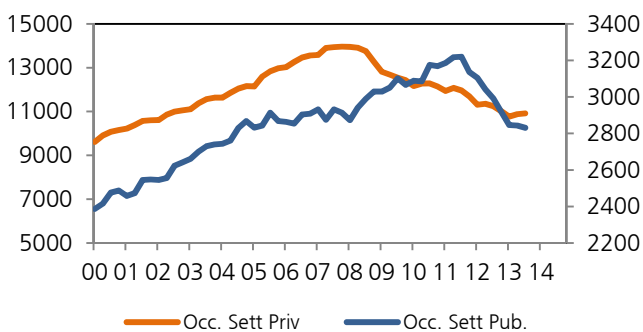
Fonte: AMECO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – I prezzi delle case in termini reali continuano a calare del 13% all'anno



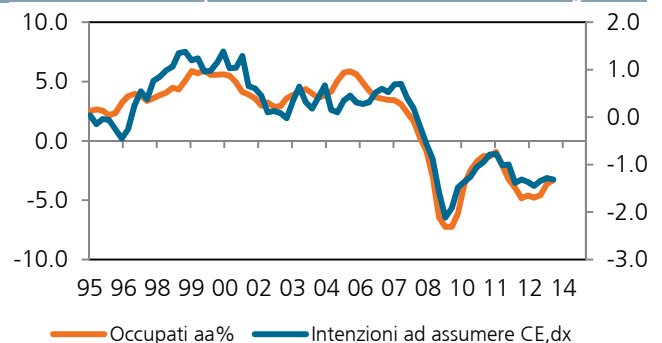
Nota: Barre: Investim. Resid. in % del Pil. Linee: prezzi delle case aa%, dx. Fonte: AMECO, ECB, INE elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – L'occupazione nel settore privato è tornata a salire in estate



Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – Le indagini di fiducia suggeriscono una stabilizzazione della dinamica occupazionale in territorio lievemente negativo

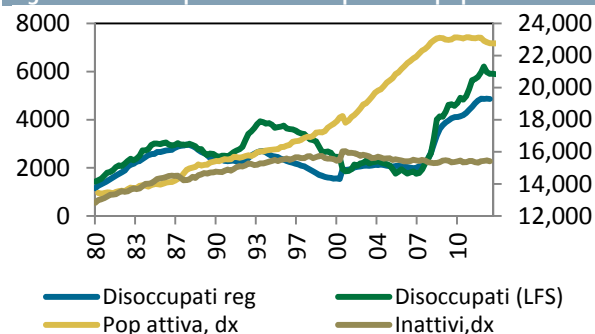


Fonte: Commissione UE, INE elaborazioni Intesa Sanpaolo

Scenario Macroeconomico

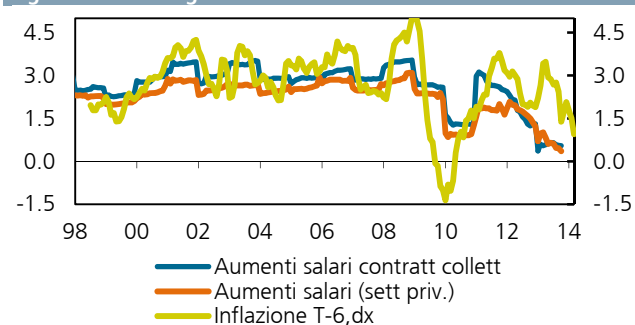
Dicembre 2013

Fig. 11 – I disoccupati sono calati più della popolazione attiva



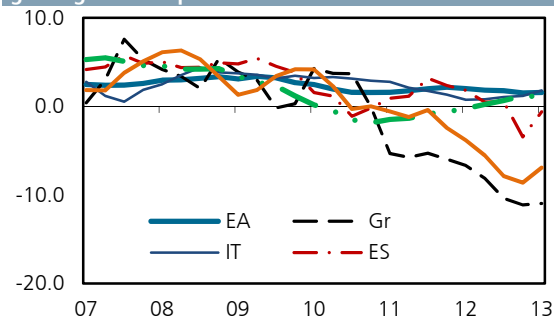
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – Salari negoziali in frenata



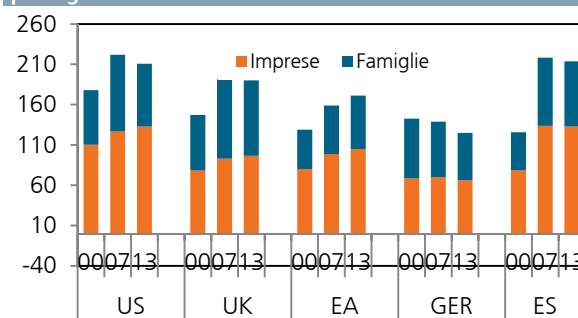
Fonte: Commissione UEINE elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 13 – Il costo del lavoro è calato più che in altri paesi ma i guadagni di competitività vanno consolidati



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 14 – Il processo di *deleveraging* del settore privato deve proseguire



Fonte: BCE, Fed, BoE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Spagna – Previsioni macroeconomiche

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2013 | | | | 2014 | | | |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 1 | 2 | 3 | 4 | 1 | 2 | 3 | 4 |
| PIL (prezzi costanti, a/a) t/t | -1.6 | -1.3 | 0.5 | -2.0 | -1.6 | -1.1 | -0.3 | 0.2 | 0.6 | 0.6 | 0.7 |
| Consumi delle famiglie | -2.8 | -2.5 | 0.3 | -0.6 | 0.0 | 0.4 | 0.0 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.1 |
| Investimenti fissi lordi | -7.0 | -5.7 | 0.1 | -1.6 | -2.0 | 0.2 | 0.9 | -0.3 | -0.1 | 0.1 | 0.3 |
| Deficit (% PIL) | -10.6 | -6.7 | -6.0 | | | | | | | | |
| Debito (% PIL) | 86.0 | 94.7 | 100.0 | | | | | | | | |
| CPI (a/a) | 2.4 | 1.5 | 0.7 | 2.8 | 1.8 | 1.3 | 0.2 | 0.0 | 0.9 | 0.4 | 1.4 |
| Disoccupazione (%) | 26.1 | 26.0 | 25.7 | 26.5 | 26.4 | 25.9 | 26.0 | 25.9 | 25.8 | 25.8 | 25.7 |
| Tasso a 10 anni | 5.86 | 4.55 | 4.23 | 5.06 | 4.50 | 4.53 | 4.09 | 4.06 | 4.31 | 4.24 | 4.32 |
| Cambio effett. (1990=100) | 100.6 | 102.4 | 101.9 | 102.0 | 102.2 | 102.5 | 102.7 | 102.3 | 102.0 | 101.7 | 101.5 |

Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

La Periferia in crisi

Cipro: completata la seconda revisione

Valerio Ceoloni

Il completamento della seconda revisione a novembre ha appurato che il programma sta procedendo secondo la tabella di marcia, e i progressi sul fronte della ricapitalizzazione del settore finanziario sono concreti. Per Bank of Cyprus, la prima banca del Paese, il piano di ristrutturazione⁹ è stato completato e riporterà il gruppo alla redditività nel medio periodo, mentre Hellenic Bank¹⁰, la seconda maggior banca cipriota, è già stata ricapitalizzata grazie al solo apporto di capitale privato. Tuttavia la scarsa liquidità presente nel sistema bancario e i vigenti vincoli ai movimenti di capitale hanno impattato negativamente sull'erogazione del credito da parte degli istituti e questa condizione non è destinata a mutare nel breve periodo. È stato confermato comunque che a partire dal 2014 i vincoli ai movimenti di capitale verranno notevolmente allentati dato che il ristabilimento della fiducia tra i depositanti e quindi la stabilità del settore stanno migliorando.

La conferma da parte dell'Eurogruppo del superamento della seconda revisione garantirà l'erogazione della prossima *tranche* di aiuti pari a circa 200 milioni di euro entro dicembre, portando così gli aiuti complessivamente erogati a quasi 5 miliardi sui 10 complessivi messi a disposizione.

Dal punto di vista dello scenario, la recessione in cui si trova il Paese, seppur grave, si è attenuata rispetto alle stime iniziali e il 2013 dovrebbe segnare una contrazione del PIL del 7,7% a/a (rispetto all'8,7% a/a inizialmente stimato) grazie in particolare alla tenuta del settore turistico. **La discesa del PIL dovrebbe ridimensionarsi l'anno prossimo al -4,8% a/a.** Il deficit nel 2013 dovrebbe passare dal 6,3% del 2012 all'8,3%, per stabilizzarsi l'anno prossimo all'8,4%. Il debito si prevede aumenti sensibilmente dall'86% nel 2012 al 116% quest'anno e al 124% nel 2014, principalmente a causa della ricapitalizzazione del settore bancario e della mancata crescita del PIL.

Grecia: un ritorno alla crescita nel 2014 appare ancora arduo

Completata la terza revisione di luglio scorso, la Grecia si avvia ad affrontare l'ultimo anno del programma di salvataggio, che è atteso concludersi a dicembre 2014. Nel corso dell'anno il ritmo delle riforme si è allentato, in particolare per quanto riguarda le entrate previste dalle privatizzazioni. Nonostante queste difficoltà, **la morsa della recessione si sta chiaramente allentando**: siamo passati dal -5,7% a/a dell'ultimo trimestre del 2012, al -5,5% a/a di marzo scorso, poi a -3,7% a/a di giugno e a -2,9% a/a di settembre. Probabilmente l'ultimo trimestre dell'anno non vedrà un nuovo miglioramento (stimiamo un -3,0% a/a) a causa del concentrarsi di una serie di scadenze fiscali e dell'esaurirsi della stagione turistica che ha sostenuto il PIL nei due trimestri centrali dell'anno. In media annua comunque il PIL dovrebbe migliorare dal -6,8% a/a del 2012 al -3,8% a/a di quest'anno. Contrariamente alle stime della Commissione, che già dall'anno prossimo vede un ritorno alla crescita (0,6% a/a in media), riteniamo che l'alto tasso di disoccupazione, il livello depresso dei consumi e la restrizione fiscale continueranno a pesare ancora, mantenendo il paese in **recessione anche nel 2014 (-1,0% a/a)**. Contributi positivi alla crescita saranno principalmente esportazioni nette e investimenti, mentre i consumi rimarranno ancora compressi dalla forte pressione fiscale che nell'anno prossimo non si dovrebbe attenuare ma soltanto stabilizzare, dato che il Governo ha perlomeno escluso nuove misure di austerità. Inoltre, la disoccupazione è vista soltanto stabilizzarsi l'anno prossimo al 26% dal 27% di quest'anno dopo essere cresciuta incessantemente dal 2009. Rischi al ribasso alle previsioni sono

⁹ Nel piano era anche compresa la cessione della branca greca a Piraeus Bank. Sempre a Piraeus Bank era stata interamente ceduta la terza banca cipriota, Laiki (già Cyprus Popular Bank).

¹⁰ A marzo scorso, anche Hellenic Bank aveva ceduto la sua branca greca a Piraeus Bank.

la fragilità della compagine di governo e la possibile instabilità sociale, nonché l'entità del *fiscal gap*, che potrebbe costringere il Governo a correre ai ripari l'anno prossimo incidendo nuovamente sui redditi e quindi sui consumi. In effetti le stime del Governo greco ritengono l'entità del "buco" attorno ai 500 milioni, mentre la Troika è pessimisticamente convinta che si aggiri attorno ai due miliardi di euro: riteniamo che la stima di Atene sia ottimistica e fondata sulla speranza che le misure per la lotta all'evasione varate nel corso dell'anno contribuiranno a mantenere il *fiscal gap* nei termini stimati. Pertanto i rischi al ribasso alla previsione sono concreti. Nel complesso comunque va detto che la percezione dei mercati sulla Grecia sta chiaramente migliorando, con il tasso sul decennale che è tornato sotto il 9% e con il mercato azionario che è sui massimi da due anni.

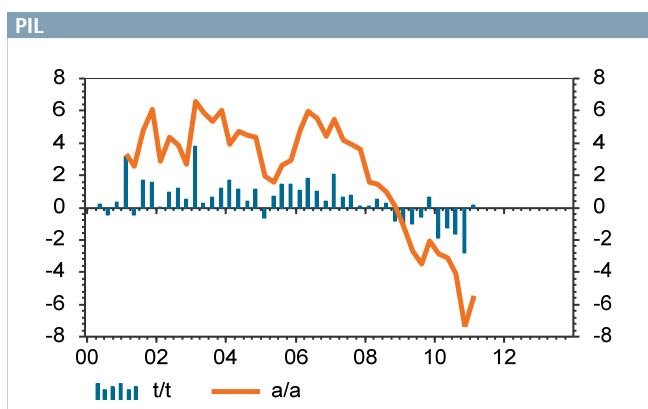
Per quanto riguarda i conti pubblici, quest'anno Atene dovrebbe mettere a segno per la prima volta un **avanzo primario di circa 0,4% del PIL**, superiore alle iniziali previsioni di 0,2%. Pertanto, l'evoluzione del deficit¹¹ dovrebbe vedere il picco quest'anno al -13,5% dal -9,0% del 2012, per ridursi drasticamente l'anno prossimo (-2,0%) grazie principalmente alla conclusione della ricapitalizzazione del settore bancario. Il debito pubblico pertanto è visto toccare il picco quest'anno al 176% del PIL dal 157% del 2012, per poi stabilizzarsi l'anno prossimo (175,9%) e iniziare a calare dal 2015 (171%). L'obiettivo rimane portare il debito sotto il 125% entro il 2020.

Infine, per quanto riguarda lo stato di avanzamento del programma, la criticità rimane come si diceva quella delle **privatizzazioni**: per rispettare le scadenze quest'anno si sarebbero dovute completare tre operazioni per un ricavo complessivo di quasi due miliardi. Ad oggi, conclusa a ottobre la vendita dell'agenzia governativa di scommesse (OPAP), rimane da finalizzare la cessione della rete di distribuzione energetica (DESFA)¹², mentre la compagnia energetica nazionale (DEPA) manca ancora di un acquirente. Ammesso che l'operazione DESFA si riesca a concludere entro l'anno, sicuramente almeno un terzo dei fondi previsti non verranno raccolti se non nel 2014. Del resto va tenuto anche presente che pretendere scadenze troppo rigide potrebbe essere controproducente dal momento che il rischio in questo caso è di svendere il patrimonio nazionale anziché cercare di cederlo al miglior offerente. Le continue pressioni della Troika sul rispetto delle scadenze potrebbero quindi avere un effetto negativo dato che l'attuale scarsità di acquirenti produce una bassa domanda e quindi prezzi di realizzo inferiori alle attese¹³.

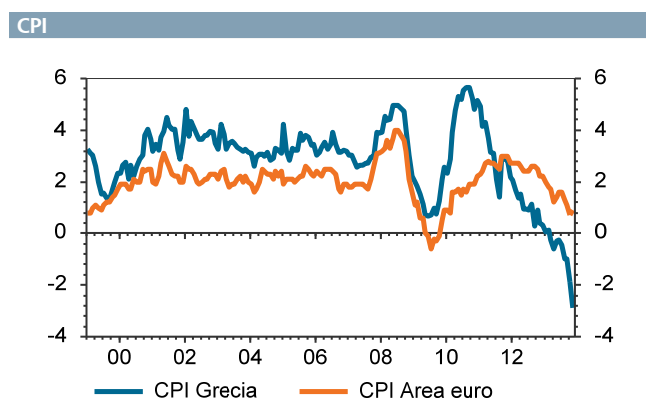
¹¹ Secondo gli standard ESA95 sono compresi all'interno del calcolo del deficit, oltre agli altri, anche i costi di ricapitalizzazione del sistema bancario, che pesano per circa il 10% del PIL.

¹² La compagnia azera SOCAR ha vinto la gara di aggiudicazione di DESFA a giugno scorso per il controllo del 66% del capitale. L'operazione dovrebbe portare nelle casse di Atene circa 400 milioni di euro.

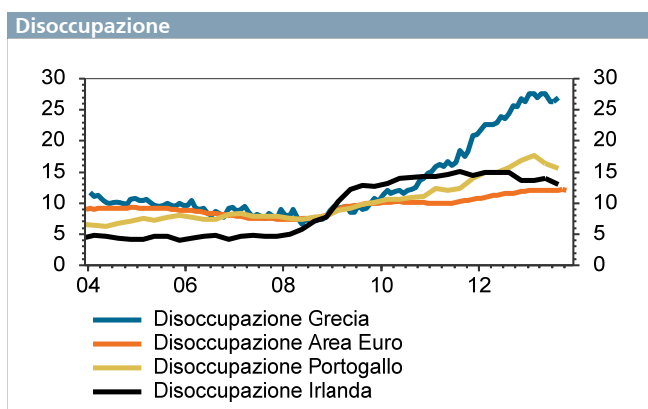
¹³ Si segnala che rispetto ai 2,5 mld di euro d'introiti inizialmente previsti per il 2013, c'è già stata una revisione al ribasso a 1,5 mld, di cui circa 600 mln per ora effettivamente incassati.



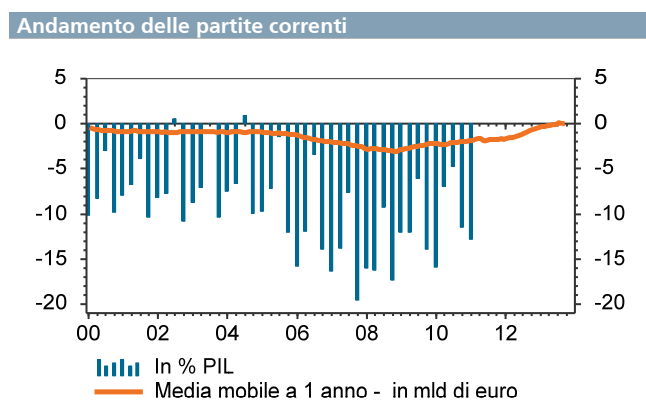
Fonte: Thomson Reuters-Datastream



Fonte: Thomson Reuters-Datastream



Fonte: Thomson Reuters-Datastream



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Irlanda: fuori dal tunnel

A dicembre il programma di salvataggio iniziato nel 2010 sarà ufficialmente concluso dopo aver erogato complessivamente 85 mld di euro. Oltretutto per Dublino si tratterà di un ritorno completo alla sovranità dato che **il Governo ha deciso di non chiedere all'ESM neppure l'attivazione di una linea di credito precauzionale**, affidandosi esclusivamente al tesoretto di circa 25 mld di euro raccolto finora e che coprirà il fabbisogno fino agli inizi del 2015. Questa decisione del resto non impedisce al Governo di rivolgersi all'ESM in un secondo momento se la situazione dovesse richiederlo.

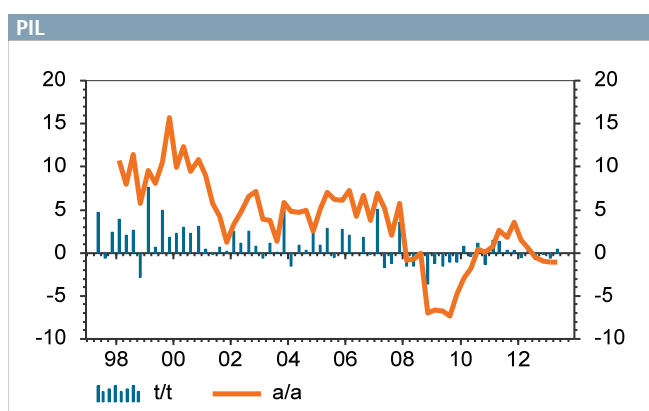
Sebbene il sentiero di crescita non si sia già ristabilito, **quest'anno dovrebbe essere l'ultimo di recessione**. Stimiamo che in media annua il PIL dovrebbe registrare una contrazione di -0,5% a/a dopo il +0,2% a/a del 2012. I due trimestri centrali dell'anno hanno segnato un ritorno alla crescita (0,5% t/t e 0,15 t/t rispettivamente), e per il quarto ci attendiamo ancora un dato positivo (0,7% t/t), ma in media annua sarà ancora un anno di negativo. Il ritorno alla crescita è pertanto rimandato all'anno prossimo, in cui ci attendiamo che il PIL salga di 1,4% a/a (contro una previsione della Commissione Europea che stima la ripresa all'1,7% a/a per il 2014, dopo un +0,3% a/a già quest'anno). Principali contribuiti alla crescita dovrebbero essere gli investimenti fissi e le esportazioni nette, anche se i volumi dell'export sia di beni sia di servizi si sono dimostrati più deboli delle attese quest'anno (+0,6% a/a) e per l'anno prossimo la stima è stata rivista al ribasso dal 4,0% al 3,0%. La dinamica dei consumi interni invece è prevista rimanere debole come l'anno in corso ma in via di stabilizzazione, principalmente grazie a due fattori: la disoccupazione è andata riducendosi nel corso dell'anno (a ottobre era al 12,6% rispetto al

Scenario Macroeconomico

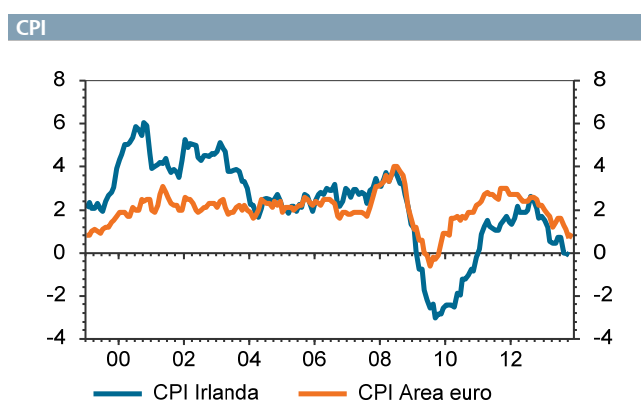
Dicembre 2013

14,5% di un anno prima) e le pressioni inflazionistiche sui prezzi sono scese sensibilmente (l'inflazione era allo 0,1% a/a ad ottobre dall'1,2% di un anno prima sull'indice nazionale), a vantaggio del potere di acquisto delle famiglie.

Per quanto riguarda il settore bancario, si sono visti ulteriori miglioramenti sul versante della raccolta, con i depositi che sono rimasti stabili a fronte di tassi in calo e il ricorso ai prestiti da parte della BCE al settore bancario nazionale sono andati calando e si aggirano attorno ai 41 mld a ottobre (erano circa 78 mld un anno fa). Ciononostante, il processo di *deleveraging* non è ancora concluso. L'andamento dei prestiti al settore privato rimane debole e i tassi sono ancora elevati rispetto alla media dell'Eurozona. D'altro canto, le sofferenze sui mutui continuano a crescere: alla fine del secondo trimestre raggiungevano il 12,4% dei mutui totali erogati, contro l'11,7% del primo trimestre.



