

# Scenario Macroeconomico

**Servizio Studi e Ricerche**  
Giugno 2014

## Indice

<b>Politiche monetarie verso una nuova norma</b>	<b>2</b>
<b>Materie prime - Un'estate calda</b>	<b>7</b>
Petrolio: il focus torna sulla produzione OPEC	9
<b>Stati Uniti - Obiettivi della Fed a portata di mano: l'uscita si avvicina</b>	<b>12</b>
Il puzzle dell'economia USA: tanti occupati, inflazione in aumento, ma poca crescita	13
Politica fiscale - " <i>No news, good news</i> "	17
Politica monetaria - L'uscita si avvicina, ma i mercati non ci pensano	17
Focus - Verso il rialzo dei tassi: quando, quanto, come?	19
<b>Area euro – Quale ripresa dopo la crisi?</b>	<b>26</b>
Il quadro congiunturale: la "ripresina" può continuare	27
Area euro: la disinflazione continua. Difficile una svolta prima del 2015	36
BCE: una lunga pausa dopo le misure di giugno, e poi?	43
Germania: si viaggia a pieni giri, grazie al vento in poppa	46
Francia: un 2014 ancora fiacco e conti pubblici sotto pressione	51
Italia - Dalla stagnazione alla ripresa: <i>mission impossible?</i>	56
Spagna: allegro ma non troppo	64
Olanda: ritorno alla crescita dopo un 2013 negativo	69
<b>Asia</b>	<b>72</b>
Giappone: vinta la deflazione, l'obiettivo è il consolidamento fiscale	72
Cina: la stabilizzazione della crescita è prioritaria	80
India: segnali di stabilizzazione	91
<b> Mercati valutari – Falsa partenza per il dollaro</b>	<b>98</b>

## Giugno 2014

### 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 - Asia Emergenti

## Politiche monetarie verso una nuova norma

La diversa situazione ciclica sta creando i presupposti per una maggiore divergenza fra le politiche monetarie dei paesi avanzati. Anche dove si sta preparando la svolta, tuttavia, non ci sarà un pieno ritorno alla norma pre-crisi, neppure in termini di strumenti. Si profila il ricorso a misure macro-prudenziali per contenere i rischi di instabilità finanziaria connessi al lungo periodo di tassi di interesse molto bassi.

Luca Mezzomo

Le prospettive delle politiche monetarie nei paesi avanzati hanno accentuato la loro divergenza negli ultimi mesi. Dove la ripresa è più avanzata (Stati Uniti, Regno Unito), le banche centrali hanno iniziato a dismettere i programmi di acquisto di attività finanziarie: la Federal Reserve dovrebbe cessare le operazioni verso il mese di ottobre, se continuerà a ridimensionare il programma al ritmo di 10 miliardi a ogni riunione del FOMC, mentre la Banca d'Inghilterra ha già cessato gli acquisti da tempo. Contestualmente, l'orizzonte operativo dei mercati inizia a includere la possibilità di primi rialzi dei tassi, collocabili tra fine 2014 e inizio 2015 nel Regno Unito, nel primo-secondo trimestre 2015 per gli Stati Uniti. Ciò anche perché le opinioni dei banchieri centrali sono divenute più diversificate, con il procedere della ripresa. Sul fronte opposto, la BCE ha annunciato in giugno nuove misure di stimolo e si mantiene aperta l'opzione di avviare proprio quei programmi di acquisto di attività finanziarie che altrove sono in via di dismissione. Anche la Banca del Giappone rimane saldamente nella fase espansiva del ciclo di politica monetaria e si attende che estenda al 2015 il suo QQE (stimolo quantitativo e qualitativo), che sta portando al raddoppio della base monetaria in due anni.

Se il 2015 potrebbe essere un anno di apparente normalizzazione per le politiche monetarie di alcuni paesi (ma certamente non per BCE e Banca del Giappone), però da nessuna parte il quadro operativo e l'orientamento saranno conformi alla norma dei trent'anni precedenti la crisi. Come minimo, si prospetta una lunga fase di transizione nella quale le banche centrali dovranno gestire l'uscita dai programmi introdotti durante la fase di emergenza: ad esempio, la Federal Reserve, che impiegherà ancora alcuni mesi prima di interrompere del tutto gli acquisti di titoli, dovrà poi decidere quando sospendere il reinvestimento delle cedole e dei titoli in scadenza. Inoltre, il permanere di eccessi di riserve tende a privare di rilevanza i normali tassi guida, quelli a cui la Banca centrale presta liquidità, a vantaggio dei tassi passivi (remunerazione delle riserve, pronti/termine di drenaggio, depositi).

**Il quadro operativo delle politiche monetarie non sarà più quello pre-crisi**

Ma c'è dell'altro: l'esperienza della crisi ha portato a cambiamenti strutturali nella conduzione della politica monetaria. In primo luogo, la crisi ha riportato nella cassetta degli attrezzi le misure quantitative, come gli acquisti non sterilizzati a titolo definitivo. In secondo luogo, la politica monetaria è uscita dall'ambito ristretto in cui si era auto-confinata negli anni Ottanta. Per trent'anni, ha prevalso il più completo disinteresse per il canale di trasmissione, che si riteneva meglio affidato al libero funzionamento dei mercati. La Banca centrale si limitava a operare sulle scadenze più corte della curva dei tassi, e preferibilmente con operazioni temporanee (pronti/termine) piuttosto che con operazioni a titolo definitivo. L'ultima crisi finanziaria ha obbligato le banche centrali a intervenire anche sul canale di trasmissione con misure di *credit easing*, e a riconsiderare la diffidenza nei confronti di strumenti 'invasivi' come gli acquisti a titolo definitivo di attività finanziarie o gli interventi mirati a influire direttamente sui tassi a medio e lungo termine.

**Le misure quantitative e di *credit easing* rimarranno nella cassetta degli attrezzi**

In parallelo, fin dai primi anni della crisi è partito uno sforzo per sviluppare strumenti macro-prudenziali di intervento a cui affidare il controllo della stabilità finanziaria sistemica. Questi rientrano tipicamente in due categorie: quelli che fanno perno sul sistema di incentivi, come i requisiti patrimoniali ciclici, e quelli basati su limiti quantitativi. L'idea non è soltanto quella di rendere il sistema più resiliente a fronte di una crisi mediante la costituzione di sufficienti riserve di capitale e liquidità, ma anche di contrastare la formazione di squilibri finanziari. Tali sforzi

**In questo ciclo si farà molto affidamento a misure macro-prudenziali per controllare gli squilibri finanziari, mentre gli strumenti tradizionali sostengono la ripresa**

cominciano ad acquistare rilevanza soprattutto oggi, con la ripresa dell'appetito per il rischio in un contesto in cui rimangono ancora risorse inutilizzate nell'economia reale e l'inflazione rimane inferiore agli obiettivi: una situazione che configura un probabile conflitto fra obiettivi, e che ha iniziato a generare qualche preoccupazione. Il 26 giugno, la Banca d'Inghilterra ha annunciato limiti al DTI (*debt to income*) sui mutui ipotecari, oltre all'obbligo di valutare la sostenibilità dei mutui stessi a fronte di rialzi dei tassi. Se l'accumulo di squilibri finanziari insostenibili può essere frenato da misure amministrative mirate, gli strumenti tradizionali ad ampio raggio sono liberi di perseguire altri scopi, quali la stabilità dei prezzi e la piena occupazione, oltre che di agevolare la riduzione dell'indebitamento nei settori dove la leva finanziaria è eccessiva. Anche il vicepresidente della BCE, Constancio, ha recentemente parlato della necessità di un uso aggressivo, preventivo e tempestivo degli strumenti macro-prudenziali e ha sottolineato i vantaggi che essi comportano nell'Eurozona, dove la politica monetaria unica deve convivere con cicli finanziari eterogenei<sup>1</sup>.

Come prima e immediata conseguenza di tale ampliamento degli strumenti di politica monetaria, si ridurrà la pressione ad alzare i tassi di interesse: questo tema è già emerso nei discorsi del governatore Carney nel Regno Unito, e nelle dichiarazioni di Evans, della Chicago Fed<sup>2</sup>. L'avvio del ciclo di rialzi nel 2015 avverrà soltanto perché l'andamento dell'economia reale e dell'inflazione renderà la politica dei tassi zero indifendibile, non per prevenire squilibri finanziari. L'effetto a più lungo termine, però, dipenderà dall'efficacia delle misure macro-prudenziali nel tenere sotto controllo gli squilibri: se l'impiego non fosse affatto aggressivo e tempestivo, o se si consentisse che fenomeni di arbitraggio regolamentare spostassero gli squilibri fuori dall'area controllata, rimarrebbero poche alternative all'uso dei tassi di interesse.

Nel frattempo, il *bias* espansivo della politica monetaria, giustificato dalla necessità di riassorbire l'eccesso di capacità e dall'assenza di pressioni inflazionistiche, svolgerà la funzione neppure tanto accessoria di agevolare il rifinanziamento e la riduzione del debito pubblico. Gli elevati livelli del debito pubblico nei paesi avanzati hanno già limitato lo spazio di manovra delle banche centrali, anche dove l'indipendenza è formalmente garantita da strumenti normativi difficilmente modificabili, come nell'Eurozona. Qualcuno si sta già lamentando di un ritorno della *fiscal dominance* sulla politica monetaria<sup>3</sup>, ma è discutibile che le alternative ortodosse siano socialmente preferibili. Tale processo si sta sviluppando in modo particolarmente aggressivo in Giappone, ove il costo del debito è tenuto dalla Banca centrale su livelli molto bassi rispetto alla crescita nominale attesa, il che potrebbe consentire di ridurre il rapporto debito/PIL anche in assenza di un significativo avanzo primario; tuttavia, in assenza di interventi di ristrutturazione, anche in uno scenario molto virtuoso e favorevole, tale processo potrebbe ricondurre il debito a livelli inferiori al 100% del PIL soltanto nell'arco di alcune generazioni.

**Ciò consentirà di mantenere inizialmente i tassi ufficiali più bassi, ma l'efficacia di questa divisione di ruoli è tutta da verificare – e potrebbe non durare**

**Questa strategia è funzionale anche ad agevolare la riduzione del debito pubblico**

<sup>1</sup> Vitor Constancio, *The ECB and Macro-prudential policy: from research to implementation*, 3<sup>rd</sup> Conference of the Macro-prudential Research Network, 23 giugno 2014.

<sup>2</sup> Si vedano: C. Evans, *Accommodative Monetary Policy and Macroprudential Safeguards*, discorso al Detroit Economic Club, 4 febbraio 2014; M. Carney, *Speech at the Lord Mayor's Banquet for Bankers and Merchants of the City of London*, 12 giugno 2014. Il governatore della BoE afferma che "usare la politica monetaria per controllare l'indebitamento rischierebbe di portare a un'inflazione troppo bassa rispetto all'obiettivo e di danneggiare la crescita" (p. 7) e propugna l'uso di misure contro l'allentamento degli standard creditizi sui mutui, a supporto di stress-test e requisiti patrimoniali.

<sup>3</sup> Così per esempio A. Orphanides, in "Is monetary policy overburdened?", *BIS Working Papers no. 435*, Dicembre 2013: "mentre responsabilità sempre più ampie vengono caricate sulle banche centrali, crescono gli incentivi per i governi a esercitare un controllo politico e distorto [della politica monetaria]". Orphanides è convinto che gli interventi della banca centrale a sostegno della stabilità nelle fasi di emergenza possano incoraggiare i governi a posporre le misure di risanamento, e che attribuiscono alla Banca centrale "un ruolo fiscale con effetti distributivi". Anche Orphanides preferisce che la stabilità finanziaria sia affidata a misure micro- e macro-prudenziali.

## Scenario Macroeconomico

Giugno 2014

La crescita economica per area geografica					
	2011	2012	2013	2014p	2015p
Stati Uniti	1.8	2.8	1.9	1.7	3.1
Giappone	-0.4	1.4	1.5	1.3	1.3
Area euro	1.8	-0.6	-0.4	1.1	1.5
Europa Orientale	4.0	2.4	1.7	2.0	2.5
America Latina	2.7	2.6	2.4	2.1	2.5
OPEC	4.0	4.9	3.0	3.2	4.8
Asia Orientale	7.4	5.9	6.6	5.9	6.2
Africa	3.4	3.2	3.4	3.6	4.0
Crescita mondiale	3.9	3.2	3.0	3.2	3.8

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Proiezioni sui prezzi delle materie prime					
	2011	2012	2013	2014p	2015p
Petrolio (Brent, \$/barile)	111.5	112.0	108.4	109.2	107.3
	+40.2	+0.4	-3.2	+0.8	-1.8
Materie prime escl. combustibili (1990=100)	190.1	171.0	169.0	168.5	167.2
	+17.9	-10.0	-1.2	-0.3	-0.8
Metalli (1990=100)	229.7	191.1	182.9	168.3	166.8
	+13.5	-16.8	-4.3	-8.0	-0.9
Agricole (1990=100)	153.5	134.0	136.2	139.0	130.4
	+22.7	-12.7	+1.6	+2.1	-6.2

Nota: livelli e variazioni medie annue

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Il quadro per area in sintesi

Le nostre proiezioni di crescita e inflazione sono state oggetto di alcune revisioni negli ultimi mesi, anche se le indicazioni qualitative non ne escono modificate. Il netto taglio delle stime per gli Stati Uniti riflette la forte e inattesa contrazione del primo trimestre, il cui impatto sulla media annua è soltanto in parte annullato dal rimbalzo del secondo trimestre. Nell'Eurozona la crescita si sta muovendo lungo i binari previsti, ed è invece l'inflazione a risultare più bassa. L'effetto netto delle revisioni è che la crescita mondiale non accelera significativamente rispetto al 2013, in un contesto di generale moderazione dei ritmi di crescita anche fra i paesi emergenti. L'inflazione è e rimarrà ancora stabile su livelli storicamente contenuti. Tuttavia, i rischi connessi al mercato dell'energia stanno crescendo, a seguito del rischio di disgregazione dello stato iracheno e delle ancora irrisolte crisi ucraina e libica (v. p. 7).

Negli Stati Uniti, la crescita nel 2014 sarà un'altra delusione. Il taglio della stima a 1,7% deriva dall'ampia contrazione del 1° trimestre (-2,9% t/t ann.) dovuta in parte al maltempo, in parte alle scorte e in parte alla difficoltà di stimare i consumi di servizi sanitari con l'entrata in vigore della riforma della sanità. Nonostante la debolezza del 1° trimestre, manteniamo la previsione di riaccelerazione al di sopra del 3% nel resto del 2014 e di crescita intorno al 3% nel 2015-16. L'ottimismo sull'evoluzione ciclica, pur in presenza di una massiccia contrazione trimestrale, deriva dalle indicazioni positive di tutti gli altri dati congiunturali: la disoccupazione sta calando molto velocemente, la crescita occupazionale è intorno a 200-220 mila posti al mese, le imprese segnalano attività solida e domanda in aumento, l'edilizia residenziale dà segni di ripresa, il credito cresce rapidamente.

La chiusura dell'*output gap* determina un graduale rialzo di inflazione e dinamica salariale: il ritmo di aumento dei prezzi è moderato, ma punta a un'inflazione che potrebbe superare modestamente il 2% a/a nel 2015.

**Stati Uniti: crescita deludente nel 1° trimestre 2014, ma occupazione e credito sono robusti. Inflazione in aumento**

**Probabile che i tassi ufficiali inizino a crescere entro giugno 2015**

La politica monetaria rimane super-espansiva. Il processo di *tapering* degli acquisti di titoli dovrebbe concludersi nel 4° trimestre, aprendo la strada alla svolta sui tassi attesa per metà 2015. Nei prossimi mesi la Fed dovrà chiarire la sequenza dell'uscita (fine del reinvestimento delle scadenze prima o dopo il primo rialzo?), e indicare operativamente quale strumento intende usare per gestire il rialzo dei tassi (tasso sui *reverse repo*, tasso sulle riserve in eccesso). Per quanto riguarda la *guidance* sui tassi, ormai è chiaro che è dipendente dall'evoluzione dei dati e quindi soggetta ad ampia incertezza. Prevediamo l'inizio dei rialzi dei tassi a giugno 2015, con un sentiero più rapido di quello scontato dai mercati. I prezzi dei *futures* scontano una Fed molto lenta a muovere i tassi ufficiali e a nostro avviso sottostimano l'effetto dell'avvicinamento agli obiettivi su prezzi e occupazione in tempi relativamente rapidi. La Fed tollererà uno sfioramento dell'obiettivo di inflazione verso l'alto nel 2015, ma i dati del mercato del lavoro indicano che i rischi sulle previsioni dei tassi sono verso l'alto.

Il lento processo di "uscita" dalla "grande crisi" per l'**Eurozona** procede nei tempi e con l'entità previsti. Nonostante il minor dinamismo di alcuni indicatori congiunturali, è probabile una modesta accelerazione del PIL nella restante parte dell'anno, ad un ritmo di 0,3-0,4% t/t; la media annua è prevista a 1,1%. La stima per il 2015 è stata rivista a 1,5%. La ripresa resta comunque modesta e di entità inferiore agli analoghi episodi ciclici del passato, anche perché Italia e Francia stanno attraversando una fase di sostanziale stagnazione.

La crescita va diventando non solo più consistente, ma anche più "equilibrata" fra Centro e Periferia, e fra domanda interna e domanda estera. Il rimbalzo della domanda interna poggerà principalmente sugli investimenti in macchinari e attrezzature, grazie al miglioramento già in corso dei margini di profitto e delle condizioni di accesso ai mercati dei capitali. In miglioramento le prospettive per i consumi, anche per il recupero di potere d'acquisto. Anche nel 2015 le politiche economiche potrebbero fornire scarso supporto al ciclo.

Il calo dell'inflazione superiore alle attese è spiegato in larga parte da energia e alimentari, con il contributo del tasso di cambio. I contributi di cambio e petrolio da negativi dovrebbero tornare ad essere moderatamente positivi. In prospettiva, però, la ripresa dell'inflazione all'1,1% nel 2015 dallo 0,6% del 2014, potrebbe essere frenata dall'ampiezza della capacità inutilizzata.

Le misure adottate dalla BCE in giugno sono state superiori alle attese; hanno contribuito alla stabilizzazione del cambio, alla compressione dei tassi monetari e a un maggiore sganciamento dai tassi americani. Nei prossimi mesi l'attenzione sarà concentrata sull'implementazione delle misure (LTRO ed eventuale programma sugli ABS). Il passo più radicale di un programma esteso di acquisti di attività finanziarie potrebbe essere considerato se gli sviluppi macroeconomici mettessero in discussione lo scenario di ripresa reale e di ritorno dell'inflazione verso l'obiettivo del 2%.

Lo scenario dell'**economia giapponese** nel 2014-15 è caratterizzato da una ripresa della domanda domestica privata relativamente solida, nonostante la restrizione fiscale. Il quadro del biennio è dominato dai due rialzi dell'imposta sui consumi (aprile 2014, ottobre 2015), che determineranno ampia volatilità trimestrale di tutte le variabili macroeconomiche. La crescita è prevista a 1,3% nel 2014 e nel 2015, nonostante la presenza di un trimestre di contrazione in ciascuno dei due anni (2° trimestre nel 2014, 4° trimestre nel 2015).

L'inflazione è stabilmente in territorio positivo ormai dal giugno 2013, sostenuta dal deprezzamento del cambio e da politiche economiche super-espansive. L'indice al netto degli alimentari freschi, obiettivo della Banca del Giappone, è rimasto stabile a 1,3% fra dicembre 2013 e marzo 2014. Al netto del rialzo dell'imposta sui consumi, l'inflazione *core* era all'1,4% a/a nel maggio 2014 ed è prevista in modesto rallentamento nei prossimi mesi.

**Area euro:**  
ripresa in linea con le attese,  
non così l'inflazione

Crescita più equilibrata fra  
Centro e Periferia, fra  
domanda interna e domanda  
estera. Italia e Francia in  
ritardo

BCE ora concentrata  
sull'implementazione delle  
misure di giugno

**Asia:**

**Giappone: ripresa solida, ma  
resa volatile dalle misure di  
consolidamento fiscale.  
Probabile un'estensione del  
programma di stimolo  
quantitativo della BoJ**

La BoJ è ora in una fase di attesa, dovendo valutare la risposta dell'economia alla restrizione fiscale attuata con il rialzo dell'imposta sui consumi e gli effetti delle politiche a sostegno della crescita potenziale che il Governo dovrebbe delineare. A fronte di ulteriore consolidamento fiscale, unito a misure strutturali, e a una dinamica inflazionistica stabile intorno all'1,3% a/a (anziché in rialzo verso il 2%), la Banca centrale probabilmente opererà in autunno per un aumento dello stimolo monetario.

Lo scenario fiscale giapponese è in miglioramento grazie ai rialzi dell'imposta sui consumi previsti per il 2014-15, alla ripresa della crescita reale e alla svolta positiva dell'inflazione. In autunno dovrebbero essere attuate misure strutturali per l'aumento della crescita potenziale, delineate dal Governo a fine giugno. Il contenimento della spesa per interessi grazie agli acquisti di JGB della Banca centrale, l'inflazione positiva e il consolidamento fiscale dovrebbero determinare una stabilizzazione del debito pubblico rispetto al PIL nel 2016 e un successivo modesto calo negli anni successivi.

In **Cina**, dopo il rallentamento di inizio anno gli indicatori ciclici tra marzo e maggio sembrano evidenziare una stabilizzazione della crescita, divenuta l'obiettivo principale delle Autorità cinesi. Alle recenti misure fiscali approvate dal Consiglio di Stato a sostegno delle piccole e medie imprese e dell'occupazione si è affiancato il contenuto e mirato allentamento della politica monetaria attuato dalla Banca centrale per favorire l'aumento del credito bancario alla stessa tipologia di imprese e, più in generale, al settore agricolo e alle aree rurali. Lo scenario al momento più probabile è quello di un rallentamento graduale dell'economia, in parte guidato dall'azione delle Autorità per favorire una dinamica di crescita più sostenibile e per limitare i rischi finanziari. Nonostante ciò, una crisi finanziaria e un eventuale brusco rallentamento dell'economia non possono essere del tutto esclusi. Le conseguenze, comunque mitigate dalla disponibilità di risorse di cui il Paese dispone (margine fiscale, seppur meno ampio di quanto inizialmente ritenuto, ed elevate riserve in valuta estera), sarebbero significative sia all'interno del Paese, data la dimensione del sistema bancario e la crescita di forme di credito alternative in Cina, sia all'esterno, dato il peso assunto dall'economia e dall'interscambio cinese nel mondo.

In **India**, la maggioranza assoluta ottenuta dal partito Bahariya Janata (BJP) e la determinazione del neo-primo ministro fanno ben sperare che vengano finalmente approvate le riforme economiche strutturali necessarie a risollevere le prospettive di crescita del Paese. Questo tuttavia non potrà avere un impatto nel brevissimo termine, se non sul clima di fiducia. La dinamica degli investimenti continuerà ad essere debole anche nel 2° trimestre: i dati sugli investimenti industriali con sostegno istituzionale mostrano che il numero di proposte di investimenti continua ad essere in calo (-24,5% a/a a maggio) e la dinamica del credito appare in moderato rallentamento. I consumi invece, dovrebbero continuare a risentire in maniera favorevole della stabilizzazione dell'inflazione e del buon andamento del mercato del lavoro. Manteniamo quindi invariate le nostre previsioni di crescita al 4,8% per il 2014 e al 5,3% nel 2015. La RBI ha segnalato tassi fermi per i prossimi trimestri e la possibilità di un allentamento solo nel caso il profilo d'inflazione scendesse più velocemente delle attese nella seconda parte dell'anno. Nuove tensioni sul cambio sono possibili in caso di delusioni sul fronte delle riforme e del consolidamento fiscale, o in occasione della svolta della politica monetaria americana.

**Cina: rallentamento 'guidato' dell'economia. Il rischio di instabilità finanziaria rimane la preoccupazione più rilevante**

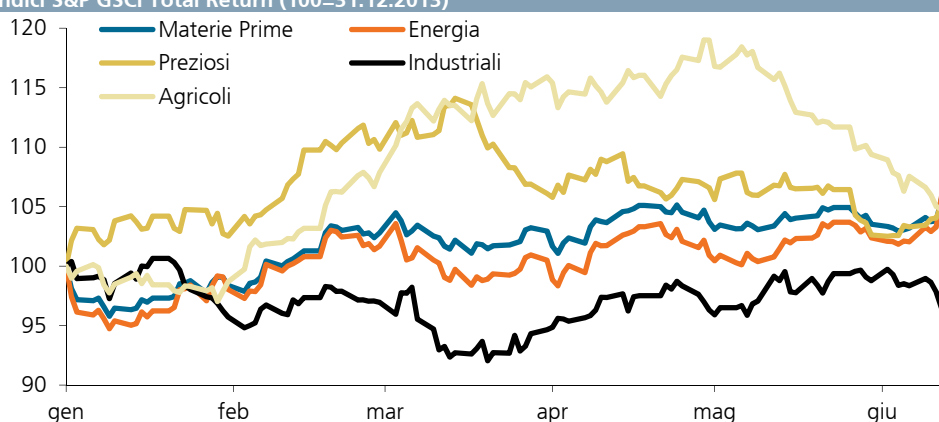
**India: il nuovo Governo è chiamato a confermare le attese di rilancio del programma di riforme**

## Materie prime - Un'estate calda

Nei prossimi mesi, i fondamentali di domanda e offerta saranno profondamente influenzati da fattori esogeni: tensioni geopolitiche, anomalie climatiche ed evoluzione delle normative che regolano il commercio di materie prime. Eventuali picchi di volatilità saranno strettamente legati all'evoluzione dei rischi geopolitici, mentre importanti *driver* come dati macroeconomici e tasso di cambio potrebbero temporaneamente passare in secondo piano. Complessivamente, ci attendiamo che le quotazioni del petrolio restino elevate per i rischi che gravano sull'offerta mondiale, mentre prevediamo un moderato indebolimento delle quotazioni di preziosi e agricoli e prezzi circa stabili per i metalli industriali.