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

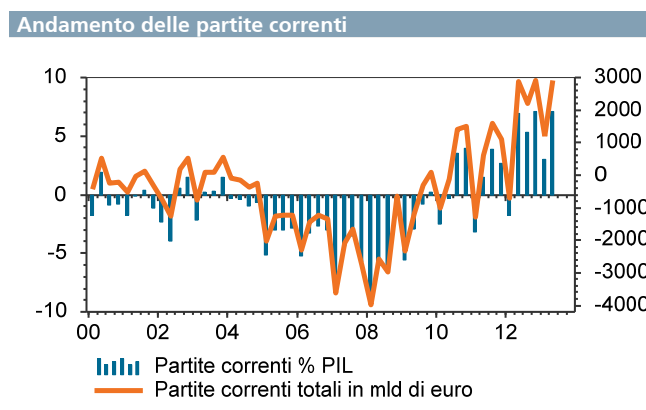
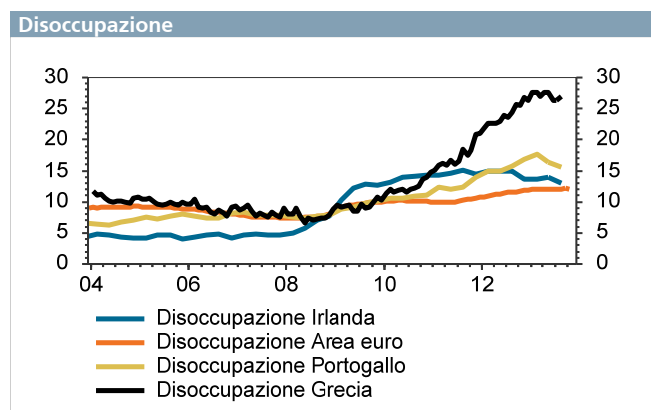


Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Per quanto riguarda i conti pubblici, **la manovra finanziaria per l'anno prossimo si è rivelata meno pesante delle attese**, limitandosi a provvedimenti per complessivi 2,5 mld di euro a fronte dei 3,1 mld originariamente previsti. Di questi, circa un terzo saranno nuove entrate mentre i restanti due terzi saranno sul contenimento delle uscite. Complessivamente dal 2008 a oggi le misure di austerità messe in atto dal Governo sono ammontate a 31 mld di euro, pari circa al 20% del PIL attuale. Il **deficit** quest'anno è atteso calare al **7,4% del PIL** dall'8,2% del 2012, mentre **nel 2014 si dovrebbe portare al 5%**, rispetto a un obiettivo iniziale del 4,3% in considerazione delle previsioni al ribasso sul PIL e alle ricadute sull'anno prossimo delle minori entrate fiscali rispetto alle previsioni di quest'anno. Nel 2015 il deficit dovrebbe tornare sotto la soglia del 3% a patto che il Governo implementi misure aggiuntive per circa 2 mld (1,1% PIL). Infine il **debito pubblico** è previsto toccare il picco quest'anno al **124,4%** dal 117,4% del 2012 per calare l'anno prossimo al 120,8% anche grazie alla riduzione programmata delle attuali riserve precauzionali che ammontano a circa il 13% del PIL e che hanno permesso al Paese di non ricorrere alla linea di credito precauzionale. Nel 2015 il debito dovrebbe stabilizzarsi attorno al 119,5%.

I rischi al ribasso sullo scenario rimangono ben presenti, considerando la debolezza della domanda interna e la difficoltà di accesso al credito delle PMI, nonché la fragilità del sistema bancario non ancora del tutto risanato. Inoltre, sul versante della domanda estera le nuove *partnership* commerciali che dovrebbero supportare le esportazioni nette entreranno a regime solo dall'anno prossimo. Rischi al rialzo si potranno avere dal mercato del lavoro, che potrebbe vedere un calo della disoccupazione più veloce delle attese considerando anche il rallentamento nella creazione di nuovi posti di lavoro a tempo parziale a favore di posti a tempo pieno, con conseguenti ricadute benefiche sul reddito disponibile. Nel complesso si riscontra che la conclusione del programma di salvataggio nei tempi e modi previsti e i primi segnali di un

ritorno alla crescita del Paese hanno avuto un riscontro positivo anche sui mercati finanziari, che hanno visto la riduzione del decennale irlandese sotto il 4%.



Slovenia: 2014 all'insegna dell'austerità per evitare il *bailout*

Stanno proseguendo a rilento gli stress test sul sistema bancario sloveno, i cui esiti erano attesi per la fine di ottobre e invece non saranno conclusi prima del 13 dicembre. L'esatto importo delle sofferenze da convogliare alla *bad company* DUTB pertanto non è ancora stato individuato con precisione, anche se una stima approssimativa potrebbe aggirarsi attorno ai 4 miliardi (sui circa 7,9 mld di *bad loan* complessivamente detenuti dalle banche slovene, pari al 22% del PIL). Il risultato degli stress test sarà quindi in grado di dare indicazioni precise sull'ammontare che il Governo dovrà erogare al settore finanziario il prossimo anno. Per il momento la cifra accantonata in via prudenziale era stata di 1,2 mld (pari al 3,5% del PIL), ma potrebbero servirne di più, nel qual caso il Governo potrebbe essere costretto a chiedere una qualche forma di supporto ai suoi partner europei. Il trasferimento delle sofferenze a DUTB dovrebbe iniziare già a dicembre e concludersi entro la primavera del prossimo anno. In ogni caso, sia che il Paese proceda a chiedere un aiuto, sia che provi a risolvere il problema con le proprie forze, il risultato finale sarà il medesimo. In particolare, per evitare che il salvataggio del settore finanziario (ormai non rinviabile) porti i conti pubblici in forte deficit si dovrà parallelamente avviare un programma di "dimagrimento" della Pubblica Amministrazione da un lato e promuovere un maggior sviluppo del settore privato dall'altro per rilanciare la competitività e le esportazioni, fortemente ridottesi dal 2012 a oggi.

Portogallo: chiusura d'anno tra luci e ombre

Concluse con successo ottava e nona revisione condotte congiuntamente, il Portogallo si avvia a chiudere il 2013 in una situazione che presenta luci e ombre. Da un lato la lunga recessione sembra ormai alle spalle e la ripresa economica sta prendendo l'abbrivio, dall'altro il ritmo delle riforme previste dal pacchetto di salvataggio sta segnando il passo da alcuni mesi.

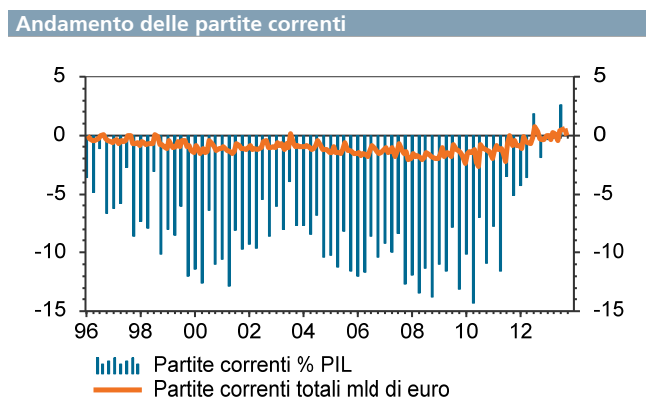
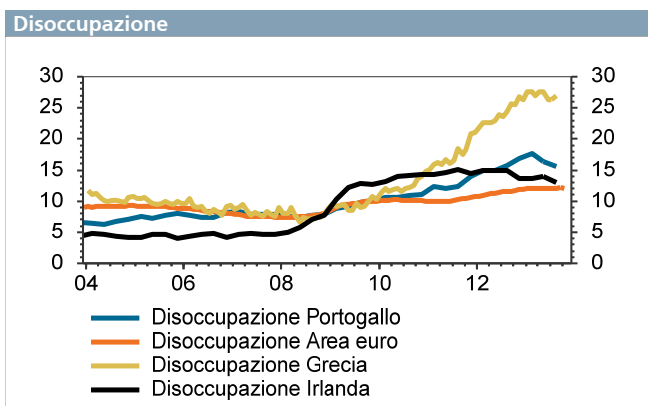
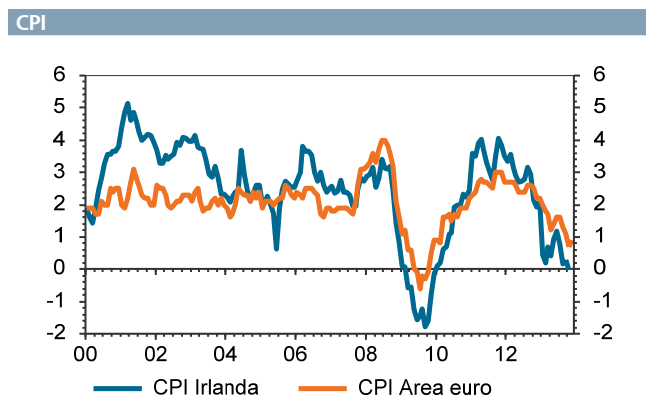
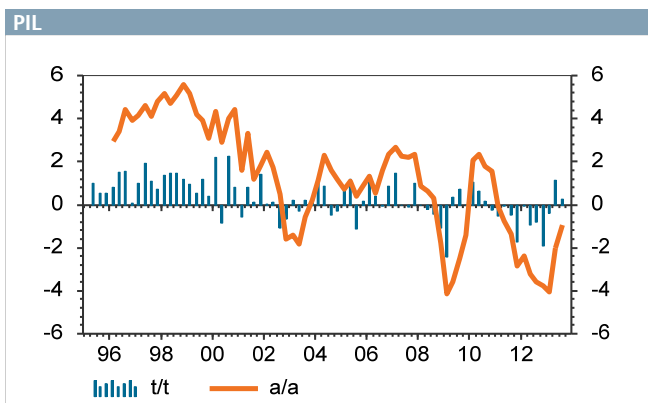
Per quanto riguarda il ciclo economico, il secondo trimestre dell'anno ha sorpreso al rialzo (1,2% t/t) dopo dieci trimestri di contrazione grazie al contributo della domanda interna, e anche il terzo trimestre (+0,2% t/t) ha mostrato che l'economia sta cercando di rialzarsi dopo tre anni di crisi che hanno colpito il Paese grazie in particolare allo stabilizzarsi della domanda interna e a un recupero delle esportazioni nette. Dopo aver raggiunto il fondo nel primo trimestre di quest'anno (-4,1% a/a), la recessione sta allentando la sua morsa: -2,0% a/a nel secondo trimestre, -1,0% a/a nel terzo e prevediamo che il trend continui nel quarto (-1,5% t/t, -0,6% a/a). In media annua quindi il PIL passerebbe da -3,2% a/a del 2012 a -1,9% a/a quest'anno. Per il 2014 ci attendiamo un completo ritorno alla crescita, sostenuto in particolare dalle esportazioni nette e da una domanda interna in ripresa: in media annua la nostra previsione

rimane più cauta (0,6% a/a) di quella della Commissione (0,8% a/a). La disoccupazione ha iniziato a calare nel secondo trimestre dell'anno ma più per un calo della partecipazione che per un effettivo aumento dell'occupazione: la disoccupazione infatti è attesa salire al 17,4% nel 2013 dal 15,9% dell'anno scorso per toccare il picco l'anno prossimo al 17,7% e tornare a calare dal 2015.

Per quanto riguarda i conti pubblici, il documento di budget per l'anno prossimo è stato approvato in via definitiva e prevede misure complessive per 3,9 mld di euro (2,3% del PIL). I tagli alla spesa saranno pari a circa 3,2 mld mentre le nuove entrate si aggireranno attorno a 0,7 mld. Tra i principali provvedimenti per l'anno prossimo ricordiamo la riduzione dal 2,5% al 12% dei salari di tutti i dipendenti pubblici con uno stipendio superiore ai 600 euro mensili, riduzione del personale di aziende pubbliche, innalzamento dell'età pensionabile di un anno (che ora sarà quindi portata a 66 anni), tagli alle pensioni di anzianità superiori ai 600 euro mensili. Sul fronte delle entrate la misura principale sarà la nuova tassa alle aziende del settore energetico. Alcune di queste misure (specialmente quelle sui tagli agli stipendi e pensioni) sono già state inviate alla Corte Costituzionale per un preventivo parere. Per quanto riguarda l'anno in corso, le entrate fiscali nei primi otto mesi dell'anno sono state consistenti (gettito delle imposte dirette cresciuto del 19% a/a, quello delle imposte indirette del 2,3% a/a), le uscite nei primi otto mesi sono state in linea con le previsioni, anche se per la parte finale dell'anno sono possibili degli sforamenti a causa del ripristino di tredicesima e/o quattordicesima ai dipendenti pubblici e per il posticipo di alcune spese di competenza. Nel complesso, il deficit di quest'anno dovrebbe scendere al 5,9% dal 6,4% del 2012. L'obiettivo iniziale di quest'anno pari al 5,5% sarà raggiunto, rimanendo però al netto degli interventi di ricapitalizzazione del settore bancario (BANIF) che peseranno per circa un altro 0,4% di PIL, portando quindi il deficit al 5,9% nel 2013. Per l'anno prossimo invece è stato confermato dalla Troika l'obiettivo del 4,0%, anche se il Governo aveva chiesto un allentamento al 4,5%. Il debito pubblico è atteso toccare il picco quest'anno al 127,8% dal 124,1% del 2012 per poi moderare nel 2014 al 126,7% e al 125,7% nel 2015.

L'avanzamento del programma di salvataggio vede al momento complessivamente erogati 72 miliardi, pari al 90% del totale complessivo. La Commissione ha raccomandato a Lisbona il rispetto rigoroso delle scadenze in quanto lo spazio di manovra è piuttosto limitato, soprattutto in considerazione dei responsi attesi dalla Corte Costituzionale entro la fine dell'anno sia su una serie di misure del budget 2013 (e già attuate) sia su misure da attuare per il budget 2014. Sempre all'interno dei report delle revisioni periodiche è emerso che il sistema bancario nazionale rimane debole a causa principalmente delle sofferenze, dei costi di finanziamento ancora troppo alti e di conseguenza della bassa redditività degli istituti (oltre un miliardo di perdite nella prima metà dell'anno, di cui 765 milioni solo nel secondo trimestre). I prestiti al settore privato non finanziario continuano a contrarsi (-20% nell'ultimo anno rispetto ai livelli medi pre-crisi), sebbene a un ritmo inferiore al passato. Le banche portoghesi avrebbero pertanto bisogno di un ingresso di capitali freschi da parte di nuovi azionisti al fine di rinforzarne la stabilità. Al momento, i circa 6 miliardi accantonati per il fondo di salvataggio del settore bancario potrebbero infatti risultare insufficienti, come dichiarato anche dal Governatore della Banca centrale portoghese Costa. Quest'ultimo aspetto potrebbe poi avere conseguenze anche per quanto riguarda l'ammancio di fabbisogno per il budget 2014, su cui non si è ancora riusciti a far luce. Da un lato il Governo assicura che la sua entità non sarebbe superiore ai 500 milioni, mentre i partner internazionali ritengono possibile che la sua vera dimensione sia prossima ai 2 miliardi. In questo secondo caso emergerebbe il problema di reperire i fondi mancanti, in quanto una delle possibili soluzioni proposte era di attingere a quanto avanzato da quei 6 miliardi. Su questo fronte però una buona notizia è arrivata dall'asta governativa della prima settimana di dicembre, dove si è riusciti a rinnovare titoli di Stato in scadenza per circa 6,6 mld, di cui 0,8 mld in scadenza a giugno 2014, 1,6 mld in scadenza a ottobre 2014 e 4,2 mld in scadenza a ottobre 2015. Le scadenze di questi titoli sono state estese per 2,6 mld a ottobre 2017 e per i restanti 3,9 mld a giugno 2018. Così facendo le emissioni previste per l'anno prossimo sono già scese da

10,5 mld a 8,1 mld lasciando spazio per far fronte anche allo scenario peggiore in cui l'ammanto dovesse arrivare a 2 mld. I rischi allo scenario sono principalmente al ribasso, soprattutto a causa dei consueti pronunciamenti della Corte Costituzionale che potrebbero far deragliare la conclusione del programma rispetto ai tempi stabiliti. La possibilità di un secondo piano di salvataggio non è ancora scongiurata.



Asia

Giappone - 2014: l'anno della svolta fiscale

- Dopo un 2013 caratterizzato dal consolidamento della ripresa e dall'uscita dalla deflazione, lo scenario economico giapponese nel 2014 sarà dominato dalla politica fiscale.
- La ripresa giapponese è ben consolidata, grazie anche allo stimolo monetario e al deprezzamento del cambio. La crescita nel 2013 dovrebbe essere dell'1,7%, e la ripresa dovrebbe proseguire nel 2014 nonostante l'attesa restrizione fiscale. Nel 2014, la crescita è prevista all'1,7%, con ampia volatilità trimestrale, per via degli effetti del rialzo dell'imposta sui consumi ad aprile 2014.
- Il rialzo dell'imposta sui consumi sarà l'elemento principale della svolta prevista verso un deficit/PIL in calo di quasi 3pp all'anno nel 2014-15. La restrizione tributaria (circa 5,3 tln di yen, 1,1% del PIL) verrà controbilanciata da misure espansive transitorie dal lato della spesa pubblica per circa 5 tln di yen (1% del PIL).
- L'inflazione al netto dei rialzi delle imposte indirette dovrebbe chiudere il 2014 vicino all'1% a/a e proseguire su un trend verso l'alto, senza però raggiungere l'obiettivo della Banca centrale di inflazione al 2% entro fine 2015.
- La BoJ prosegue con la strategia di stimolo monetario qualitativo e quantitativo, che finora ha dato risultati soddisfacenti, con la fine della deflazione e un ampio deprezzamento del cambio. Le proiezioni della BoJ di raggiungimento di un'inflazione al 2% al netto dei rialzi delle imposte indirette sono probabilmente troppo ottimistiche, e non sono condivise da tutto il Board.
- La Banca centrale comunque si impegna ad aumentare lo stimolo in atto in caso di rallentamento della crescita maggiore del previsto dopo il rialzo dell'imposta sui consumi. Prevediamo che nella parte centrale del 2014 il pacchetto di acquisto titoli possa essere ampliato, con maggiori interventi su JGB lunghi e su attività rischiose.

Giovanna Mossetti

Giappone - Previsioni macroeconomiche

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2013 | | | | 2014 | | | |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 1 | 2 | 3 | 4 | 1 | 2 | 3 | 4 |
| PIL (prezzi costanti, a/a) | 1.4 | 1.7 | 1.7 | -0.1 | 1.3 | 2.4 | 3.2 | 2.9 | 1.2 | 1.5 | 1.2 |
| - trim/trim annualizzato | | | | 4.5 | 3.6 | 1.1 | 3.6 | 3.5 | -3.2 | 2.4 | 2.2 |
| Consumi privati | 2.1 | 2.0 | 0.5 | 4.0 | 2.7 | 0.8 | 2.6 | 3.3 | -6.1 | 0.3 | 1.2 |
| IFL - priv. non residenziali | 3.6 | -1.3 | 3.7 | -4.1 | 3.8 | 0.0 | 6.8 | 5.4 | 1.1 | 3.4 | 4.0 |
| IFL - priv. residenziali | 2.8 | 7.7 | 2.2 | 9.2 | 1.3 | 11.0 | 3.1 | 0.9 | -0.6 | 0.6 | 0.6 |
| Investim. pubblici | 2.2 | 9.2 | 1.9 | 4.6 | 27.9 | 28.9 | -9.6 | -5.1 | 6.1 | -2.0 | -5.6 |
| Consumi pubblici | 1.7 | 2.0 | 2.3 | 2.6 | 2.5 | 1.0 | 1.5 | 1.8 | 2.8 | 4.5 | 2.8 |
| Esportazioni | -0.1 | 2.0 | 9.1 | 16.7 | 12.2 | -2.4 | 11.5 | 9.9 | 10.8 | 11.2 | 10.7 |
| Importazioni | 5.4 | 2.8 | 7.5 | 4.1 | 7.1 | 9.2 | 7.5 | 10.4 | 3.5 | 5.9 | 9.3 |
| Var. scorte (contrib., % PIL) | 0.0 | -0.2 | 0.1 | -0.1 | -0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | -0.4 | 0.0 | 0.1 |
| Partite correnti (% PIL) | 1.1 | 0.9 | 1.0 | 0.7 | 1.9 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.9 | 1.2 | 1.5 |
| Deficit (% PIL) | -9.9 | -9.7 | -8.1 | | | | | | | | |
| Debito/PIL (% PIL) | 209.6 | 212.2 | 212.5 | | | | | | | | |
| CPI (a/a) | 0.0 | 0.3 | 2.3 | -0.6 | -0.3 | 0.9 | 1.4 | 1.4 | 3.2 | 2.5 | 2.1 |
| Produzione Industriale | 0.2 | -0.4 | 6.3 | 2.3 | 6.2 | 7.0 | 11.3 | 6.7 | 2.3 | 4.6 | 4.8 |
| Disoccupazione (%) | 4.4 | 4.0 | 3.7 | 4.2 | 4.0 | 4.0 | 3.8 | 3.8 | 3.8 | 3.7 | 3.6 |
| Tasso a 3 mesi - CD (%) | 0.19 | 0.13 | 0.18 | 0.16 | 0.16 | 0.15 | 0.04 | 0.19 | 0.20 | 0.18 | 0.16 |
| Dollaro/Yen (Yen) | 79.8 | 97.5 | 105.2 | 92.3 | 98.6 | 98.7 | 100.3 | 104.2 | 106.4 | 105.9 | 104.4 |
| Cambio effettivo (1990=100) | 178.9 | 145.5 | 136.0 | 153.5 | 144.2 | 143.5 | 140.6 | 139.1 | 136.4 | 134.8 | 133.6 |

Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

2014: dopo la fine della deflazione, l'obiettivo sono i conti pubblici

La crescita giapponese ha rallentato nella parte centrale dell'anno, dopo variazioni medie di +1% t/t nella prima metà dell'anno, con un indebolimento di consumi e investimenti privati e un contributo sempre negativo del canale estero. **Le previsioni sono di riaccelerazione a fine 2013 e inizio 2014.** Nel 3° trimestre la dinamica del PIL (0,3% t/t) è stata sostenuta soprattutto da investimenti pubblici e scorte, a fronte di una significativa debolezza delle altre componenti della domanda finale privata, sia domestica sia estera. Sulla base delle indicazioni dei dati, la previsione è che questo rallentamento sia un fenomeno transitorio e che tra fine 2013 e inizio 2014 riaccelerino gli investimenti privati (gli ordini stanno aumentando), i consumi delle famiglie (in anticipazione del rialzo dell'imposta sui consumi di aprile 2014) e le esportazioni, sulla scia dello yen debole e di una moderata ripresa della crescita internazionale. Il 2° trimestre 2014 dovrebbe poi vedere un'ampia correzione post-rialzo dell'imposta sui consumi, seguita da una successiva normalizzazione del ritmo di crescita.

Nel complesso, nonostante la volatilità trimestrale attesa, il quadro macroeconomico appare in linea con gli obiettivi delle autorità di politica fiscale e monetaria: i rischi sono verso il basso, ma politica monetaria e fiscale potrebbero intervenire per moderare eventuali reazioni eccessive al rialzo delle imposte indirette. **La crescita nel 2014 è prevista a 1,7%**, e l'inflazione al netto del contributo del rialzo delle imposte indirette dovrebbe essere vicina a 1% a/a a fine 2014. L'equilibrio fra restrizione fiscale strutturale e stimolo transitorio, insieme all'ampio accomodamento monetario, per ora fanno prevedere che la ripresa possa proseguire nonostante la restrizione fiscale che verrà applicata all'inizio del 2° trimestre 2014, senza interrompere quindi il sentiero di uscita dalla deflazione.

Domanda privata: volatilità dei consumi, ripresa degli investimenti

Nel 2014, l'elemento principale di rischio per l'economia giapponese sarà il **rialzo dell'imposta sui consumi di aprile** (a 8% da 5%). Una reazione maggiore del previsto da parte dei consumatori alla restrizione fiscale potrebbe interrompere la ripresa, come avvenne nel 1997-98, con il rialzo dell'imposta dal 2 al 5%. Al momento questo scenario è considerato marginale sia dai previsori privati sia dalle autorità di politica economica. **La crescita nel 4° trimestre 2013 e nel 1° trimestre 2014 è prevista a +0,8% t/t e +0,9% t/t**, rispettivamente, spinta da consumi in aumento di 0,7% a fine 2013 e +0,8% t/t a inizio 2014. Il 2° trimestre 2014 dovrebbe vedere una correzione dei consumi di -1,2% t/t, seguita da una graduale ripresa successiva.

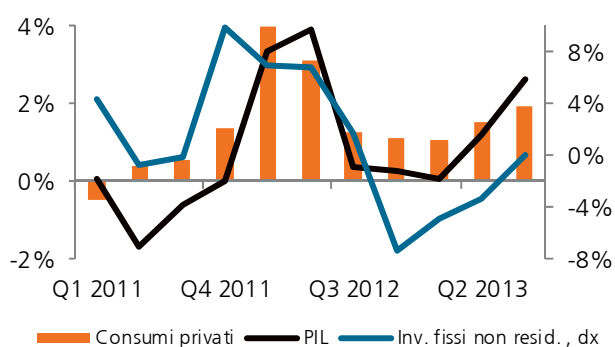
Nel 2014 i consumi privati dovrebbero essere in crescita di 0,5%, dopo +2% nel 2013, con una variazione analoga a quella del 2011. La spesa delle famiglie, al di là degli effetti dell'aumento dell'imposta sui consumi, è sostenuta da un mercato del lavoro in miglioramento, dalla fine della deflazione e dall'allentamento delle condizioni del credito. Inoltre la fine della deflazione ha determinato una ripresa della dinamica del reddito da lavoro, tornata positiva da inizio 2013 non solo grazie all'aumento delle ore lavorate, ma anche grazie alla crescita dei salari nominali. La ricchezza netta in % del reddito disponibile è in costante aumento e permette una stabilizzazione del tasso di risparmio sugli attuali livelli storicamente bassi per il Giappone (intorno al 2% del reddito disponibile).

Per quanto riguarda gli **investimenti non residenziali**, alla luce di un andamento espansivo delle indagini e di dati positivi per ordini, consegne e produzione industriale la previsione è di significativa riaccelerazione fra fine 2013 e inizio 2014. Nel 2013, la variazione degli investimenti fissi dovrebbe essere negativa (-1,3%), per gli strascichi della debolezza di fine 2012, ed essere sostenuta **nel 2014 (+3,7%)**, con una moderata volatilità nel 2° trimestre per via della correzione prevista per i consumi. Nel 3° trimestre 2013 le **scorte** hanno contribuito alla crescita (+0,2pp): interpretiamo l'accumulo dei magazzini come una scelta volontaria delle imprese, in

preparazione per l'accelerazione dell'attività nei due trimestri precedenti l'aumento dell'imposta sui consumi.

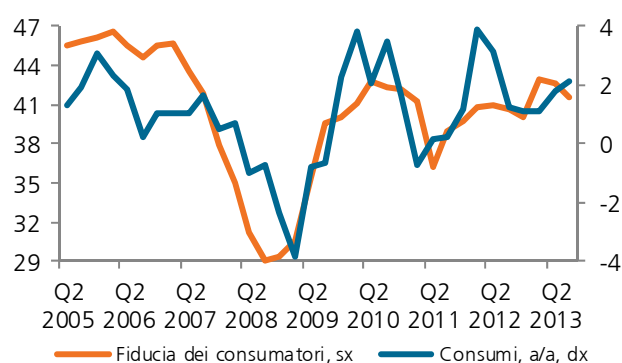
Il **canale estero** rimane un freno strutturale alla crescita per via della componente energetica. Nel 2014 la previsione è che il cambio Yen/USD si deprezzi dell'8%, dopo un deprezzamento di 21,7% nel 2013. Le importazioni nel 2014 dovrebbero aumentare del 7,5% (+2,8% nel 2013). Le esportazioni, grazie alla moderata accelerazione attesa per la crescita mondiale, dovrebbero aumentare del 9,1%. Il deficit commerciale in % del PIL dovrebbe ridursi all'1% a fine 2014, da un picco vicino al 2,2% a metà 2013.

Fig. 1 – Crescita del PIL spinta da consumi e investimenti



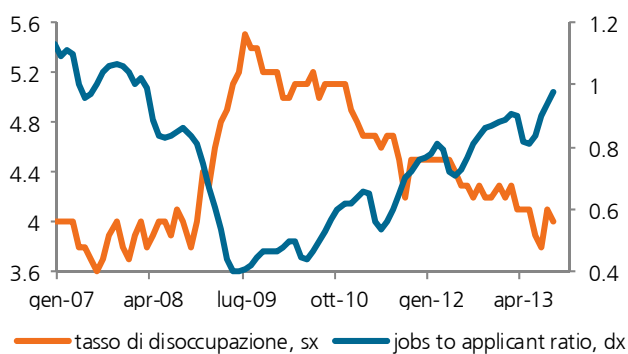
Fonte: Thomson Reuters Datastream. Var. % a/a

Fig. 2 – Consumi e fiducia delle famiglie



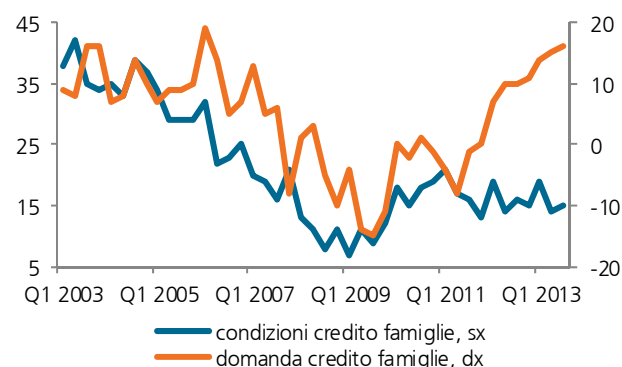
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 3 – Il mercato del lavoro continua a migliorare



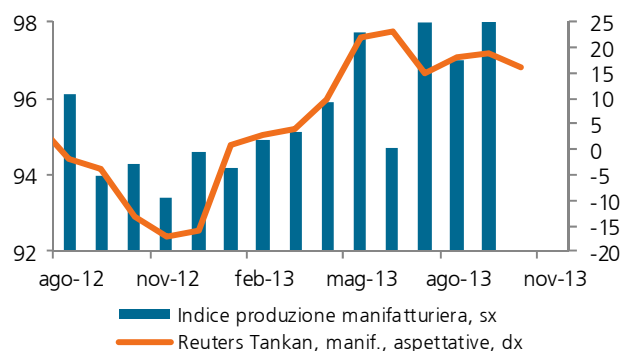
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 4 – Condizioni del credito e domanda di prestiti



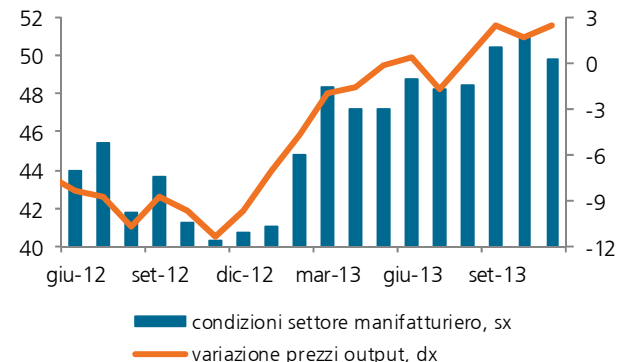
Fonte: BoI. Indici di diffusione: % netta di banche che registrano allentamento delle condizioni del credito e della domanda di prestiti delle famiglie

Fig. 5 – La produzione industriale si espande



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 6 – Indagine piccole imprese: graduale ripresa



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Politica fiscale a una svolta

Mentre il 2013 è un anno di svolta per il quadro macroeconomico, con il ritorno alla crescita e la fine della deflazione, il 2014 sarà un anno di svolta per la politica fiscale. Il 2013 si dovrebbe chiudere con un **deficit/PIL** solo marginalmente inferiore al 10%, molto vicino ai livelli visti dal 2008, ma dal 2014 in poi il trend si dovrebbe invertire con una riduzione delle spese in % del PIL e un aumento strutturale delle entrate in % del PIL. Questa svolta non sarà sufficiente a fare scendere il debito/PIL, ma dovrebbe permettere una stabilizzazione intorno al 212%, almeno fino a quando il livello contenuto dei rendimenti resterà sotto il controllo della politica monetaria (inizio 2016?). Le **entrate in % del PIL** sono previste in aumento dal 33,4% di fine 2013 al 35,5% a fine 2014 (+6% t/t nel 2° trimestre), al 36,6% a fine 2015 (+3,5% nel 4° trimestre), grazie ai due rialzi dell'imposta sui consumi di aprile 2014 e ottobre 2015.

Nel 2014, il Governo attuerà un **temporaneo stimolo dal lato della spesa**, a parziale correzione della stretta fiscale di aprile, concentrando gli interventi sui primi due trimestri. L'ammontare del pacchetto sarà vicino a 5 tln di yen (1% del PIL), in linea con l'aumento del gettito previsto dal rialzo dell'imposta (5,3 tln di yen). I dettagli delle misure saranno ufficializzati a dicembre, con un mini-budget per l'a.f. in corso (che termina a marzo 2014). Nonostante lo stimolo annunciato, la *stance* di politica fiscale sarà restrittiva nel 2014, con il calo previsto del deficit/PIL di quasi 3pp. La strategia del governo è di attuare la restrizione necessaria a imporre una svolta ai conti pubblici dopo aver riportato l'economia a una situazione di crescita e inflazione positive. Il secondo rialzo dell'imposta sui consumi previsto per ottobre 2015 è condizionato al proseguimento della ripresa dopo il rialzo di aprile 2014. Al momento, la previsione è che la crescita nel 2015 sia tale da permettere l'attuazione del rialzo dell'imposta al 10% a fine 2015.

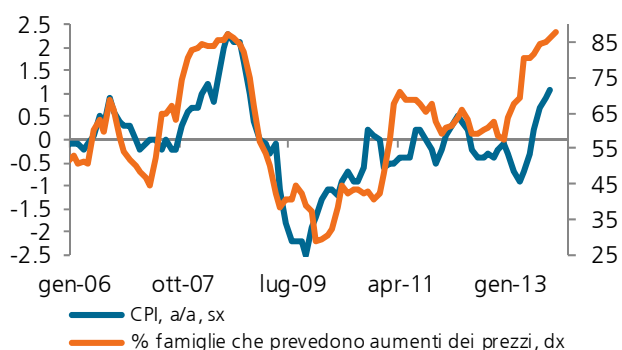
Politica monetaria: 2014 e 2015 all'insegna dello stimolo qualitativo e quantitativo della BoJ

La BoJ prosegue sul sentiero di stimolo quantitativo e qualitativo, attuato attraverso l'aumento della base monetaria di 70 tln di yen ogni anno, almeno fino a quando l'inflazione non avrà raggiunto stabilmente l'obiettivo del 2% (fine 2015). Nell'ultimo scenario macroeconomico semestrale (31 ottobre 2013), le proiezioni di crescita e inflazione per il 2014-2015 restano positive, nonostante l'attesa restrizione fiscale: la crescita prevista per l'a.f. 2014 è stata rivista verso l'alto da luglio mentre l'inflazione al netto del rialzo dell'imposta sui consumi è mantenuta in linea con l'obiettivo del 2%. Questa è l'indicazione che la maggioranza dei membri del Board non intende per ora aumentare lo stimolo monetario, nonostante un dissenso esplicito di diversi membri che vorrebbero invece segnalare come probabile la necessità di nuove le misure espansive per raggiungere il 2% di inflazione nei tempi previsti. Le dichiarazioni del governatore Kuroda e i comunicati post-riunione ribadiscono comunque l'impegno a intervenire con misure aggiuntive in caso di reazioni avverse dell'economia al rialzo delle imposte indirette.

Il programma di acquisto titoli della BoJ sta facendo aumentare rapidamente la quota di JGB detenuta dalla banca centrale, a 15,4% a giugno 2013, da 10,2% a giugno 2012. Gli acquisti previsti dal programma sono pari a circa 50 tln di yen all'anno; le emissioni nette annue previste dal governo sono pari a circa 44 tln di yen. La combinazione di stimolo monetario quantitativo in forte aumento e di stabilità delle emissioni nette contribuisce alla stabilizzazione dei rendimenti sul tratto intermedio e lungo della curva, mentre l'impegno a mantenere i tassi fermi per un periodo prolungato ancora il tratto breve. L'intera curva resta stabile, pur in presenza di inflazione in rialzo, e in termini reali i tassi restano in territorio negativo.

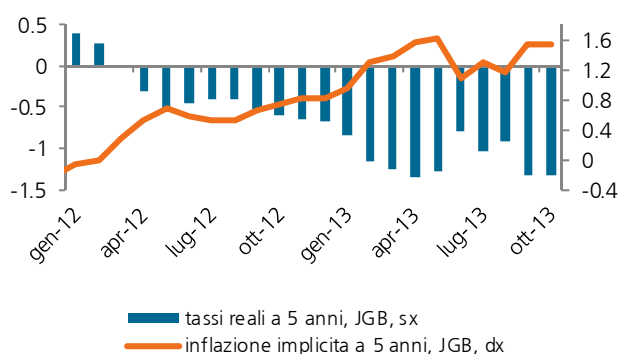
La previsione per la politica monetaria nel 2014 è di stabilità dello stimolo sui livelli attuali almeno fino ad aprile 2014, con un possibile aumento degli acquisti di titoli nella seconda metà dell'anno, in caso di indebolimento della crescita maggiore del previsto dal 3° trimestre in poi.

Fig. 7 – Inflazione e aspettative delle famiglie in rialzo



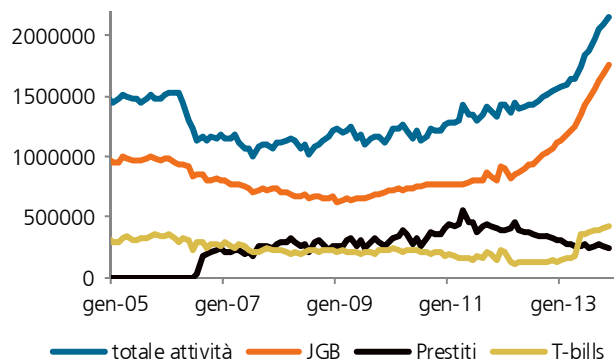
Fonte: Thomson Reuters Datastream, elaborazioni intesa Sanpaolo

Fig. 8 – Aspettative di inflazione di mercato positive e tassi reali negativi



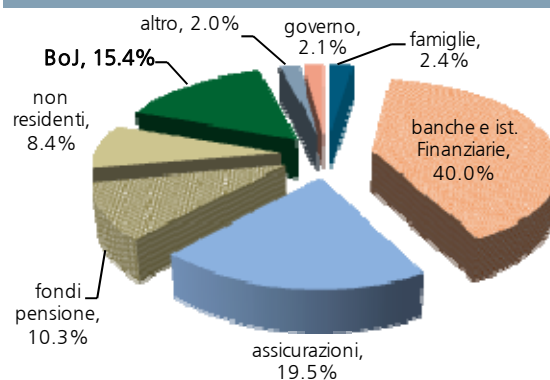
Fonte: Bloomberg

Fig. 9 – Il bilancio della BoJ, spinto dagli acquisti, lievita al 24% del PIL a fine 2013



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 10 – Quote di JGB per detentore (giugno 2013)



Fonte: Ministero delle Finanze

Tab. 1 - Bilancio: obiettivi della BoJ

| | fine 2012 | fine 2013 | fine 2014 |
|-----------------------------------------|------------|------------|------------|
| JGB | 89 | 140 | 190 |
| Carta commerciale | 2.1 | 2.2 | 2.2 |
| Corporate bonds | 2.9 | 3.2 | 3.2 |
| ETF | 1.5 | 2.5 | 3.5 |
| J-REIT | 0.11 | 0.14 | 0.17 |
| Programma prestiti | 3.3 | 13 | 18 |
| Totale attività (incluse altre) | 158 | 220 | 290 |
| Banconote | 87 | 88 | 90 |
| Depositi correnti | 47 | 107 | 175 |
| Totale passività (incluse altre) | 158 | 220 | 290 |

Fonte: BoJ

Tab. 2 - Proiezioni macroeconomiche della BoJ

| | PIL | CPI ex alim. freschi | Ex imposta sui consumi |
|--------------------------|------------|----------------------|------------------------|
| Anno fiscale 2013 | 2.7 | 0.7 | |
| prev. Luglio 2013 | 2.8 | 0.6 | |
| Anno fiscale 2014 | 1.5 | 3.3 | 1.3 |
| prev. Luglio 2013 | 1.3 | 3.3 | 1.3 |
| Anno fiscale 2015 | 1.5 | 2.6 | 1.9 |
| prev. Luglio 2013 | 1.5 | 2.6 | 1.9 |

Fonte: BoJ

Cina: in attesa delle riforme

- La crescita del PIL è riaccelerata nel 3° trimestre a 7,8% a/a rispetto al minimo del 7,5% registrato nel 2° trimestre. Dal lato dell'offerta ha contribuito positivamente il buon andamento del settore agricolo. Dal lato della domanda, i dati trimestrali sulla spesa delle famiglie indicano una accelerazione tendenziale dei consumi privati nel 3° trimestre guidata soprattutto dall'aumento del reddito disponibile tra le famiglie rurali. I dati mensili suggeriscono inoltre una marginale decelerazione degli investimenti in termini reali e un contributo negativo del canale estero.
- I dati di ottobre, a parte un miglioramento dei flussi di commercio estero, non registrano una ulteriore accelerazione rispetto a settembre né sul fronte delle vendite al dettaglio né su quello della produzione industriale e degli investimenti fissi (quelli in costruzioni residenziali continuano anzi a decelerare). Gli indici PMI sono rimasti sostanzialmente invariati tra ottobre e novembre. Queste dinamiche, unite a un effetto base sfavorevole, prefigurano un rallentamento della crescita tendenziale del PIL nel 4° trimestre che lascia invariata la nostra previsione di crescita annua al 7,6% nel 2013, con rischi lievemente al rialzo per una performance dei consumi privati migliore delle nostre attese.
- Il progressivo rallentamento degli aggregati creditizi nei prossimi trimestri peserà negativamente soprattutto sugli investimenti e influenzerà maggiormente la dinamica della crescita nel 2014, che manteniamo ferma al 7,3%. Le buone condizioni del mercato del lavoro, che ora continuano a sostenere i consumi, non potranno non essere intaccate dal rallentamento economico atteso nel prossimo biennio. Il loro peggioramento impedirà una forte accelerazione dei consumi privati, contribuendo a mantenere contenuta l'inflazione intorno al 3%. Ci attendiamo una crescita sostanzialmente stabile a 7,2% nel 2015.
- Le riforme proposte dal recente Plenum vanno sicuramente a favore di una crescita più bilanciata e sostenibile nel lungo periodo ma saranno difficili da implementare vista la ovvia opposizione dei maggiori gruppi di potere, ossia le imprese statali e i politici locali, che traggono benefici dal sistema esistente. Nel breve periodo alcune riforme, quali la liberalizzazione dei prezzi delle materie prime energetiche e dei servizi pubblici potrebbero favorire un temporaneo rallentamento della crescita e un aumento dell'inflazione.
- L'espansione di forme di finanziamento alternative a quelle del canale bancario, l'innalzamento del livello dei crediti incagliati e del livello del debito degli enti locali, nonché il rischio di un'inversione nella dinamica dei prezzi degli immobili continuano a rimanere una fonte di preoccupazione sia per le Autorità sia per le agenzie di Rating e lasciano i rischi al ribasso sullo scenario di crescita del Paese.

| Previsioni macro | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013S | 2014P | 2015P |
|-----------------------------------------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| PIL (prezzi costanti) | 9.2 | 10.4 | 9.3 | 7.7 | 7.6 | 7.3 | 7.2 |
| Consumi privati | 11 | 8.7 | 12.7 | 9.5 | 8.4 | 8.7 | 8.9 |
| Consumi pubblici | 3.7 | 9.7 | 4.1 | 6.6 | 7.9 | 8.3 | 8.3 |
| Investimenti fissi | 22.2 | 11.3 | 9.2 | 6.9 | 6.3 | 3.8 | 6.3 |
| Esportazioni | -11.2 | 25.9 | 4 | 2.9 | 5.6 | 7.3 | 8.5 |
| Importazioni | 5.2 | 18.4 | 3.3 | 3.7 | 7.7 | 7.6 | 8.4 |
| Produzione industriale | 9.9 | 12.3 | 10.3 | 7.9 | 7.8 | 7.1 | 7.1 |
| Inflazione (CPI) | -0.7 | 3.3 | 5.4 | 2.6 | 2.6 | 2.8 | 2.9 |
| Tasso di disoccupazione | 4.3 | 4.2 | 4.1 | 4.1 | 4.1 | 4.1 | 4.0 |
| Salari medi | 11.6 | 13.4 | 14.4 | 11.9 | 11.4 | 11 | 10.5 |
| Tasso sui depositi a 1 anno | 1.9 | 2.7 | 5.4 | 4.6 | 4.7 | 4.5 | 4.5 |
| Cambio USD/CNY (media) | 6.83 | 6.77 | 6.46 | 6.31 | 6.15 | 6.05 | 6.01 |
| Saldo delle partite correnti | 1661.6 | 1604.2 | 874.7 | 1218.6 | 1488.7 | 2003.1 | 2246.9 |
| Saldo delle partite correnti (%del PIL) | 4.9 | 4.0 | 1.8 | 2.3 | 3.2 | 3.3 | 3.3 |
| Saldo di bilancio in % del PIL | -2.3 | -1.7 | -1.1 | -1.7 | -1.6 | -2.4 | -2.5 |

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

Economia reale e inflazione

La **crescita del PIL** è riaccelerata nel 3° trimestre a 7,8% a/a rispetto al minimo del 7,5% registrato nel 2° trimestre. Essa ha goduto di un effetto base favorevole ma è anche accelerata in termini congiunturali per il 3° trimestre consecutivo, salendo del 2,2% t/t secondo i dati forniti dall'Ufficio Statistico. Dal lato dell'offerta ha contribuito positivamente il buon andamento del settore agricolo. Dal lato della domanda, i dati trimestrali sulla spesa delle famiglie indicano una accelerazione tendenziale dei consumi privati nel 3° trimestre guidata soprattutto dall'aumento del reddito disponibile tra le famiglie rurali. I dati mensili suggeriscono inoltre una marginale decelerazione degli investimenti in termini reali e un contributo negativo del canale estero.