Daniela Corsini

Indici S&P GSCI Total Return (100=31.12.2013)



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Si preannunciano mesi bollenti per le commodity: venti di guerra in Medio Oriente ed Est Europa, rischi politici e normativi in Asia e America, e il probabile sviluppo del fenomeno di El Niño, associato ad aumento delle temperature medie e siccità in ampie regioni, sono tutti fattori che manterranno alta l'attenzione degli investitori verso le materie prime. In particolare, i rischi geopolitici sono tornati preponderatamente in primo piano a seguito della crisi fra Ucraina e Russia e degli scontri in Iraq.

Al momento in cui scriviamo, le trattative sul gas fra Ucraina e Russia si sono interrotte per il disaccordo sul prezzo delle future forniture e la richiesta russa di pagamenti anticipati. Inoltre, il mancato pagamento del debito commerciale da parte dell'Ucraina ha portato al taglio delle forniture russe di gas, il terzo negli ultimi dieci anni, effettivo dal 16 giugno. Durante i due precedenti tagli, in gennaio 2006 e gennaio 2009, le forniture di gas in transito verso l'Europa erano state fortemente ridotte a causa dei prelievi che l'Ucraina aveva comunque effettuato per far fronte al fabbisogno domestico. Nel prossimo trimestre, il rischio alle forniture verso i clienti europei dovrebbe essere ridotto dalla bassa domanda stagionale. Tuttavia, se non sarà raggiunto un accordo fra i due Paesi, nella stagione invernale il rischio di interruzioni del flusso di gas verso l'Europa diventerà significativo, nonostante il trattato fra Unione Europea e Ucraina firmato il 27 giugno, che include regole di libero scambio per il settore energetico, preveda il divieto per l'Ucraina di prelevare gas in transito e nonostante il governo del nuovo Presidente ucraino Poroshenko stia lavorando su un piano per affrontare il prossimo inverno senza le forniture di gas russo (focalizzandosi sulla conservazione di energia, la sostituzione con altre risorse, la diversificazione delle fonti di approvvigionamento e la produzione domestica).

Secondo le stime di Naftogaz, l'Ucraina non dovrebbe aver bisogno del gas russo sino a dicembre grazie alla produzione domestica e al buon livello degli stoccaggi. Nel nostro scenario di base, ipotizziamo che le trattative fra i due Paesi riprendano nei prossimi mesi e che si



raggiunga entro fine anno un accordo per un prezzo circa in linea con quanto pagato dagli altri consumatori europei. Di conseguenza, al momento non ci attendiamo significative interruzioni al flusso di gas verso l'Europa.

In Iraq, la situazione è altamente instabile. Sebbene il bilancio sul mercato fisico del petrolio non abbia sinora risentito degli scontri sul territorio iracheno, dato che in giugno i volumi delle esportazioni dai terminali a sud sarebbero rimasti vicini ai massimi, nonostante gli attacchi dei ribelli e l'evacuazione di parte del personale delle società petrolifere straniere, il conflitto in corso rappresenta una seria minaccia per il mercato petrolifero mondiale data la rilevanza dell'attuale produzione irachena e le potenzialità di crescita produttiva di questi giacimenti. Inoltre, preoccupa particolarmente la dimensione regionale del conflitto. Infatti, le tensioni fra sunniti e sciiti in Iraq riflettono un più ampio malessere comune a molti paesi dell'area e dovuto alla grande forza dei legami di appartenenza a identità religiose o etniche a fronte della debolezza delle identità nazionali negli stati disegnati dall'accordo Sykes-Picot dopo lo scioglimento dell'Impero Ottomano. I gruppi jihadisti legati ad Al-Qaeda hanno saputo sfruttare efficacemente le divisioni interne ai singoli Stati e la scarsa capacità dei governi di controllare il territorio, beneficiando di una buona facilità di movimento di uomini e armi attraverso le frontiere.

A nostro avviso, una definitiva risoluzione dei conflitti in corso è impossibile senza la cooperazione dei governi dell'area, che dovrebbero collaborare per ridurre le tensioni sociali e garantire alle minoranze una partecipazione attiva in istituzioni e società. Lo scenario che riteniamo più probabile per il prossimo trimestre prevede che continuino gli scontri fra i militanti jihadisti del gruppo "Islamic State in Iraq and Syria" (ISIS), sostenuti dai ribelli sunniti, e le truppe regolari del governo iracheno, espressione della maggioranza sciita, che dovrebbero lentamente recuperare buona parte dei territori. Attualmente, gli Stati Uniti sono riluttanti ad intervenire in Iraq se non con missioni aeree mirate e riteniamo molto probabile che l'eventuale intervento americano sarà condizionato alla creazione di un nuovo governo che garantisca un maggiore coinvolgimento della minoranza sunnita.

Per quanto riguarda il petrolio, ci attendiamo che il premio al rischio geopolitico incorporato nei prezzi rimarrà elevato nei prossimi mesi. La principale preoccupazione per il mercato è la scarsa capacità produttiva in eccesso disponibile al momento, che secondo alcuni analisti potrebbe non essere sufficiente a far fronte all'eventualità di una marcata riduzione dell'offerta in Iraq.

### **Le nostre previsioni per l'universo *commodity***

Il nostro modello di previsione è basato sulle attuali stime dei fondamentali di domanda e offerta per le singole materie prime, sul nostro scenario macroeconomico di riferimento e sull'evoluzione attesa negli equilibri geopolitici, su cui gravano ancora importanti fattori di incertezza.

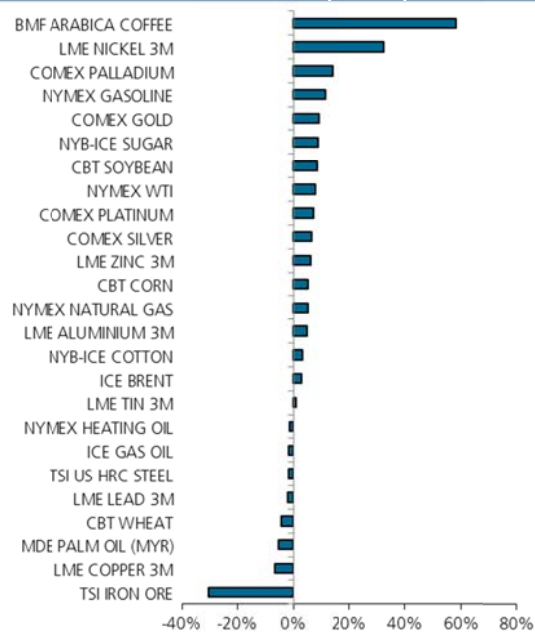
Nel comparto energetico, le quotazioni del petrolio dovrebbero mantenersi su livelli elevati, data un'offerta ben inferiore al potenziale in Libia, Iran, Iraq, Nigeria e l'attesa che le tensioni geopolitiche continuino ad alimentare il premio al rischio. Prevediamo per il Brent un prezzo medio di 109,4 dollari al barile nel 2014 e 107,5 dollari nel 2015; per il WTI un prezzo medio di 102,4 dollari al barile nel 2014 e 98,9 dollari nel 2015. Fra i rischi normativi, ricordiamo la possibilità che gli Stati Uniti autorizzino le esportazioni di greggio, una decisione che rivoluzionerebbe i mercati internazionali.

Nel 3° trimestre, ci attendiamo nuovamente pressioni al ribasso per oro e argento, per la debolezza della domanda di investimento, mentre prevediamo prezzi circa stabili per platino e palladio, dato che in Sud Africa le attività minerarie dovrebbero tornare ad operare a pieno regime entro fine anno.

Per i metalli industriali, prevediamo una complessiva stabilizzazione delle quotazioni: molti metalli scambiano vicino ai costi marginali di produzione e le scorte ancora elevate impediscono un sostenuto rialzo dei prezzi, nonostante le previsioni favorevoli riguardo la crescita economica mondiale. Le principali incognite che gravano sul comparto sono l'entità del rallentamento dell'economia cinese e il rischio che le indagini in corso presso i magazzini a Qingdao riguardo le attività di *commodity financing* scoraggino le importazioni in Cina e portino all'introduzione di normative sfavorevoli al commercio di materie prime. Fra i rischi politici e normativi, ricordiamo che i risultati delle elezioni in India e Indonesia potrebbero portare a un allentamento delle restrizioni che gravano su importazioni di oro (in India) ed esportazioni di metalli non lavorati (in Indonesia).

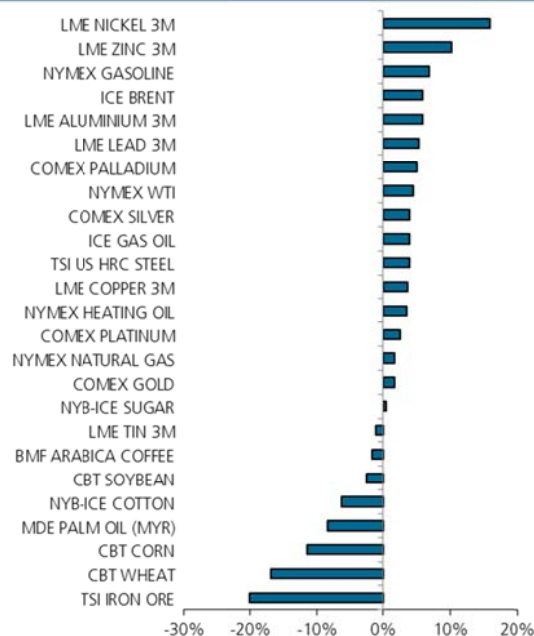
Per quanto riguarda gli agricoli, i principali *driver* di mercato sono le stime di produzione e consumo mondiali. Per i cereali, l'USDA prevede nella stagione 2014/15 un raccolto abbondante e scorte finali in rialzo, che contribuiranno a calmierare le quotazioni. Al contrario, gli oli vegetali dovrebbero subire pressioni al rialzo per l'attesa che il mercato si mantenga teso. Sul comparto grava la minaccia che nei prossimi mesi si sviluppi il fenomeno di El Niño, che influenzerebbe profondamente bilancio di mercato e volatilità.

Performance da inizio anno al 23.06.2014 (prezzi spot)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Performance nel 2° trimestre (dal 31.03 al 23.06.2014)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

## Petrolio: il focus torna sulla produzione OPEC

Nel 2° semestre, il bilancio di mercato sarà determinato dalla capacità dell'Arabia Saudita di far fronte alla crescita del fabbisogno mondiale, compensando l'assenza dal mercato della produzione libica e un'offerta inferiore al potenziale in Iraq, Iran e Nigeria.

### Fondamentali di domanda e offerta

Nell'ultima riunione semestrale, tenutasi l'11 giugno a Vienna, l'OPEC ha nuovamente mantenuto invariato il proprio target di produzione a 30 milioni di barili al giorno (Mb/g), come atteso. Inoltre, il Segretario Generale ha ribadito di non essere preoccupato della capacità del gruppo di aumentare la propria produzione nel 2° semestre dell'anno per far fronte al crescente fabbisogno mondiale, mantenendo quindi il mercato ben bilanciato. Secondo l'OPEC le riserve mondiali sarebbero su "livelli sufficienti", con scorte alte in quei paesi OCSE dove la domanda è più forte, come gli Stati Uniti, e scorte in crescita nei paesi non-OCSE, guidate dall'accumulo di

## Scenario Macroeconomico

Giugno 2014

riserve strategiche in Cina. Secondo vari ministri dell'OPEC, prezzi fra i 100 e i 110 dollari sarebbero adeguati sia per produttori sia per consumatori, mentre i prezzi superiori a tali livelli registrati in giugno sarebbero dovuti al nervosismo dei mercati finanziari.

Contrariamente a quanto stimato in precedenza, ora *International Energy Agency* (IEA), OPEC e *U.S. Energy Information Administration* (EIA) prevedono che nel 2° semestre l'OPEC dovrà aumentare la propria produzione complessiva, fornendo una quantità di petrolio superiore sia alla produzione corrente, stimata a 30,0 Mb/g in maggio, sia all'attuale *target* produttivo.

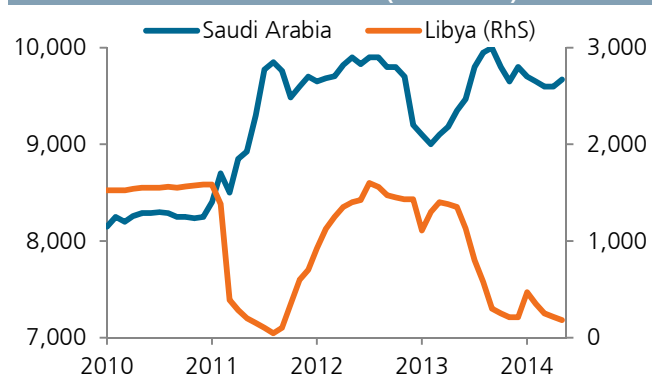
Secondo le stime dell'EIA, la capacità produttiva in eccesso, o *spare capacity*, concentrata quasi interamente in Arabia Saudita, dovrebbe ridursi ulteriormente nel 3° trimestre a 2,05 Mb/g, da 2,09 Mb/g stimati nel 2° trimestre e 2,14 Mb/g registrati in media nel 2013. Successivamente, l'EIA si attende un importante aumento dell'offerta mondiale a partire dal 4° trimestre 2014 e un conseguente allentamento del bilancio di mercato, accompagnato da un rialzo della *spare capacity* a 2,74 Mb/g nel 4° trimestre 2014 e a 3,48 Mb/g nel 2015. Anche le scorte commerciali nei Paesi OCSE dovrebbero espandersi dai 2,548 miliardi di barili registrati a fine 2013 a 2,563 miliardi a fine 2014 e a 2,577 miliardi a fine 2015.

Sottolineiamo il rischio che le stime di crescita della capacità produttiva OPEC siano riviste al ribasso nei prossimi mesi nell'ipotesi di perduranti disordini in Libia e Iraq.

Stime di domanda e offerta pubblicate da OPEC, IEA e EIA per l'anno 2014				
Stime a giugno 2014, in milioni di barili	Domanda Totale	Offerta Non-OPEC	Offerta OPEC di LNG	"Call on OPEC Crude"
OPEC	91,1	55,6	5,8	29,7
vs. 2013	1,1	1,4	0,2	-0,5
IEA	92,8	56,2	6,5	30,1
vs. 2013	1,3	1,5	0,2	-0,4
EIA	91,8	55,7	6,3	32,0
vs. 2013	1,3	1,5	0,1	0,0

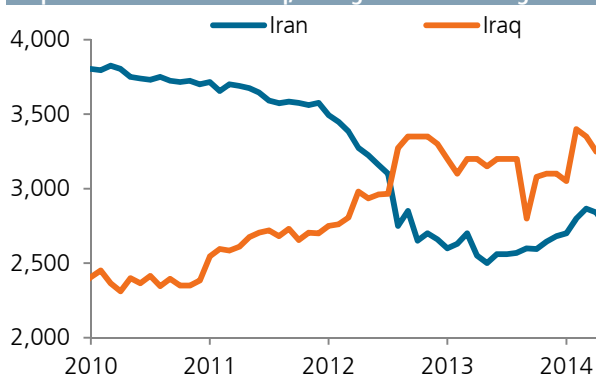
Fonte: elaborazione di Intesa Sanpaolo su dati pubblicati da Organization of the Petroleum Exporting Countries (OPEC), International Energy Agency (IEA), U.S. Energy Information Administration (EIA)

Produzione in Arabia Saudita e Libia (scala destra) e...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

... produzione in Iran e Iraq, in migliaia di barili al giorno



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

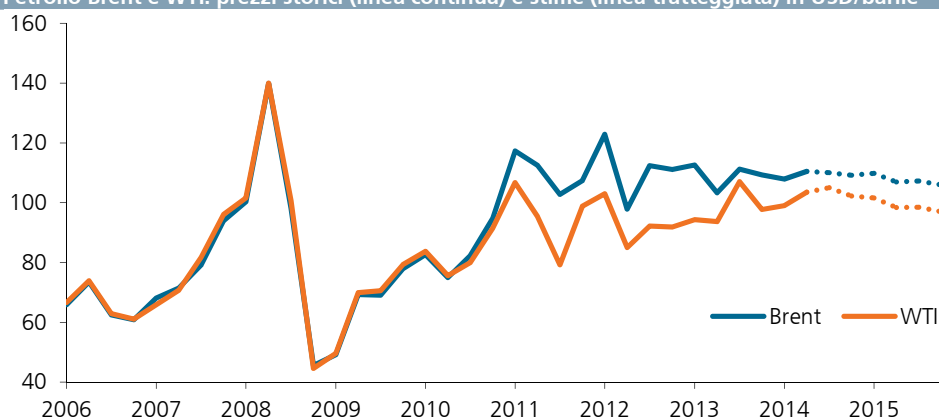
### Previsioni

Rispetto al precedente scenario trimestrale, delineato a marzo, abbiamo rivisto in rialzo le nostre stime per il petrolio Brent a un prezzo medio di 109,4 dollari per il 2014, con una stabilizzazione attorno al livello di 110 dollari nella seconda metà dell'anno. La revisione è spiegata dall'inatteso ravvivarsi delle crisi in Medio Oriente e principalmente alla mancata ripresa della produzione in Libia e all'attesa che il preannunciato aumento dell'offerta in Iraq non si realizzerà entro fine

anno. Manteniamo 120 dollari al barile come livello di resistenza, per i rischi che ancora gravano sullo scenario macroeconomico e, anche nell'ipotesi estrema di gravi escalation nelle tensioni geopolitiche, non ci attendiamo che i prezzi rimangano per periodi prolungati su livelli superiori ai 130 dollari perché tali quotazioni non sarebbero coerenti con l'attuale forza dell'economia mondiale. Manteniamo 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. Nell'ipotesi di un rallentamento nelle economie emergenti molto più serio delle attese, i prezzi potrebbero scendere sino a 90 dollari al barile.

Anche per il petrolio WTI abbiamo rivisto in rialzo le stime, a un prezzo medio di 102,4 dollari per il 2014, con una stabilizzazione attorno al livello di 102 dollari nell'ultimo trimestre del 2014. Ci attendiamo che lo spread fra Brent e WTI rimarrà volatile e sarà influenzato dalla forza relativa dell'economia americana e dalla velocità di sviluppo delle infrastrutture che permettano di trasportare il greggio verso le raffinerie della Costa del Golfo. Ovviamente, eventuali sviluppi nella normativa che regola le esportazioni di greggio e derivati dagli Stati Uniti potrebbero influenzare profondamente il differenziale di prezzo.

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 26.06.2014	3T14	4T14	1T15	2T15	3T15	2014	2015	2016
Stima	110,0	109,2	109,8	106,9	107,2	109,4	107,5	104,0
Mediana Bloomberg	107,5	105,6	106,0	104,0	105,0	107,1	104,3	103,0
Contratti Forward	113,2	111,7	110,2	108,8	107,5	110,7	108,1	103,6

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stime di prezzo del petrolio WTI

al 26.06.2014	3T14	4T14	1T15	2T15	3T15	2014	2015	2016
Stima	105,0	102,2	101,6	98,4	98,5	102,4	98,9	94,4
Mediana Bloomberg	102,3	99,0	100,0	98,0	100,5	100,0	98,9	94,4
Contratti Forward	105,4	102,6	100,1	97,8	96,0	102,5	97,1	91,5

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

## Stati Uniti - Obiettivi della Fed a portata di mano: l'uscita si avvicina

Giovanna Mossetti

- La **crescita nel 2014 sarà un'altra delusione**, con una previsione di 1,7%. Il rallentamento deriva dall'ampia contrazione del 1° trimestre (-2,9% t/t ann.) dovuta in parte al maltempo, in parte alle scorte e in parte alla difficoltà di stimare i consumi di servizi sanitari con l'entrata in vigore della riforma della sanità. Nonostante la debolezza del 1° trimestre, manteniamo la **previsione di riaccelerazione** al di sopra del 3% nel resto del 2014 e di crescita intorno al 3% nel 2015-16.
- L'ottimismo sull'evoluzione ciclica, pur in presenza di una massiccia contrazione trimestrale, deriva dalle **indicazioni positive di tutti gli altri dati congiunturali**: la disoccupazione sta calando molto velocemente, la crescita occupazionale è intorno a 200-220 mila posti al mese, le imprese segnalano attività solida e domanda in aumento, l'edilizia residenziale dà segni di ripresa, il credito cresce rapidamente.
- La chiusura dell'*output gap* determina un graduale **rialzo di inflazione e dinamica salariale**: il ritmo di aumento dei prezzi è moderato, ma punta a un'inflazione che potrebbe superare modestamente il 2% a/a nel 2015.
- La **politica monetaria** rimane super-espansiva. Il processo di *tapering* degli acquisti di titoli dovrebbe concludersi nel 4° trimestre, aprendo la strada alla svolta sui tassi attesa per metà 2015. Nei prossimi mesi la Fed dovrà chiarire la sequenza dell'uscita (fine del reinvestimento delle scadenze prima o dopo il primo rialzo?), e indicare operativamente quale strumento intende usare per gestire il rialzo dei tassi (tasso sui *reverse repo*, tasso sulle riserve in eccesso). Per quanto riguarda la *guidance* sui tassi, ormai è chiaro che è dipendente dall'evoluzione dei dati e quindi soggetta ad ampia incertezza. Prevediamo l'inizio dei rialzi dei tassi a giugno 2015, con un sentiero più rapido di quello scontato dai mercati. I prezzi dei future scontano una Fed molto lenta e a nostro avviso sottostimano l'effetto dell'avvicinamento agli obiettivi su prezzi e occupazione in tempi relativamente rapidi. La Fed tollererà uno sfioramento dell'obiettivo di inflazione verso l'alto nel 2015, ma i dati del mercato del lavoro indicano che i rischi sulle previsioni dei tassi sono verso l'alto.

Previsioni macro	2013	2014	2015	2013			2014			2015	
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (US\$ 1996,a/a)	1.9	1.7	3.1	2.0	2.6	1.5	1.9	1.6	1.8	3.2	3.0
- trim./trim. annualizzato				4.1	2.6	-2.9	3.8	3.3	3.2	2.5	3.1
Consumi privati	2.0	2.4	2.8	2.0	3.3	1.0	3.2	3.1	2.7	2.7	2.7
IFL - privati non residenziali	2.7	4.0	5.6	4.8	5.7	-1.2	6.6	6.2	6.2	5.3	4.9
IFL - privati residenziali	12.2	3.5	11.8	10.3	-7.9	-4.2	10.5	11.4	12.2	12.2	12.3
Consumi e inv. pubblici	-2.2	-0.8	0.7	0.4	-5.2	-0.8	1.2	0.7	0.5	0.6	0.8
Esportazioni	2.7	2.5	5.7	3.9	9.5	-8.9	5.7	6.5	5.7	5.4	5.5
Importazioni	1.4	2.9	4.1	2.4	1.5	1.8	4.0	3.8	3.0	3.3	5.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	-0.3	-0.2	0.4	0.0	-0.4	0.0	-0.1	-0.1	-0.2	0.0
Partite correnti (% PIL)	-2.3	-2.3	-1.9	-2.3	-1.9	-2.4	-2.5	-2.3	-2.1	-2.0	-2.0
Deficit Federale (% PIL)	-4.3	-3.9	-3.1								
Debito pubblico (% PIL)	122.6	125.2	124.2								
CPI (a/a)	1.5	2.2	2.1	1.6	1.2	1.4	1.9	2.6	2.7	2.4	2.1
Produzione Industriale	2.9	3.5	3.7	2.4	4.9	4.4	2.3	3.3	4.0	3.2	3.9
Disoccupazione (%)	7.4	6.2	5.6	7.2	7.0	6.7	6.3	6.1	5.9	5.8	5.6
Federal Funds (%)	0.25	0.25	0.48	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Cambio effettivo	76.0	77.7	80.6	76.7	76.0	77.1	76.6	77.8	79.3	80.2	80.7

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

Fonte: Thomson Reuters-EcoWin, Intesa Sanpaolo

## Il puzzle dell'economia USA: tanti occupati, inflazione in aumento, ma poca crescita

La lettura dei dati macroeconomici americani è difficile. La contrazione del PIL nel 1° trimestre è straordinariamente ampia (-2,9% t/t ann.) e sarà seguita da un 2° trimestre in forte espansione: qual è il ritmo di crescita sottostante? Un trimestre di crescita negativa non legato a una recessione è un evento estremamente inusuale, avvenuto solo 6 volte prima del 2014 nel secondo dopoguerra, per cause circoscritte (volatilità della spesa militare nel 1947, boom di vendite di auto seguite da correzione nel 1956, sciopero nelle acciaierie nel 1959, scontri politici e blocchi della spesa pubblica nel 2011). Nel 2014, la causa della contrazione è il maltempo invernale, ma l'ampiezza della correzione è dovuta anche al fatto che in questo ciclo la "velocità di crociera" è particolarmente bassa e aumenta la probabilità di scendere sotto lo zero. Dalla fine della recessione (giugno 2009, secondo l'NBER), la crescita annua è stata volatile e mediamente bassa: 2,5% nel 2010, 1,8% nel 2011, 2,8% nel 2012, 1,9% nel 2013, in parte anche per via di un'ampia volatilità della politica fiscale. **Per il 2014 la previsione è ora un modesto 1,7%, dovuto all'inizio d'anno negativo; per il 2015-16, la crescita è attesa al 3%.**

**Questa ripresa è particolarmente moderata, ma anche più duratura** rispetto alle fasi post-recessive del passato, che venivano interrotte da restrizione monetaria associata ad accelerazione dell'inflazione. La nostra valutazione è che **nel prossimo biennio la "velocità di crociera" sia intorno al 3%**, ben al di sopra di una crescita potenziale stimata dalla Fed e dal CBO al 2,2%. I fattori a sostegno della crescita si sono consolidati e si rinforzano a vicenda: riduzione del freno fiscale, aggiustamento dei bilanci delle famiglie, graduale ripresa delle costruzioni residenziali, condizioni finanziarie molto espansive, riduzione dell'incertezza politica (almeno fino a gennaio 2015), crescita occupazionale su livelli elevati, circa doppia rispetto alla dinamica della forza lavoro. In questo scenario la **domanda domestica privata sarà sostenuta da un'espansione moderata di consumi, investimenti sia non residenziali sia residenziali**. La politica fiscale potrà permettersi di rimanere nell'attuale immobilismo, senza necessità di interventi correttivi fino alle elezioni presidenziali del 2016. La chiusura dell'*output gap*, prevista per l'inizio del 2016 e il calo della disoccupazione stanno già determinando una **svolta verso l'alto dell'inflazione** che potrebbe essere stabilmente superiore al 2% già nel 2015, mettendo alla prova la tolleranza della Fed per uno sfioramento verso l'alto dell'obiettivo sui prezzi.