Le **vendite al dettaglio** in termini reali in ottobre hanno mostrato una dinamica uguale a settembre (+11,2%), in marginale decelerazione rispetto all'estate. La fiducia dei consumatori tuttavia è progressivamente migliorata rispetto ai minimi di giugno (97) salendo fino a 102,9 in ottobre soprattutto grazie al forte balzo delle aspettative che ha allargato il gap rispetto alle condizioni correnti. Le vendite di automobili sono accelerate (+13,5% a/a in ottobre) in volume; i dati sulle vendite nominali di elettrodomestici mostrano invece una dinamica stabile, al contrario di quella delle vendite di abbigliamento che è in decelerazione.

La **produzione industriale** è progressivamente accelerata dal minimo di giugno (8,9% a/a) fino a un massimo del 10,4% a/a in agosto e si è portata solo un decimo al di sotto in ottobre. Lo stesso profilo ha caratterizzato il valore aggiunto del settore manifatturiero (11,4% a/a in ottobre); contemporaneamente si è registrato un aumento tendenziale nella produzione metallifera, ma un rallentamento del settore minerario. La produzione di macchinari, in particolare da trasporto, è accelerata mentre è decelerata quella del settore tessile. Si deduce quindi che l'industria pesante¹⁴ abbia continuato a giocare ancora un ruolo rilevante nella ripresa come suggerisce il miglioramento del PMI relativo alle grandi imprese, la stabilità di quello relativo alle medie imprese, poco al di sopra di 50, e l'ulteriore peggioramento di quello relativo alle piccole imprese. L'indice PMI rilevato dall'Ufficio Statistico è lievemente migliorato salendo da 50,3 a luglio fino a 51,4 in ottobre ma è rimasto invariato in novembre. L'andamento è stato simile per l'indice PMI rilevato da Markit, che si trova comunque a un livello più basso in area 50. La produzione di elettricità, sebbene sia ancora in aumento in termini tendenziali, è rallentata negli ultimi tre mesi rispetto ai tre mesi precedenti. Non ci sono dunque segnali di una forte accelerazione dell'attività in atto, come si evince anche dai dati sugli **investimenti fissi**. La loro dinamica cumulata è rimasta stabile rispetto a giugno (20,1% a/a) mentre gli investimenti in proprietà immobiliari, in particolare residenziali, hanno continuato a decelerare. Gli investimenti nel settore manifatturiero hanno registrato una minimale accelerazione, mentre sono decelerati marginalmente gli investimenti nelle infrastrutture di trasporto.

I **prezzi degli immobili residenziali** hanno continuato ad aumentare nella maggioranza delle città. Le variazioni mensili medie sono lievemente scese in ottobre ma sono state superiori alla media in più della metà delle grandi città in cui i prezzi vengono rilevati. In termini tendenziali i prezzi continuano a salire velocemente: in molte città stanno salendo di oltre il 10% a/a con punte superiori al 20% a/a nelle grandi metropoli come Shanghai, Pechino, Guangzhou e Shenzhen, tanto che le autorità locali in alcune città hanno annunciato l'introduzione di nuove misure anti-speculative a novembre. La superficie residenziale venduta cresce a ritmi ancora elevati (+21,8% a/a in ottobre) seppur in rallentamento, mentre continua a salire la superficie residenziale vuota in attesa di vendita (+40,7% a/a). La fiducia degli imprenditori immobiliari, pur restando più elevata rispetto ai minimi del 2012, sta cominciando a scendere lentamente e alcuni importanti immobiliare stanno cercando di diversificare il proprio portafoglio di attività acquisendo immobili all'estero¹⁵.

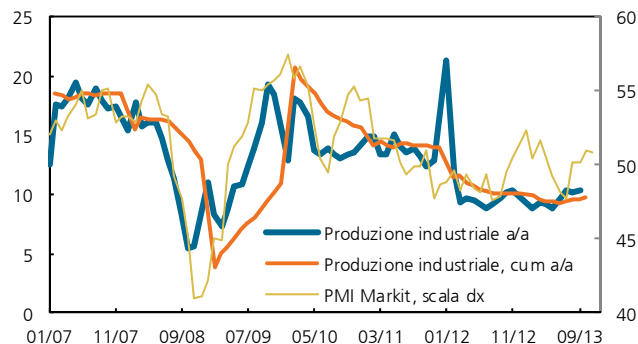
¹⁴ Da luglio l'Ufficio Statistico non fornisce più la suddivisione dell'industria in pesante e leggera adeguandosi agli standard internazionali di classificazione dei settori economici

¹⁵ Vedi "Haunted housing", in *The Economist* del 16 novembre 2013.

Scenario Macroeconomico

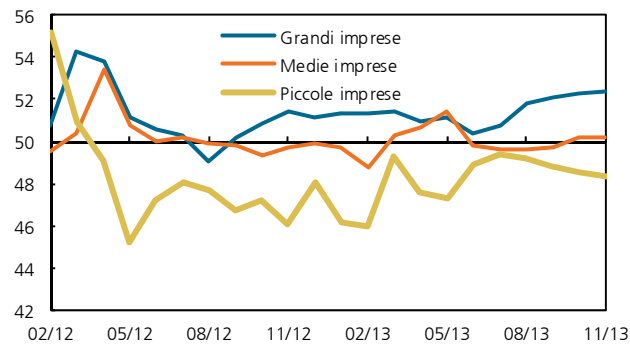
Dicembre 2013

Produzione industriale in miglioramento



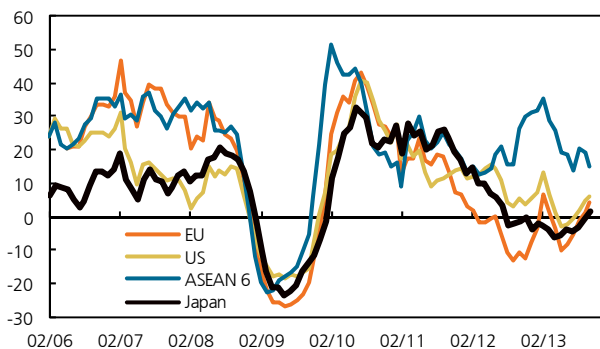
Fonte: CEIC, Markit

Le piccole imprese rimangono in difficoltà



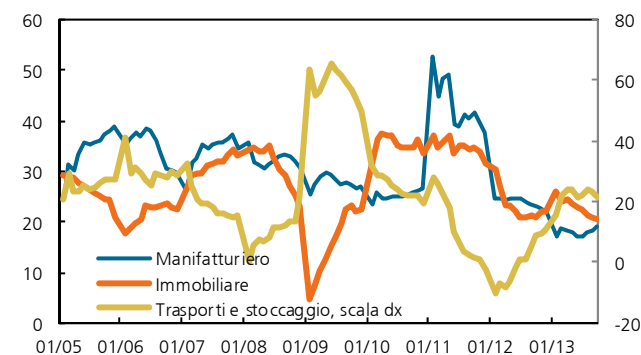
Nota: PMI manifatturiero; Fonte: CEIC

Le esportazioni migliorano



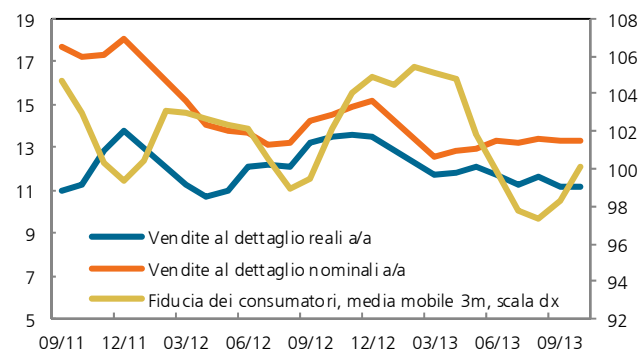
Nota: Var. % 3m a/a. Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Trasporti e settore immobiliare guidano gli investimenti (%)



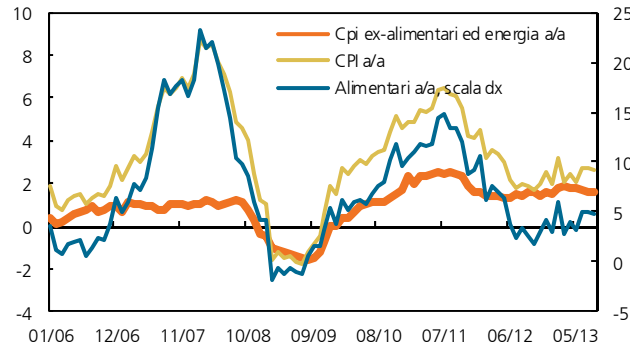
Nota: Investimenti nominali, var a/a. Fonte: Datastream

La fiducia dei consumatori migliora



Fonte: Bloomberg, CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I prezzi degli alimentari ritornano a salire



Fonte: Bloomberg

I dati di **commercio estero** evidenziano un aumento sia dell'export sia, in misura maggiore, dell'import. Accelerano moderatamente le esportazioni verso UE, USA e Giappone mentre rallentano quelle verso i paesi ASEAN. Le importazioni accelerano ad eccezione di quelle dai paesi ASEAN, che mostrano ancora un segno negativo. L'accelerazione delle importazioni è tuttavia guidata da un forte aumento dei prodotti ordinari, materie prime e alcuni metalli, mentre le importazioni di macchinari e di beni manufatti stanno decelerando. Essa potrebbe quindi non provenire da un vero miglioramento della domanda interna quanto da una ricostituzione delle scorte di materie prime, necessaria vista la discesa sui minimi registrata dai dati sui *future* di Shanghai su alcuni metalli e conveniente vista la diminuzione dei loro prezzi. La media trimestrale della componente ordini dall'estero, pur in aumento, rimane solo poco al di

sopra di 50. La dinamica del traffico cargo totale rimane solida (+10,5% a/a in ottobre) anche se rallenta quella su ferrovia.

L'**inflazione** è salita dal 2,6% a/a in agosto fino a 3,1% in settembre e a 3,2% a/a in ottobre. Sul dato di ottobre ha influito un effetto base sfavorevole, mentre l'aumento nei mesi precedenti è da imputare ai rincari nel comparto degli alimentari (+6,5% a/a), in particolare delle verdure. Aumenti dei prezzi degli alimentari sono attesi in preparazione delle festività del capodanno cinese (10-15 febbraio) con effetti sul dato d'inflazione di febbraio. L'inflazione dovrebbe successivamente tornare a scendere lentamente, favorita dalla discesa dei prezzi della carne (+18,8% a/a in ottobre) e dalla mancanza di pressioni da domanda. L'inflazione dei prezzi alla produzione e dei prezzi dei fattori è infatti ancora in territorio negativo e l'inflazione al netto degli alimentari è bassa e stabile all'1,6%, solo in lieve aumento quella al netto di alimentari ed energia (1,8% a/a).

Politica economica, monetaria e cambio

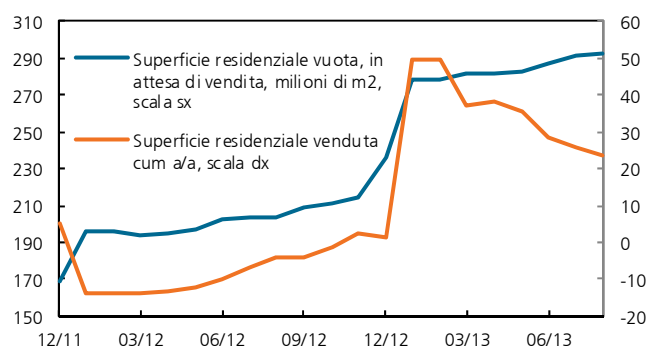
Il Comitato Centrale del Partito Comunista Cinese (CCPCC) ha pubblicato a novembre un documento delineando degli importanti **progetti di riforma** per i prossimi anni¹⁶. Il principio fondamentale che li guida è costituito dal ruolo delle forze di mercato nel guidare l'economia, che da "fondamentale", *basic*, quale era descritto in precedenza, diventa "decisivo", *decisive*, in un'economia socialista di mercato dove il settore privato è chiamato ad acquisire altrettanta importanza del settore pubblico e lo Stato ad assumere un ruolo forte di supervisione e di regolamentazione, favorendo la trasparenza dei processi decisionali e un maggior potere di controllo da parte dei cittadini. Il Documento ha un'ampia portata perché riguarda progetti di riforme non solo nel campo economico e fiscale ma anche in quello giuridico e socio-politico. Esso non fornisce dettagli o una specifica sequenza temporale per la loro implementazione ma si propone di raggiungere risultati "decisivi" nelle aree di riforma più importanti e nei settori chiave entro il 2020. Le riforme proposte vanno sicuramente a favore di una crescita più bilanciata e sostenibile nel lungo periodo ma saranno difficili da implementare vista la ovvia opposizione dei maggiori gruppi di potere, ossia le imprese statali e i politici locali, che traggono molti benefici dal sistema esistente. Nel breve periodo alcune riforme, quali la liberalizzazione dei prezzi delle materie prime energetiche e dei servizi pubblici, potrebbero favorire un temporaneo rallentamento della crescita e un aumento dell'inflazione.

Si attendono maggiori dettagli sull'indirizzo della **politica economica per il 2014** dalla annuale conferenza centrale sul lavoro economico *Central Economic Work Conference* attesa per metà dicembre. È probabile che, anche se non esplicitamente comunicato, l'obiettivo di crescita si collochi tra il 7% e il 7,5%. Una crescita inferiore comincerebbe infatti a pesare negativamente sull'occupazione che finora non sembra avere risentito del rallentamento economico. Gli **occupati** nelle aree urbane sono saliti di 5 milioni di unità tra il 2° e il 3° trimestre e il tasso di disoccupazione urbana è sceso da 4,1% a 4,0%. I salari medi sono saliti del 10,8% a/a nel 3° trimestre, come nel 2° (10,7%) e nelle città la domanda di lavoro da parte delle imprese continua ad essere più elevata dell'offerta. La situazione del mercato del lavoro rimane migliore nel settore dei servizi, dove la componente occupazione degli indici PMI è bassa ma sopra 50, rispetto al settore manifatturiero, dove è al di sotto di 50 da aprile. Lo stesso premier Li Keqiang ha ribadito come solo una crescita superiore al 7,2% sia in grado di mantenere un livello adeguato di occupazione. Nel 2014 la **politica fiscale** dovrebbe continuare ad essere "proattiva", ossia a sostenere i redditi in particolare nelle aree rurali e ad aumentare la percentuale di spesa dedicata ai servizi sociali, con l'avvio di alcuni provvedimenti concreti in linea con le riforme proposte, quali ad esempio un ulteriore aumento della percentuale di dividendi che le imprese statali dovrebbero versare allo stato, misura che si discute già da un po'. A febbraio il Governo

¹⁶ Vedi Focus.

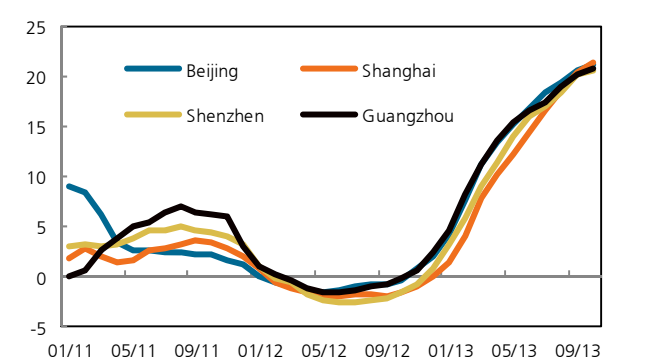
aveva infatti già approvato un aumento di cinque punti percentuali del rapporto dividendi/ricavi relativo ai dividendi da versare allo stato. Su questa scia è da collocare l'ampliamento progressivo della riforma pilota sull'IVA, di cui è stata recentemente annunciata l'estensione a partire dal 1° gennaio a servizi ferroviari e postali, esclusi in precedenza.

Superficie residenziale: lo stock di invenduto resta elevato



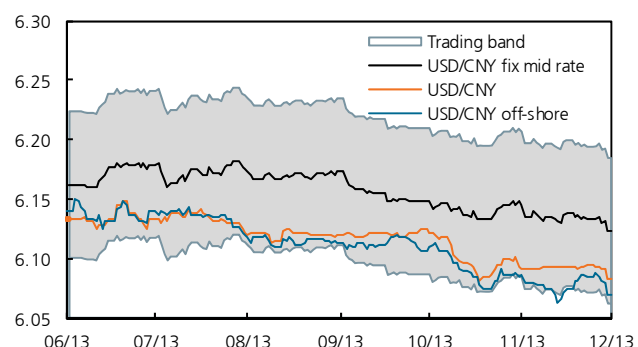
Fonte: Bloomberg, CEIC

I prezzi degli immobili residenziali continuano ad aumentare



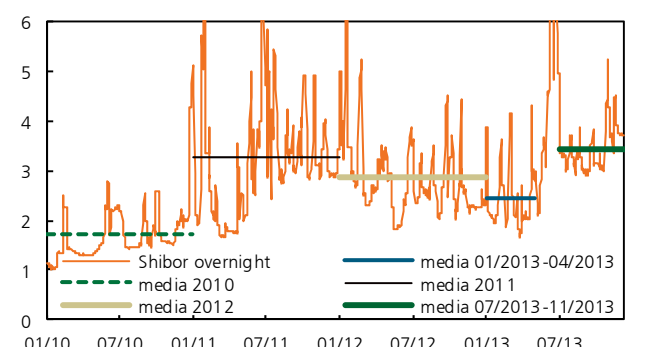
Nota: variazioni % a/a. Fonte: CEIC

Il cambio vs. USD si apprezza marginalmente



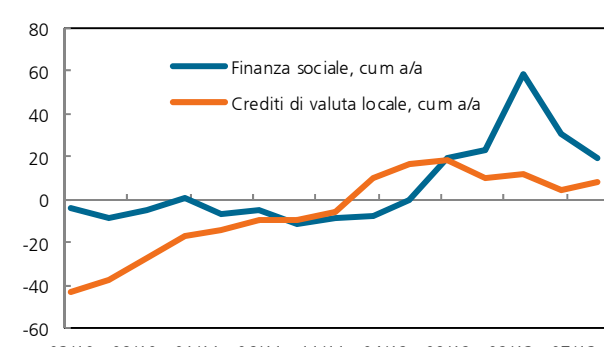
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I tassi monetari restano più elevati rispetto al passato



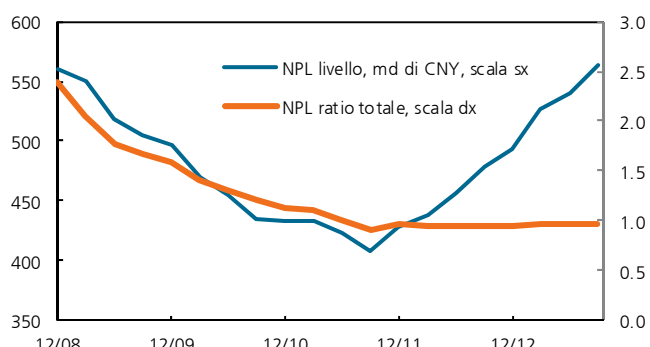
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo NB: Grafico troncato al 6%

Il flusso di credito rallenta



Nota: dati trimestrali cumulati da inizio anno, variazioni % a/a. Fonte: CEIC

I crediti incagliati continuano a salire



Nota: Non Performing Loans delle banche commerciali. Fonte: CEIC

Ci aspettiamo che nel corso del 2014 si proceda ulteriormente con le riforme nel campo finanziario in particolare implementando le misure già annunciate prima del Plenum, ossia la costituzione di istituti finanziari privati, la creazione dei certificati di deposito di larga dimensione scambiabili nel mercato interbancario, e l'introduzione dell'assicurazione sui depositi. La politica

monetaria, pur continuando ad essere definita “prudente” sarà di fatto restrittiva e attuata come di solito attraverso le operazioni di mercato aperto. I tassi sul mercato monetario e sulle operazioni di repo rimangono infatti superiori rispetto all’inizio dell’anno nonostante il miglioramento delle condizioni di liquidità sul mercato.