**Consumi** – I consumi sono stati sostenuti dalla fine della restrizione fiscale, dall'aggiustamento dei bilanci familiari (con ripresa dei prezzi degli *asset*), e soprattutto dal miglioramento del mercato del lavoro. **La nostra previsione di crescita dei consumi di 2,4% nel 2014 e 2,8% nel 2015** è prudente e bilanciata. I **dati del 1° trimestre** sono stati particolarmente deboli, con una variazione di 1% t/t ann., dovuta a una combinazione di effetti che riteniamo essere transitori: maltempo ed entrata in vigore della riforma sanitaria. Per due mesi consecutivi, i servizi sono aumentati di solo 0,05% m/m, per via della debolezza nel comparto sanità. La stima della spesa sanitaria è particolarmente incerta e volatile per via del cambiamento strutturale indotto dalla sottoscrizione di polizze sanitarie da parte di un ampio gruppo di famiglie che prima utilizzavano i servizi pubblici o non avevano assicurazione. Prevediamo che, a meno di rialzi particolarmente ampi dei tassi di interesse in prossimità della svolta della Fed, i consumi si mantengano solidi grazie al miglioramento continuo del mercato del lavoro e a stime più stabili per la sanità, pur restando compatibili con un tasso di risparmio in graduale rialzo (fra 4 e 5%, 4,8% a maggio 2014).

In generale, le **decisioni di consumo e risparmio** risentiranno ancora dell'eredità della crisi: **meno case** di proprietà e più affitti (tasso di proprietà delle abitazioni al 64,8% nel 1° trimestre 2014 dal picco di 69,2% di fine 2004), trend verso l'alto dell'acquisto di **auto** (età media del parco auto in costante crescita, 11,4 anni nel 2014, da 9,8 anni nel 2003-07), risparmio mirato a riduzione dei mutui, mobilità ridotta per via di prezzi delle case ancora inferiori al valore di acquisto in molte aree. **Reddito da lavoro ed effetto ricchezza** saranno i sostegni per la dinamica

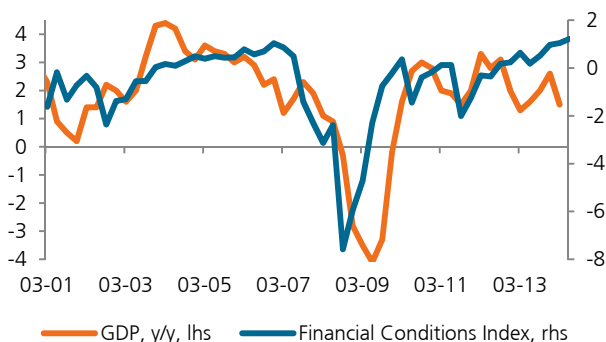
della spesa delle famiglie. Prevediamo una **crescita occupazionale** intorno a 220 mila posti al mese; la crescita occupazionale è ormai stabilmente intorno a 1,7% a/a, mentre la forza lavoro aumenta appena, +0,1% a/a a maggio 2014. La prevista accelerazione dei salari dovrebbe tradursi in una dinamica del reddito sufficiente a finanziare **consumi stabilmente in espansione moderata fra il 2,5 e il 3%**.

**Investimenti** – La dinamica degli investimenti nel 2013 (+2,7%) è stata frenata dalla restrizione fiscale e dall'incertezza politica; nei primi mesi del 2014 gli investimenti sono calati per via del maltempo. Recentemente le indicazioni sono state positive, con ampi rimbalzi nelle indagini delle imprese, aumenti degli ordini e delle consegne di beni capitali, accelerazione dei prestiti industriali e commerciali e di quelli per costruzioni non residenziali. Il 2014 dovrebbe vedere una riaccelerazione **dal 2° trimestre in poi, con tassi di crescita in media intorno a 6,3% t/t ann. Nel 2015-16, gli investimenti fissi non residenziali sono previsti in crescita di 5,6%**.

**Investimenti residenziali** – La ripresa dell'edilizia residenziale ha subito una frenata fra fine 2013 e inizio 2014. I dati più recenti mostrano accelerazione del trend delle costruzioni e delle vendite, ma prezzi elevati e condizioni dei mutui ancora relativamente restrittivi manterranno l'espansione del settore moderata e caratterizzata da uno spostamento delle costruzioni verso condomini anziché case unifamiliari, con un contenimento della spesa complessiva rispetto ai livelli pre-recessivi. **Per il 2014, la previsione è di crescita di 3,2%**, frenata dal calo di fine 2013 e del 1° trimestre (-4,2% t/t ann). Dal 2° trimestre in poi, l'espansione dovrebbe riprendere, sostenuta dal miglioramento del mercato del lavoro e da una maggiore moderazione della dinamica dei prezzi delle case.

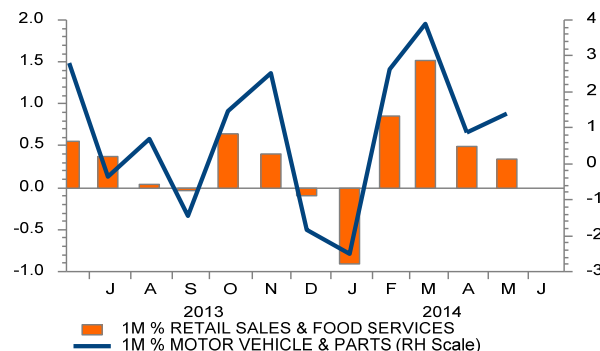
**Canale estero** – Anche per il commercio estero, il 1° trimestre 2014 ha rappresentato uno shock, con un ampio calo dell'export, a fronte di importazioni solide. Il contributo del canale estero dovrebbe essere moderatamente negativo per l'anno. Occorre segnalare che le prospettive del **settore energetico** modificano lo scenario per il deficit commerciale dei prossimi anni. La produzione di petrolio supera ora gli 8,2 mln di barili al giorno, in aumento di circa 1,8 mln di barili al giorno rispetto al 2011. A fine giugno è emerso che il Commerce Department ha autorizzato l'esportazione di petrolio (ultra-leggero di un particolare tipo, "condensato") per la prima volta da 40 anni. L'autorizzazione è ora per volumi modesti per due società, ma Brookings Institution stima che entro il prossimo anno possano venire esportati circa 700 mila barili al giorno di condensato. Dalla crisi petrolifera del 1974 i produttori di petrolio non potevano esportare greggio se non in Canada. L'esportazione di prodotti raffinati è già su larga scala, ma l'aggiunta di prodotti grezzi progressivamente insieme al costante aumento della produzione per il mercato interno, ridurrà il deficit commerciale nei prossimi anni, dando un contributo positivo alla crescita domestica.

Fig. 1 - Condizioni finanziarie sempre super-espansive



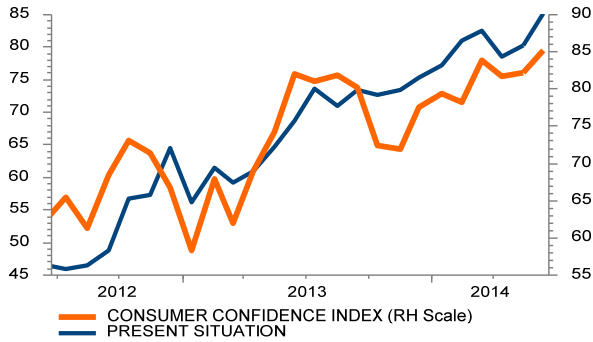
Fonte: Bloomberg

Fig. 2 - Vendite al dettaglio volatili, ma in crescita



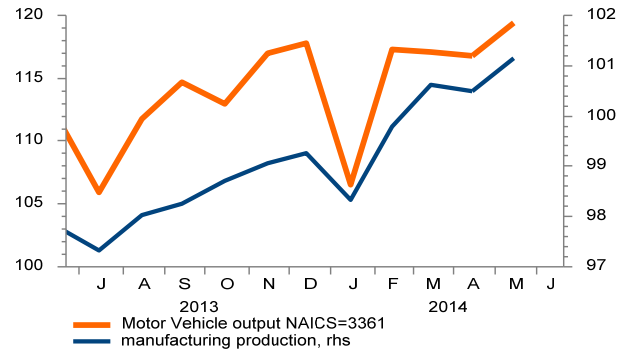
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – La fiducia dei consumatori ha ripreso a salire



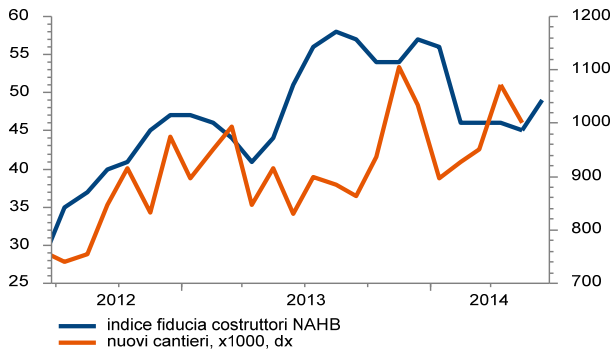
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – La produzione manifatturiera è tornata sul trend pregelata invernale



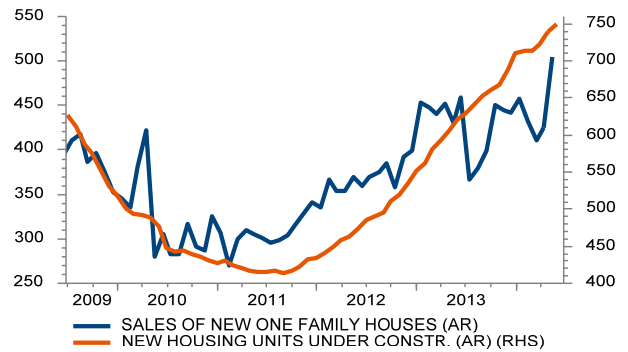
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Edilizia residenziale: dopo le correzioni...



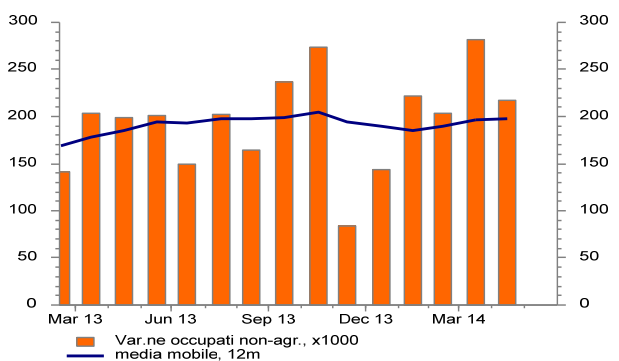
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 - ... arrivano i rimbalzi



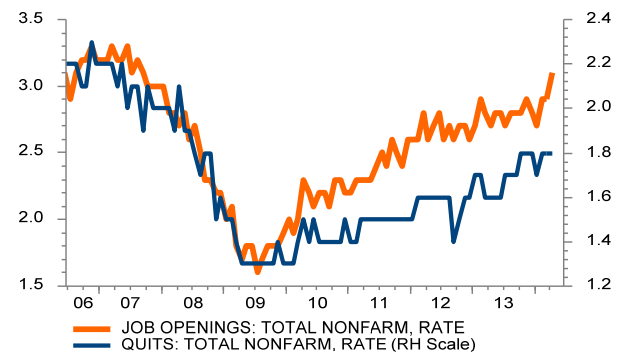
Dati in migliaia di unità ann.  
Fonte: Thomson Reuters-Datastream.

Fig. 7 – Crescita dell'occupazione rallentata dal maltempo



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

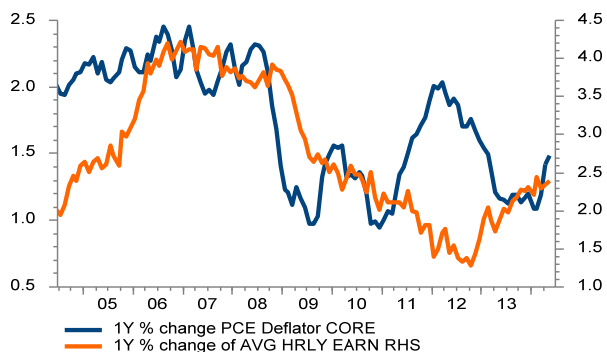
Fig. 8 - I flussi di domanda e offerta confermano il miglioramento del mercato del lavoro



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

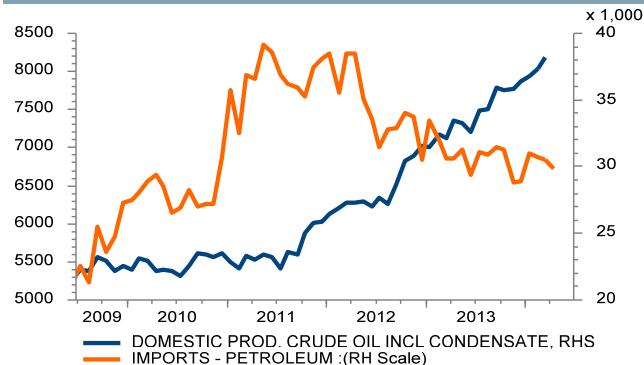


Fig. 9 – Miglioramento del mercato del lavoro e chiusura dell'output gap spingono prezzi e salari



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – Il boom energetico contribuirà a contenere il deficit commerciale

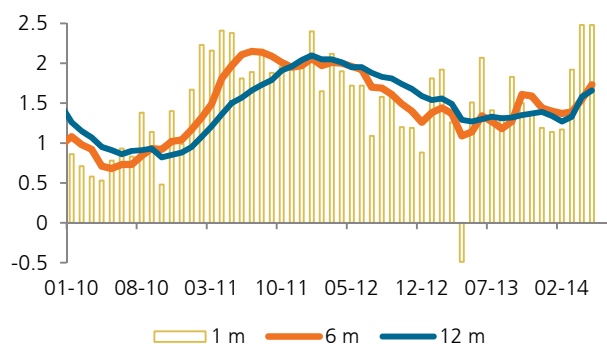


Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Slack/business conditions: lavoratori part-time per riduzione dell'orario da parte del datore di lavoro; economic reason: tutti i lavoratori part-time involontari

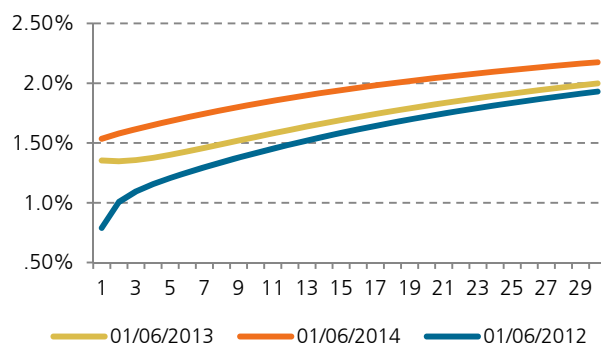
**Inflazione** – I timori di eccessiva disinflazione sono chiaramente un ricordo del passato. I dati più recenti mostrano un **deflatore dei consumi** in crescita di 0,2% m/m per il 3° mese consecutivo (1,8% a/a). Anche il deflatore *core* ha registrato un'accelerazione della dinamica mensile (a 0,17% m/m medio tra marzo e maggio), oltre che di quella tendenziale (1,5% a/a). I deflatori dei consumi, sia *headline* sia *core*, raggiungono a maggio il centro dell'intervallo di previsione del FOMC per fine 2015 (v. tabella 1). L'accelerazione dell'inflazione recente è stata sostenuta anche dall'effetto statistico di confronto con un 2013 particolarmente moderato, ma le variazioni mensili si stanno stabilmente portando su livelli che fanno prevedere il raggiungimento dell'obiettivo del 2% ben prima del 2016. A maggio 2014, solo il 14% degli aumenti erano compresi fra 0 e 2% m/m ann., mentre il 45% degli aumenti era compreso fra 2 e 5%. Il trend delle variazioni mensili dei prezzi, la progressiva chiusura dell'*output gap* e le indicazioni delle intenzioni di prezzo delle imprese sono segnali chiari di una tendenza verso rialzi moderati, ma coerenti con un'inflazione vicina al 2% già per fine 2014-inizio 2015. Come discusso nella sezione sulla politica monetaria, riteniamo che la Fed tollererà senza alcun problema uno sfioramento dell'obiettivo per un certo tempo.

Fig. 11 – Media troncata del deflatore dei consumi *core*: l'accelerazione si consolida



Variazioni annualizzate della media troncata del deflatore di consumi. La media troncata è una misura alternativa di inflazione *core*, che esclude le voci con variazioni più estreme. Nella misura della Dallas Fed definita come stima ottima dell'andamento effettivo del PCE *core*, si esclude il 24% della coda inferiore della distribuzione e il 31% di quella superiore delle variazioni di prezzo mensili.  
Fonte: Dallas Fed

Fig. 12 – La reflazione cercata dalla Fed è arrivata

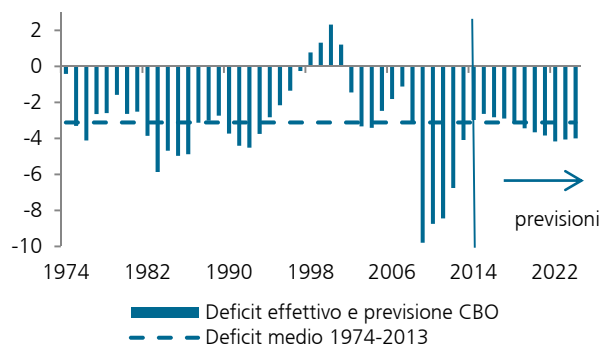


Aspettative di inflazione stimate con un modello basato su dati di mercato e previsioni degli analisti, v. <http://www.clevelandfed.org/research/commentary/2009/0809.cfm>  
Fonte: Cleveland Fed

## Politica fiscale – “No news, good news”

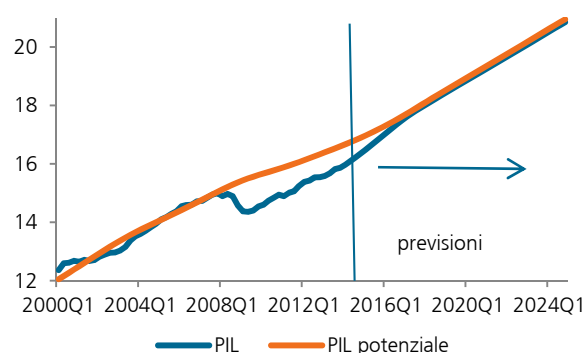
Il deficit federale continua a chiudersi, grazie a una combinazione virtuosa di crescita nominale più elevata, aumento dei redditi da lavoro e degli utili delle imprese, contenimento della spesa primaria e per interessi. Le entrate a maggio sono in crescita del 7% a/a (+6% dalle famiglie, +15% dalle imprese). Le spese sono in calo del 2% a/a. Il CBO prevede che nell'a.f. in corso, il deficit scenda a 492 mld (da 680 mld del 2013), pari a 2,8% del PIL (da 4,1% nel 2013). Fino a dopo le elezioni midterm dell'autunno non ci sono fattori che possano determinare conflitti in Congresso. Incertezza e volatilità potrebbero riemergere da inizio 2015 se, come probabile, la polarizzazione politica aumenterà ancora. Fino a fine 2014, lo scenario fiscale è tranquillo e positivo. La riduzione del deficit coincide con la fine degli acquisti di titoli da parte della Fed e contribuisce a ridurre l'offerta in una fase di rallentamento della domanda di Treasuries.

Fig. 13 – Deficit/PIL in calo fino al 2015, poi il trend si inverte



Fonte: Congressional Budget Office. Dati in % del PIL

Fig. 14 – L'output gap dovrebbe chiudersi nel 2016



Fonte: Congressional Budget Office

## Politica monetaria – L'uscita si avvicina, ma i mercati non ci pensano

Con il miglioramento dell'economia, il raggiungimento degli obiettivi del mandato della Fed è diventato finalmente probabile su un orizzonte che si misura in trimestri e non più in anni. Pertanto la fase di transizione attuale, gestita quasi con un pilota automatico, è in dirittura di arrivo. Il programma di acquisto titoli terminerà in autunno, l'unico dubbio è se la fine sarà a ottobre o dicembre, ma i temi caldi ora sono altri e catalizzeranno l'attenzione del FOMC nelle riunioni dei prossimi trimestri. Il FOMC è ormai totalmente concentrato sui tempi e sulle modalità della rimozione dello stimolo monetario. La svolta non è imminente, ma è irta di problemi: a quelli tradizionali, legati a quando e quanto rapidamente rimuovere lo stimolo monetario, si aggiungono nuove scelte non ovvie, determinate dalla dimensione del bilancio della Fed e dalla difficoltà di controllo dei tassi di mercato monetario in presenza di più di 2,5 tln di dollari di riserve in eccesso.

Il FOMC ha due ordini di problemi da affrontare. Il primo è quello standard della politica monetaria in fase pre-svolta: **quando** iniziare a rimuovere lo stimolo e **a che velocità** farlo. Il secondo invece è figlio delle novità di questo ciclo e presenta sfide nuove: **come rimuovere lo stimolo e come comunicare in modo trasparente** la funzione di reazione della Banca centrale. Per entrambe le categorie di problemi, è inevitabile che ci sia una notevole dispersione di opinioni all'interno del Comitato, come appare evidente dai discorsi recenti e dal "grafico a punti" (vedi fig. 13).

I prossimi mesi saranno caratterizzati da miglioramento dei dati macroeconomici, solida crescita occupazionale, risalita dell'inflazione e della dinamica salariale, dopo un trimestre di sorprese negative. L'attuale compiacenza dei mercati sarà messa alla prova dall'evoluzione positiva del ciclo e dai preparativi della Fed per l'uscita. **Il dibattito interno sui tempi e i modi della svolta**

**durerà almeno fino all'inizio dell'autunno.** Nei mesi di preparazione alla svolta si svilupperà un consenso sui diversi temi, relativi a quando, quanto e come rimuovere lo stimolo. Ma un punto è condiviso già da ora: **la politica monetaria è su un sentiero incerto** che dipenderà in modo cruciale dall'evoluzione dell'economia. La "*guidance*" sui tassi sarà molto meno ben definita rispetto al passato, anche se la linea generale del FOMC resterà probabilmente con un solido *bias* accomodante.

Sull'**evoluzione del ciclo**, la valutazione del FOMC è positiva. Il Comitato rimane fiducioso che il rallentamento del 1° trimestre sia un fenomeno transitorio e che **l'economia sia ora su un sentiero sostenibile di crescita a "un ritmo moderato"** dopo il rimbalzo del 2° trimestre, con crescita più veloce, miglioramento del mercato del lavoro, politica fiscale quasi neutrale, condizioni finanziarie espansive e prezzi delle attività finanziarie e reali in aumento. La revisione delle proiezioni di crescita è limitata al 2014 (v. tabella). Il tasso di disoccupazione e l'inflazione ora sono già molto vicini ai livelli delle proiezioni per fine anno. La Fed si continua a mostrare "paziente" nel rilevare l'avvicinamento ai livelli di lungo termine di disoccupazione e ora anche di inflazione. Il Comitato ha limato verso il basso la stima di crescita potenziale più bassa, portando anche a una revisione verso il basso del tasso di interesse neutrale (v. sotto).

Sui **tassi**, la Fed è in una situazione difficile e di ampia incertezza: le previsioni di crescita e disoccupazione vengono ancora una volta riviste verso il basso **insieme**, rendendo **ardua la determinazione del sentiero di rialzo dei tassi del prossimo anno**. Yellen ha detto che "c'è incertezza su quale sarà il sentiero dei tassi di interesse (...) e questo è necessario perché c'è incertezza su quale sarà il sentiero dell'economia". La riduzione delle risorse inutilizzate, la modesta riaccelerazione dell'inflazione, benché non citata esplicitamente, e la revisione verso il basso della crescita di lungo termine, hanno determinato **modifiche al "grafico a punti"**. Nelle proiezioni sui tassi, il consenso rimane per una **svolta nel 2015**, con 12 partecipanti che ritengono appropriato alzare nel 2015, 1 nel 2014 e 3 nel 2016. Per il **lungo termine**, c'è uno **spostamento verso il basso del punto di arrivo atteso**, a 3,75% da 4%: questo è quello su cui più si sono focalizzati i mercati nel rally post-riunione. Ma in mezzo, fra il primo rialzo e il punto di arrivo, emerge anche **uno spostamento verso l'alto del ritmo di aumento dei tassi e un notevole incremento della dispersione delle previsioni**.