Ci attendiamo un aumento del limite superiore del tasso sui depositi (attualmente +10% sopra il benchmark) nel corso del 2014, ma non una completa liberalizzazione prima dell’introduzione dell’assicurazione sui depositi. Il **nuovo credito** è salito dell’8,3% cumulato a/a nel 3° trimestre, in accelerazione rispetto al periodo aprile-giugno (+4,6%) ma in frenata rispetto allo stesso trimestre dell’anno scorso (+18,3%). I dati mensili indicano un rallentamento in ottobre. Il flusso dell’aggregato totale della finanza sociale ha continuato a decelerare velocemente, registrando una crescita del 13,9% cumulato a/a in ottobre rispetto al 30,6% di giugno e al 22,8% a/a dei primi dieci mesi del 2012. Tuttavia, in termini percentuali rispetto al PIL, il flusso di finanza sociale nei primi tre trimestri dell’anno è stato del 36,1%, in aumento rispetto al 33,2% dei primi tre trimestri del 2012, fornendo ancora sostegno alla dinamica degli investimenti. Nell’**indagine sulle imprese industriali** le imprese indicano un peggioramento delle condizioni economiche generali nel 3° trimestre; nel 2° trimestre (non sono ancora pubblicati i dettagli del 3°) si è assistito tuttavia ad un forte aumento della componente che valuta l’attitudine a prestare denaro da parte delle banche, salita ai massimi storici della serie. Al contrario, la valutazione degli istituti finanziari relativa alla domanda di finanziamenti da parte delle imprese ha registrato un miglioramento solo contenuto rispetto a giugno. La gestione della politica monetaria continuerà a disincentivare una crescita troppo elevata del credito, contribuendo ad un ulteriore rallentamento dell’economia cinese nel 2014, e impedendo un forte apprezzamento del cambio.

Il **cambio**, dopo essere rimasto stabile intorno a 6,12 per tutta l’estate, si è apprezzato dello 0,6% tra l’8 e il 24 ottobre, arrivando in area 6,08 dove è ritornato a inizio dicembre, dopo un parziale ritracciamento. Nel terzo trimestre le riserve in valuta estera della banca centrale sono salite di ben 165,9 miliardi di dollari e nel mese di ottobre la posizione per gli acquisti netti di valuta estera degli istituti finanziari è salita di ben 71,9 miliardi, segnalando forti flussi di capitali in entrata che hanno caratterizzato anche altri paesi emergenti, dopo che la Fed è apparsa intenzionata a ritardare ulteriormente la riduzione di acquisti di titoli. Ci attendiamo una maggiore volatilità dello yuan in linea con la volontà delle Autorità di lasciare alle forze di mercato e ai fondamentali un maggiore ruolo nel determinare il valore del cambio; tuttavia riteniamo che esse continueranno ad intervenire per impedirne un eccessivo apprezzamento, soprattutto se la ripresa della domanda mondiale dovesse essere più debole delle attese.

Il Terzo Plenum e le riforme proposte

Il Comitato Centrale¹⁷ del Partito Comunista Cinese (CCPCC), eletto durante la prima sessione plenaria del XVIII congresso del partito a novembre 2012, dal 9 al 12 novembre 2013 si è riunito nella sua terza sessione plenaria a porte chiuse. La seconda sessione plenaria si era svolta tra il 26 e il 28 febbraio 2013, per formalizzare le candidature all’Assemblea Nazionale del popolo, che a marzo ha rinnovato le più alte cariche dello Stato, e per la discussione del progetto di riforma del Consiglio degli Affari di Stato e dell’amministrazione del governo centrale. Il secondo plenum è di solito dedicato a questioni di politica interna ed amministrativa mentre la terza sessione plenaria, dove la neoletta leadership politica si è ormai consolidata, è generalmente dedicata alla discussione politica ed economica di più ampio respiro, motivo per cui è considerata più importante anche se non sempre è stata rilevante o foriera di riforme sostanziali. Ad eccezione del primo anno, solitamente il Comitato centrale si riunisce poi una sola volta l’anno, in autunno.

Che cos’è il Terzo Plenum

¹⁷ Composto da 372 membri, 205 a titolo pieno e 167 a titolo alternato.

Data la portata delle riforme proposte, questa terza sessione plenaria è stata paragonata ad altre due "terze" sessioni che hanno dato avvio a riforme molto significative per l'economia cinese: a) il terzo plenum del Comitato Centrale dell'XI Congresso del Partito Comunista, svoltosi nel 1978, due anni dopo la morte di Mao, quando Deng Xiaoping introdusse la politica del "riformare e aprire all'esterno" ("*reform and opening up*"), delineò la riforma rurale e avviò le politiche di apertura agli investitori stranieri; b) il terzo plenum del Comitato centrale dell'XIV Congresso del Partito comunista, svoltosi nel 1993, 4 anni dopo Tiananmen, quando Zhu Rongji diede il via ad una prima grande riforma delle aziende statali e diede l'appoggio formale e sostanziale all'"economia socialista di mercato", aprendo la strada al processo di privatizzazione delle imprese statali medio-piccole e mantenendo le più grandi e strategiche sotto il controllo statale secondo il motto "prendere le grandi e lasciar andare le piccole ("*grasping the big and letting go the small*").

I documenti preparatori delle riforme

Le riforme delineate dal comunicato del recente plenum non rappresentano una assoluta novità. Esse infatti si richiamano sia ai principi del XII piano quinquennale sia alle riforme e ai piani d'azione proposti in due recenti documenti a cui ha lavorato il direttore della Commissione nazionale per le riforme e lo sviluppo (*National Development and Reform Commission*, NDRC) e capo del Gruppo direttivo sugli Affari Economici e Finanziari (*Central Leading Group on Financial and Economic Affairs*) nonché direttore del Development Research Centre¹⁸ (DRC) del Consiglio di Affari di Stato (*State Council*), Liu He, economista nominato da Xi Jinping e suo stretto consigliere. Ci riferiamo in primo luogo al documento pubblicato dalla Banca Mondiale in collaborazione con il DRC nel 2012, "*China 2030 Building a Modern, Harmonious, and Creative High-Income Society*" e in secondo luogo al documento denominato "Proposta 383". Quest'ultimo, redatto dal DRC, e di cui alcuni estratti sono stati pubblicati a fine ottobre, enuclea tre principi o aree generali di riforma (mercato, stato, imprese), otto settori chiave e relative riforme prioritarie, e tre strategie generali per attuarle. Da qui la denominazione.

I principi generali delle riforme proposte

La terza assemblea plenaria del CCPCC ha pubblicato un documento di ben 22.000 caratteri denominato "*Decisioni del Comitato Centrale sulle principali questioni riguardanti un completo approfondimento delle riforme*" ("*Decisions of the Central Committee on Major Issues Concerning Comprehensively Deepening Reforms*"), accompagnato anche da una dichiarazione del presidente Xi Jinping per illustrare le proposte di riforma contenute. Il principio fondamentale che caratterizza il Documento riguarda il ruolo delle forze di mercato nel guidare l'economia, che da "fondamentale", *basic*, quale era descritto in precedenza, diventa "decisivo", *decisive*, in un'economia socialista di mercato dove il settore privato è chiamato ad acquisire altrettanta importanza del settore pubblico e lo Stato ad assumere un ruolo forte di supervisione e di regolamentazione, favorendo la trasparenza dei processi decisionali e un maggior potere di controllo da parte dei cittadini.

Secondo molti commentatori il documento dimostra l'influenza politica sempre più dominante del presidente Xi, che ha annunciato contemporaneamente la creazione di un Gruppo Direttivo del partito per l'implementazione delle riforme (*Central Party Leading Group on Comprehensively Deepening Reform*) e una commissione per la sicurezza nazionale, *National Security Commission* (NSC). Il Gruppo Direttivo ha il compito di disegnare i piani più dettagliati delle riforme, di coordinare e promuovere le varie misure di riforma e di supervisionare e incalzare l'implementazione e potrebbe essere diretto dallo stesso presidente Xi o dal primo ministro Li. La NSC ha l'obiettivo di migliorare il sistema di sicurezza nazionale e le relative strategie.

¹⁸ Un comitato di esperti ufficiale a servizio del governo.

Le proposte di riforma più significative

Il Documento ha un'ampia portata perché riguarda progetti di riforme non solo nel campo economico e fiscale ma anche in quello giuridico e socio-politico. Esso non fornisce dettagli o una specifica sequenza temporale per la loro implementazione ma si propone di raggiungere risultati "decisivi" nelle aree di riforma più importanti e nei settori chiave entro il 2020. In sintesi gli obiettivi di più ampio respiro sono relativi alla riforma giudiziaria e fiscale, alle riforme che toccano vari diritti e aspetti della vita della popolazione, in particolare quella rurale, all'allentamento delle barriere all'entrata per gli investitori privati e/o stranieri in alcuni settori tradizionalmente dominati dalla presenza statale, fino alla sostenibilità ambientale.

Per quanto riguarda la riforma giudiziaria le novità più rilevanti riguardano il campo dei **diritti umani**. Viene proposta infatti la progressiva riduzione dei crimini sottoposti alla pena capitale e l'**abolizione dei campi di lavoro** per la "rieducazione" nei quali vengono detenuti migliaia di cittadini, soprattutto attivisti e religiosi, senza processo e per periodi che vanno fino ai quattro anni. Secondo le Nazioni Unite nel 2009 erano detenute nei campi di lavoro ben 190.000 persone. Il documento non tratta di altre forme di detenzione extra-giudiziale molto comuni, ma tuttavia rimarca la necessità di avere **sistemi di giurisdizione giudiziale** (*Judicial jurisdiction systems*) **separati dal potere amministrativo**, in cui i giudici locali non siano più controllati e dipendenti dai politici locali come ora accade. La dipendenza dei giudici dal potere esecutivo e legislativo locale è infatti la causa principale della corruzione dilagante tra i giudici e magistrati e fonte di vessazione per i cittadini. In questo senso va anche la recente Opinione della Corte Costituzionale sulla Riforma Giudiziaria pubblicata a fine ottobre. Nel Documento si dichiara inoltre di voler favorire lo sviluppo delle cosiddette "**organizzazioni sociali**", ossia, nella sostanza, delle tanto osteggiate società non governative (NGO). Esse sono state a lungo considerate un pericoloso veicolo per la diffusione di idee politiche occidentali e fonti di sovversione, ma la loro capacità di fornire assistenza agli ammalati e agli anziani o ai poveri comincia ad essere apprezzata, nella prospettiva in cui l'invecchiamento della popolazione e la necessità di estendere i servizi di assistenza sociale e sanitaria peseranno non poco sui conti pubblici dei prossimi anni.

La riforma giudiziaria

Per quanto riguarda la riforma fiscale il Documento richiama la necessità di una **maggiore trasparenza del bilancio pubblico**, che dovrebbe essere più organico e presentato a livello unificato¹⁹ ma soprattutto la necessità di una **ridistribuzione della responsabilità di spesa e della autorità e capacità impositiva tra i governi locali e governo centrale**. Attualmente, infatti, la spesa pubblica è molto decentralizzata, mentre le entrate fiscali sono fortemente centralizzate. L'80% della spesa pubblica è imputabile ai governi locali che sono responsabili della fornitura dei servizi pubblici, quali l'assistenza sanitaria e l'istruzione di base, le pensioni, l'indennità di disoccupazione o di infortunio, gli alloggi pubblici, il mantenimento delle infrastrutture e il sostegno al reddito minimo. Tuttavia le entrate fiscali dei governi locali, disponibili attraverso il meccanismo di condivisione con il governo centrale e attraverso i trasferimenti intergovernativi, non sono commisurate alla loro responsabilità di spesa. In media le entrate fiscali dei governi locali provenienti dal governo centrale finanziano solo tra il 40 e il 50% delle spese. Essi inoltre per legge non possono né emettere liberamente titoli di debito per finanziarsi né contrarre prestiti con le banche. Per reperire fondi sono stati quindi di fatto incentivati a puntare sulla vendita dei diritti sui terreni – diventata una fonte sostanziale di finanziamento - e a creare le società veicolo attraverso cui emettere obbligazioni o con cui farsi prestare denaro dalle banche

La riforma fiscale e tributaria

¹⁹ Attualmente la Cina presenta infatti quattro tipi di bilanci pubblici, quello generale (*general*, include la maggior parte della spesa pubblica inclusi le entrate condivise con le province e i trasferimenti fiscali alle stesse), quello finanziato dal governo (*government-funded*, include le spese e le entrate fuori bilancio), quello del capitale statale (*state capital*, finanziato dai dividendi delle imprese di stato) e il bilancio del fondo per l'assistenza sociale (*social security fund budget*).

spesso offrendo i terreni in garanzia. Inoltre, il trasferimento dei fondi agli altri enti locali all'interno della provincia²⁰, è totalmente discrezionale e deciso dal governo provinciale.

Il Documento inoltre dichiara necessaria una riforma e un miglioramento della **legislazione tributaria** in quanto solo tre delle diciotto categorie di imposte presenti in Cina sono attualmente regolamentate da leggi approvate dall'Assemblea del Popolo (National People's Congress, ossia dal parlamento) mentre le altre sono definite solo da regolamenti emanati dal Consiglio degli Affari di Stato (State Council, ossia dal governo)²¹. Il piano di riforma spinge infine per l'introduzione di una tassa annuale sul valore degli immobili, che fornirebbe una sicura e stabile fonte di entrate fiscali ai governi locali. Attualmente, infatti, esistono solo delle imposte sul valore delle transazioni immobiliari (dall'1 al 2%) e, in alcune città, sulla plusvalenza della transazione (20% a Pechino). Un'imposta sul valore dell'immobile esiste come progetto pilota, avviato nel 2011 a Shanghai e a Chongqing, ed è applicata solamente agli immobili residenziali di nuova costruzione e a quelli di lusso o seconde case.

Dal punto di vista sociale, ma con forti risvolti economici, i maggiori obiettivi del Documento riguardano la parziale riforma del sistema di registrazione della residenza (*hukou*), del diritto di uso della proprietà nelle campagne e l'allentamento della politica del figlio unico.

Attualmente la residenza può essere in una zona urbana o in una zona rurale; una persona che si sposta in una città senza ottenere il documento di residenza, rimanendo quindi residente nella propria zona di origine e risultando come "migrante", perde il diritto ai servizi sociali di base quali l'assistenza sociale e sanitaria, e l'accesso all'istruzione nella città in cui si stabilisce. Il problema è sempre più rilevante e sentito vista la presenza massiccia di lavoratori migranti nelle città. Secondo le stime dell'Economist²², nel 2011 gli abitanti delle aree urbane che avevano la registrazione di residenza nelle aree rurali erano circa il 40% (pari a 270 milioni). I servizi offerti dagli enti locali sono comunque molto più diffusi e di qualità elevata nelle città rispetto alle campagne. Tutto ciò ha contribuito a creare una forte discriminazione sia tra residenti urbani e residenti rurali, sia tra residenti urbani e lavoratori migranti. Acquisire un permesso di residenza in una città è molto costoso nonché complicato perché le municipalità urbane, su cui ricadono i costi per la fornitura dei servizi sociali di base, sono restie a concederlo. Esse infatti temono una migrazione fuori controllo, in particolare nelle città più grandi che offrono i servizi migliori, con forti impatti sui conti pubblici locali già alquanto sotto pressione. Gli stessi residenti urbani sono poi poco disposti a condividere i servizi con i nuovi abitanti, temendo una perdita della qualità e della quantità dei servizi che vengono loro offerti. La proposta di riforma prevede l'abolizione dell'obbligo del *hukou* nelle città più piccole e l'allentamento nelle città di media grandezza, mentre il sistema rimane vigente nelle città più grandi, anche se sono già presenti esperimenti di tipo diverso in molte province.

I migranti, oltre a non poter godere dei diritti dei residenti urbani come quello di acquistare una casa, hanno un ulteriore problema: non possono nemmeno disporre completamente dei diritti di proprietà sui propri terreni e immobili nelle campagne. La costituzione cinese prevede l'esistenza di tre tipi di proprietà, statale, collettiva e privata. La proprietà dei terreni rurali e suburbani è collettiva e ai residenti rurali sono assegnati dei diritti individuali di uso della proprietà²³ che

La registrazione della residenza

Il rafforzamento e la tutela dei diritti di proprietà nelle campagne e la creazione di un mercato unico dei diritti di proprietà

²⁰ Enti locali sub-provinciali, prefetture, contee, città, villaggi.

²¹ Vedi: "The Government's Budget Revolution" in www.caixin.com

²² Vedi: "A world to turn upside down" in The Economist del 2 novembre 2013.

²³ Dal 1998 per un periodo di 30 anni per quanto riguarda la terra coltivata. Già nel 2008 la Decisione Politica del partito su "Importanti temi riguardanti la riforma e lo sviluppo rurale" ("Decision on Important Issues Concerning Rural Reform and Development") lo estendeva a un periodo illimitato ma non è stato più convertito in legge.

possono essere ceduti secondo i termini di legge con il consenso della collettività. Nel caso delle zone urbane, invece, i diritti di uso della proprietà valgono fino a 70 anni e sono liberamente cedibili. Secondo la Legge sulla Proprietà (2007) tutti e tre i tipi di proprietà hanno diritto allo stesso livello di protezione legale. Essa inoltre, a differenza del passato, caratterizza i diritti d'uso dei residenti rurali come diritti di proprietà, ossia come diritti reali, diversamente dai diritti di obbligazione (*contractual rights*) così definiti dalle leggi precedenti²⁴. La Legge sulla Proprietà sancisce che i diritti sulla proprietà sono garantiti ed esercitabili secondo la legge e non possono essere violati da alcun ente o individuo, aumentando, rispetto al passato, i diritti di protezione della proprietà dei terreni rurali. Nonostante ciò le forme di godimento e di protezione dei diritti di proprietà nelle campagne rimangono deboli. I residenti rurali non possono infatti ancora ipotecare i diritti di proprietà sui terreni e dunque non possono chiedere dei mutui, anche se esistono delle sperimentazioni in alcune città, né possono cedere liberamente i diritti senza l'approvazione della collettività o dell'ente locale. Un residente rurale migrante non può vendere la propria casa per acquistarne un'altra nella zona in cui si trasferisce. Egli non può inoltre vendere il diritto d'uso del terreno direttamente ai costruttori immobiliari e rimane in balia delle requisizioni dei terreni agricoli effettuate a propria discrezione dagli enti locali. Questi ultimi ne cambiano la destinazione d'uso rendendoli fabbricabili per venderli poi ai costruttori. L'esproprio dei terreni da parte degli enti locali è diventato una delle maggiori fonti di protesta sociale negli ultimi anni, anche perché i governi locali offrono ai residenti rurali delle compensazioni molto basse basate sulla valutazione dei terreni al valore agricolo²⁵, mentre quando rivendono i diritti d'uso dei terreni per la costruzione alle imprese immobiliari lo fanno al prezzo di mercato, dunque molto più elevato. Alcune misure di compensazione innovative, in fase sperimentale in alcune zone, prevedono, in cambio della cessione del diritto d'uso all'ente locale, anche l'accesso ai servizi sociali di base. Il progetto di riforma è quello di rendere trasferibili i diritti d'uso della proprietà nelle zone rurali e nel lungo termine arrivare a parificarli ai diritti di proprietà nelle zone urbane creando un unico mercato dei diritti di proprietà immobiliare. Esso prevede inoltre una riforma delle procedure di esproprio con una definizione stringente dei diritti di esproprio degli enti locali e dei casi in cui possono essere esercitati. La riforma è sicuramente di rilievo perché nel medio-lungo termine la sua implementazione, insieme a quella della riforma dell'*hukou*, garantirà alle persone più libertà di spostamento e l'accesso ai servizi di assistenza di base, prerequisiti fondamentali per raggiungere l'obiettivo di una maggiore urbanizzazione ma anche di maggiori consumi da parte delle famiglie. Tuttavia richiederà tempi lunghi di definizione e di implementazione, non solo per l'opposizione dei governi locali e dei residenti urbani, ma anche per la difficoltà pratica di ridefinire il catasto e procedere a una registrazione capillare dei diritti di proprietà e dei valori catastali, al momento molto lontana dalla completezza soprattutto nelle campagne.

La popolazione in età da lavoro (15-63 anni) è diminuita per la prima volta tra il 2011 e il 2012, la percentuale di anziani (oltre 65 anni) sta aumentando velocemente e il tasso di fertilità sta diminuendo, anche a causa della sproporzione tra maschi e femmine (1,17 in media nel quinquennio 2005-2010 rispetto a 1,08 a livello mondiale). Il deterioramento degli indicatori demografici, significativo se confrontato con altri paesi emergenti allo stesso stadio di sviluppo, ha indotto il Partito a proporre un ulteriore **allentamento alla politica del figlio unico**. Attualmente questa politica, introdotta fin dal 1979, non è attuata dovunque in senso stretto. Nelle zone rurali è permesso avere due figli se la prima figlia è femmina, mentre nelle zone urbane, dal 2011, è permesso avere due figli solo alle coppie di genitori che sono entrambi figli unici; altre eccezioni riguardano poi le minoranze etniche. La riforma proposta prevede che

La riforma della politica del figlio unico

²⁴ In particolare dalla Rural Land Contracting Law del 2002. Per maggiori dettagli vedi cap. 6 in *China 2030 Building a Modern, Harmonious, and Creative High-Income Society*, World Bank 2012.

²⁵ Al valore agricolo medio degli ultimi tre anni moltiplicato per la durata del diritto d'uso, dunque in genere 30 anni.

anche **le coppie dove un solo genitore sia figlio unico possano avere un secondo figlio**. Secondo alcuni analisti questa misura potrà portare in media 1.000.000 di bambini in più all'anno nei prossimi anni, un incremento poco significativo. Inoltre, con l'aumentare dell'urbanizzazione e dell'industrializzazione, molte coppie, pur potendo, già optano per avere un figlio solo. In ogni caso gli effetti sulla forza lavoro saranno visibili solo tra un paio di decenni.

Le riforme riguardanti il settore finanziario **non sono nuove** e sono in parte già in corso di implementazione. Alcune riforme sono state ventilate dall'estate, come la costituzione di banche da parte dei privati, altre erano state già annunciate (la futura introduzione dell'assicurazione sui depositi) o in parte già avviate (l'internazionalizzazione dello yuan e la liberalizzazione dei tassi d'interesse). Il documento ribadisce che la **liberalizzazione dei tassi d'interesse e la convertibilità delle partite correnti** debbano essere **accelerate**. Esso sottolinea in generale la necessità di ridefinire un sistema di mercato dei capitali su più livelli, ossia di favorire un **maggiore accesso al mercato dei capitali da parte delle imprese** attraverso l'emissione di obbligazioni o azioni, e di passare a un **sistema di emissione di azioni basato sulla registrazione**. La maggiore novità riguarda proprio la procedura delle offerte pubbliche di vendita finalizzata alla quotazione in borsa (Initial Public Offering, IPO). Secondo il sistema attuale la China Securities Regulatory Commission esamina ogni singola candidatura e valuta se la società è adeguata al collocamento, processo che può richiedere anni. Inoltre le IPO sono state sospese ormai da ottobre 2012, per l'eccessiva volatilità e ribasso della borsa. La riforma, da implementarsi in maniera graduale, vorrebbe invece passare a un semplice sistema di registrazione, dove il regolatore controlla solo se i bilanci e i documenti pubblici della società rispettano i requisiti contabili e di legge, ma non dà valutazioni sulla società o sull'operazione in sé, aspetti che verranno lasciati alla valutazione del mercato.