Nei prossimi mesi si avranno maggiori informazioni sulle opinioni dei partecipanti. Il punto fermo è il consenso sul fatto che **il sentiero dei tassi è altamente incerto e dipenderà dall'evoluzione dell'economia**, e in particolare delle risorse inutilizzate (distanza dall'obiettivo di massima occupazione) e dell'inflazione (distanza dall'obiettivo del 2%). Per il momento il mercato rimane molto compiacente e convinto che i rialzi saranno davvero molto lenti (fed funds future dicembre 2015 a 0,72%, dicembre 2016 a 1,82% dopo la riunione). La nostra previsione è che il punto di arrivo sarà più basso che in passato, ma il sentiero sarà un po' più rapido di quanto sconta il mercato sia per il 2015, sia per il 2016.

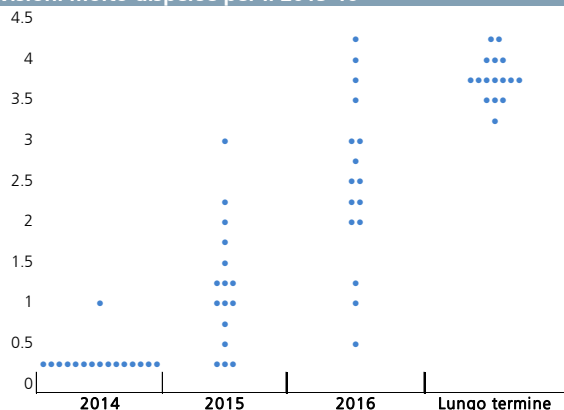
Proiezioni dei Governatori della Federal Reserve e dei Presidenti delle Reserve Banks, giugno 2014

Variabile	Tendenza centrale			Lungo termine
	2014	2015	2016	
<b>PIL reale</b>	<b>2.1-2.3</b>	<b>3.0-3.2</b>	<b>2.5-3.0</b>	<b>2.1-2.3</b>
proiezione marzo	2.8-3.0	3.0-3.2	2.5-3.0	2.2-2.3
<b>Tasso di disoccupazione</b>	<b>6.0-6.1</b>	<b>5.4-5.7</b>	<b>5.1-5.5</b>	<b>5.2-5.5</b>
proiezione marzo	6.1-6.3	5.6-5.9	5.2-5.6	5.2-5.6
<b>Deflatore consumi</b>	<b>1.5-1.7</b>	<b>1.5-2.0</b>	<b>1.6-2.0</b>	<b>2.0</b>
proiezione marzo	1.5-1.6	1.5-2.0	1.7-2.0	2.0
<b>Deflatore consumi core</b>	<b>1.5-1.6</b>	<b>1.6-2.0</b>	<b>1.7-2.0</b>	
proiezione marzo	1.4-1.6	1.7-2.0	1.8-2.0	

Proiezioni di variazione del PIL e inflazione dal 4° trimestre dell'anno precedente al 4° trimestre dell'anno indicato. Tasso di disoccupazione nel 4° trimestre dell'anno indicato.

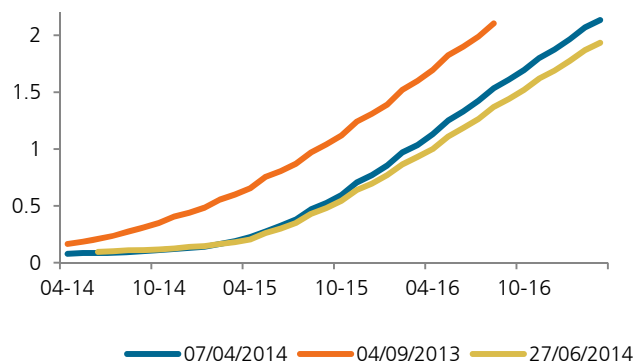
Fonte: Federal Reserve Board

Fig. 15 – Livello dei fed funds atteso dai partecipanti al FOMC: previsioni molto disperse per il 2015-16



Proiezioni macroeconomiche giugno 2014. Fonte: Federal Reserve Board

Fig. 16 – Aspettative sui fed funds sempre più giù: fino a quando?



Nota: contratti futures sui fed funds. Fonte: Bloomberg

## Focus - Verso il rialzo dei tassi: quando, quanto, come?

### 1. Quando e quanto saliranno i tassi?

Il FOMC riassume la sua posizione sullo scenario dei tassi nel comunicato. Per la *guidance* generica su quando e quanto alzare i tassi, a giugno non dovrebbero esserci variazioni di rilievo.

(i) **Quando?** - "Nel decidere quanto a lungo mantenere l'attuale obiettivo (...) sui fed funds, il Comitato valuterà il progresso – sia realizzato sia atteso – verso i propri obiettivi di massima occupazione e inflazione al 2%. Questa valutazione terrà conto di un ampio spettro di informazioni, inclusi misure di condizioni del mercato del lavoro, indicatori di pressioni di inflazione e aspettative di inflazione, e dati sugli sviluppi finanziari" (comunicato stampa, 30/4/2014).

Il primo dei problemi della svolta, relativo a **quando** alzare i tassi, richiede una valutazione degli sviluppi macro sui due obiettivi della Fed di massima occupazione e prezzi. Il comunicato afferma che trascorrerà un "periodo considerevole" tra la fine del programma di acquisti (autunno 2014) e il primo rialzo. Diversi esponenti autorevoli del FOMC hanno rilasciato dichiarazioni che portano a quantificare il periodo in almeno sei mesi, pur sottolineando che vi è incertezza sui tempi legata all'evoluzione dello scenario. Per ora il consenso è che il **primo rialzo avvenga non prima del 2° semestre**. Il mercato ora vede giugno come il punto di svolta (contratto *future* sui fed funds a giugno 2015 a 0,28%); questa è anche la nostra previsione.

Sulla base dell'esperienza dei cicli passati, la Fed sarebbe in ritardo se aspettasse fino a metà 2015 per svoltare. Il **tasso di disoccupazione**, a 6,3% a maggio, è in calo costante da fine 2009 e un'accelerazione del ritmo di discesa negli ultimi trimestri: -0,9pp fra settembre 2013 a maggio 2014, da 7,2% a 6,3%. La Fed stima (marzo 2014) che il tasso di disoccupazione di equilibrio sia nell'intervallo 5,2-5,6%. Con l'attuale tasso di partecipazione (62,8%) e una crescita di occupati in linea con la media mensile da inizio 2014 (213 mila), il punto centrale dell'intervallo verrebbe raggiunto fra aprile e maggio 2015. Pertanto, la Fed inizierebbe a rimuovere lo stimolo monetario con il tasso di disoccupazione già al di sotto del livello di equilibrio.

Per determinare la svolta sui tassi, il problema è valutare **la dimensione delle risorse inutilizzate** e il punto in cui la riduzione dello "*slack*" determina un rialzo dell'inflazione al di sopra dell'obiettivo del 2%. Al contrario di quanto avviene di fronte a uno shock all'offerta, nelle fasi di uscita da una recessione i due obiettivi della Fed tipicamente non sono in conflitto tra loro: uno strumento solo (i tassi) è sufficiente a raggiungerli entrambi. Il ciclo attuale è diverso rispetto

a quelli del passato per via dell'ampio ammontare di sotto-occupati, disoccupati a lungo termine e individui ai margini della forza lavoro. **Qual è la misura rilevante di *slack* in questo ciclo?** E qual è la relazione fra misure più comprensive di *slack* e dinamica di prezzi e salari?

Un'ampia letteratura recente mostra che la **relazione fra disoccupazione, prezzi e salari** è solida se si considera la disoccupazione a breve termine (<27 settimane)<sup>4</sup>. I dati mostrano invece una relazione molto meno stretta se si considerano i disoccupati di lungo termine, che hanno potere contrattuale quasi nullo e sono in larga misura ininfluenti sulla determinazione dei salari. Come appare dalla fig. 2, il livello del **tasso di disoccupazione a breve termine è ormai normalizzato** (4,1% ad aprile e maggio), ed è al di sotto della media dei cicli precedenti (4,5%). Invece, il tasso di disoccupazione a lungo termine, benché in calo, è molto più elevato della norma (2,2% a maggio 2014, media 1990-2007 a 0,9%). L'evidenza empirica mostra che i sotto-occupati (lavoratori part-time per motivi economici), gli scoraggiati e gli individui marginalmente attaccati alla forza lavoro, non inclusi nella definizione standard di disoccupazione, hanno una probabilità di trovare occupazione non molto diversa da quello dei disoccupati a lungo termine (v. tab. 1).

Tab. 1 – Probabilità di trovare occupazione

	Probabilità			% della popolazione attiva		
	2007	2010	1994-2013	2007	2010	1994-2013
<b>Disoccupati</b>						
Breve termine	0.297	0.217	0.281	2.5	3.5	2.9
Lungo termine	0.155	0.103	0.144	0.5	2.7	1
<b>Non nella forza lavoro, vuole un lavoro</b>						
Marginalmente attaccato, scoraggiato	0.165	0.107	0.131	0.1	0.5	0.2
Marginalmente attaccato, altro	0.149	0.102	0.127	0.3	0.3	0.4
Altro	0.157	0.121	0.145	1.5	1.7	1.8
<b>Non nella forza lavoro, non vuole un lavoro</b>						
Altro, a scuola	0.082	0.062	0.085	4.5	5	4.1
Altro, non a scuola	0.08	0.069	0.075	7.2	7	7.4
In pensione	0.015	0.014	0.014	15.5	15.5	15.6
Disabile	0.017	0.014	0.017	4.7	5.1	4.5

Fonte: Andreas Hornstein, Marianna Kudlyak, Fabian Lange, and Tim Sablik, Does the Unemployment Rate Really Overstate Labor Market Recovery? Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Brief, June 2014, EB14-06

Con il proseguimento della ripresa, la crescita dei nuovi posti di lavoro continuerà a essere in misura preponderante concentrata sul segmento di disoccupati di breve termine e di nuovi entranti sul mercato del lavoro, con un'influenza rilevante su prezzi e salari, e meno significativa sullo stock di disoccupati a lungo termine e sotto-occupati. Queste considerazioni indicano che prezzi e salari potrebbero accelerare in tempi non troppo lunghi e determinare **un potenziale conflitto fra i due obiettivi** della Fed.

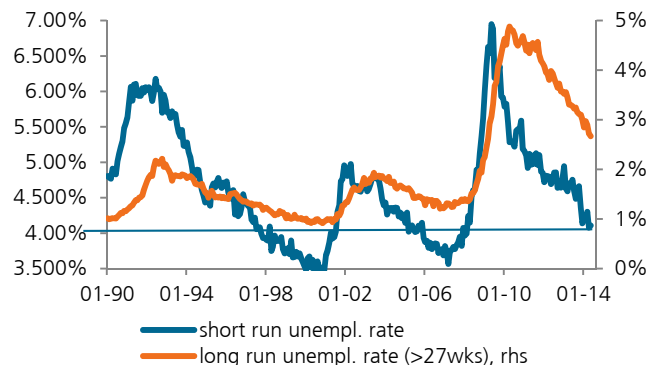
<sup>4</sup> M. Kiley, An Evaluation of the Inflationary Pressure Associated with Short- and Long-term Unemployment, Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series, 2014-28, Marzo 2014. A. Krueger, T. Cramer, D. Cho, Are the long-term unemployed on the margins of the labor market, Paper prepared for the Brookings Panel on Economic Activity, Marzo 2014. W. Dudley, The Economic Outlook and Implications for Monetary Policy, Federal Reserve Bank of New York, Maggio 2014.

Fig. 1 – Il tasso di disoccupazione si avvicina rapidamente a quello di equilibrio...



Fonte: Thomson Reuters Datastream, Congressional Budget Office. Nel 2014, la stima del tasso di disoccupazione di equilibrio del CBO, a 5,5% è in linea con quello della Fed (5,4% punto centrale dell'intervallo 5,2-5,6%)

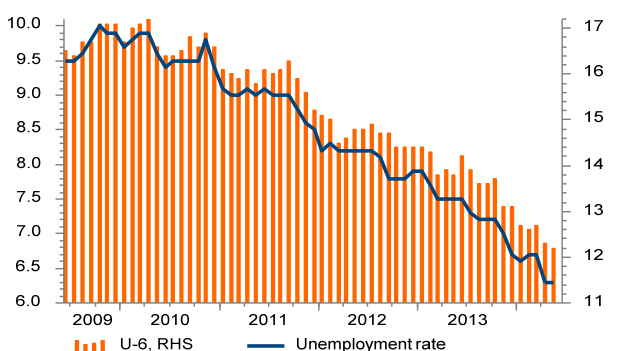
Fig. 2 - ... grazie al calo della disoccupazione a breve termine, mentre quello a lungo termine rimane su livelli record



Fonte: Thomson Reuters Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

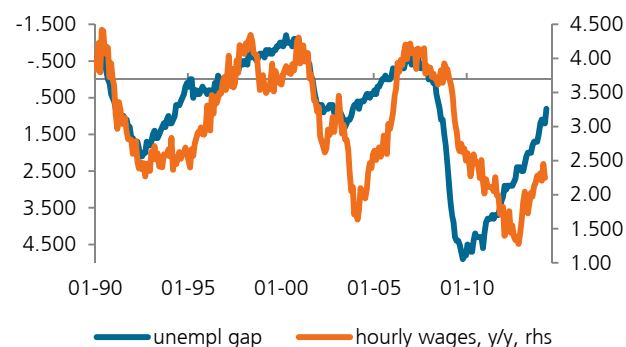
Secondo gran parte dei partecipanti al FOMC (fra cui Yellen e Dudley), e in base al testo del comunicato, **il tasso di disoccupazione** è l'indicatore principale delle condizioni del mercato del lavoro, ma **non può essere utilizzato da solo e deve essere integrato da altri indicatori**, in particolare misure di sotto-occupazione e di disoccupazione a lungo termine. Il BLS costruisce varie misure di disoccupazione allargata, che arrivano a includere gli individui marginalmente attaccati alla forza lavoro, quelli scoraggiati e gli occupati part-time (v. fig. 3). A maggio 2014, questo indicatore era ancora molto elevato, a 12,2% della forza lavoro. Un'analisi recente della Richmond Fed costruisce un **"indice di non occupazione"**<sup>5</sup> in cui le varie componenti di disoccupazione allargata e sotto-occupazione sono pesate con le probabilità di transizione verso lo stato di occupati in percentuale della probabilità di trovare lavoro dei disoccupati a breve termine; ai lavoratori part-time per motivi economici viene attribuito un peso pari al 50%. L'indice misura le risorse inutilizzate in termini di unità di disoccupati a breve termine. Il risultato è un indice di *slack* più ampio rispetto al semplice tasso di disoccupazione, ma più preciso di U-6. Ad aprile 2014, l'indice era pari a 10%, contro il 12,2% di U-6 e il 6,3% del tasso di disoccupazione standard.

Fig. 3 – Il tasso di disoccupazione continua a scendere



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 4 – La riduzione del gap di occupazione anticipa la crescita salariale



Fonte: Thomson Reuters Datastream, CBO, elaborazioni Intesa Sanpaolo

<sup>5</sup> A. Hornstein, M. Kudlyak, F.Lange, A New Measure of Resource Utilization in the Labor Market, Working Paper, Richmond Fed, aprile 2014.

I dati mostrano che tutte le misure di disoccupazione o sotto-occupazione a metà 2014 sono circa a metà strada fra i livelli pre-recessivi e i picchi di questo ciclo. La strada fatta finora è tanta, ma ne rimane altrettanta da fare. Queste considerazioni giustificheranno la Fed quando il tasso di disoccupazione continuerà a scendere e si porterà molto vicino al livello di equilibrio, con tassi ancorati a zero nella prima metà del 2015. Nella riunione di giugno si daranno probabilmente indicazioni relative a misure più ampie di *slack* con riferimenti espliciti a diversi indicatori di risorse in eccesso<sup>6</sup>. È evidente, tuttavia, che un'ulteriore accelerazione dell'aggiustamento del mercato del lavoro, con una riduzione più rapida di disoccupati a lungo termine, sotto-occupati e marginalmente attaccati alla forza lavoro, potrebbe portare ad anticipare la data del primo rialzo a marzo 2015. Al momento il mercato dà poco peso a questa possibilità, che tuttavia ha una probabilità non irrisoria.

La tempistica della svolta sui tassi dipende anche dalla sequenza della rimozione dello stimolo. Il FOMC non ha chiarito recentemente **se la svolta dei tassi avverrà prima o dopo la fine della politica di reinvestimento di cedole e titoli in scadenza**. Nelle linee guida definite nel 2011 sotto la guida di Bernanke, la sequenza dell'uscita prevedeva prima la fine del reinvestimento delle scadenze e poi il primo rialzo. Recentemente Dudley ha indicato che a suo avviso sarebbe ottimale mantenere il bilancio fermo mentre si attua la prima parte di rialzo dei tassi. Altri esponenti del FOMC (George, Bullard) hanno invece preso posizione a favore della sequenza decisa nel 2011. Anche su questo punto si dovrà formare un consenso, che evidentemente non c'è ancora. Il tema è rilevante perché potrebbe indicare una riduzione di stimolo con canali diversi e in tempi diversi rispetto a quanto comunicato finora da parte della Fed. Nel 2015 i titoli in scadenza sono solo 4 mld, ma fra il 2016 e il 2022 le scadenze di Treasuries sono comprese fra 200 e 350 mld di dollari all'anno.

*(ii) Quanto? Quando il Comitato deciderà di iniziare a rimuovere lo stimolo monetario, assumerà un approccio bilanciato coerente con i propri obiettivi di più lungo termine di massima occupazione e inflazione al 2% (comunicato stampa, 30/4/2014).*

*2% "è definitivamente non un soffitto" e probabilmente l'inflazione "passerà tanto tempo lievemente al di sotto del 2% quanto ne passerà al di sopra del 2%" (W. Dudley, maggio 2014).*

Molti esponenti del FOMC hanno affermato in più occasioni che la politica monetaria rimarrà molto accomodante a lungo, anche più di quanto sarebbe previsto da regole standard e dall'esperienza del passato. Non tutti sono d'accordo, ma questo è il consenso, come è evidente dalle proiezioni dei tassi di interesse pubblicate su base trimestrale. Nelle prossime riunioni è probabile che il ruolo del "grafico a punti" ("*dot plot*") verrà ridimensionato per evitare errori di interpretazione, come avvenuto a gennaio. Sarà comunque rilevante vedere se, e come, le indicazioni varieranno a giugno. I dati degli ultimi mesi hanno mostrato un rapido avvicinamento all'attuale definizione ufficiale di piena occupazione, mentre l'inflazione ha svoltato e accelerato dopo un anno di quasi stabilità poco sopra l'1% a/a.

In ogni caso, il sentiero dei rialzi previsti dal consenso del FOMC è esplicitamente molto moderato: *"il Comitato attualmente prevede che, anche dopo che l'inflazione e l'occupazione saranno vicini a livelli in linea con il mandato, le condizioni economiche potranno, per un certo tempo, giustificare il mantenimento di un obiettivo per il tasso dei fed funds al di sotto dei livelli che il Comitato ritiene normali nel più lungo termine"*. Questo sentiero moderato potrebbe

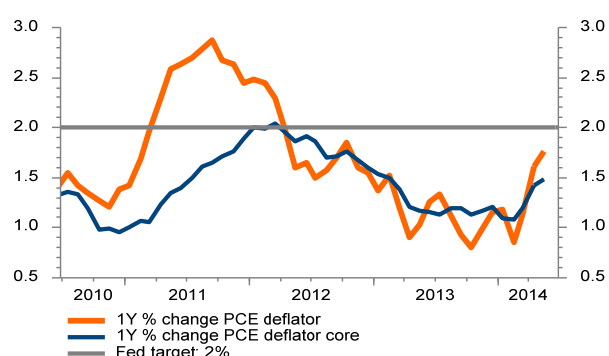
---

<sup>6</sup> V. anche il "Labor Market Spider Chart" dell'Atlanta Fed, <http://www.frbatlanta.org/chcs/labormarket/>, "Eight Different faces of the Labor Market" della NY Fed, <http://www.ny.frb.org/labor-conditions/> e il "Labor Market Conditions Index" costruito dallo staff della Fed, <http://www.federalreserve.gov/econresdata/notes/feds-notes/2014/assessing-the-change-in-labor-market-conditions-20140522.html>.

essere messo in **discussione in caso di conflitto fra i due obiettivi** di massima occupazione e inflazione al 2%. Come discusso nella sezione precedente, l'evoluzione positiva dello scenario macroeconomico potrebbe determinare un'ulteriore riduzione del tasso di disoccupazione di breve termine e un'accelerazione di prezzi e salari, mentre lo *slack* di riferimento per la Fed rimane elevato. In un lavoro recente<sup>7</sup>, Williams (San Francisco Fed) ha affrontato questo problema. In un'economia in cui i disoccupati a lungo termine non influenzano prezzi e salari, ma sono inclusi nella misura di risorse inutilizzate rilevante per la politica monetaria, "le implicazioni sono chiare: la politica ottima dovrebbe scambiare un periodo transitorio di eccessiva inflazione (...) per portare la misura più ampia di sotto-occupazione su livelli normali più rapidamente" (Rudebusch e Williams, 2014).

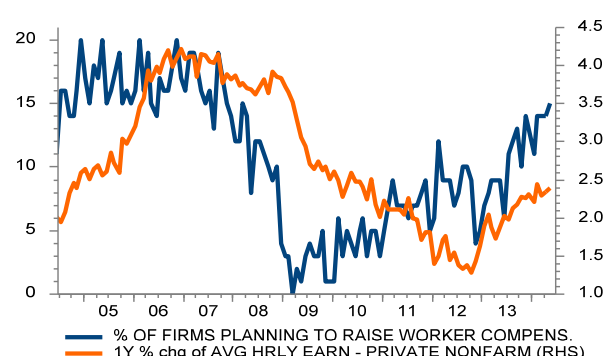
L'affermazione nel comunicato secondo cui si adotterà un "approccio bilanciato" sui due obiettivi è un chiaro segnale riguardo al fatto che se la Fed riterrà di essere ancora lontana dall'obiettivo di massima occupazione definito in modo ampio, sarà **disposta a tollerare un rialzo dell'inflazione al di sopra dell'obiettivo del 2%**.

Fig. 5 – L'inflazione risale



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 6 – Le imprese prevedono accelerazione della dinamica salariale



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Anche su questo punto, come su quello relativo alla tempistica del primo rialzo nei prossimi mesi assisteremo a un dispiegamento di opinioni diverse. Le dichiarazioni accomodanti sul sentiero dei tassi e sul potenziale sfioramento dell'inflazione verso l'alto di Williams sono in linea con quelle di Dudley. Altri potrebbero associarsi, fra cui anche Yellen che ha sempre dato un grande peso a definizioni molto ampie di risorse inutilizzate. Di contro ci saranno opinioni diverse, come quelle di Bullard (St Louis Fed) secondo cui, se le condizioni macroeconomiche continueranno a migliorare, in autunno le opinioni nel FOMC riguardo alla tempistica del primo rialzo potrebbero cambiare. Anche George, Fisher e Plosser sarebbero scettici al riguardo.

Da giugno ci saranno diversi nuovi volti nel FOMC: due nuovi membri del Board (Fischer, Brainard) e un nuovo presidente alla Cleveland Fed dopo l'uscita di Pianalto. In particolare S. Fischer, come vice-presidente della Fed, avrà molto peso nel FOMC: c'è quindi incertezza sui nuovi equilibri interni che potrebbero iniziare a formarsi già nella riunione della prossima settimana. Tuttavia per ora il consenso nel FOMC rimane ancorato su posizioni con ampio bias espansivo, coagulato intorno alle opinioni di Yellen e Dudley.

<sup>7</sup> G. Rudebusch, J. Williams, A Wedge in the Dual Mandate: Monetary Policy and Long-Term Unemployment, Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper 2014-14, Maggio 2014.



### 2. Come possono salire i tassi di mercato monetario con 2,7 tln di dollari di riserve in eccesso?

*“L’uscita da questo insieme di politiche non convenzionali è certamente fattibile: la possibilità di pagare interessi sulle riserve in eccesso ci dà uno strumento utilizzabile per gestire la politica monetaria anche con un bilancio allargato. (...) Tuttavia, ci saranno senza dubbio sfide di operatività e comunicazione e conseguenze inattese”* (W. Dudley, 5 giugno 2014).

Il FOMC non ha ancora chiarito come intende procedere operativamente alla rimozione dello stimolo monetario in un contesto di enorme eccesso di liquidità. Finora sono stati elencati gli strumenti disponibili per il controllo dei tassi (**interesse sulle riserve in eccesso**, **reverse repo**, **depositi a termine**) ma non sono state prese posizioni definitive su come verrà attuata la restrizione monetaria nella lunga fase di normalizzazione del bilancio della Fed. Difficilmente per giugno il FOMC avrà una strategia precisa su questo punto: ci saranno probabilmente indicazioni sulle alternative in discussione e sui loro pro e contro, con possibili segnali di preferenze per specifiche proposte operative. Sembra probabile che annunci precisi vengano fatti alla **riunione del 17 settembre**, che avrà nuove previsioni e conferenza stampa.

Le scelte operative per la gestione dell’uscita sono in gran parte tecniche. Il tasso sui fed funds è difficile da controllare in presenza di eccesso di liquidità, e svolgerà un ruolo secondario per anni. Nelle linee guida per l’uscita annunciate nel 2011, il FOMC indicava come strumento per il controllo dei tassi di mercato monetario il **tasso di interesse pagato sulle riserve in eccesso** (IOER). Ma nel frattempo il bilancio della Fed è lievitato. L’attivo di bilancio era pari a 2,8 tln a inizio giugno 2011, con 1,59 tln di riserve in eccesso; a inizio giugno 2014, l’attivo di bilancio è pari a 4,4 tln di dollari e le riserve in eccesso sono pari a 2,71 tln di dollari. L’utilizzo dell’IOER deve essere integrato da un drenaggio della liquidità in eccesso per dare maggiore affidabilità al controllo dei tassi di mercato monetario. La Fed sta conducendo test con due ulteriori strumenti per il controllo delle condizioni del mercato monetario, i **reverse repo** e i depositi a termine.

**i) Interesse sulle riserve in eccesso** - Prima della lievitazione del bilancio della Fed, la gestione dei tassi a breve avveniva con operazioni relativamente contenute di rifinanziamento: le riserve delle banche erano nell’ordine dei 20 mld di dollari e la Fed poteva agevolmente controllare i tassi sui fed funds. Dal 2008 le riserve in eccesso sono remunerate con un tasso di interesse (*interest on excess reserves*, IOER), attualmente fissato a 0,25%. Con un livello relativamente contenuto di riserve in eccesso, l’IOER sarebbe stato uno strumento sufficiente a determinare i tassi di policy, e avrebbe fornito un pavimento al corridoio dei tassi. Tuttavia, un problema regolamentare si è rivelato cruciale per il controllo dei tassi. Le agenzie garantite dal Governo (GSE) e alcuni altri operatori non bancari possono detenere conti presso la Fed ma non possono ricevere interessi su tali conti. Il risultato evidente è che la Fed non controlla i tassi sui fed funds, con tassi effettivi regolarmente al di sotto dell’IOER. Le GSE prestano parte dei loro depositi overnight a tassi inferiori all’IOER, che non è quindi un solido pavimento del corridoio dei tassi.

**ii) Reverse repo facility** – Le operazioni overnight di drenaggio di liquidità a tasso fisso (“rate on reverse repo”, RRP) potrebbero essere condotte con allocazione piena o alternativamente con dei limiti sul totale o sulle singole controparti. Le controparti sono banche, *primary dealers*, fondi di mercato monetario, agenzie governative (GSE). L’ammontare delle operazioni dipenderebbe dallo spread fra il RRP e i tassi prevalenti sul mercato monetario. I test condotti dalla NY Fed indicano che il **RRP potrebbe rappresentare la base del corridoio dei tassi di policy**<sup>8</sup>. Come notano diversi commentatori, fra cui Dudley, se il RRP è fissato a ridosso dell’IOER senza vincoli di quantità, il rischio è una tendenza alla disintermediazione delle banche sul mercato monetario a vantaggio dei fondi di mercato monetario, portando a uno spostamento verso operatori non regolamentati a scapito del sistema bancario che invece è meglio controllato dalla Fed. Per

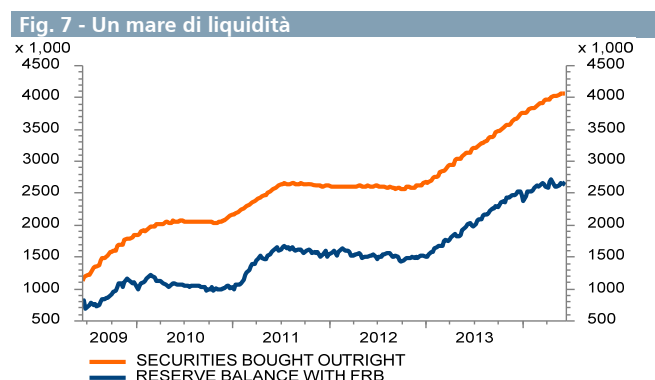
---

<sup>8</sup> W. Dudley, “The National Economy and Framework Choices for Future Monetary Policy Implementation”, 20 maggio 2014.

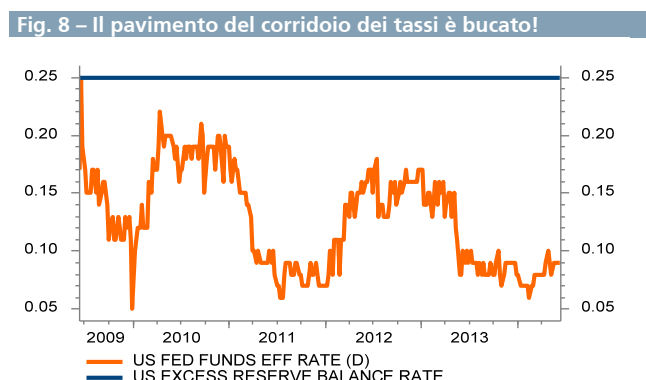
ovviare a questo problema occorrerebbe fissare uno spread più ampio o imporre limiti sulle quantità. Dudley sottolinea un secondo problema, relativo alla stabilità finanziaria: operazioni di *reverse repo* con allocazione piena in caso di crisi finanziaria potrebbero essere negative. Infatti, in caso di crisi finanziaria, la disponibilità illimitata di titoli sicuri con le operazioni a piena allocazione potrebbe determinare una corsa verso questo strumento e una fuga da altri strumenti di liquidità a breve termine, aggravando l'instabilità. Per ovviare a questo problema, occorrerebbe determinare dei limiti da implementare in caso di stress finanziario.

**iii) Term Deposit Facility** – La Term Deposit Facility (TDF) permette di drenare riserve attraverso l'offerta alle banche di depositi a termine, con scadenza breve ma superiore all'overnight. Il controllo della liquidità, e dei tassi di mercato monetario, con questo strumento è possibile ma costoso e non completo. Per drenare quasi 3 tln di dollari di riserve il costo per la Fed sarebbe elevato. Inoltre, la TDF si rivolge a un sottoinsieme di operatori finanziari, quelli che hanno depositi presso la Fed. Dalle indicazioni attuali, sembra probabile che la TDF giochi un ruolo secondario nella pianificazione della svolta sui tassi.

Per ora la Fed non ha dato indicazioni riguardo alla scelta degli strumenti di policy per gestire la svolta. La Banca centrale ha detto di avere strumenti disponibili, che sta sottoponendo a test operativi per essere pronta al momento di usarli. Per questo negli ultimi mesi sono state annunciate operazioni di depositi a termine e di reverse repo, per ammontare crescente e con tassi su livelli diversi per stimare l'elasticità della domanda. Sulla base dei commenti preliminari dei membri del FOMC e di analisi esterne<sup>9</sup>, è probabile che fino a quando il bilancio della Fed rimane di grandi dimensioni (almeno fino al 2020), **il tasso di policy centrale sia l'IOER, da fissare all'interno di un corridoio il cui pavimento è dato dal RRP e il tetto dal tasso di sconto.** L'ampiezza del corridoio sarà una decisione rilevante, che potrà essere variata alla luce del funzionamento del mercato monetario nel corso della svolta, tenendo conto anche dei vincoli regolamentari che colpiscono in modo diverso i vari partecipanti (banche commerciali USA soggette a premi per FDIC, per esempio). Secondo Gagnon e Sacks, IOER e RRP dovrebbero addirittura coincidere, per dare massimo controllo sui tassi e permettere al mercato di allocare la liquidità in eccesso fra riserve e reverse repo. Come ha detto Dudley nella presentazione del bilancio della NY Fed, l'uscita sarà piena di sfide. Il FOMC non ha ancora risposte precise sull'operatività della svolta e sulla gestione del corridoio dei tassi. Qualche informazione emergerà dai verbali sulle diverse posizioni all'interno del Comitato anche su questi temi, ma le decisioni probabilmente non verranno prese almeno fino a settembre, o addirittura gennaio.



Fonte: Federal Reserve Board of Governors, Tab. H.4.1. Dati in milioni di dollari



Fonte: Federal Reserve Board of Governors

<sup>9</sup> Vedi Dudley, maggio 2014); J. E. Gagnon e B. Sack, Monetary Policy with Abundant Liquidity: A New Operating Framework for the Federal Reserve, Policy Brief PB14-4, Peterson Institute for International Economics, gennaio 2014.

## Area euro – Quale ripresa dopo la crisi?

### Lo scenario in sintesi

- Il lento processo di “uscita” dalla “grande crisi” per l’Eurozona procede nei tempi e con l’entità previsti. Nonostante il minor dinamismo di alcuni indicatori congiunturali, è probabile una modesta accelerazione del PIL nella restante parte dell’anno, ad un ritmo di 0,3-0,4% t/t. La stima per il 2015 è stata rivista a 1,5%. La ripresa resta comunque modesta e di entità inferiore agli analoghi episodi ciclici del passato, anche perché Italia e Francia stanno attraversando una fase di sostanziale stagnazione.
- La crescita va diventando non solo più consistente, ma anche più “equilibrata” fra centro e periferia, e fra domanda interna e domanda estera. Il rimbalzo della domanda interna poggerà principalmente sugli investimenti in macchinari e attrezzature, grazie al miglioramento già in corso dei margini di profitto e delle condizioni di accesso ai mercati dei capitali. In miglioramento le prospettive per i consumi, anche per il recupero di potere d’acquisto. Anche nel 2015 le politiche economiche potrebbero fornire scarso supporto al ciclo.
- Il calo dell’inflazione superiore alle attese è spiegato in larga parte da energia e alimentari, con il contributo del tasso di cambio. I contributi di cambio e petrolio da negativi dovrebbero tornare ad essere moderatamente positivi. In prospettiva, però, la ripresa dell’inflazione potrebbe essere frenata dall’ampiezza della capacità inutilizzata.
- Le misure adottate dalla BCE in giugno sono state superiori alle attese; hanno contribuito alla stabilizzazione del cambio, alla compressione dei tassi monetari e a un maggiore sganciamento dai tassi americani. Nei prossimi mesi l’attenzione sarà concentrata sull’implementazione delle misure. Il passo più radicale di un programma esteso di acquisti di attività finanziarie potrebbe essere considerato se gli sviluppi macroeconomici mettessero in discussione lo scenario di ripresa reale e di ritorno dell’inflazione verso l’obiettivo del 2%.

Anna Maria Grimaldi

Paolo Mameli

	Proiezioni - Eurozona										
	2013	2014	2015	2013			2014			2015	
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	-0.4	1.1	1.5	-0.3	0.5	0.9	0.9	1.2	1.3	1.6	1.5
- t/t				0.1	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
Consumi privati	-0.6	0.7	1.3	0.1	0.0	0.1	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3
Investimenti fissi	-2.8	2.0	2.7	0.5	0.9	0.3	0.4	0.4	0.6	0.7	0.8
Consumi pubblici	0.1	0.2	0.3	0.2	-0.4	0.3	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	1.5	3.7	4.2	0.0	1.4	0.3	1.1	1.2	1.0	1.0	1.1
Importazioni	0.4	3.5	4.3	0.9	0.7	0.8	0.6	1.1	1.1	1.0	1.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.1	0.0	0.3	-0.2	0.2	-0.1	0.0	0.1	0.1	-0.1
Partite correnti (% PIL)	2.6	2.7	2.8	2.1	2.8	2.7	2.9	2.6	2.6	3.3	2.7
Deficit pubblico (% PIL)	-3.0	-2.5	-2.4								
Debito pubblico (% PIL)	92.6	93.0	92.5								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.4	0.6	1.1	1.3	0.8	0.7	0.5	0.3	0.9	0.9	1.2
Produzione industriale (a/a)	-0.7	1.8	2.1	0.0	0.5	0.2	0.9	0.7	0.1	0.2	0.9
Disoccupazione (ILO, %)	12.0	11.6	11.2	12.0	11.9	11.8	11.7	11.6	11.5	11.3	11.3
Euribor 3 mesi	0.22	0.25	0.18	0.22	0.24	0.29	0.32	0.20	0.21	0.20	0.18
Rendim. 10 anni	3.00	2.38	2.69	3.15	2.97	2.66	2.21	2.23	2.40	2.51	2.63
EUR/USD	1.33	1.35	1.28	1.32	1.36	1.37	1.37	1.34	1.31	1.29	1.28

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

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

## Il quadro congiunturale: la "ripresina" può continuare

Nell'area euro, lo scenario ciclico non sta riservando particolari sorprese: la ripresa procede nei tempi e con l'entità prevista. Ovvero, lentamente e su ritmi modesti. Il PIL si è mosso sinora assolutamente in linea con le nostre previsioni d'inizio anno, che confermiamo anche per i trimestri a venire: dopo lo 0,2% t/t del 1° trimestre, parzialmente viziato da fattori *una tantum* (l'energia), è attesa una lieve accelerazione a 0,3% t/t nel trimestre primaverile, e a 0,4% t/t nella seconda metà dell'anno, per una media 2014 di poco superiore all'1% a/a. Per il 2015, ci attendiamo una modesta accelerazione, in area 1,5%.

Paolo Mameli

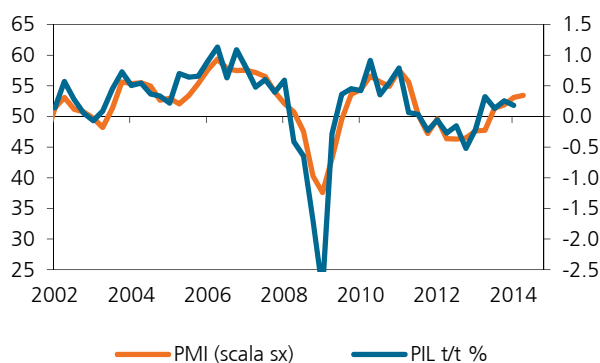
La ripresa procede nei tempi previsti...

La ripresa prosegue dunque, ma, oltre ad essere di entità modesta, resta molto disomogenea. Infatti, tra i quattro maggiori Paesi, solo due (Germania e Spagna) hanno mostrato una crescita apprezzabile negli ultimi trimestri, mentre Francia e Italia stanno attraversando una fase di sostanziale stagnazione dell'attività economica.

Nei mesi primaverili alcuni indici anticipatori per l'Area euro e alcune indagini nazionali hanno fatto segnare un rallentamento: il PMI manifatturiero, dopo il picco di 54 toccato a gennaio, è poi rallentato sino a 51,9 a giugno. Tuttavia, il livello degli indici rimane coerente con un'espansione dell'attività su ritmi vicini a quelli attuali (semmai, erano i precedenti picchi degli indici di fiducia che non si erano riflessi interamente sui dati reali). Inoltre, a fronte di una lieve perdita di slancio degli indicatori sull'industria, si nota un recupero per gli indici sul settore non manifatturiero (il PMI servizi si è attestato a 52,8 a giugno, in rallentamento soltanto lieve dal massimo di tre anni a 53,2 toccato a maggio).

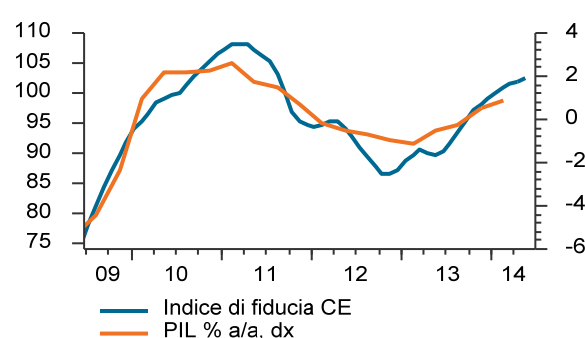
... anche se qualche indice anticipatore mostra una perdita di *momentum*

Gli indici anticipatori, pur mostrando un lieve rallentamento negli ultimi mesi, restano coerenti con una prosecuzione della fase di ripresa del PIL sia su base congiunturale...



Fonte: Eurostat, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

... che tendenziale



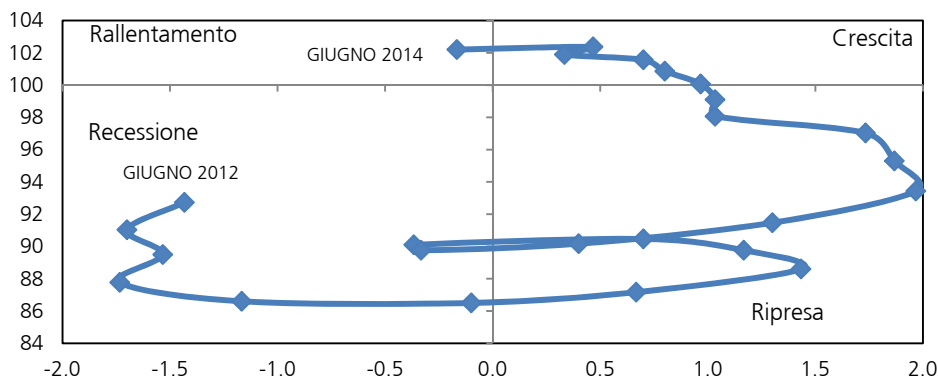
Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Anche l'indice composito della Commissione mantiene un'indicazione espansiva, ma in lieve attenuazione negli ultimi mesi. Esaminando l'evoluzione nel corso degli ultimi due anni del livello e delle variazioni di tale indice (rispetto alle medie storiche), si può notare come l'economia dell'Area euro sia uscita dalla recessione a fine 2012; abbia intrapreso un cammino di ripresa successivamente (salvo un episodio di ricaduta recessiva nella primavera del 2013); sia entrata in una fase di crescita/accelerazione solo nell'anno in corso. Da allora, dopo soli pochi mesi il ciclo si è spostato verso il quadrante del "rallentamento"; occorrerà capire nei prossimi mesi se tale rallentamento si accentuerà oppure quello di giugno rimarrà, come riteniamo, un episodio isolato (come accaduto nella primavera del 2013).

## Scenario Macroeconomico

Giugno 2014

Livello e variazioni m/m dell'indice composito della Commissione UE per l'Eurozona (medie mobile trimestrali)



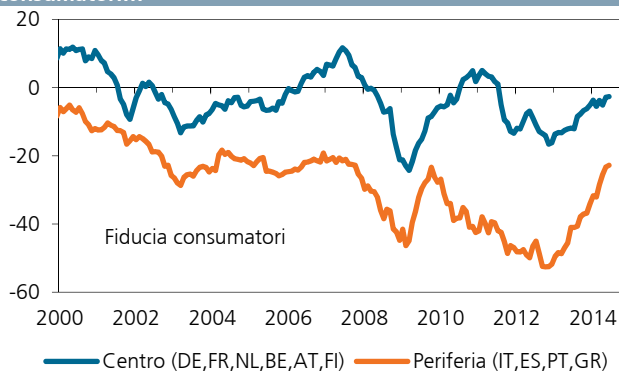
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Commissione UE

Con il lento consolidarsi della ripresa, **prosegue il processo di ribilanciamento della crescita** tra Paesi del Centro e della Periferia e fra domanda estera e domanda interna.

**Prosegue il ribilanciamento tra Centro e Periferia...**

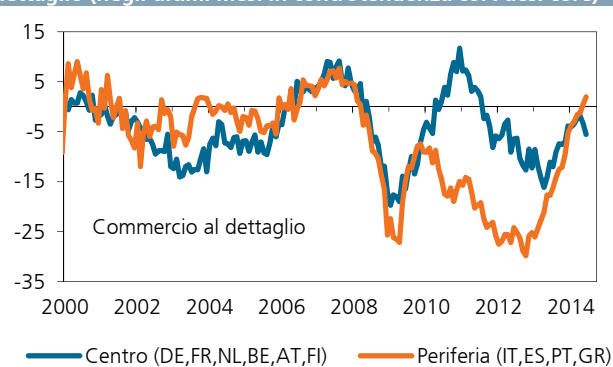
**Il primo divario che va riducendosi, come da nostre attese, è quello tra Paesi del Centro e della Periferia.** Come si può osservare dagli indici di fiducia della Commissione Europea, per la maggior parte dei Paesi maggiormente colpiti dalla crisi negli ultimi mesi si è osservato un deciso recupero soprattutto di quelli che in precedenza erano gli anelli più deboli della catena: la fiducia dei consumatori e l'attività nel settore del commercio. Anche i servizi, che maggiormente avevano sofferto durante la crisi perché più legati alla domanda interna, mostrano un recupero nella fase più recente, sia pure meno eclatante di quello del morale dei consumatori e del commercio al dettaglio. Restano invece depresse le costruzioni.

Nei Paesi Periferici è in atto un forte rimbalzo per la fiducia dei consumatori...



Fonte: Eurostat, Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

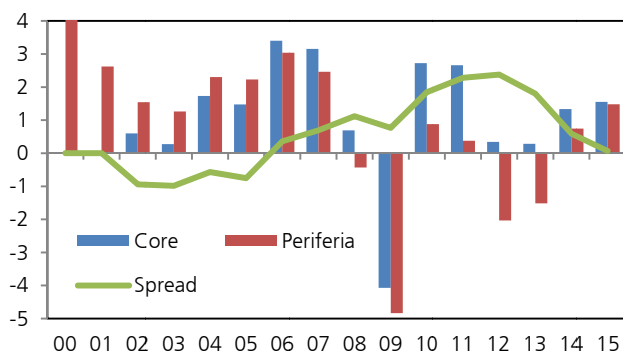
... e soprattutto per l'indice di fiducia nel commercio al dettaglio (negli ultimi mesi in controtendenza coi Paesi core)



Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

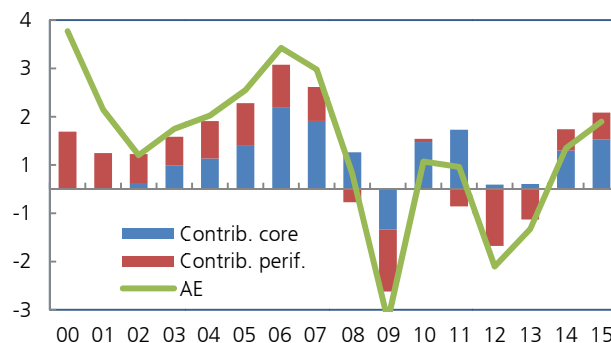
Anche in forza di ciò, riteniamo che la Periferia, dopo essere tornata a crescere nel 2014 (in media dello 0,7% contro l'1,3% del Centro), possa mostrare nel 2015 una accelerazione maggiore che nel resto dell'Eurozona, sostanzialmente azzerando il *gap* di crescita nei confronti del Centro.

Variazione del PIL area euro nei Paesi 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)

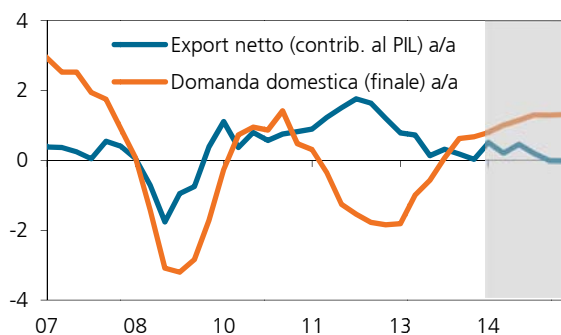


Nota: Core = Belgio, Francia, Germania, Olanda, Austria, Finlandia; Periferia = Grecia, Spagna, Irlanda, Italia, Portogallo. Fonte: Eurostat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

In secondo luogo, è già avviata da tempo una **ricomposizione della crescita a vantaggio della domanda interna**, che ha preso il testimone dall'export nel sostenere la ripresa del ciclo. Infatti, già da inizio 2014 il contributo al PIL dalla domanda domestica (finale, ovvero al netto delle scorte) ha superato quello dagli scambi con l'estero (0,7% contro 0,2%): un fenomeno che negli anni post-crisi è accaduto solo per un breve periodo tra la primavera del 2010 e l'inverno del 2011. A nostro avviso, tale tendenza dovrebbe accentuarsi nel corso della seconda metà del 2014 e nel 2015 (anzi riteniamo che il contributo dagli scambi con l'estero possa divenire nullo a fine 2015, soprattutto a causa dell'aumento dell'import connesso al recupero della domanda interna). Il fatto che la ripresa poggia maggiormente sulla domanda domestica rende il recupero ciclico meno fragile e maggiormente in grado di autosostenersi. Il recupero della domanda interna per ora riguarda soprattutto gli investimenti, ma nei prossimi trimestri potrebbe cominciare a toccare anche i consumi.

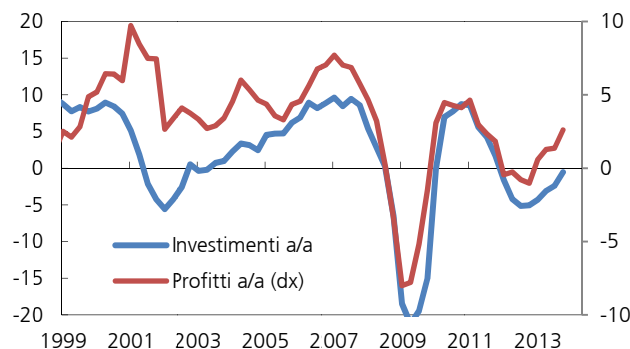
... e tra domanda interna ed estera

È in corso (e si accentuerà nei prossimi trimestri) una "staffetta" tra export netto e domanda domestica



Fonte: Eurostat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Gli investimenti saranno favoriti dal miglioramento già in corso del margine operativo lordo delle aziende



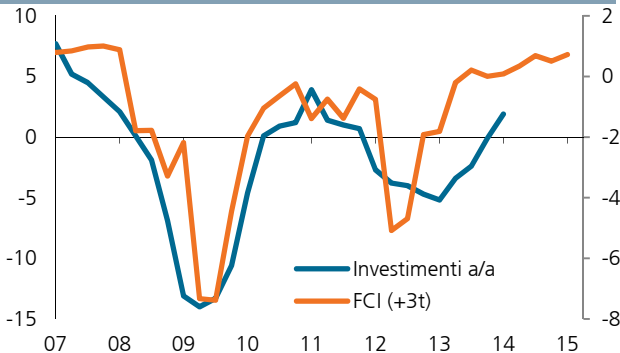
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Come detto, la ripresa della domanda interna è trainata principalmente dagli investimenti (in crescita dell'1,9% a/a a inizio 2014, ai massimi da tre anni). In questa fase la spesa in conto capitale è favorita da: 1) le esigenze di **sostituzione** dal capitale obsoleto dopo anni di contrazione del rapporto tra investimenti e PIL (che ha toccato un minimo storico al 17,8% nella prima parte del 2013, di gran lunga al disotto della media storica del 20%); 2) il deciso miglioramento delle **condizioni finanziarie** avviato già oltre un anno e mezzo fa, che dovrebbe essere accentuato ulteriormente dal pacchetto di misure annunciate dalla BCE; 3) il

La ripresa della domanda domestica è trainata dagli investimenti...