Il Documento sottolinea che verrà dato uguale accesso al mercato a tutte le tipologie di investitori, statali, privati e **stranieri in tutti i settori ad eccezione di quelli inseriti nella lista degli investimenti non consentiti**. Sarà possibile quindi avviare una nuova impresa **sulla base della registrazione** e non più dell'approvazione, sulla linea della sperimentazione scelta recentemente nella Zona di Libero Scambio (Free Trade Zone, FTZ) di Shanghai. In particolare il settore dei servizi, nello specifico quelli della finanza, dell'istruzione, della cultura e dell'assistenza sanitaria godranno di una progressiva e ordinata apertura agli **investimenti stranieri** (e domestici privati) mentre saranno allentate le restrizioni esistenti nell'assistenza all'infanzia, nel settore pensionistico, nella progettazione architettonica, nella contabilità e *auditing*, nel commercio e logistica e nel commercio elettronico. Viene auspicata inoltre la creazione di altre zone di libero scambio nelle maggiori città o nelle aree di confine, con l'obiettivo di sperimentare le riforme per poi estenderle all'intero territorio. Si richiama inoltre all'esigenza di una maggiore **protezione del diritto di proprietà intellettuale** con il progetto di costituire tribunali specifici dedicati.

Il documento auspica una maggiore **competitività**, ed esprime la volontà di **lasciar determinare al mercato tutti i prezzi che possono essere da esso determinati**, in particolare quelli delle materie prime energetiche come il petrolio, il carbone, il gas, i carburanti, ma anche quelli dell'elettricità, dei trasporti e delle telecomunicazioni. Il prezzo delle materie prime, in particolare energetico, è stato finora fissato dal governo con ampio vantaggio dell'industria manifatturiera e pesante, e in particolare delle imprese di stato. La riforma, determinando una maggiore efficienza nell'allocazione delle risorse, non è vista solamente nell'ottica di un'ulteriore apertura all'economia di mercato ma anche in quella di una maggiore sostenibilità ambientale. I prezzi amministrati non hanno sinora consentito di incorporare le esternalità negative ed hanno favorito non solo la formazione di capacità in eccesso in alcune industrie ma anche lo sfruttamento eccessivo delle risorse naturali e un fortissimo livello di inquinamento e di conseguente danno ambientale. Il documento pone enfasi sul concetto di "**civilizzazione**

Il settore finanziario

L'apertura agli investitori privati e stranieri nei settori tradizionalmente destinati alle imprese statali

Il ruolo del mercato di aiuto alla sostenibilità ambientale

ecologica", *ecological civilization*, ritenuta la chiave per uno sviluppo economico più sostenibile e per la protezione dell'ambiente, e spinge per l'accelerazione delle riforme pilota per l'introduzione di un'imposta ambientale e di **meccanismi di compensazione ecologica**, per la regolamentazione delle emissioni di CO2 e per la ridefinizione dei diritti sull'acqua. Esso richiede inoltre che gli amministratori locali non siano più valutati solo in base alla dinamica del PIL, come è stato finora, ma anche sulla base di indicatori relativi alla qualità della crescita, che vanno dagli obiettivi di sostenibilità ambientale alla fornitura dei servizi sociali fino all'occupazione, in linea con la recente bozza di modifica della Legge sulla Protezione Ambientale.

Secondo il Documento le **imprese di stato** (State Owned Enterprises, SOE) continueranno comunque ad avere un ruolo fondamentale e a costituire il "corpo principale" (*main body*) nei settori strategici dell'economia "socialista di mercato con caratteristiche cinesi". Questo passaggio è stato considerato molto controverso dagli analisti perché ritenuto in contrasto con l'obiettivo di far assumere al mercato un ruolo "decisivo". Tuttavia, la espressa necessità di **riforma del sistema di supervisione e controllo del mercato** e di un **ruolo di regolatore e supervisore per lo Stato** dovrebbe garantire pari opportunità a tutti i tipi di imprese. Il problema principale è costituito infatti, non tanto dalla presenza forte delle imprese di Stato nell'economia, quanto dalla loro solida connessione con il potere politico, dalla gestione d'impresa poco efficiente, dalla scarsa trasparenza dei bilanci e dalla mancanza di una procedura fallimentare, nonché da un elevato livello di corruzione. I dettagli sulla riforma delle imprese di stato sono stati scarsi. La maggiore novità riguarda l'**aumento al 30% della percentuale di dividendi che devono versare allo Stato** - ora compresa tra il 10 e il 15% - in vista di una maggiore contribuzione alle finanze statali entro il 2020. Il Documento accenna anche a una proposta di gestione delle SOE - ventilata anche nella "Proposta 383" - attraverso dei fondi di investimento statali, simile a quella in vigore a Singapore attraverso il fondo sovrano Temasek.

Il ruolo cruciale delle imprese di stato nell'economia socialista di mercato

Conclusioni

Il piano è stato accolto molto favorevolmente dagli analisti e dai mercati perché le riforme proposte vanno a favore di una crescita più bilanciata e sostenibile nel lungo periodo, con un maggior peso dei consumi privati e dei servizi anche se nel breve periodo alcune riforme (quali la liberalizzazione dei prezzi delle materie prime energetiche e dei servizi pubblici) potrebbero favorire un temporaneo rallentamento della crescita e un aumento dell'inflazione. La definizione dettagliata delle riforme e la loro implementazione sarà tuttavia lunga e irta di ostacoli, data l'ovvia opposizione dei maggiori gruppi di potere, ossia le imprese statali e i politici locali, che traggono molti benefici dal sistema esistente. Inoltre la sequenzialità delle riforme è un aspetto cruciale e determinante. Una riforma dell'*hukou* senza una maggiore tutela dei diritti di proprietà nelle campagne e una maggiore capacità impositiva da parte dei governi locali o una maggiore contribuzione ai servizi sociali da parte dello stato centrale è difficilmente implementabile. Il documento China 2030 suggerisce che la più elevata priorità dovrebbe essere data alle riforme che già godono di ampio supporto popolare e che incontrano poche resistenze, quali quelle riguardanti la maggiore partecipazione dei cittadini ai processi di riforma, il maggiore rispetto dei diritti umani o l'introduzione degli indicatori qualitativi nella valutazione dei governanti locali. A questo dovrebbero seguire le riforme che permettono vantaggi immediati e riducono i rischi di breve termine sullo scenario economico (come la liberalizzazione dei tassi di prestito e di deposito, l'aumento dei dividendi delle SOE o la regolamentazione degli espropri) e, infine, le riforme che riguardano la fiscalità dello stato.

India: superato il punto di minimo?

Silvia Guizzo

- Il PIL ha registrato una crescita del 4,8% a/a nel 3° trimestre, superiore alle attese e in accelerazione rispetto al minimo del 4,4% nel 2° trimestre. Dal lato della domanda al timido miglioramento degli investimenti fissi e dei consumi privati si è affiancato un forte contributo positivo del canale estero. Dal lato dell'offerta il settore agricolo, dopo molti trimestri di fiacca, ha registrato una performance migliore delle attese (+4,6%), sostenuta dal buon andamento del monsone estivo.
- La dinamica del settore manifatturiero sembra aver toccato il minimo nel 2° trimestre, come suggeriscono i dati della produzione industriale in ottobre e il miglioramento dell'indice PMI in novembre. Lo stesso ci si attende per gli investimenti che dovrebbero continuare a beneficiare della ripresa di alcuni progetti in precedenza bloccati e di nuove approvazioni. Tuttavia la ripresa continuerà ad essere timida, negativamente influenzata dalla discesa della fiducia delle imprese per il 4° trimestre e dal loro alto indebitamento. Il calo della fiducia dei consumatori e l'elevata inflazione lasciano ancora incerte le prospettive di ripresa dei consumi privati nel 2014. Il canale estero dovrebbe invece continuare a contribuire positivamente alla crescita. Rivediamo lievemente al rialzo la stima di crescita per il 2013 dal 4,6% al 4,8% e manteniamo invariato lo scenario di una contenuta accelerazione per il 2014. Una ripresa più sostenuta è attesa solo dal 2015 con un contributo più forte di consumi privati e investimenti.
- L'atteso calo dei prezzi degli alimentari nel 2014 e un effetto base favorevole saranno contrastati dagli aumenti dei prezzi amministrati dell'energia e dall'incorporazione del deprezzamento del cambio. Nonostante il calo atteso, l'inflazione dei prezzi al consumo rimarrà quindi ancora elevata e in media al 9% nel 2014. Ci attendiamo che la RBI (Reserve Bank of India) effettuerà un altro rialzo dei tassi di 25pb a cavallo di fine anno. Un allentamento della politica monetaria sarà possibile solo a partire dal secondo trimestre del 2014, in corrispondenza di un tangibile miglioramento della dinamica inflativa.
- Il miglioramento del saldo delle partite correnti, gli interventi della RBI, un deficit pubblico solo lievemente al di sopra delle attese per il corrente anno fiscale e la prospettiva che la crescita abbia toccato il minimo nel 2° trimestre pongono l'India in una posizione leggermente migliore rispetto ai mesi estivi. I fattori di volatilità sui mercati internazionali lasciano tuttavia intatti i rischi di finanziamento del saldo delle partite correnti, limitando lo spazio d'azione della politica monetaria. Il cambio continuerà pertanto a rimanere sotto pressione nei prossimi mesi, con un impatto sui bilanci delle banche e delle imprese e con conseguente effetto negativo sulla crescita economica che già presenta elementi propri di debolezza.

| Previsioni macro | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013S | 2014P | 2015P |
|---------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| PIL (prezzi costanti, al costo dei fattori) | 6.5 | 9.7 | 7.5 | 5.1 | 4.8 | 5.2 | 5.7 |
| Consumi privati | 6.9 | 8.6 | 7.3 | 5.3 | 1.7 | 3.9 | 6.3 |
| Consumi pubblici | 9.2 | 8.1 | 7.8 | 5.8 | 5.3 | 7.5 | 6.7 |
| Investimenti fissi | -0.7 | 17.5 | 6.2 | 1.5 | 0.8 | 4.8 | 5.4 |
| Esportazioni | -7.7 | 15.4 | 18.3 | 6.6 | 8 | 10 | 9.7 |
| Importazioni | -8.3 | 18.2 | 18.4 | 11.7 | 1.5 | 5.1 | 7.3 |
| Produzione industriale | 0.2 | 9.7 | 4.8 | 0.7 | 1 | 2.5 | 6.4 |
| Inflazione (CPI) | 10.9 | 12 | 8.9 | 9.3 | 11 | 9 | 8.1 |
| Tasso di disoccupazione | 12.5 | 12.5 | 12.5 | 12.5 | 12.3 | 11.9 | 11.8 |
| Salari medi | 9.1 | 21.4 | 16.3 | 9.2 | 11.3 | 11.3 | 10.3 |
| Tasso sui prestiti a 1 anno | 5.5 | 6.3 | 9.5 | 9.5 | 9.4 | 7.7 | 7.8 |
| Cambio USD/INR (media) | 48.37 | 45.74 | 46.69 | 53.48 | 58.40 | 61.0 | 59.0 |
| Saldo delle partite correnti | -1247 | -2396 | -2958 | -4894 | -3447 | -3679 | -3769 |
| Saldo delle partite correnti (%del PIL) | -2.0 | -3.2 | -3.4 | -5.0 | -3.1 | -2.9 | -2.6 |
| Saldo di bilancio in % del PIL | -7.0 | -3.8 | -6.7 | -5.5 | -5.0 | -3.7 | -2.9 |

Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. I numeri si riferiscono all'anno solare.

Fonte: Oxford Economics Forecasting e Intesa Sanpaolo

Crescita reale e inflazione

Il **PIL** ha registrato una crescita del 4,8% a/a nel 3° trimestre, superiore alle attese e in accelerazione rispetto al minimo del 4,4% nel 2° trimestre. Dal lato della domanda, al timido miglioramento degli investimenti fissi e dei consumi privati si è affiancato un forte contributo positivo del canale estero. Dal lato dell'offerta il settore agricolo, dopo molti trimestri di fiacca, ha registrato una performance migliore delle attese (+4,6%), sostenuta dal buon andamento del monzone estivo.

La dinamica del settore manifatturiero, dopo il calo del 2° trimestre, è tornata a crescere marginalmente. La **produzione industriale** ha infatti registrato tre mesi di variazioni tendenziali contenute ma positive durante l'estate, salendo del 2,0% a/a settembre grazie al sostegno della produzione dei beni intermedi e dei beni di consumo non durevoli nonché dell'industria delle materie prime energetiche e per le infrastrutture. La produzione dei beni capitali ha continuato invece a calare. L'indice PMI manifatturiero, dopo essere stato per tre mesi al di sotto di 50, è salito a 51,3 a novembre, grazie soprattutto al miglioramento della componente ordini totali, salita a 51,9. Il traffico cargo domestico sta progressivamente aumentando.

Tuttavia l'indagine sulla **fiducia delle imprese** industriali redatta dalla Reserve Bank of India non dipinge lo stesso quadro. Mentre infatti la valutazione²⁶ sulla produzione per il 4° trimestre è rimasta sostanzialmente invariata, quella su ordini, capacità utilizzata, importazioni e esportazioni è sostanzialmente peggiorata. L'indice sintetico relativo alla valutazione della situazione corrente del 3° trimestre è sceso al di sotto di 100 - soglia che separa la contrazione dell'attività dall'accelerazione - per la prima volta da metà 2009 e quello relativo alle aspettative per il 4° trimestre è sceso dopo due trimestri di stabilità. Questa indagine potrebbe però aver eccessivamente risentito della crisi del cambio estiva e non aver registrato i miglioramenti della situazione negli ultimi due mesi. L'indice Dun&Bradstreet per il 4° trimestre mostra infatti un timido miglioramento della fiducia, anche se la valutazione sugli ordini rimane in calo. La produzione industriale potrebbe quindi aver smesso di scendere e registrare una pur debole dinamica positiva nel 4° trimestre. Lo stesso ci si attende per gli investimenti che dovrebbero beneficiare della ripresa di alcuni progetti in precedenza bloccati e delle nuove approvazioni da parte Comitato del Governo sugli Investimenti (*Cabinet Committee on Investment*).

Mentre le **importazioni** continuano a calare (-14,5% a/a in ottobre, -22,8% a/a al netto del petrolio) la dinamica delle esportazioni continua ad essere sostenuta (+13,5% a/a in ottobre) in particolare quella delle **esportazioni** al netto del petrolio (+21,6%). Ciò ha consentito un sensibile miglioramento del deficit commerciale nel 3° trimestre rispetto al 2° (in termini fob-cif). Il peggioramento del dato mensile di ottobre è imputabile alla dinamica del deficit della bilancia commerciale petrolifera. Le importazioni di macchinari continuano a calare ad eccezione di quelle di macchinari elettrici che migliorano insieme a quelle delle attrezzature da trasporto, lanciando un segnale positivo per la dinamica degli investimenti. La componente ordini dall'estero del PMI, dopo il balzo a 52,3 in ottobre, è scesa a 50,6 in novembre; rimanendo però sopra 50 prefigura ancora una dinamica positiva delle esportazioni che dovrebbe beneficiare nel 2014 anche della ripresa della domanda attesa negli Stati Uniti, secondo mercato di sbocco dopo l'Unione Europea.

L'indice PMI dei **servizi** è rimasto sostanzialmente invariato a novembre (47,2%) e, nonostante il miglioramento rispetto ai minimi estivi, rimane sotto 50 indicando ancora prospettive di rallentamento per il settore. Le vendite di cellulari continuano a rimanere piatte e in calo in termini tendenziali, mentre l'aumento dei turisti in arrivo e del flusso di passeggeri domestici e internazionali dovrebbe continuare a supportare il settore dei servizi turistici. Le **vendite di auto**

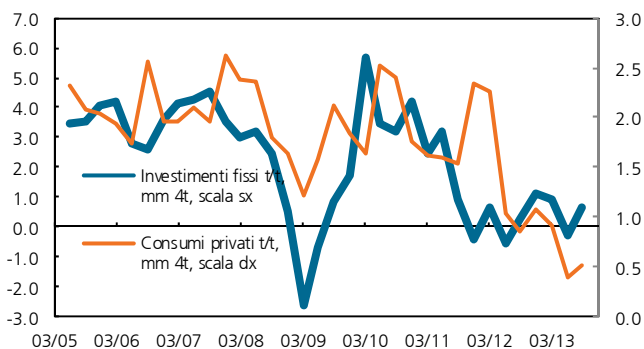
²⁶ La valutazione si basa sulle risposte nette, ossia sulla percentuale di intervistati che dichiara un aumento meno la percentuale di intervistati che dichiara una diminuzione.

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2013

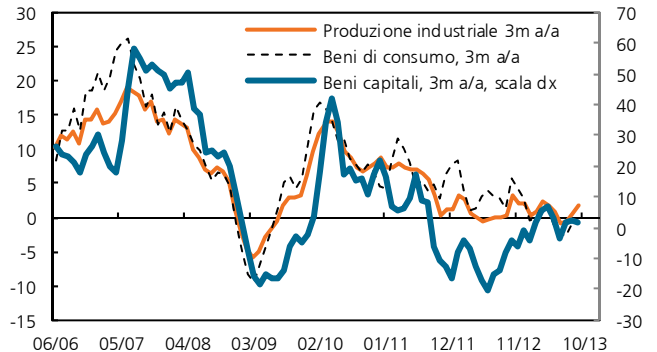
sono tornate a crescere in termini tendenziali da settembre dopo mesi di cali, registrando un aumento del 12,6% a/a in ottobre. La fiducia dei consumatori nel 3° trimestre è tuttavia scesa sotto la soglia di 100 ed è ai minimi dal 2010 sia nella componente della valutazione della situazione corrente sia in quella delle aspettative. Il calo delle prospettive per il mercato del lavoro e delle intenzioni di spesa correnti e per il prossimo anno lasciano ancora incerte le prospettive di ripresa dei consumi privati. In una situazione del mercato del lavoro che rimane buona, l'aumento dei salari (in particolare di quelli dei lavoratori agricoli) è inoltre eroso dall'elevata inflazione.

Investimenti in timido miglioramento



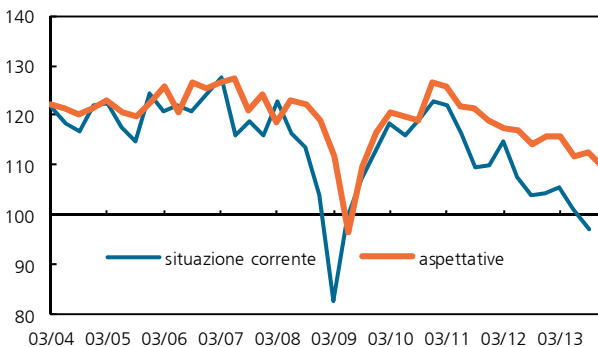
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La produzione industriale è positiva ma ancora molto debole



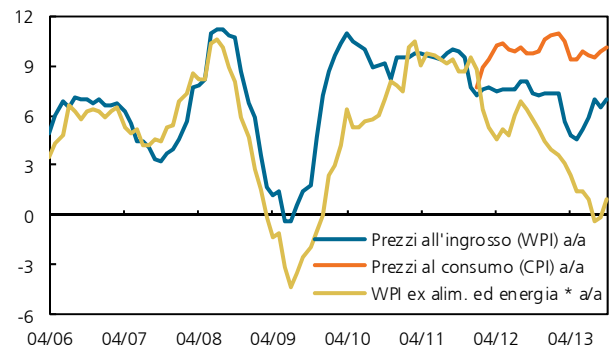
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Indice di fiducia delle imprese –Industrial Outlook Survey*



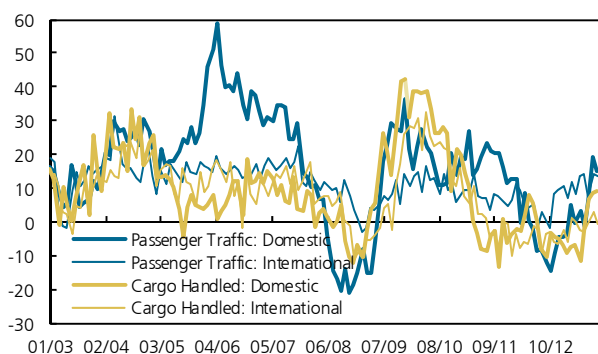
*indice sintetico: > 100 espansione, < 100 contrazione Fonte: CEIC

L'inflazione rimane elevata



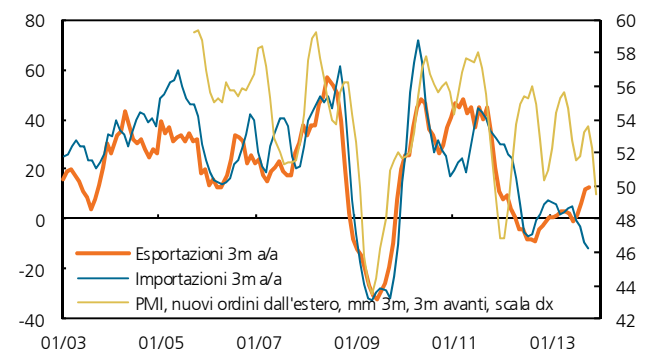
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, * stime Intesa Sanpaolo

Traffico domestico e internazionale in miglioramento



Fonte: CEIC. Variazioni % a/a

Commercio estero: le esportazioni salgono



Fonte: Bloomberg, HSBC-Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'aumento dell'**inflazione** continua ad essere legato a fattori di offerta. L'inflazione dei prezzi all'ingrosso, dopo un calo al 6,5% in settembre, è ritornata ai livelli di agosto (7,0%) guidata dall'aumento del comparto degli alimentari (+18,2% in ottobre) e dei prezzi dell'energia. I forti aumenti della verdura e della frutta (+45,8%) dovuti al maltempo dovrebbero rientrare nei prossimi mesi insieme ai prezzi dei cereali, di cui ci si attende un buon raccolto autunnale. Al contrario, i prezzi dei prodotti primari non alimentari sono tornati a salire dal minimo di agosto (1,2% a/a; +6,8% a/a in ottobre) a causa dell'aumento delle fibre tessili grezze, in particolare di cotone e seta. L'inflazione dei prezzi al consumo continua a salire (10,1% a/a in ottobre) guidata dalle stesse dinamiche e dai servizi per l'abitazione. Un effetto base favorevole e il calo dei prezzi dei prodotti agricoli alimentari dovrebbero però agevolare un rientro dell'inflazione nel corso del 2014, lasciandola in media elevata e ma al di sotto del 2013.