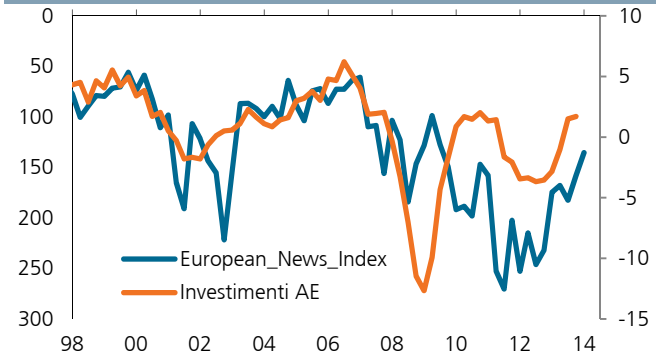
miglioramento in corso dei margini di **profitto**; 4) la riduzione **dell'incertezza** sulle politiche economiche (che sembra aver avuto un ruolo, specie nei Paesi periferici, nel "congelare" la spesa in conto capitale delle imprese).

Gli investimenti delle imprese potranno essere favoriti dal miglioramento delle condizioni finanziarie iniziato oltre un anno e mezzo fa...



Nota: FCI= Financial Conditions Index Bloomberg (indice di stress sui mercati monetari, obbligazionari e azionari). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat e Bloomberg

... e dal calo dell'incertezza di *policy*



Nota: l'indice "European News" è costruito attraverso una ricerca nei quotidiani dei 5 maggiori Paesi europei dei termini relativi all'incertezza in merito alla politica economica; medie mobili a 3 mesi. Fonte: Baker, Nicholas Bloom and Steven J. Davis at [www.PolicyUncertainty.com](http://www.PolicyUncertainty.com) ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Negli ultimi mesi, sembrano **migliorate anche le prospettive per i consumi delle famiglie**. Le vendite al dettaglio sono risultate in crescita di 2,4% su base annua ad aprile: si tratta di un massimo da 7 anni. Il miglioramento del morale dei consumatori, avvenuto come detto soprattutto nei Paesi più colpiti dalla crisi, appare non effimero, perché basato su un miglioramento dei fondamentali. Infatti:

... ma vanno migliorando anche le prospettive per i consumi

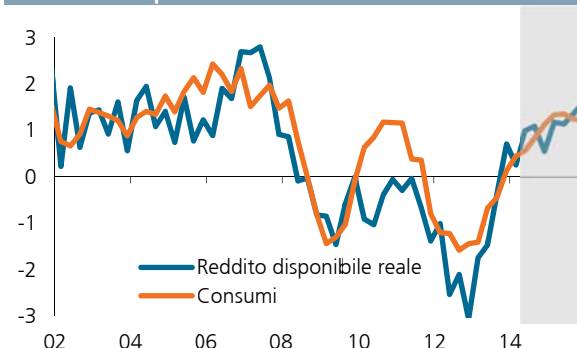
- già nella seconda parte del 2013 è diventato evidente il recupero del **reddito disponibile** delle famiglie, in crescita dell'1,5% alla fine dell'anno;
- dall'ultimo trimestre del 2013 l'**occupazione** è tornata ad aumentare, sia pur lievemente, e il tasso di disoccupazione è calato fino all'11,7% in aprile, dal picco di 12% toccato nei primi 9 mesi del 2013;
- da non trascurare anche l'incremento significativo della **ricchezza** netta delle famiglie, cresciuta ad un ritmo medio vicino al 6,4% nella seconda metà del 2012 e per tutto il 2013;
- il recupero di potere d'acquisto delle famiglie è accentuato dal **calo dell'inflazione**, che fa sì che già il 2014 sia il primo anno di crescita del reddito disponibile reale delle famiglie dopo cinque anni consecutivi di contrazione (+0,8%, esattamente quanto perso nel 2013), anche se per un incremento più apprezzabile occorrerà aspettare l'anno prossimo (+1,5%). D'altra parte, non c'è almeno sinora evidenza del fatto che i timori di deflazione (peraltro, non immediatamente visibili dalle indagini di fiducia dei consumatori) stiano causando un rinvio degli acquisti. Dunque, almeno sinora il calo dell'inflazione sembra essere un fattore positivo e non negativo per la dinamica dei consumi (e dunque del ciclo).

Già a fine 2013 si nota un deciso recupero sia del reddito che della ricchezza delle famiglie in termini reali...



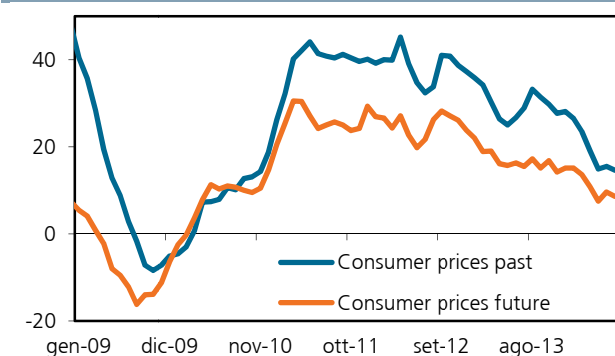
Fonte: Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

... che potrà favorire una accelerazione della spesa per consumi nella seconda parte del 2014 e nel 2015



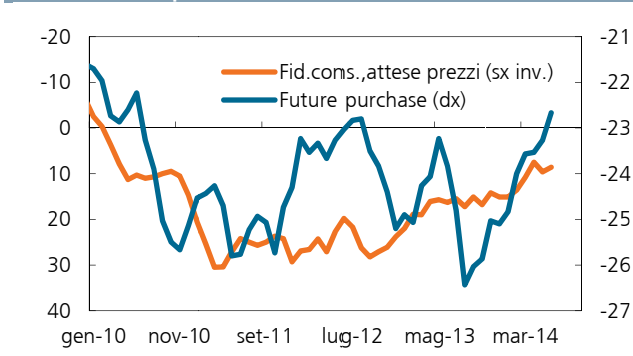
Fonte: Eurostat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

L'indagine di fiducia delle famiglie segnala aspettative disinflazionistiche ma non deflazionistiche...



Fonte: Eurostat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

... e anche negli ultimi mesi sembra esservi una relazione diretta e non inversa tra aspettative inflazionistiche e intenzioni di acquisto dei consumatori



Fonte: Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Anche nel 2015, come accaduto nell'anno in corso, le politiche economiche potrebbero offrire scarso supporto al ciclo, in quanto l'impatto positivo del pacchetto di misure annunciato dalla BCE (in particolare le nuove TLTRO e il probabile lancio di un programma di acquisto di ABS) potrebbe essere compensato dall'impatto negativo della necessità di correzione fiscale aggiuntiva. Dunque, la ripresa dovrà essere in grado di autosostenersi (ciò spiega anche la nostra previsione di un'accelerazione solo modesta l'anno prossimo).

Anche nel 2015 le politiche economiche potrebbero fornire scarso supporto alla crescita

Infatti, sul fronte della politica fiscale, molti Paesi quest'anno hanno "rimandato" almeno in parte la correzione fiscale al 2015. Occorrerà aspettare il comporsi del puzzle istituzionale nel nuovo assetto dell'UE scaturito dalle elezioni dello scorso maggio, per capire quanto stringenti saranno le correzioni richieste (le Leggi di Stabilità d'autunno saranno un banco di prova importante per le capacità di contenimento dei conti pubblici dei Governi nazionali). In ogni caso, nel 2014 la politica fiscale è risultata di segno sostanzialmente neutrale come non accadeva in pratica dal 2010 (dopo un triennio 2011-13 molto pesante in termini di *austerità*). In più, a politiche vigenti (secondo le stime di primavera della Commissione) si prospetta anzi un allentamento di due decimi nel 2015, il che significa che per ottenere gli obiettivi programmatici andrebbe implementata una restrizione che, se praticata interamente, potrebbe essere anche dell'ordine di mezzo punto di PIL rispetto alle politiche vigenti e (come da stime del FMI) di tre decimi di punto rispetto al 2014. Misure di risanamento aggiuntive pari allo 0,4-0,5% di PIL implicherebbero un effetto negativo sulla crescita quantificabile in almeno due decimi di punto, che potrebbe all'incirca compensare l'impatto delle misure sul credito annunciate dalla BCE.

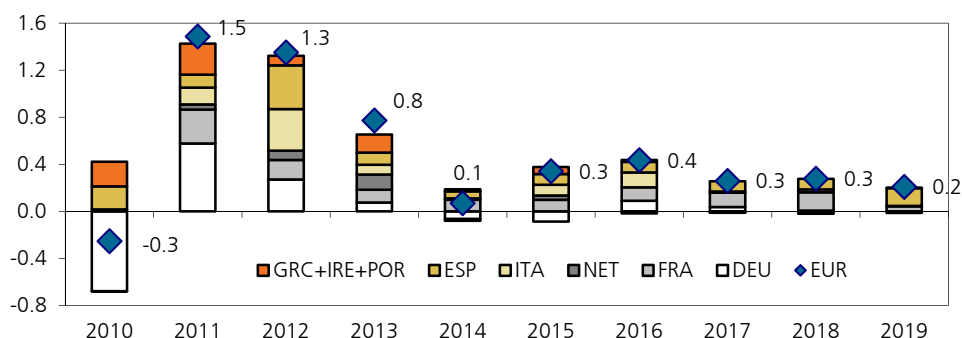


## Scenario Macroeconomico

Giugno 2014

In particolare, confrontando le previsioni a politiche invariate della primavera 2014 della Commissione Europea con gli obiettivi, risulterebbe una necessità di correzione fiscale pari nel 2015 all'1,9% del PIL per la Spagna e allo 0,6% del PIL per la Francia (per limitarsi solo ai maggiori Paesi sotto Procedura per Disavanzi Eccessivi). L'attuazione completa di queste raccomandazioni per questi due soli Paesi implicherebbe una stretta per l'intera Area dell'euro di circa mezzo punto di PIL. Peraltro, è dubbio che a Francia e Spagna sia richiesta l'intera implementazione di tali manovre, visto anche l'orientamento più flessibile in tema di correzione di conti pubblici che sta emergendo in sede europea.

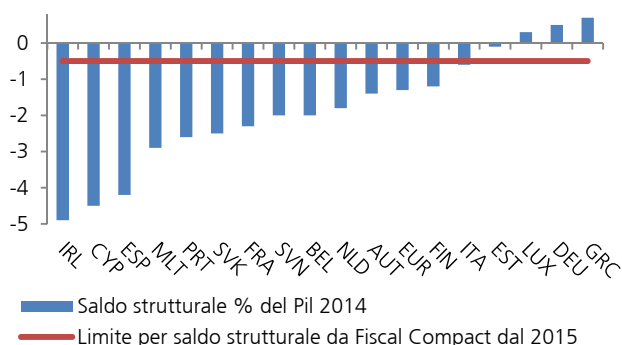
### L'orientamento della politica fiscale (misurato dalla variazione del saldo primario corretto per il ciclo) nell'Eurozona e contributi per Paese



Nota: *Fiscal Monitor* di aprile 2014 del FMI, elaborazioni Intesa Sanpaolo

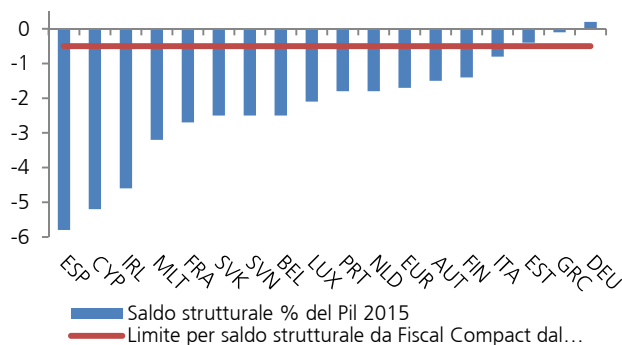
Quel che è peggio è che **una correzione aggiuntiva potrebbe essere richiesta anche negli anni successivi al 2015**, in quanto imposta, anche a prescindere dagli obiettivi inseriti nei Programmi di Stabilità dei singoli Paesi, da: 1) il limite di 0,5% sul saldo strutturale in base al *Fiscal Compact*, in teoria stringente dal 2015; 2) la necessità di ottenere una riduzione significativa del debito, anch'essa imposta dal *Fiscal Compact* (ma anche l'obiettivo di stabilizzarlo per alcuni Paesi potrebbe essere sfidante).

### Il limite imposto dal *Fiscal Compact* a confronto con il saldo strutturale nei vari Paesi dell'area euro nel 2014...



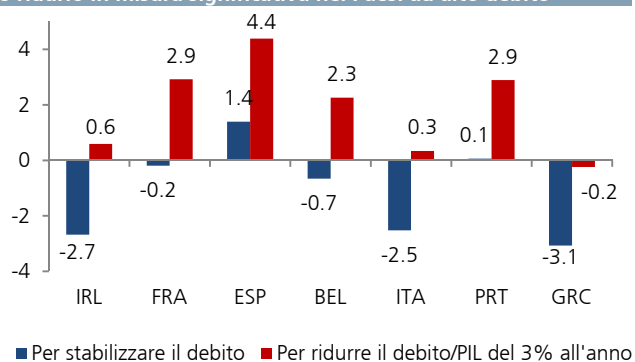
Fonte: Commissione UE

### ... e nel 2015



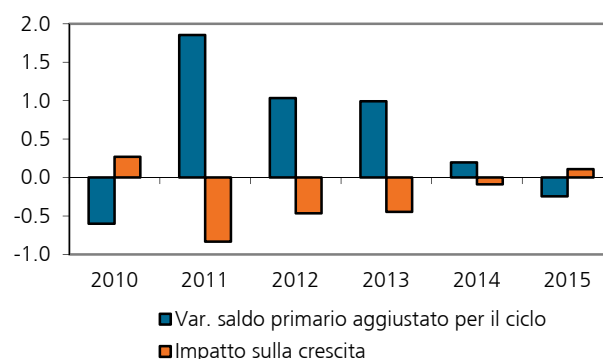
Fonte: Commissione UE

Correzione fiscale richiesta (variazione del saldo di bilancio aggiustato per il ciclo rispetto al 2014) per stabilizzare il debito o ridurlo in misura significativa nei Paesi ad alto debito



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Le previsioni a politiche vigenti implicherebbero un allentamento della politica fiscale nel 2015 (ma è molto probabile che venga richiesta una correzione aggiuntiva)



Fonte: Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

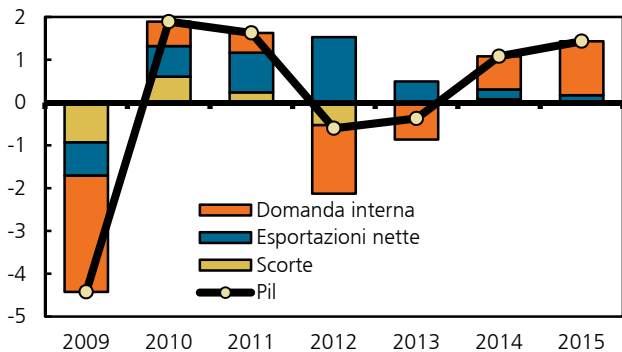
In sintesi, nelle nostre stime il PIL Area euro crescerà a un ritmo medio di 0,4% t/t e di 1,3% a/a nella seconda metà del 2014, e dell'1,5% a/a in media nel 2015. In altri termini, i ritmi di crescita saranno ancor meno spettacolari di quelli visti durante la "ripresina" del biennio 2010-2011 (media: 1,8%).

Il ciclo resta impostato per una ripresa...

La **domanda interna** (al netto delle scorte) è attesa nel nostro scenario in crescita di 0,9% a/a nella seconda metà del 2014 e di 1,3% nel 2015. La ripresa 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 (nelle nostre stime, del 3% a/a nella seconda metà del 2014 e del 3,7% nel 2015), trainata dal miglioramento già in corso dei margini di profitto e delle condizioni di accesso ai mercati dei capitali. Più asfittica invece la crescita degli altri investimenti (0,6% nel secondo semestre e 1,3% l'anno prossimo), dovuta pressoché unicamente all'apprezzabile recupero delle costruzioni in corso in Germania (+2,5% a/a nel secondo semestre nelle nostre stime, +1,9% nel 2015), mentre il settore resta nella migliore delle ipotesi stagnante negli altri Paesi. Prenderà corpo gradualmente anche un rafforzamento dei **consumi** delle famiglie, in area 0,9% a/a nel secondo semestre (da 0,4% nel primo) e 1,3% nella media 2015, trainati dal recupero di potere d'acquisto e dalla stabilizzazione dell'occupazione. Infine, non è certo dalla **spesa pubblica**, attesa in crescita di appena 0,3% a/a sia nella restante parte del 2014 che nel 2015, che è lecito attendersi un sostegno al ciclo, vista la non esaurita necessità di correzione dei saldi di bilancio rispetto agli obiettivi programmatici.

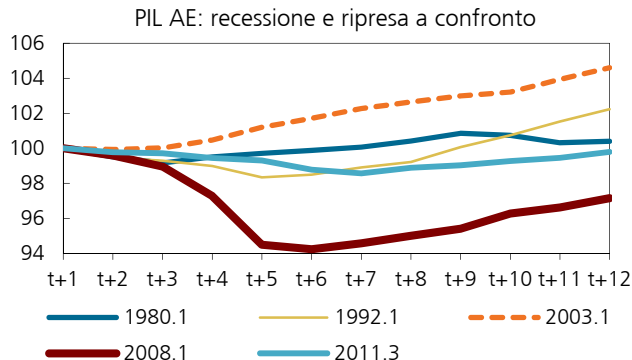
Il **commercio con l'estero** continuerà a dare un contributo positivo al PIL su base annua nella seconda metà del 2014 (0,4%), ma tale spinta potrebbe attenuarsi l'anno prossimo (a 0,2%) per azzersarsi a fine 2015. L'export dovrebbe mantenersi robusto nel 2° semestre (3,9% a/a), ma potrebbe rallentare nel 2015 (a 1,4%). Viceversa, l'import è atteso accelerare a 4,3% l'anno prossimo dopo una seconda metà 2014 in area 3,4%.

Variatione del PIL area euro: principali componenti di crescita



Fonte: Eurostat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

La ripresa in corso resta assai più modesta di quella registrata negli altri episodi del passato

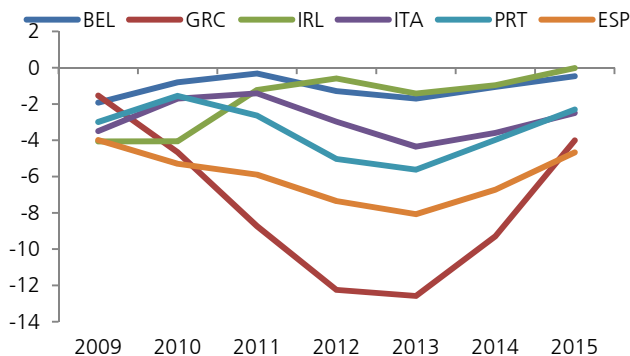


Fonte: Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

In altri termini, la ripresa in atto resta modesta, e si confermerà con ogni probabilità anche nei prossimi trimestri di entità inferiore a quelle registrate negli episodi ciclici del passato. Ciò principalmente a causa di tre motivi: **1) gli scarsi margini a disposizione delle politiche economiche** (la politica monetaria ha pressoché esaurito le "cartucce" a disposizione e la politica fiscale non ha margini per interventi genuinamente a sostegno del ciclo); **2) l'eredità delle pesanti recessioni degli ultimi anni** in termini di distruzione di capacità produttiva e disoccupazione strutturale; **3) la necessità del completamento del processo di *deleveraging*** nei Paesi periferici.

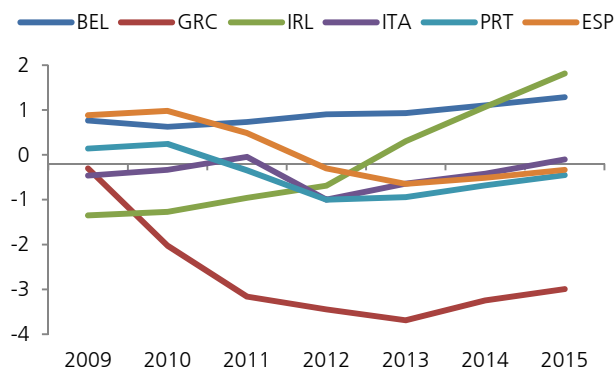
... anche se modesta a confronto con gli analoghi episodi del passato

Non solo l'output gap rimarrà negativo anche nel 2015 in tutti Paesi maggiormente colpiti dalla crisi...



Fonte: OCSE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

... ma anche il PIL potenziale resterà pesantemente negativo in Grecia e stagnante in Italia, Spagna e Portogallo



Fonte: OCSE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rispetto a sei mesi fa, i rischi al ribasso di natura esogena sullo scenario di crescita sembrano essersi ridotti. In particolare, i rischi di un'eventuale recrudescenza della crisi del debito appaiono contenuti: sia il tono congiunturale, sia i rischi di "sforamento" sui conti pubblici, sia i rischi politici si sono ridotti in tutti i principali Paesi periferici o comunque maggiormente colpiti dalla crisi. L'unico vero rischio di natura endogena appare al momento il rischio deflattivo, che però ci sembra rimarrà contenuto se la ripresa del ciclo prosegue, sia pure al non irresistibile passo attuale. Inoltre, come ripetutamente detto, non vi è evidenza che le aspettative di calo dei prezzi stiano spingendo i consumatori a rimandare gli acquisti (il tipico canale attraverso il quale la deflazione può avere impatto sul ciclo).

I rischi di natura endogena appaiono contenuti

In merito ai rischi di natura esogena:

- a) il **rischio-cambio** sembra essersi ridotto anche solo rispetto a poche settimane fa: il deprezzamento dell'euro indotto soprattutto dal maggior attivismo della BCE (che a nostro avviso è destinato a continuare) riduce i rischi sulla competitività e dunque, via export, sul PIL. Nel nostro scenario centrale, il cambio euro/dollaro è visto pari a 1,33 nella seconda metà del 2014; in caso rimanesse agli attuali livelli (1,36), ne deriverebbe un impatto negativo sul PIL di -0,2% (e un effetto positivo di circa altrettanto sul CPI);
- b) sullo sfondo permangono i rischi da alcuni Paesi emergenti e in particolare i timori di un *hard landing* della **Cina**; in merito, confermiamo la nostra stima di sei mesi fa secondo cui un rallentamento del PIL cinese al 5% nel 2014 (anziché 7,5% come nelle stime ufficiali) avrebbe un impatto negativo di -0,1% sulla crescita del PIL Area euro dopo un anno; tuttavia, in caso di impatto sul sistema bancario e dunque di crisi finanziaria, l'effetto potrebbe essere ben più rilevante;
- c) infine, permangono dei timori in merito alle **tensioni geopolitiche** in Medio Oriente e Ucraina.

Tra i rischi esogeni, in calo il rischio-cambio, ma restano le tensioni geopolitiche

Con riferimento a queste ultime, un eventuale aumento delle quotazioni di greggio del 10% rispetto al nostro scenario base (media intorno a 110 dollari al barile per il Brent nella seconda metà del 2014) avrebbe un impatto negativo di -0,1% sul PIL (e di +0,2% sull'inflazione) dopo un anno. Per ciò che concerne l'**Ucraina**, finora l'impatto della crisi è stato significativo sull'economia russa ma trascurabile su quello dell'Eurozona. Proprio i collegamenti commerciali e finanziari con la Russia sarebbero il principale canale attraverso cui si potrebbero potenzialmente propagare effetti avversi sul ciclo dell'Eurozona: il canale di trasmissione non è solo l'export (circa il 5% delle esportazioni verso l'esterno dell'area euro è diretto alla Russia, solo l'1% all'Ucraina) ma soprattutto l'import: circa il 25% delle importazioni di gas e il 30% di petrolio provengono da tale Paese. I nessi finanziari sono relativamente contenuti, in quanto le banche dell'Area dell'euro registrano attività nei confronti della Russia per un ammontare limitato all'1% del PIL. In sintesi, il solo calo del 10% dell'export verso la Russia avrebbe un impatto negativo di un decimo sul PIL dell'Area euro, ma la rilevanza degli altri canali di trasmissione (che dipenderà dall'evolversi delle trattative e dall'eventualità di sanzioni e/o ritorsioni) potrebbe amplificare tale effetto. Chiaramente, l'impatto sarebbe molto differenziato per Paese: ne risentirebbero maggiormente i Paesi baltici, ma un effetto apprezzabile si avrebbe, anche attraverso le ripercussioni sui Paesi dell'Europa orientale, su Austria, Belgio, Olanda e Germania.

### Area euro: la disinflazione continua. Difficile una svolta prima del 2015

L'inflazione continua a sorprendere verso il basso. Da gennaio la dinamica dei prezzi al consumo è risultata inferiore alle attese di consenso Bloomberg sette volte su dieci (v. fig. 1). A maggio, l'inflazione si è assestata a 0,5%, un minimo assoluto nella storia dell'Unione monetaria, già toccato a marzo scorso.

Anna Maria Grimaldi

Il calo dell'inflazione area euro è ancora in larga misura spiegato dalla dinamica dell'energia e degli alimentari (per circa il 73%) che hanno frenato sensibilmente dal settembre 2013 (v. fig. 3). Il calo dei prezzi degli alimentari si è accentuato da inizio anno (-2,5% a/a a maggio da +1,5% a/a a dicembre 2013), per effetto del clima eccezionalmente mite. Il rallentamento dell'inflazione è stato amplificato, come riconosce la stessa BCE nel bollettino di giugno scorso, dall'apprezzamento del cambio a partire da luglio 2012 (+10% fino a fine aprile 2014). La BCE ha specificato che l'apprezzamento del cambio nel 2013 ha aggiunto all'incirca lo 0,5% alla dinamica dei prezzi al consumo.

**Il rallentamento dell'inflazione è spiegato in larga misura dalle componenti volatili e cambio ma...**

Ma il rallentamento dell'inflazione non è dovuto solo alle componenti volatili e cambio, anche la dinamica dei prezzi al netto di energia e alimentari, misura preferita dalla BCE, ha frenato sensibilmente dall'1,3% a/a di agosto 2013 allo 0,7% a/a nel maggio scorso, contribuendo per circa il 30% al calo della dinamica complessiva, ben più che nell'episodio di tracollo dell'inflazione del 2009. L'inflazione *core* ha frenato più nella Periferia che al Centro. Se si esclude il contributo di tasse e prezzi amministrati, l'inflazione cosiddetta ciclica è rallentata dall'1,0% di settembre scorso allo 0,5% a/a in maggio; nella Periferia è a zero da 0,3% (v. fig. 10). La decelerazione dell'inflazione *core* è spiegata da un rallentamento della dinamica dei prezzi dei beni non energetici a 0,0% a/a a maggio da +0,4% a settembre 2013, ma anche dei prezzi dei servizi a +1,1% a/a da +1,4% a/a (v. fig. 4). Il prezzo dei beni non energetici è tipicamente più legato a fattori globali, dal momento che i beni sono o importati o caratterizzati da un alto contenuto di import. I prezzi dei servizi sono invece più legati alla dinamica della domanda interna e del costo del lavoro domestico. Il calo dei prezzi dei servizi è spiegato in larga parte dal calo dei prezzi delle comunicazioni nel 2013, un fenomeno che si è già osservato a metà degli anni Duemila e che non è certo riconducibile alla debolezza della domanda interna. Tuttavia, il rallentamento dell'inflazione relativa ai servizi non energetici 2014 è dovuto anche ai capitoli ricreazione, alberghi e ristoranti, più direttamente influenzati da fattori di domanda (v. fig. 5). Potrebbe trattarsi di una debolezza temporanea legata alla cadenza anomala della Pasqua, ma il calo appare più marcato nella Periferia che al Centro (v. fig. 6) e fa ritenere che la debolezza della domanda in questi paesi abbia pesato su alcune categorie di spesa. Il calo dell'inflazione *core* non è quindi spiegato solo da fattori esogeni ma anche dalla debolezza della domanda interna, in particolare negli ultimi mesi.

**... sta pesando anche la debolezza della domanda interna**

La sorpresa sulla dinamica inflazionistica nell'ultimo anno è evidente dalle revisioni alle stime di consenso per il 2014 (v. fig. 2). Le stime sono state tagliate dall'1,7% di marzo 2013, all'1,1% a dicembre, fino allo 0,7% a giugno scorso. Le stime per il 2015 sono passate dall'1,4% di gennaio all'1,2% a maggio. La stessa BCE, a giugno, ha rivisto sensibilmente le stime di inflazione rispetto a marzo 2014 a 0,7% da +1,0% e tagliato la stima 2016 all'1,5% da un precedente 1,7% e, come può vedersi dalla tabella 1, le revisioni BCE sono quasi interamente spiegate dalla revisione alle stime di inflazione *core*.

**La revisione alle stime BCE è da ricondursi quasi interamente a revisioni verso il basso per il *core***

Le stime BCE di giugno vedono un graduale ritorno dell'inflazione verso l'1,5% a fine 2016, ancora lontano dall'obiettivo del 2%. Le nostre stime sono allineate con quelle della BCE; tuttavia, pensiamo che a fine 2016 l'inflazione sarà ancora ben sotto il 2%, e che i rischi siano decisamente verso il basso, oltre a dipendere più da fattori domestici che non da fattori esogeni.

Tab. 1 – Principali ipotesi alla base delle stime di inflazione BCE di giugno verso Intesa Sanpaolo

	2013	2014	2015	2016	4° trim. 2016
USD/EUR Mar 14 BCE	1.33	1.36	1.36	1.36	
USD/EUR Giu 2014 BCE	1.33	1.38	1.38	1.38	
USD/EUR ISP	1.33	1.33	1.28	1.27	
USD/EUR Consenso	1.33	1.35	1.30	1.30	
Nom eff exch rate Mar 14 BCE	3.8	1.6	0.0	0.0	
Nom eff exch rate Giu 2014 BCE	3.7	2.6	0.0	0.0	
Nom eff exch rate ISP	3.7	2.2	-4.0	2.0	
Oil BCE Giu 2014	108.8	107.2↑	102.2↑	98.2↑	
Oil ISP Giu 2014	108.8	109	107.3	103	
Oil Consensus Giu 2014	108.8	106.7	105.2		
Inflazione headline Giu 2014 BCE*	1.4	0.7 (1,0)	1.1 (1,2)	1.4 (1,5)	1.5 (1,7)
Inflazione headline Giu 2014 ISP	1.4	0.6	1.1	1.4	1.4
Inflazione headline Giu 2014 Consenso	1.4	0.7	1.2	1.5	
<b>Inflazione core Giu 2014 BCE*</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0 (1,1)</b>	<b>1.2 (1,4)</b>	<b>1.5 (1,7)</b>	
Inflazione core Giu 2014 ISP	1.1	0.8	0.9	1.1	
Inflazione core stima sulla base dei fattori stagionali	1.1	0,9	1.1	1.3	

\*BCE stime di marzo 2014 in parentesi. Fonte: BCE e stime Intesa Sanpaolo

In prospettiva, i rischi esogeni per la dinamica dei prezzi al consumo sembrano essere contenuti. Le indicazioni dalle indagini congiunturali sui prezzi praticati nell'industria, servizi, costruzioni e commercio come derivabili dalle indagini della Commissione UE e PMI prezzi praticati, suggeriscono che le pressioni al ribasso a monte della catena produttiva sono in parte rientrate (v. fig. 23). Inoltre, il prezzo del petrolio rimane basso nonostante le tensioni geopolitiche in Iraq. Abbiamo rivisto verso l'alto le stime per il prezzo del Brent nel 2015 e nel 2016 solo di pochi dollari nell'ultimo mese. Le nostre stime e quelle di Consenso sono marginalmente più elevate rispetto alle ipotesi tecniche sul petrolio alla base delle stime di giugno BCE. Nel bollettino di giugno, la BCE valuta che un prezzo del petrolio più elevato del 7% nel 2015 e del 13% nel 2016, ovvero di circa 115 dollari, lascerebbe l'inflazione Area euro due decimi più in alto rispetto alle stime di giugno. Per quel che concerne il cambio effettivo, la BCE si aspetta un cambio all'incirca stabile sui livelli di metà maggio (1,38), mentre la nostra previsione è di un deprezzamento del cambio EUR di circa il 4% di qui a fine 2014. Il rischio dunque di sorprese rispetto alle stime BCE, legate alla dinamica dell'energia e del cambio, sembra essere contenuto. Per le nostre previsioni e quelle di consenso il cambio rimane un fattore di rischio dal momento che, in assenza di un deprezzamento dell'euro per fine 2014 all'1,30, ovvero di un cambio effettivo più forte di circa l'1,6%, l'inflazione Area euro potrebbe essere più bassa di un decimo nel 2015-16.

**Le sorprese rispetto alle stime BCE difficilmente verranno dalle esogene, date le ipotesi tecniche di giugno**

Tab. 2 – Risposta dell'inflazione ad un apprezzamento del cambio effettivo EUR del 10% dopo un anno

	+10% tasso di cambio effettivo impatto un anno dopo lo shock
BCE	-0.6
Oxford Economic Forecasting	-0.7

Fonti: BCE Bollettino di marzo 2014 e BCE e Oxford Economic Forecasting

Dati i limitati rischi dalle esogene, il vero nodo per la dinamica inflazionistica rimane, a nostro avviso, il trend dell'inflazione sottostante e se questo abbia toccato un minimo a inizio 2014, come indicato dalla BCE, e possa tornare a salire già dall'estate, fino all'1,7% a fine 2016. Nonostante i tagli, le stime di inflazione core BCE sono ancora significativamente più elevate di quanto non suggerirebbe una previsione basata semplicemente su fattori meccanici, ovvero sulla stagionalità mensile osservata negli ultimi quattro anni (v. tab. 1). Il rialzo dell'inflazione core nelle stime BCE non è spiegato da tasse e accise, dal momento che le stime di inflazione core a tassazione costante coincidono con quelle di inflazione core incluse le tasse. Sostanzialmente, la BCE ritiene che l'eredità della crisi e l'ampio output gap avranno un impatto limitato e calante sulla dinamica dell'inflazione core da giugno in avanti. Ciò non sorprende, dal momento che la

**Il vero nodo è la dinamica sottostante, che potrebbe continuare a scendere a differenza di quanto assunto dalle nuove stime BCE**

BCE ha più volte manifestato un certo scetticismo sull'esistenza nell'Eurozona di una relazione tra variabili di eccesso di offerta e dinamica dell'inflazione *core* (si veda il bollettino economico di Novembre 2013), anche se di recente (bollettino di marzo 2014) ha modificato la *guidance* indicando che i tassi rimarranno bassi anche quando l'economia area euro sarà tornata a crescere al potenziale (0,8% da ultime stime OCSE), ovvero già a fine 2014, dato l'ampio *slack* nell'economia.

Il nostro modello strutturale suggerisce che<sup>10</sup> una riduzione (aumento) di 1% dell'*output gap* determina un aumento (calo) dell'inflazione *core* di poco meno di 0,1% dopo uno/due trimestri. Anche assumendo che la ripresa evolva come da stime ultime BCE (1,5 nel 2015 e 1,7 nel 2016) riteniamo che l'inflazione *core* possa risalire al più all'1,3% e non all'1,7% a fine 2016 come assunto dalla BCE. In uscita da una crisi senza precedenti, è difficile valutare quale possa essere l'impatto di un eccesso di offerta così ampio sulla dinamica dei prezzi interni, come in parte suggeriscono le numerose sorprese verso il basso sull'inflazione negli ultimi mesi. Non può escludersi che, nel periodo più recente, non solo la variazione ma anche il livello dell'*output gap* (mai così ampio dal 1998 ad oggi) possa avere un impatto sulla dinamica dei prezzi *core*. Stime rudimentali per la Periferia sulla relazione tra capacità inutilizzata nell'economia e dinamica dei prezzi *core* a tassazione costante confermano che dal 2010 la dinamica dell'inflazione *core* non è spiegata solo dalla variazione dell'*output gap*, ma anche dal suo livello (v. figg. 13 e 14).

Va inoltre considerato che il processo di svalutazione salariale in atto in molti Paesi della Periferia (Spagna, Grecia e Portogallo), se auspicabile per il ribilanciamento degli squilibri interni, contribuisce a frenare la dinamica dei prezzi interni. Il fenomeno dovrebbe essere transitorio per natura ma è pur vero che, data l'entità degli squilibri in questi Paesi, non si concluderà in tempi brevi. Ci aspettiamo che nei prossimi due anni, inoltre, la dinamica del costo del lavoro sarà frenata da un recupero ciclico di produttività. Nel 1° trimestre del 2014 il costo del lavoro orario nella media Area euro si è aggirato a 0,9% a/a, in rallentamento dal +1,7% a/a di fine 2013, per effetto di una crescita più lenta dei salari in Italia (-0,2% a/a da +1,3% a/a), Spagna (0,6% a/a da +3,0% a/a), Olanda (1,0% a/a da 2,8% a/a) e Irlanda (-0,3% a/a da +0,2% a/a). I salari hanno invece accelerato in Francia (1,8% a/a da 1,6% a/a) mentre crescono a ritmo invariato in Germania (2,2% a/a). Soltanto in Germania è ragionevole assumere un'accelerazione del costo del lavoro sull'orizzonte di previsione, dal momento che i vincoli dal lato dell'offerta di lavoro sono ormai stringenti e il tasso di disoccupazione è al livello considerato strutturale.

Stimiamo che l'inflazione *core* toccherà un minimo in estate allo 0,5-0,6%, con qualche mese di ritardo rispetto alle stime BCE, e che comincerà a salire soltanto a inizio 2015, ovvero quando l'*output gap* dovrebbe essersi, in parte, ridotto nella media Area euro (v. fig. 12). Tuttavia, dato il basso livello di partenza, basterebbe poco per lasciare l'inflazione *core* sui minimi storici in particolare nella Periferia e quindi l'inflazione *headline* ancora più vicina all'1,0% che al 2,0%. Più membri del Consiglio hanno indicato che l'1,0% è una soglia di tolleranza minima per le stime di inflazione di medio periodo.

**Dal 2010, non solo la variazione ma anche il livello dell'*output gap* sembra pesare sulla dinamica *core* in particolare nella periferia**

**Il processo di svalutazione salariale nella periferia è sì temporaneo, ma non si concluderà in tempi brevi**

**Ci aspettiamo un minimo per l'inflazione *core* a fine estate e un aumento significativo verso l'1,0% da gennaio 2015**

<sup>10</sup> Le stime sono derivate da una semplice equazione stimata per il periodo 1° trim. 1998 – 1° trim. 2014, in cui la variabile dipendente è la variazione *core*, le variabili esplicative sono la variazione ritardata di due periodi dell'*output gap* (come da stime OCSE), la variazione ritardata di due anni del tasso di cambio effettivo EUR, la variazione del CPI energia ritardata di due periodi e la variazione degli alimentari freschi ritardata. L'effetto della variazione di un punto dell'*output gap* sulla variazione dell'inflazione *core* è di 0,088, mentre una variazione del cambio effettivo del 10% determina una variazione dell'inflazione *core* di 1,1 dopo due anni.

La BCE, nel bollettino di giugno, ha analizzato il rischio di deflazione e la natura e la persistenza dei fattori all'origine del rallentamento dell'inflazione in area euro e conclude che il rischio di deflazione in senso stretto, inteso come calo generalizzato del livello dei prezzi per un periodo esteso di tempo, rimane assai limitato per la media dell'area, dal momento che: 1) non si riscontra un calo generalizzato e prolungato di un'ampia gamma di prezzi di beni e servizi (v. fig. 8 e 9); 2) le attese di inflazione rimangono ancorate e sono ancora coerenti con l'obiettivo di stabilità dei prezzi BCE (in realtà va segnalato che le attese a cinque anni dei *professional forecasters* sono calate all'1,8% da un precedente 1,9% e le aspettative di mercato sono scivolote negli ultimi mesi, si vedano figg. 23-25); ma anche 3) perché ci si aspetta una ripresa ciclica ed un graduale calo della disoccupazione. La stessa BCE, dunque, riconosce che quel che conta per le prospettive di inflazione *core* è la ripresa ciclica.

Concordiamo con la BCE sul fatto che una deflazione in senso stretto è poco probabile ma la disinflazione è qui e va contrastata

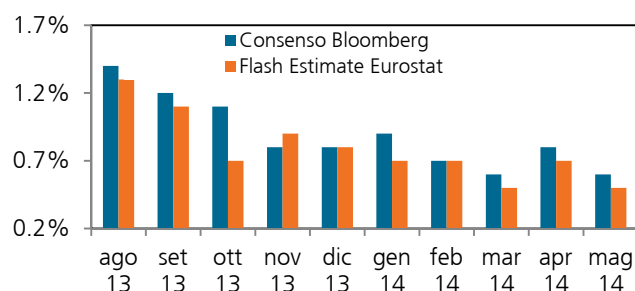
In **conclusione**, ci sembra che permanga un rischio non trascurabile che l'inflazione Area euro rimanga più vicina all'1,0% che al 2,0% anche nel 2016, anche se siamo concordi con la BCE sul fatto che il rischio di vera e propria deflazione sia contenuto per la media dell'area.

Tab. 3 – Stime di inflazione 2014-16 per i principali paesi membri

	Aus	Bel	Fin	Fra	Ger	Gr	Irl	Ita	Lux	NL	Port	Slo	Spa
2013	2,1	1,2	2,2	1,0	1,6	-0,9	0,5	1,3	1,7	2,6	0,4	1,9	1,5
2014	1,4	0,5	1,0	0,9	0,9	-1,2	0,2	0,6	0,9	0,7	-0,4	0,2	0,1
2015	1,4	0,9	1,1	1,0	1,5	0,1	1,1	1,3	1,7	1,3	1,4	0,7	0,6
2016	1,9	2,0	1,8	0,9	1,5	0,6	1,8	1,6	2,7	1,3	2,1	2,0	1,0

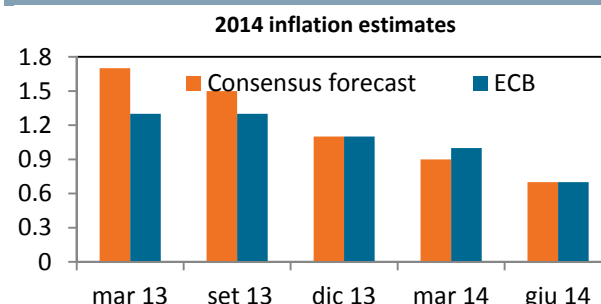
Fonte: Eurostat e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Da agosto scorso l'inflazione ha sorpreso verso il basso sette volte su dieci



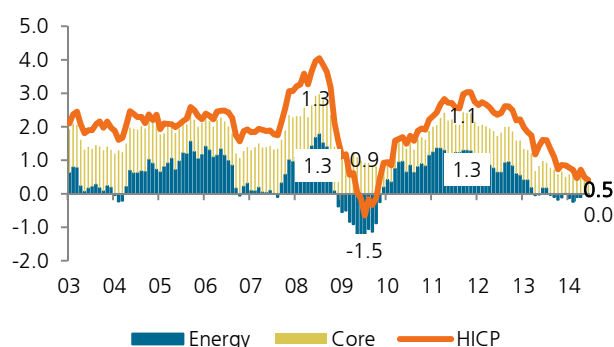
Fonte: Eurostat, Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Le stime di inflazione 2014 sono state più che dimezzate nell'ultimo anno



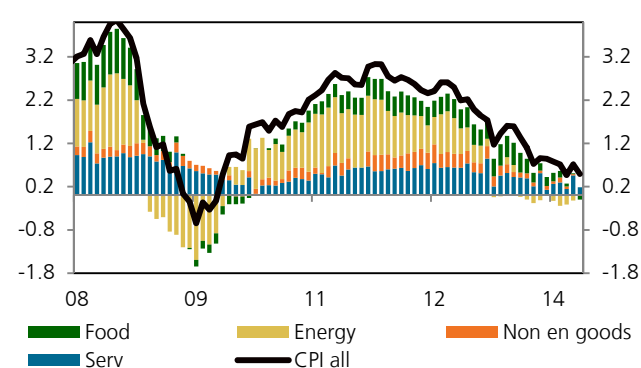
Fonte: Eurostat e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Il calo dell'inflazione è spiegato in larga misura dall'energia ma il rallentamento del *core* ha contribuito più che in passato



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

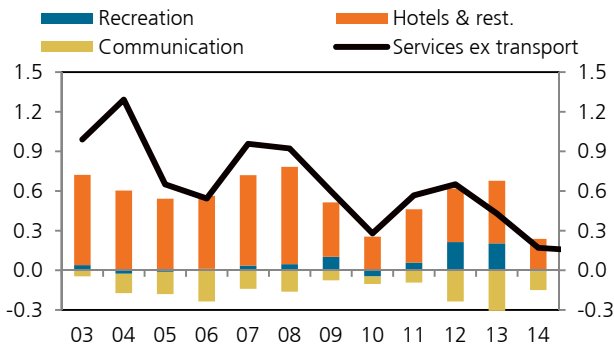
Fig. 4 – Il rallentamento del *core* è spiegato dal calo del prezzo dei beni non energetici, ma anche i servizi non energetici hanno frenato di recente



Fonte: Eurostat e stime Intesa Sanpaolo

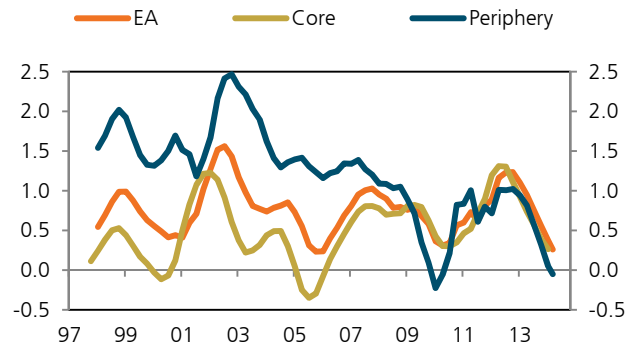


**Fig. 5 - Il calo dell'inflazione servizi al netto dei servizi è spiegato dalle telecomunicazioni, ma anche da alberghi e ristoranti**



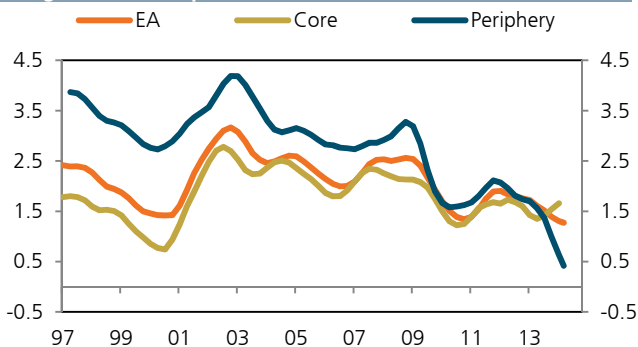
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 6 - L'inflazione beni non energetici nella Periferia è a zero, ma tale aggregato risente maggiormente di fattori esogeni (cambio)**



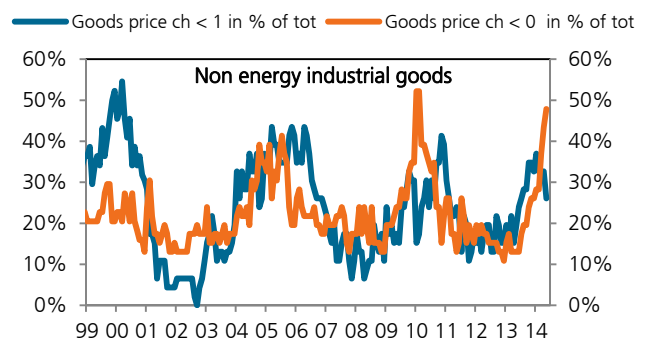
Nota: Periferia = Ita+Spa+Gr+Pt+Irl; Centro = Germ+Fr+ NI+ Bel  
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 7 - Anche il prezzo dei servizi più legato a fattori domestici è rallentato, ma meno del prezzo dei beni non energetici. Il calo è più marcato nella Periferia**



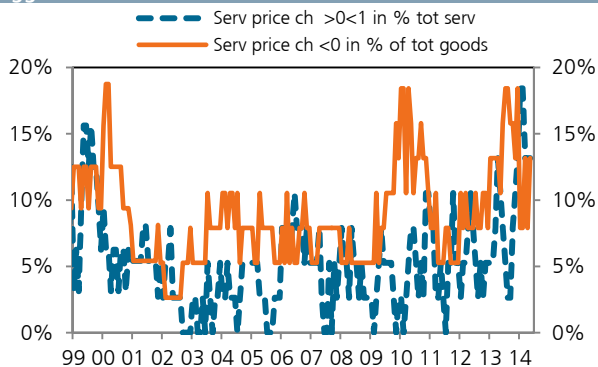
Nota: Periferia = Ita+Spa+Gr+Pt+Irl; Centro = Germ+Fr+ NI+ Bel  
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 8 - Nella media area euro, la percentuale di beni con prezzi in territorio negativo non è più alta che in passato mentre...**



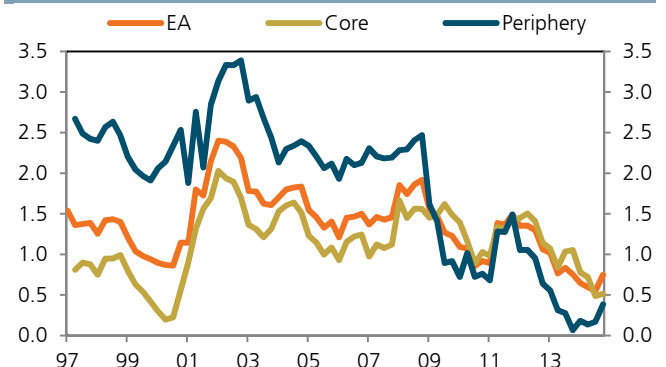
Nota: le percentuali sono calcolate su 46 sotto indici beni non energetici. Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 9 - ... per i servizi la percentuale con variazioni al di sotto dell'1,0% rimane sui massimi assoluti, anche se è calata a maggio**



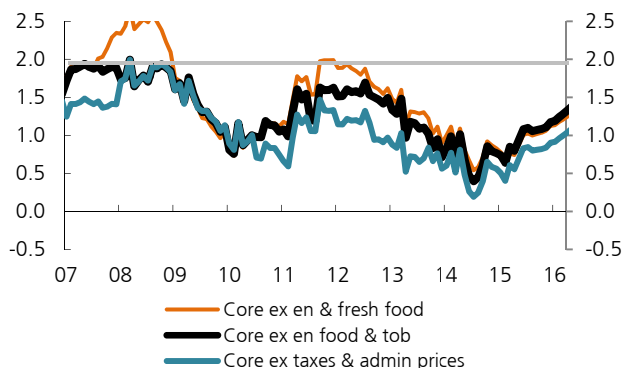
Nota: le percentuali sono calcolate su 38 sotto indici servizi. Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 10 - L'inflazione core al netto delle tasse è rallentata non solo nella Periferia ma anche al Centro**



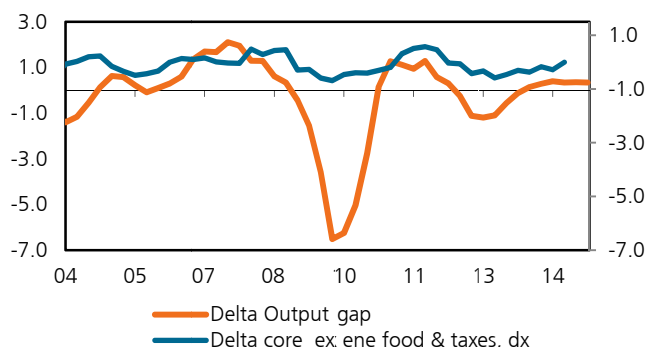
Nota: Periferia = Ita+Spa+Gr+Pt+Irl; Centro = Germ+Fr+ NI+ Bel  
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 11 – Ci aspettiamo che l'inflazione *core* tocchi un minimo a inizio 2015



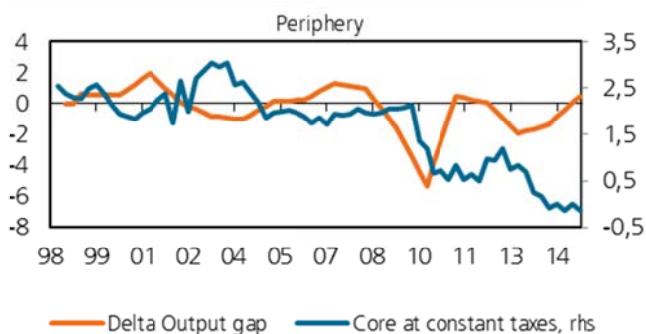
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – La graduale chiusura dell'*output gap* dovrebbe contribuire ad una lenta risalita dell'inflazione *core*



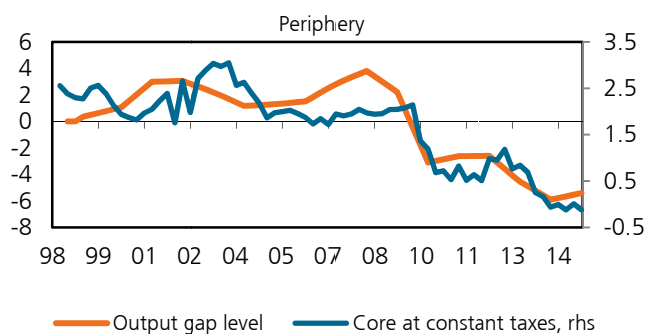
Nota: per *output gap* usiamo le stime OCSE  
Fonte: OCSE, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 13 – Per la dinamica *core* nella Periferia nel periodo più recente sembra contare non solo la variazione dell'*output gap*...