Politica economica, monetaria e cambio

A meno di sei mesi dalle **elezioni** generali il paese è stato recentemente impegnato nelle elezioni nazionali in 5 dei suoi 28 stati. Il partito del National Indian Congress, che guida l'attuale coalizione di governo (United Progressive Alliance, UPA) non è stato in grado di scardinare la maggioranza detenuta dal partito di opposizione (Bharatiya Janata) negli stati del Madhya Pradesh e del Chhattisgarh e l'ha persa a Dehli e nel Rajasthan. Gli analisti ritengono che i risultati confermino la possibilità che alle prossime elezioni nazionali previste nella primavera del 2014 il partito Bharatiya Janata possa vincere ma non con una maggioranza assoluta, rimanendo quindi ancora dipendente dall'alleanza con gli emergenti partiti regionali. Il Governo si è proposto di ridurre il **deficit pubblico** al 4,8% del PIL nel corrente anno fiscale, dal 4,9% dell'anno fiscale 2012-13 in particolare grazie al ridimensionamento dei sussidi energetici, obiettivo in bilico dato il deprezzamento della rupia (del 10% rispetto al dollaro in media rispetto all'AF2012-13) e il contemporaneo aumento del prezzo del petrolio (di quasi l'8% in media nello stesso periodo). Tutto ciò insieme ai probabili aumenti di spesa pre-elettorali, rende possibile una contenuta revisione al rialzo del deficit per il corrente anno fiscale che è atteso poi tornare su un sentiero di discesa dall'AF 2014-15.

La crescita di M3 è accelerata a 13% a/a in ottobre dal minimo del 12,2% in agosto; il credito al settore non alimentare cresce a tassi elevati (16,9% a/a), continuando a sostenere le attività delle imprese che si trovano comunque ad affrontare tassi, anche reali, più elevati. La **banca centrale** sta progressivamente allentando le misure straordinarie introdotte nell'estate per sostenere il cambio ma, per contrastare l'aumento dell'inflazione, in autunno ha effettuato due aumenti di 25 punti base del tasso repo, portandolo al 7,75% all'ultimo meeting di fine ottobre. La RBI ha ribadito che l'aumento dell'inflazione dipende principalmente da fattori di offerta non influenzabili dalla politica monetaria. Tuttavia essi contribuiscono ad aumentare l'inflazione corrente e quindi le aspettative d'inflazione che sono invece contrastabili con un aumento dei tassi. La RBI al meeting di ottobre ha rivisto al rialzo le previsioni di crescita per l'anno fiscale 2013-14 da un 4,4% stimato a marzo 2013 a un 5% e si aspetta che, nonostante il calo atteso dei prezzi degli alimentari, l'inflazione dei prezzi al consumo rimanga intorno al 9% o poco al di sopra senza interventi sui tassi. I fattori di discesa dell'inflazione saranno contrastati dall'incorporazione progressiva del deprezzamento del cambio e dall'aumento previsto dei prezzi amministrati dell'energia. I rischi sull'inflazione verranno quindi attentamente monitorati e la Banca centrale si propone di agire di conseguenza. Ci attendiamo quindi un altro rialzo di 25pb a cavallo di fine anno, con successivi tassi fermi. Un allentamento della politica monetaria sarà possibile solo a partire dal secondo trimestre del 2014, in corrispondenza di un tangibile miglioramento della dinamica inflativa.

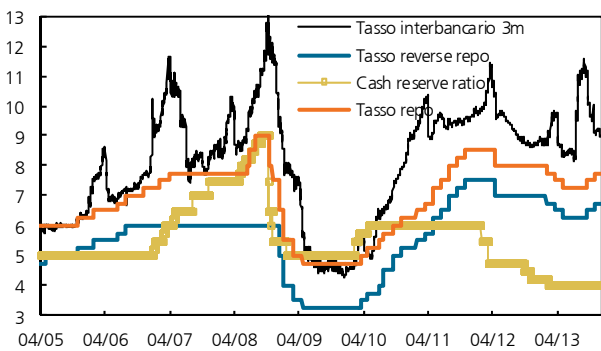
Il deficit delle partite correnti è sensibilmente migliorato nel 3° trimestre, scendendo fino a 5,2 miliardi di dollari dai 21,8 del 2° trimestre, grazie al calo del deficit commerciale e alla buona performance della bilancia dei servizi e delle partite invisibili. Ciò ha controbilanciato il calo del saldo dei capitali, limitando la diminuzione delle **riserve** tra il 2° e il 3° trimestre a 7,3 miliardi di dollari. Grazie a un ritorno dei flussi di capitali degli investitori stranieri, tornati positivi già da

Scenario Macroeconomico

Dicembre 2013

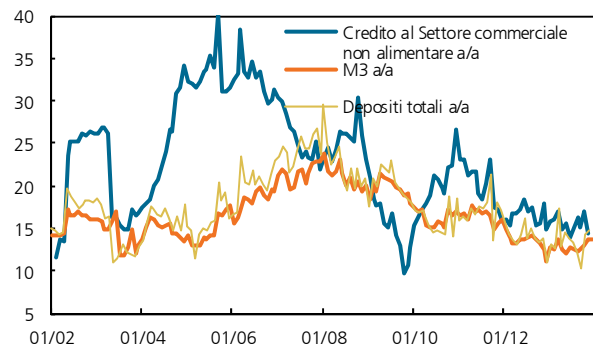
settembre, le riserve in valuta estera sono poi progressivamente risalite dal minimo di 245,5 miliardi dollari a fine agosto fino a 263,7 miliardi a fine novembre, riportando l'*import cover ratio* da 6,7 mesi a 7,0 mesi. Il **cambio**, dopo l'*overshooting* di fine agosto, si è stabilizzato in area 61-62 negli ultimi tre mesi. La puntata in area 63 a novembre, in concomitanza con i dati positivi sul mercato del lavoro negli USA, conferma che esso rimane molto sensibile ad aspettative di anticipo dell'allentamento delle politiche monetarie quantitative da parte della Fed. Tuttavia, il miglioramento del saldo delle partite correnti, gli interventi della RBI, il deficit pubblico solo lievemente al di sopra delle attese per il corrente anno fiscale e la prospettiva che la crescita abbia toccato il minimo nel 2° trimestre pongono l'India in una posizione leggermente migliore rispetto ai mesi estivi.

La RBI alza i tassi



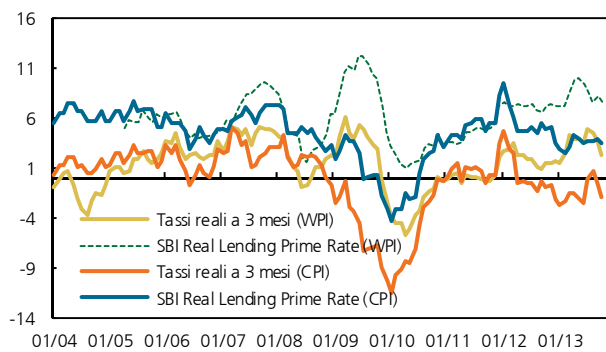
Fonte: Bloomberg

Andamento del credito



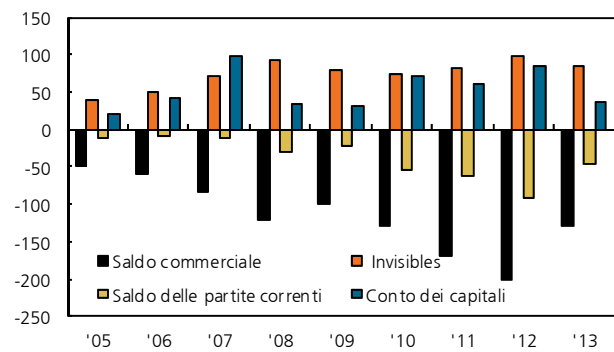
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tassi reali



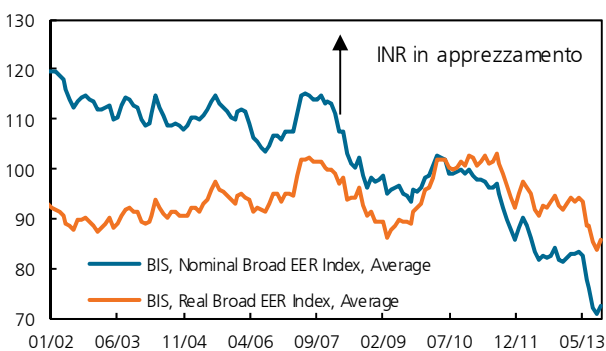
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Saldo delle partite correnti* (miliardi di dollari)



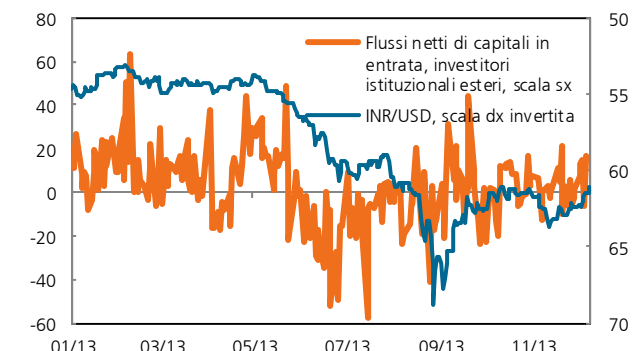
*Per il 2013 primi tre trimestri. Fonte: Bloomberg

Tasso di cambio effettivo



Fonte: CEIC

Il ritorno dei capitali finanziari stabilizza la rupia



Nota: scala sinistra in miliardi di rupie. Fonte: CEIC

Mercati valutari: 2014, anno di riscatto per il dollaro?

2013, anno dell'occasione mancata per il dollaro USA. 2014, quello del riscatto.

Asmara Jamaleh

Il 2013 è stato l'anno dell'occasione mancata per il dollaro statunitense, che dovrebbe però riuscire a riscattarsi nel 2014. Il 2013 è stato infatti l'anno dell'occasione mancata della Fed, che dopo aver lasciato intendere di essere finalmente prossima a invertire il corso della politica monetaria, ha dovuto di volta in volta tornare sui propri passi rinviando l'attesa svolta a data da destinarsi. Così a settembre, quando i mercati confidavano ormai nell'avvio del *tapering*, ha deluso le aspettative lasciando tutto invariato, perché la ripresa dell'economia non era ancora sufficientemente solida. Tutto fermo anche a ottobre, ma in questo caso l'esito era abbastanza scontato, perché la Fed aveva le mani legate a causa dello *shutdown*. Il dollaro quindi, che in primavera aveva intrapreso un buon recupero sulle aperture della Fed verso la fine del QE, sul finire dell'estate è tornato indietro, indebolito dal passo indietro sul *tapering* fatto dalla Fed (Fig. 1). Passato l'ulteriore shock dello *shutdown* ha però cominciato a riprendersi (Fig. 2) e, per quanto modesta sia ancora tale ripresa, poggia tuttavia su basi solide: il diffuso e continuativo miglioramento dei dati USA recenti, gli stessi a cui guarda la Fed per decidere se avviare il *tapering* già questo mese (18 dicembre) oppure rinviarlo ancora, all'inizio dell'anno nuovo (prima data utile al FOMC del 25 gennaio, seconda e "ultima" il 13 marzo).

Ormai infatti il tempo delle condizioni monetarie massimamente espansive è scaduto, **la svolta non è più procrastinabile** e, soprattutto, si tratta di una svolta "grande", nel senso proprio del termine, **(1)** perché si riparte da un livello dei tassi che è il minimo assoluto (il quasi-zero: Fig. 3), **(2)** perché il periodo in cui i tassi sono rimasti fermi a quasi-zero è (stato) lunghissimo (cinque anni: Fig. 3), e **(3)** perché la svolta sancisce l'uscita da una crisi che è stata anch'essa "grande", quella economico-finanziaria globale del 2008. Se si considera che il dollaro parte anch'esso da livelli storicamente molto bassi, più vicini ai minimi storici che alla media pre-crisi (Fig. 4), appare ragionevole pensare che una simile svolta possa far salire il biglietto verde verso livelli più elevati rispetto non solo a quelli correnti ma forse anche ai massimi che era riuscito a raggiungere nella prima parte dell'anno.

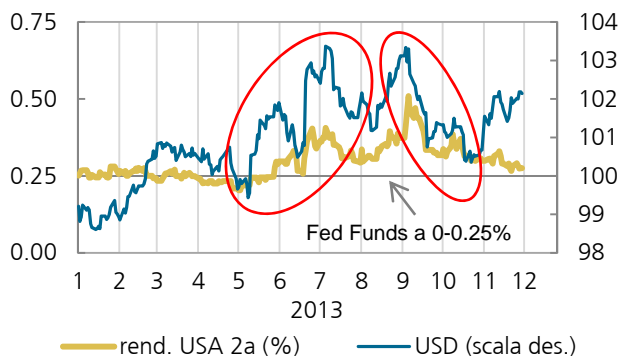
Sciolti i dubbi sul "se" e sul "quando" del *tapering*, se ne è però insinuato un altro di recente, sul "come". È emersa infatti l'eventualità che la Fed, soprattutto se dovesse iniziare la riduzione degli acquisti già a dicembre, possa provare a smussare gli effetti del *tapering* ampliando la *forward guidance*, per ancorare la curva dei rendimenti vicino ai livelli attuali. Riteniamo tuttavia che questo non comprometta le possibilità di apprezzamento del dollaro, limitandosi eventualmente a ridimensionarne il rafforzamento nella parte iniziale della nuova fase di politica monetaria. **La Fed infatti modulerà il processo di normalizzazione del contesto di policy in base alla performance dell'economia USA.** Se la ripresa si consoliderà, le associate spinte rialziste sui tassi andranno gradualmente montando. La prospettiva di aumento dei tassi attesi e dei rendimenti (i) come conseguenza dell'accelerazione attesa della crescita USA nel 2014, e (ii) in vista del passaggio alla "fase 2" del processo di normalizzazione della politica monetaria (i.e. avvio del ciclo di rialzi dei Fed Funds, al momento ipotizzabile non prima della seconda metà del 2015) dovrebbe rappresentare il **principale driver** rialzista del dollaro. Il grado di *confidence* sulla direzionalità attesa del dollaro è fortemente condizionato dai livelli di (quasi) minimi assoluti di partenza a cui si collocano attualmente i tassi/rendimenti USA (Figg. 3 - 4).

L'altro *driver* che, dal di fuori degli USA, dovrebbe consentire l'ulteriore rafforzamento del biglietto verde, è che altrove è improbabile che l'orientamento della politica monetaria sia rovesciato. Infatti la tendenza generale ultimamente è stata quella di prorogare i termini delle *exit strategies* (unica eccezione di rilievo la BoE), mentre qualcuno ha addirittura fatto un passo indietro: la BCE ha tagliato i tassi a novembre. Quanto agli emergenti, premesso che il quadro resta diversificato, si fatica ancora a scorgere segnali significativi di avvio imminente di un ciclo

virtuoso di ripresa autonoma, che possa far prediligere i rendimenti più elevati ma rischiosi delle valute emergenti rispetto a quelli ancora bassi ma solo in salita e più sicuri del dollaro USA.

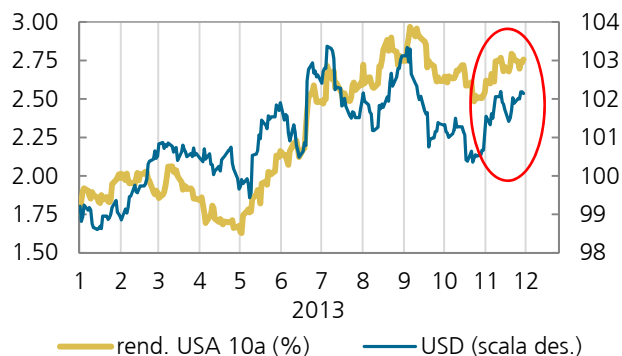
Pertanto, nell'incertezza, temporanea, che aleggia su molte delle principali divise, la maggior certezza sulla condotta prossima della Fed dovrebbe canalizzare i flussi su quella statunitense, almeno temporaneamente. Quando invece l'*impasse* globale che ha tenuto ancora in scacco i mercati nel 2013 si sbloccherà (tra 2014 inoltrato e 2015), il processo internazionale di diversificazione delle riserve valutarie dal dollaro (in corso già da anni) potrebbe tornare a tarpare le ali al biglietto verde, non necessariamente facendolo deprezzare, ma limitandone l'*upside*. Un ruolo non secondario potrebbe giocare in tale contesto la Cina, dove si è recentemente riaperto il dibattito sulla futura libera fluttuazione dello yuan. Questo tema sarà probabilmente all'ordine del giorno nel 2015 o nel 2016, ma potrebbe aiutare a capire perché nel 2014, pur ipotizzando uno scenario di apprezzamento del dollaro USA, le probabilità di riavvicinamento dei massimi pre-crisi appaiono al momento relativamente basse.

Fig. 1 – Dollaro: salita e discesa su attese Fed



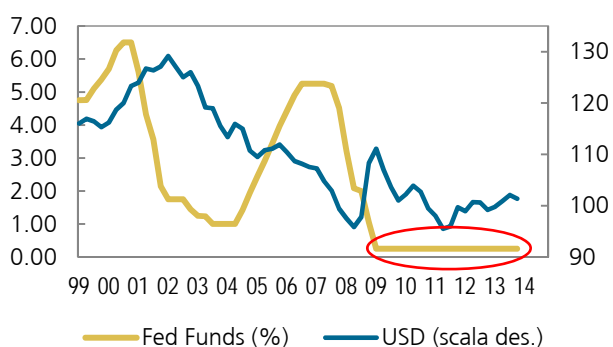
Note: USD = dollaro, cambio effettivo nominale (indice "broad". Fonte: Fed)
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Dollaro: recupero post-shutdown



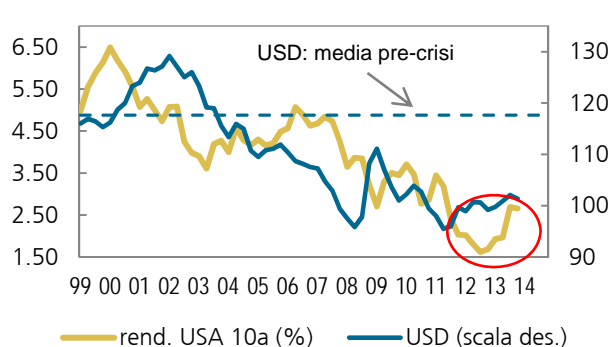
Note: USD = dollaro, cambio effettivo nominale (indice "broad". Fonte: Fed)
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – Tassi a (quasi) zero da cinque anni



Note: USD = dollaro, cambio effettivo nominale (indice "broad". Fonte: Fed)
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

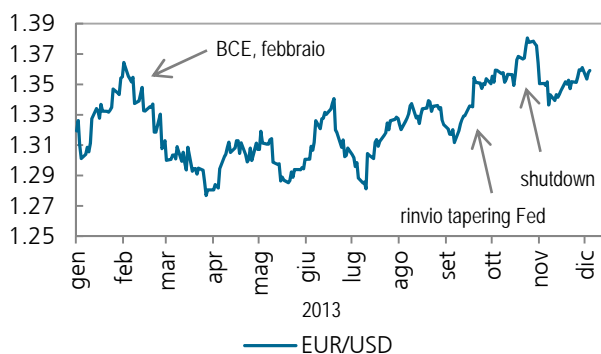
Fig. 4 – Dollaro e rendimenti ancora ai minimi storici (quasi)



Note: USD = dollaro, cambio effettivo nominale (indice "broad". Fonte: Fed)
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

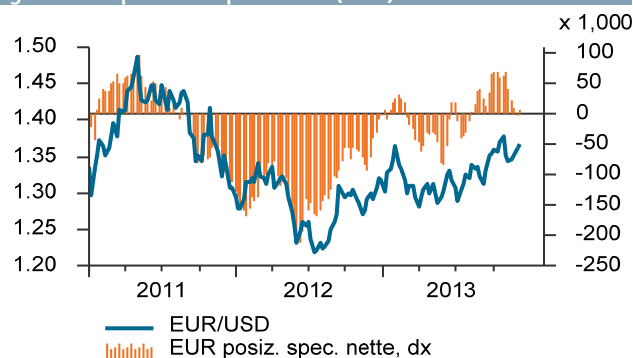
EUR – Euro

Fig. 1 – L'euro nel 2013



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – EUR: posizioni speculative (CME)



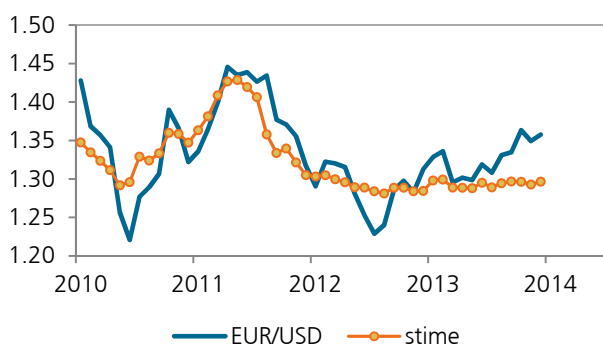
Fonte: CME e Thomson Reuters-Datastream

Dimenticata la crisi del debito sovrano dell'area euro, nel 2013 l'euro è stato **utilizzato come una sorta di safe haven rispetto al dollaro**. Quando la Fed, dopo aver illuso i mercati sull'imminente avvio dell'*exit strategy*, ha fatto marcia indietro, l'euro è stato tra i principali beneficiari del calo del dollaro (Fig. 1). Questo è diventato ancora più evidente durante (e dopo) la crisi fiscale USA di ottobre, quando infatti la moneta unica ha aggiornato i massimi d'inizio anno salendo fino a 1,38 EUR/USD dall'1,27 di luglio. Tale rafforzamento è proseguito nonostante il confronto fondamentale fosse nettamente a favore della crescita USA rispetto a quella dell'area e nonostante il taglio dei tassi a sorpresa della BCE a novembre (a parte un evidente ma breve calo sull'annuncio come reazione d'impatto). In sostanza l'euro ha brillato non di luce propria ma di luce riflessa "approfittando" delle vulnerabilità del dollaro (incertezza creata dal rinvio *sine die* del *tapering* della Fed e dallo *shutdown*). L'aspetto rilevante di questa situazione è, a nostro avviso, che **la scelta dell'euro come alternativa al dollaro è avvenuta probabilmente in maniera residuale rispetto alle altre valute**, ovvero (1) siccome la fase di maggior incertezza sull'economia USA ha coinciso con un'incertezza analoga in buona parte del resto del mondo, emergenti inclusi, e (2) dovendo però "differenziare" dal dollaro (qui entrano in gioco le dinamiche delle riserve valutarie mondiali, nonché il ruolo della Cina), nella scarsità di alternative valide, gli investitori internazionali hanno "parcheggiato" le proprie risorse sull'euro. Un indizio rivelatore del fatto che la scelta sia ricaduta sull'euro solo in termini residuali e non perché si intravedessero in esso elementi di particolare attrattività è che la fase recente di rafforzamento è stata accompagnata da un netto calo (e azzeramento) del lungo speculativo (Fig. 2).

Euro quindi come parcheggio temporaneo in attesa di tempi migliori che offrano opportunità d'investimento con un ritorno più elevato (e non troppo rischioso). L'arrivo di tempi migliori potrebbe essere sancito dall'avvio del *tapering* da parte della Fed che, come detto, ci aspettiamo rappresenti uno sviluppo favorevole al dollaro. Conseguentemente, l'euro dovrebbe svoltare al ribasso e la correzione attesa dovrebbe estendersi fino a 1,30 EUR/USD o poco sotto. Riteniamo infatti che sui massimi recenti l'euro sia sopravvalutato: il *fair value* da noi stimato in base alla relazione tra cambio EUR/USD e rendimenti a breve europei e statunitensi si colloca intorno a 1,29-1,30 (Fig. 3). La velocità della correzione dipenderà dalle modalità del *tapering* Fed: se questo verrà affiancato da un ampliamento della *forward guidance*, il calo potrebbe essere inferiore e più graduale. La divergenza di politica monetaria con la BCE che, all'opposto della Fed, potrebbe eventualmente diventare se necessario più espansiva, unitamente ad attese di una crescita molto più forte negli USA che nell'area euro, dovrebbe – se non prevenire – perlomeno contenere le possibilità di un rimbalzo successivo della moneta unica più avanti nel corso del 2014. In tale periodo inoltre le maggiori probabilità di una ripresa più solida anche nel resto del mondo, compresi alcuni emergenti, potrebbe ridurre l'appeal dell'euro a favore di valute a più alto rendimento.

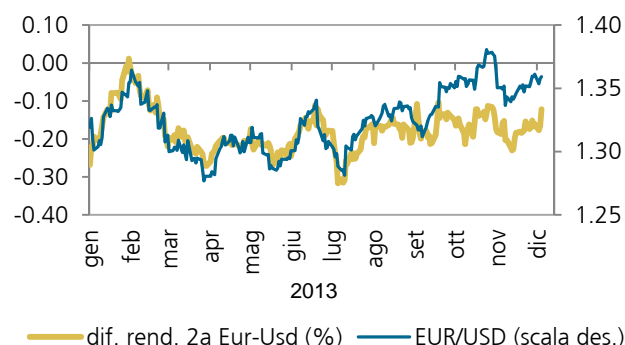
Complessivamente, i **rischi dello scenario centrale** sembrano però essere **verso l'alto**, ovvero di un euro che possa poi risultare più forte delle attese. Ad accrescere il rischio in tal senso ha contribuito quella sorta di "*benign neglect*" (nei confronti del rafforzamento del cambio) implicitamente veicolato dalla BCE alla riunione di dicembre. Mentre infatti a febbraio, quando l'euro si trovava a 1,37 EUR/USD, la BCE aveva giocato un ruolo non indifferente nel farlo scendere, semplicemente menzionando i rischi verso il basso sulla crescita derivanti da un cambio troppo forte, a dicembre, nonostante l'euro fosse risalito sugli stessi livelli di febbraio, la BCE non ha fatto menzione del cambio. Non solo: in conferenza stampa, alla domanda su come mai questa volta, diversamente appunto da febbraio, la BCE non avesse accennato al cambio, il Presidente Draghi si è limitato a rispondere che il cambio non è un obiettivo di *policy*, ma solo una delle variabili a cui la Banca centrale guarda per assumere le decisioni di politica monetaria. È possibile piuttosto che l'atteggiamento di Draghi sottenda una BCE consapevole che **in questa fase il driver dell'euro è prevalentemente esterno all'area euro**, e ruota ancora intorno agli Stati Uniti e all'azione di politica monetaria della Fed, e forse si aspetta che l'avvio del *tapering* sia imminente e che questo possa essere sufficiente a far salire il dollaro e a far scendere l'euro. Ciò non toglie comunque che la BCE possa decidere di esplicitare in futuro quello che ha omesso di esplicitare a dicembre, qualora il quadro congiunturale dell'area dovesse deteriorarsi o l'euro apprezzarsi troppo. Nel frattempo però, se ad esempio la Fed non iniziasse il *tapering* a dicembre e lo rinviasse ancora, l'euro potrebbe beneficiarne nuovamente, testando i massimi recenti nelle vicinanze di 1,40. Su tali livelli non dovrebbe tuttavia intrattenersi a lungo, perché questa volta un eventuale *tapering* negato sarebbe solo, e ormai di molto poco, rimandato.

Fig. 3 – Stime basate sulla relazione con i rendimenti



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

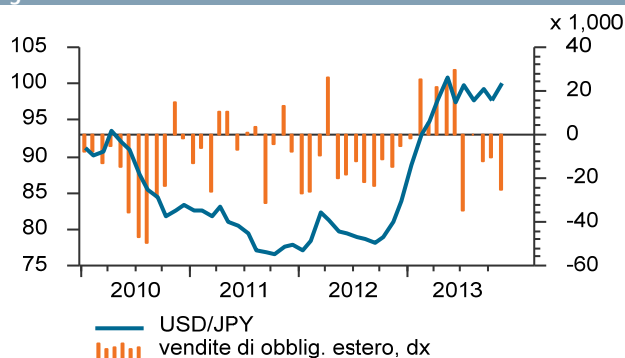
Fig. 4 – Euro e differenziali di rendimento a breve



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

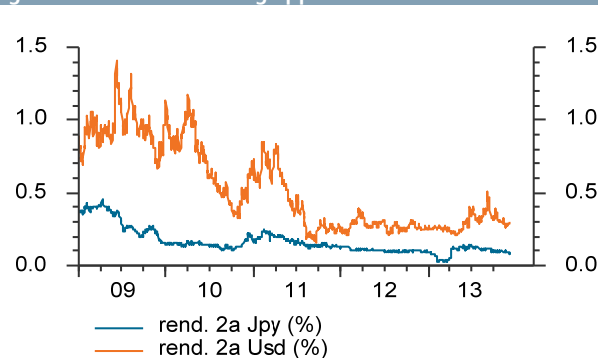
JPY – Yen

Fig. 1 – Yen e transazioni internazionali di attività finanziarie



Nota: un livello negativo dell'istogramma indica "acquisti netti"
Fonte: Ministry of Finance Japan e Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Rendimenti USA e giapponesi



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Il 2013 è stato un anno paradigmatico per lo yen, nel senso che **la rivoluzione di politica economica del nuovo governo di Shinzo Abe ha messo i mercati di fronte all'eventualità che la dinamica dello yen possa iniziare a seguire un nuovo paradigma**, diverso da quello a cui ci si era abituati da molti anni. Infatti, l'implementazione di politiche massimamente espansive, che non sono però finalizzate solo a favorire la crescita, ma anche a far salire l'inflazione (adozione dell'*inflation targeting*) potrebbe influenzare significativamente le aspettative sulle curve dei tassi e dei rendimenti giapponesi attraverso uno *shift* "irreversibile" verso l'alto.

La prospettiva, anche se non nel brevissimo termine, **di tassi/rendimenti stabilmente più elevati in futuro per effetto di un innalzamento strutturale dei livelli di inflazione e crescita può contribuire alla formazione di un fair value dello yen più elevato** rispetto al passato. Una parte dei flussi che tradizionalmente gli investitori giapponesi hanno convogliato all'estero alla ricerca di rendimenti più elevati potrebbe infatti venire ri-direzionata sugli *asset* domestici, perché in grado di fornire una redditività strutturalmente superiore al passato. Questo è quanto potrebbe essere accaduto nella prima metà del 2013 dopo l'inaugurazione delle nuove politiche macroeconomiche: infatti, gli acquisti netti (acquisti – vendite) di obbligazionario estero da parte dei residenti sono passati in territorio negativo (vendite nette), quando normalmente sono sempre stati positivi perché i giapponesi cercavano (e trovavano) al di fuori del Giappone rendimenti più elevati (Fig. 1).

Nei mesi successivi, dopo il primo segnale che la Fed avrebbe potuto avviare l'*exit strategy* a breve, la direzione dei flussi è tornata a essere quella usuale. Ciononostante non è partito un trend discendente dello yen. Questo infatti si è indebolito, ma solo all'inizio, scivolando oltre la soglia psicologica di quota 100 USD/JPY (minimi abbandonati nel 2008), ma quando i mercati hanno cominciato a capire che la Fed avrebbe dovuto rinviare l'avvio dell'*exit strategy*, è rimbalzato, ha smesso di scendere e si è stabilizzato, muovendosi in una fase laterale. Se in passato una simile tenuta dello yen avrebbe potuto essere spiegata con un'accresciuta *risk aversion*, questa volta una simile giustificazione sarebbe stata solo parziale.

Il fattore che ha contribuito alla tenuta della valuta nipponica è stata infatti la dinamica dei rendimenti giapponesi, che intorno a metà anno sono andati stabilizzandosi su livelli più elevati dei mesi precedenti. E anche quando successivamente hanno cominciato a scendere, sono rimasti comunque su livelli mediamente più alti rispetto ai primi mesi dell'anno. Lo yen è tornato a rivedere i minimi di maggio solo di recente, a inizio dicembre, quando al rinnovarsi delle aspettative di un *tapering* imminente da parte della Fed si sono aggiunte nuove indicazioni espansive da parte della BoJ, che si è detta pronta a integrare ulteriormente lo stimolo

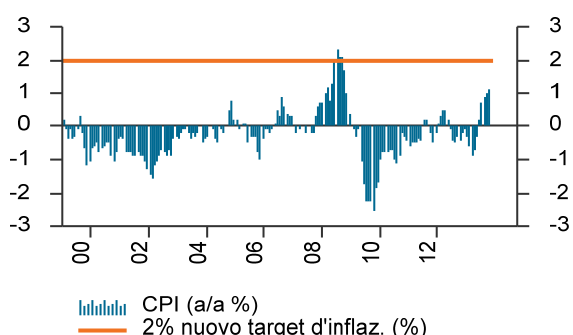
monetario se dovesse rendersi necessario per (i) sostenere la ripresa e (ii) controbilanciare gli eventuali effetti restrittivi dell'aumento dell'imposta sui consumi in vigore dall'anno prossimo. Nel frattempo, in questa direzione si è già mosso il governo, con il varo di un nuovo pacchetto di stimolo fiscale.

Lo scenario previsivo per lo yen si può quindi idealmente suddividere in due fasi: breve/medio termine e medio/lungo termine. Il minimo comune denominatore di entrambe è che il *driver* del cambio dovrebbe restare la dinamica attesa dei rendimenti giapponesi, considerati questa volta sia in termini assoluti (ovvero guardando ai livelli su cui si attestano) sia nel confronto bilaterale con quelli USA.

Pertanto nella **prima fase**, dove l'imminenza del *tapering della Fed* genera più spazio verso l'alto sulla curva USA mentre la politica massimamente espansiva della BoJ tiene ancora schiacciata verso il basso quella giapponese, lo yen dovrebbe tendere a indebolirsi ancora contro dollaro toccando nuovi minimi rispetto a quelli del 2013 (approssimativamente verso 105-107 sull'orizzonte a 3m-6m). I principali rischi sullo scenario centrale dovrebbero essere verso il basso nel breve/medio termine, ovvero rischio di uno yen più debole se la ripresa USA dovesse rivelarsi più solida e/o veloce delle attese e i mercati iniziassero ad anticipare le attese di rialzo dei Fed Funds.

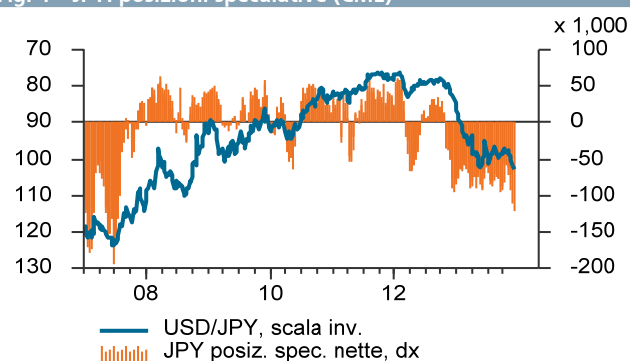
La **seconda fase** invece, il medio/lungo termine, sarà quella della **verifica delle nuove politiche** economiche di Abe. Se si avrà una convergenza verso gli obiettivi programmati di una crescita e di un'inflazione più elevate (senza compromissione però degli obiettivi di consolidamento fiscale) allora le pressioni rialziste sulla curva dei rendimenti giapponesi dovrebbero iniziare a intensificarsi. Di conseguenza lo yen dovrebbe essere in grado di avviare un graduale recupero (orientativamente verso 105-103 USD/JPY sull'orizzonte a 12m e intorno a 100-98 USD/JPY su quello a 24m). Poiché però l'incertezza sulla validità del nuovo paradigma giapponese è abbastanza elevata, trattandosi di una rivoluzione strutturale e non di una normale evoluzione ciclica, in questo caso i rischi sullo scenario centrale parrebbero essere verso il basso, ovvero di uno yen più debole nel caso in cui il raggiungimento degli obiettivi fallisse e/o il prezzo del loro conseguimento fosse il rischio della non-sostenibilità fiscale.

Fig. 3 – Inflazione e nuovo target (2%)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – JPY: posizioni speculative (CME)



Fonte: CME e Thomson Reuters-Datastream

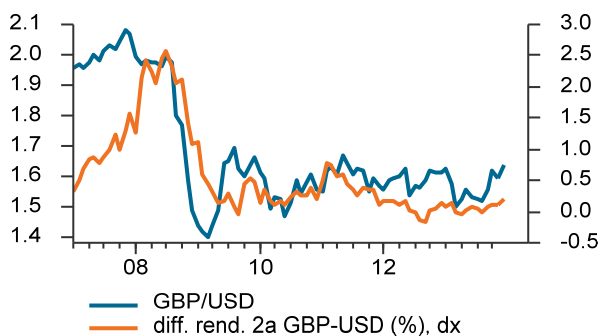
GBP – Sterlina

Il 2013 è stato l'anno del cambio al vertice della Bank of England (da Mervyn King a Mark Carney) e simultaneamente dell'inaugurazione della nuova linea di *policy* della BoE, simile a quella adottata precedentemente dalla Fed e a quella introdotta più tardi dalla BCE, ma sufficientemente diversa da risultare più efficace sin da subito. Si tratta infatti della "**forward guidance condizionale**" (f.g.c.) inaugurata ad agosto. Con essa la BoE si impegna a mantenere le attuali condizioni monetarie accomodanti (con i tassi ufficiali fermi ai minimi storici dello 0,50%) finché il tasso di disoccupazione (indice ILO) non sarà sceso fino a raggiungere la "soglia" del 7%, a patto però che nel frattempo non siano compromessi (1) l'obiettivo di stabilità dell'inflazione e (2) la stabilità finanziaria. Questa impostazione offre alla banca centrale una flessibilità d'azione molto più ampia rispetto al passato, permettendole di mantenere la credibilità in merito all'obiettivo primario di policy (*inflation target*) senza però compromettere le possibilità di ripresa dell'economia in una fase delicata come quella attuale in cui si sta faticosamente cercando di uscire dalla crisi degli anni scorsi, nonché minimizzando il rischio che i mercati si mettano a scontare rialzi dei tassi in modo incoerente rispetto all'evoluzione del quadro macro. Così i dati – di crescita, disoccupazione, inflazione – diventano il riferimento diretto per i mercati, non solo per quanto riguarda tassi e rendimenti, ma anche per il cambio. Dall'introduzione della f.g.c. infatti la sterlina è andata apprezzandosi ampiamente (da poco sopra 1,50 GBP/USD a quasi 1,65 GBP/USD) in linea con i segnali di miglioramento dell'economia emersi dai dati. Prendendo atto di tali progressi, nell'*inflation report* di novembre la BoE ha rivisto ancora al rialzo le proiezioni di crescita, al ribasso quelle di inflazione, e ha anticipato il *timing* atteso del raggiungimento della soglia di riferimento della disoccupazione da fine 2016 a fine 2015 circa. Per prevenire però il prematuro formarsi di attese di rialzo dei tassi, Carney ha espresso chiaramente che i tassi potrebbero restare fermi ancora per un certo periodo di tempo anche una volta che la disoccupazione sia scesa al 7%, perché i rischi verso il basso sullo scenario di crescita sono ancora significativi. Ritenendo comunque che complessivamente la ripresa in atto sia abbastanza solida, la BoE ha lasciato intendere che la probabilità di dover ricorrere a ulteriori aumenti dell'APF è significativamente diminuita e nel mese di novembre ha anche annunciato, insieme al Tesoro, un ridimensionamento del Funding for Lending Scheme. Anche il governo, nell'Autumn Statement di dicembre, ha rivisto ampiamente verso l'alto le previsioni di crescita dell'economia britannica rispetto a quelle presentate a marzo per il Budget: da 0,6% a 1,4% nel 2013 e da 1,8% a 2,4% nel 2014.

La buona accelerazione attesa della crescita nel corso dell'anno prossimo, unitamente all'indicazione che la politica monetaria è entrata nella fase di anticamera dell'*exit strategy*, sono alla base del nostro scenario di ulteriore rafforzamento a tendere della sterlina nel 2014, con raggiungimento di massimi più elevati rispetto a quelli raggiunti nel 2013 (all'interno del *range* 1,65-1,70 GBP/USD e 0,80-0,77 EUR/GBP). La probabilità di *upside* potrebbe essere maggiore contro euro che contro dollaro per la maggior divergenza di condotta della politica monetaria tra BoE e BCE rispetto a BoE e Fed e per la miglior performance attesa della crescita sia nel Regno Unito che nell'area euro. Nel breve l'atteso avvio del *tapering* da parte della Fed, che ci aspettiamo essere favorevole al dollaro, potrebbe di conseguenza indebolire leggermente la sterlina (*downside* contenuto entro la parte centrale del *range* 1,60-1,55 GBP/USD), ma meno rispetto all'euro, con effetto quindi favorevole alla valuta britannica nel *cross* con la moneta unica. La fase in cui appare più probabile che la sterlina raggiunga i massimi attesi dovrebbe collocarsi a 2014 inoltrato, quando il consolidamento della ripresa dovrebbe essere avviato e potrebbero di conseguenza iniziare a generarsi aspettative che la BoE possa essere la prima (rispetto a Fed e BCE) a iniziare il ciclo di rialzi dei tassi (presumibilmente nel 2015). Nel brevissimo termine invece la moderata decelerazione attesa nel 4° trimestre, fisiologica rispetto all'accelerazione più ampia delle attese registrata del 3°, potrebbe temporaneamente limitare lo slancio rialzista della sterlina. Complessivamente i rischi sullo scenario centrale sono verso il basso anche per il prosieguo del 2014, ovvero rischi di una sterlina meno forte delle attese nel

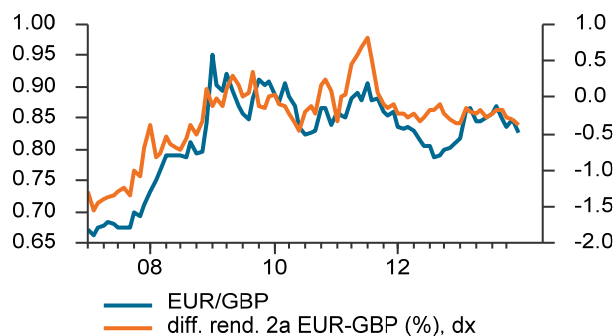
caso in cui la crescita si rivelasse meno forte del previsto, perché, diversamente dall'implicito "benign neglect" della BCE, la BoE nel rilevare il recente apprezzamento del cambio ha fatto riferimento sia ai possibili risvolti positivi sull'inflazione sia a quelli potenzialmente negativi sulla crescita.

Fig. 1 – GBP/USD e differenziali di rendimento a breve



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – EUR/GBP e differenziali di rendimento a breve



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

| Intesa Sanpaolo Servizio Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice | | |
|-----------------------------------------------------------------------------|-------|-------------------------------------|
| Tel. 02 879+(6) – 02 8021 + (3) | | |
| Macroeconomic & Fixed Income Research | | |
| Luca Mezzomo | 62170 | luca.mezzomo@intesasnpaolo.com |
| Fixed Income | | |
| Sergio Capaldi | 62036 | sergio.capaldi@intesasnpaolo.com |
| Chiara Manenti | 62107 | chiara.manenti@intesasnpaolo.com |
| Macroeconomia | | |
| Guido Valerio Ceoloni | 62055 | guido.ceoloni@intesasnpaolo.com |
| Anna Maria Grimaldi | 62118 | anna.grimaldi@intesasnpaolo.com |
| Paolo Mameli | 62128 | paolo.mameli@intesasnpaolo.com |
| Giovanna Mossetti | 62110 | giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com |
| Alessio Tiberi | 32834 | alessio.tiberi@intesasnpaolo.com |
| Mercati Valutari | | |
| Asmara Jamaleh | 62111 | asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com |
| Materie Prime | | |
| Daniela Corsini | 62149 | daniela.corsini@intesasnpaolo.com |
| Research Assistant | | |
| Simonetta Melotto | 62102 | simonetta.melotto@intesasnpaolo.com |
| International Economics | | |
| Economista Macro - Asia Emergenti | | |
| Silvia Guizzo | 62109 | silvia.guizzo@intesasnpaolo.com |

Appendice

Certificazione degli analisti

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

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

Comunicazioni specifiche:

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

Comunicazioni importanti

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

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

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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

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

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

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

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

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

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

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