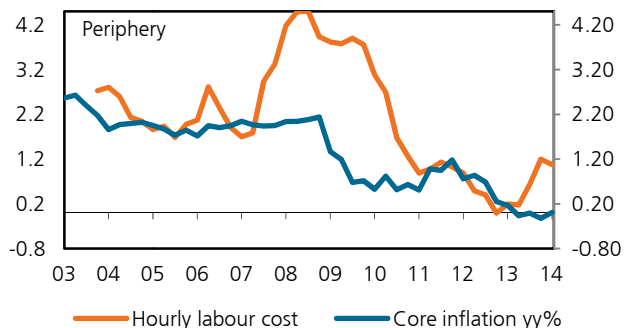
Nota: l'*output gap* è basato su stime OCSE  
Fonte: OCSE, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 14 – ... ma anche il livello. Il che indica che l'ampio *slack* accumulatosi potrebbe frenare l'inflazione sottostante più di quanto suggerito dalle elasticità storiche



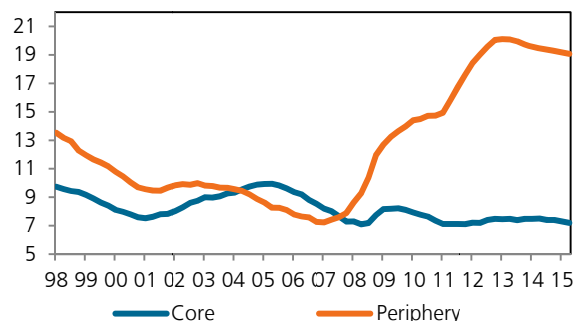
Nota: l'*output gap* è basato su stime OCSE  
Fonte: OCSE, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 15 – Il processo di moderazione salariale nella Periferia è temporaneo ma non si concluderà in tempi brevi dato anche...



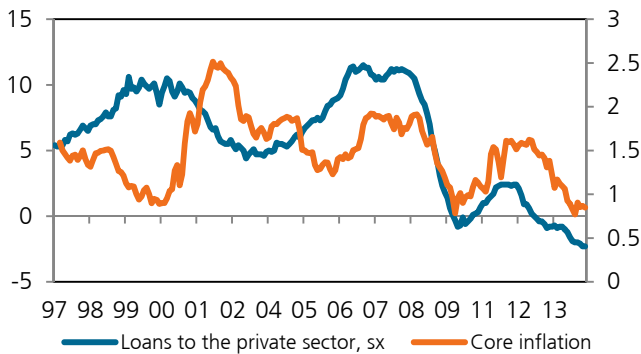
Nota: l'*output gap* è basato su stime OCSE  
Fonte: OCSE, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 16 – ... l'elevato tasso di disoccupazione che ci aspettiamo cali solo lentamente sull'orizzonte di previsione



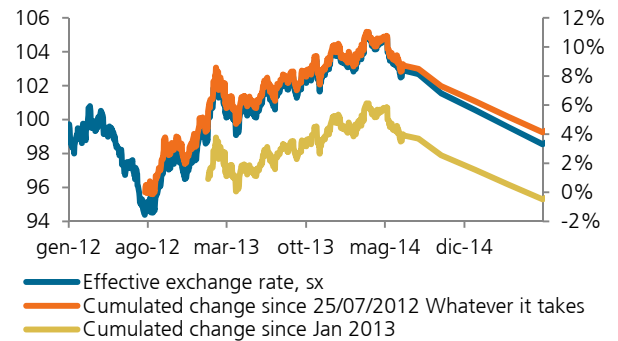
Nota: l'*output gap* è basato su stime OCSE  
Fonte: OCSE, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 17 – Il credito per ora continua a contrarsi**



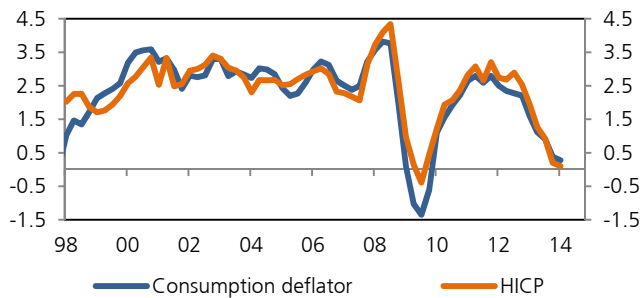
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 18 – In assenza di un ulteriore deprezzamento del cambio la svolta dell'inflazione a inizio 2015 potrebbe essere meno significativa**



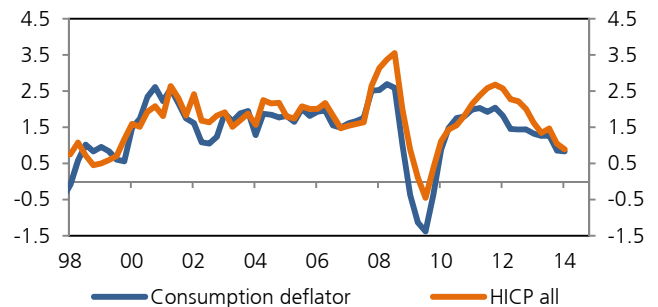
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 19 – Il deflatore dei consumi conferma il calo dei prezzi al consumo più marcato nella Periferia che...**



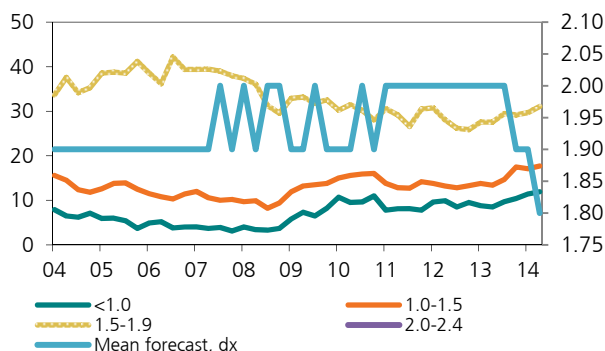
Nota: Periferia = Ita+Spa+Gr+Pt+Irl  
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 20 - ... al Centro**



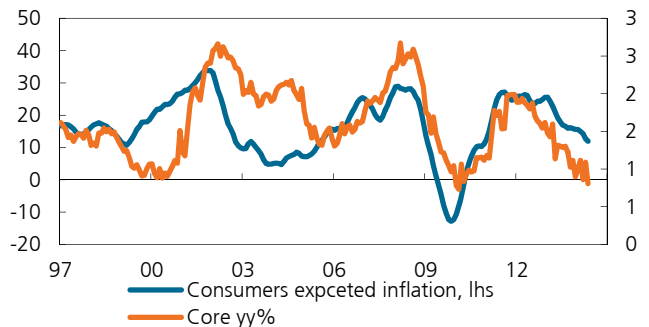
Nota: Centro = Germ +Fr+ NI+ Bel  
Fonte: Eurostat e stime Intesa Sanpaolo

**Fig. 21 - Le attese di medio periodo dall'indagine dei professional forecasters sono calate in media all'1,8% e la distribuzione di frequenze si è spostata ancora verso il basso**



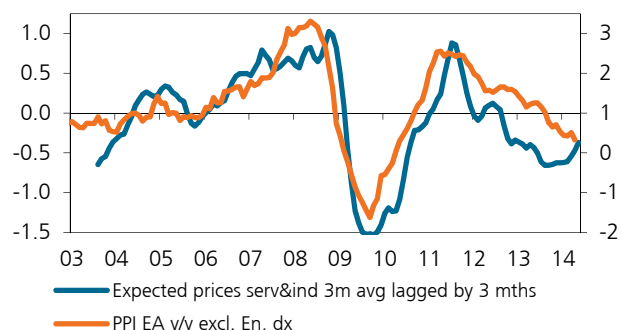
Nota: 5 yrs Inflation forecast mean & frequency distribution. Fonte: BCE Indagine dei Professional Forecasters (SPF) ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 22 – Le attese delle famiglie scivolano lentamente ma non sono sui minimi storici**



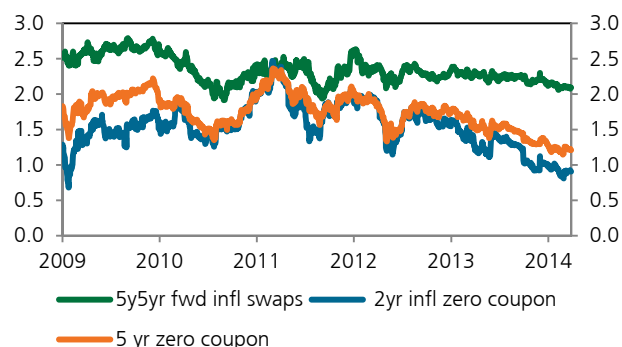
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 23 – Le pressioni verso il basso a monte della catena produttiva al netto dell'energia sembrano rientrate



Nota: attese di prezzi praticati media degli indici per prezzi praticati nell'industria, servizi, commercio al dettaglio e costruzioni dall'indagine della Commissione UE. Le serie sono standardizzate.  
Fonte: Commissione UE, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 24 – Le attese di inflazione di mercato sono scivolote verso il basso negli ultimi mesi



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

## BCE: una lunga pausa dopo le misure di giugno, e poi?

Lo *Scenario* di marzo avisava che probabilmente la BCE sarebbe stata costretta a muoversi ancora prima dell'estate, perché la sola comunicazione verbale, per quanto potenziata alla riunione di marzo, non sarebbe stata sufficiente a tenere sotto controllo le attese di mercato monetario ed il cambio. Tra le possibili azioni, si ipotizzavano un taglio del refi a 0,10-0,15%, un taglio del tasso sui depositi in territorio marginalmente negativo e la sospensione della sterilizzazione del SMP.

Con il pacchetto di misure di giugno scorso, la BCE ha in parte sorpreso i mercati, dal momento che ha dispiegato tutte assieme quelle misure che ragionevolmente non avrebbero incontrato opposizione all'interno del Consiglio per contrastare il rischio di prolungata bassa inflazione nella zona euro. In aggiunta alle misure da noi indicate a marzo scorso:

- i. È stato prorogato il regime di assegnazione piena nelle aste di finanziamento fino a dicembre 2016 le operazioni trimestrali saranno indicizzate al tasso prevalente nelle OPR per la durata di vita media dell'operazione;
- ii. è stato annunciato un programma di operazioni di rifinanziamento condizionate al rifinanziamento del credito al settore privato (esclusi i mutui) denominate TLTRO (*Targeted Long-Term Refinancing Operations*). Altre operazioni condizionate all'erogazione di nuovi prestiti saranno condotte con cadenza trimestrale tra marzo 2015 e giugno 2016 tutte con scadenza settembre 2018. Per le operazioni di settembre e dicembre 2014 l'ammontare di fondi che potranno essere presi in asta è pari al 7% dei prestiti al settore privato non finanziario (esclusi i mutui alle famiglie 5307 miliardi di euro) ovvero circa 400 miliardi di euro. La 'quota' italiana dovrebbe essere di circa 71 miliardi. Per le aste che saranno condotte tra marzo 2015 e giugno 2016 sarà possibile prendere a prestito fino ad un massimo di tre volte l'ammontare dei prestiti concessi tra il 30 aprile ed il mese in cui si terrà l'asta ed in eccesso di un *benchmark* da definire. Il *benchmark* dovrebbe tenere conto dei prestiti erogati da ciascuna banca nei 12 mesi fino all'aprile 2014. Il costo delle operazioni sarà particolarmente vantaggioso dal momento che il tasso applicato per la durata dell'operazione sarà il refi prevalente nel mese di assegnazione fondi più uno spread di 10 punti base. È previsto l'obbligo di rimborso anticipato nel settembre 2016 se la crescita degli impieghi fra l'aprile 2014 e l'aprile 2016 è inferiore al valore di riferimento che sarà annunciato dalla BCE.

Anna Maria Grimaldi

La BCE con il pacchetto di giugno ha fatto più di quel che ragionevolmente ci si poteva attendere

- iii. L'ammissibilità di prestiti alle imprese e mutui come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento, su discrezione delle Banche centrali nazionali è stata estesa fino al settembre 2018.
- iv. Avvio dei lavori preparatori per avviare un programma di acquisti di ABS con sottostante costituito da prestiti a imprese non finanziarie, purché costruiti in modo semplice e trasparente.

Le misure adottate dalla BCE mirano a rendere più accomodanti le condizioni finanziarie e monetarie e a stimolare l'erogazione di nuovi prestiti al settore privato non finanziario, facendo leva sul canale di trasmissione della politica monetaria. Mentre il taglio del tasso sui depositi in negativo era in larga misura scontato dal mercato, l'estensione dell'assegnazione piena fino a dicembre 2016 è più sorprendente. La BCE si è impegnata di fatto a tenere i tassi fermi per oltre due anni, quando probabilmente quelli di Fed e BoE staranno già salendo, e questo dovrebbe contribuire a tenere sotto controllo le attese di mercato monetario ed il cambio. Un tasso negativo non soltanto sui depositi *overnight*, ma anche sull'eccesso di giacenza sui conti correnti dovrebbe incentivare la mobilitazione delle riserve, ma, come abbiamo argomentato nel WEM del 30 maggio scorso, inizialmente le banche che detengono eccesso di fondi li utilizzeranno per sfruttare l'opportunità di *carry* sulla curva governativa più che per aumentare l'erogazione sul mercato interbancario e/o per potenziare gli impieghi alla clientela.

Le TLTRO (Targeted Long-Term Refinancing Operations) dovrebbero incidere sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Tali operazioni potrebbero avere un impatto positivo sul costo medio della raccolta per alcuni istituti di credito, fornendo accesso garantito e a basso costo a fonti di liquidità a medio termine. Il successo delle TLTRO nello stimolare il credito al settore privato non finanziario (prestiti alle imprese e famiglie esclusi i mutui) dipende però non solo dalla disponibilità di fondi a basso costo, ma anche dalle condizioni della domanda di credito, dalla situazione patrimoniale delle banche e dalle valutazioni sul rischio dei debitori. Da questo punto di vista le TLTRO non rimuovono eventuali vincoli di capitale per le banche né risolvono la domanda di credito che, vale la pena ripeterlo, è carente perché le prospettive macroeconomiche rimangono ancora incerte. Le TLTRO potrebbero avere un effetto limitato sul volume degli impieghi e sul costo dei prestiti per imprese e famiglie (si noti che i mutui sono esclusi come fu il caso del *Funding for Lending Scheme* della BoE). Innanzitutto, l'ammontare di prestiti potenzialmente interessati dalle aste di settembre e dicembre è piuttosto limitato; 400 miliardi di euro rappresentano, difatti, poco più del 4% del PIL dell'Eurozona e meno di quanto preso a prestito dalle banche nella seconda operazione di rifinanziamento triennale del febbraio 2012. L'efficacia nel rilanciare gli impieghi potrebbe accrescere nel 2015-16, quando il completamento delle ricapitalizzazioni e il calo del costo del rischio allenteranno i vincoli primari all'aumento degli impieghi, mentre crescerà la domanda di fondi per finalità virtuose (per es., rinnovo o espansione degli impianti): il programma TLTRO, infatti, prevede una serie di aste trimestrali che consentiranno alle banche europee di rifinanziare *fino a tre volte l'aumento netto degli impieghi* realizzato dal 30 aprile 2014. Il beneficio certo è il risparmio sul costo della raccolta per il sistema bancario, che tenderà a essere più cospicuo nella periferia che al centro. Si noti, inoltre, che annunciare aste a tasso fisso con scadenza 2014 è un impegno piuttosto vincolante da parte della BCE a tenere i tassi bassi per un periodo esteso di tempo. La valutazione del potenziale impatto delle TLTRO sul volume di nuovi impieghi, nonché sui tassi alla clientela è resa difficile dalla mancanza di dettagli sulle modalità con cui verranno condotte le operazioni. In primo luogo, ci aspettiamo che a luglio la BCE specifichi come sarà calcolato il benchmark rispetto al quale sarà valutato l'aumento effettivo degli impieghi alla clientela. Nella comunicazione di giugno la BCE indicava che la crescita degli impieghi al momento della richiesta fondi in BCE doveva eccedere di un benchmark la media dei prestiti erogati da ciascuna banca nei 12 mesi fino al 30 aprile 2014. In secondo luogo, la BCE potrebbe introdurre meccanismi per accertare che i fondi siano veicolati all'erogazione di credito a piccole e medie

**Estensione del *full allotment* e tasso negativo sui depositi mirano a tenere sotto controllo le attese di mercato monetario e cambio**

**Con le TLTRO la BCE si propone di stimolare il credito, facendo leva sul canale di trasmissione**

**L'effetto delle LTRO sul credito è per ora difficile da valutare anche perché si attendono maggiori dettagli operativi**

imprese (e non solo a imprese di grandi dimensioni, che già godono di condizioni più agevolate e di accesso diretto al mercato). Infine, sarà interessante capire se saranno introdotti obblighi di trasferimento del beneficio alla clientela finale. È assai probabile che la BCE eserciti una forte *moral suasion* sulle banche perché prendano fondi e trasferiscano il risparmio di costo ai tassi alla clientela. Va però considerato che difficilmente l'impatto in termini di risparmio di tassi alla clientela sarà assai significativo.

Nel complesso le misure adottate dalla BCE sono un passo intermedio per cercare di contrastare il rischio di prolungata disinflazione. La BCE spera di tenere sotto controllo le attese di mercato monetario e quindi il cambio con il tasso negativo sui depositi e l'estensione dell'assegnazione piena e di aumentare la liquidità sistemica con le TLTRO e la sospensione della sterilizzazione. Le misure ridurranno la correlazione dei tassi di interesse europei a fronte di un ciclo di rialzi negli Stati Uniti che sarà a nostro avviso più aggressivo di quanto incorporato dal mercato. D'altro canto, sarebbe illusorio pensare che i tassi a medio e lungo termine non seguano quelli americani.

Inoltre, come abbiamo ampiamente argomentato, il rischio che l'inflazione rimanga più vicina all'1,0% che al 2,0% anche nel 2016 non è trascurabile; molto dipenderà dall'evoluzione dello scenario macro e da quanto rapidamente si chiuderà l'*output gap* in particolare nella periferia. Draghi ha chiarito che ulteriori misure di policy sono condizionate a revisione verso il basso alle stime di inflazione di medio periodo. Qualche indizio in più sullo stato di salute dell'economia area euro, dopo i segnali di rallentamento dai PMI e IFO di maggio e giugno, si avrà con i dati estivi ma in ogni caso è difficile che la BCE si sbilanci già con le stime di settembre, dal momento che vorrà verificare l'impatto delle misure annunciate a giugno e attendere l'esito almeno della prima operazione di rifinanziamento a quattro anni di settembre prossimo.

Dopo le misure adottate a giugno, alla BCE non resta molto da fare nel caso in cui rischi di protratta disinflazione non dovessero recedere. È probabile che la BCE annunci per l'autunno un programma di acquisto di ABS con lo scopo di rendere più liquido questo segmento di mercato e favorire la redistribuzione del rischio di credito su una platea più ampia di intermediari finanziari. Se mirato a rilanciare il mercato degli ABS avrà una dimensione contenuta, perché altrimenti rischierebbe di togliere liquidità al mercato invece di aumentarla.

Cosa potrebbe fare la BCE nel caso in cui la crescita dovesse rimanere fiacca e l'inflazione intorno all'1,0%? Alla BCE non resterebbero altre opzioni che un programma di stimolo quantitativo. All'interno del Consiglio, la resistenza contro programmi su larga scala di titoli di stato rimane assai forte, arrivando nei casi più estremi anche a contestarne la conformità ai trattati; pertanto la BCE può imboccare questa strada soltanto in condizioni di emergenza; come minimo vorrà attendere il più a lungo possibile e raccogliere ampia evidenza che l'inflazione possa rimanere all'1,0% anche nel 2016. Ci sembra difficile che, se mai si verificherà, l'annuncio di un QE arrivi prima di fine 2014 inizio 2015. Un QE dovrebbe rispondere alla finalità di ancorare le attese di inflazione, ridurre la struttura a termine dei tassi di interesse e innescare un calo dei tassi creditizi. Ragionevolmente, per avere un effetto significativo sulla struttura dei rendimenti, la BCE dovrebbe acquistare sia titoli privati (ABS), sia titoli di Stato. Gli acquisti di titoli governativi potrebbero essere implementati sulle scadenze 3-15 anni. Per difendersi dalle obiezioni di legittimità, la BCE dovrà comprare titoli di tutti i paesi membri, ma acquisti parametrati soltanto alle quote nel capitale BCE non sembrano possibili. Come minimo, sarebbero necessari limiti quantitativi per i titoli target in modo da limitare gli effetti distortivi sulla liquidità del mercato o di un particolare tratto della curva. Probabilmente il programma sarebbe *open ended*, ovvero senza indicazioni di un limite ex ante sull'ammontare totale, né una scadenza temporale, ma solo di target quantitativi mensili. Per altre considerazioni sulle modalità di un QE europeo si veda il *Weekly Economic Monitor* del 2 maggio 2014.

**Ma le misure potrebbero non bastare a tenere sotto controllo i tassi reali a fronte di un *sell off* della curva US e nel caso in cui...**

**... la ripresa non decolli come da stime BCE**

**È probabile che la BCE annunci un programma di acquisto di ABS per l'autunno**

**Nel caso di crescita fiacca e prospettive di inflazione all'1,0% anche nel 2016 alla BCE non resterebbe che un QE ma è difficile che sia annunciato prima del 2015**

### Germania: si viaggia a pieni giri, grazie al vento in poppa

La Germania crescerà del 2,1% quest'anno, del 2,0% nel 2015 (1,8% al netto degli effetti di calendario) e in rallentamento all'1,7% nel 2016. Il PIL a inizio 2014 è cresciuto di 0,7% più forte di circa due decimi rispetto alle stime di consenso, in parte grazie ad un clima eccezionalmente mite che ha sostenuto l'attività produttiva nell'industria e nelle costruzioni. In primavera è assai probabile che si veda almeno un parziale ri-tracciamento di produzione e consumi e che la crescita del PIL si aggiri tra 0,3%-0,4%. Al di là della volatilità trimestrale la nostra valutazione dello scenario macro rimane ampiamente positiva. Tuttavia, il Paese opera già al di sopra del potenziale ed è difficile immaginare una significativa accelerazione negli anni a venire. Le prospettive di ampliamento della capacità produttiva sono positive dato il clima di minore incertezza, condizioni finanziarie ancora ampiamente espansive, il basso grado di indebitamento delle imprese. Altresì un uso più intensivo del fattore lavoro è meno scontato dal momento che il tasso di disoccupazione è da circa un anno intorno a quello che viene stimato come livello naturale e difficilmente potrà scendere al di sotto di tale soglia in assenza di un aumento significativo della forza lavoro, improbabile anche assumendo flussi migratori in entrata di oltre 300 mila unità all'anno, come da stime della Bundesbank. La Germania vanta ancora una posizione più competitiva di altri paesi membri ma il vantaggio, in particolare in termini di costo, si sta erodendo per effetto della svalutazione nei periferici e date le tensioni sulla dinamica salariale associate al basso tasso di disoccupazione. Le riforme approvate dalla coalizione di Governo in tema di lavoro ed in particolare la riduzione dell'età pensionabile a 63 anni a partire da luglio di quest'anno e l'introduzione di un salario minimo di 8,50 euro l'ora su scala nazionale metteranno ulteriori pressioni sulla dinamica della forza lavoro e sulla struttura salariale. La Bundesbank stima che la riforma dell'età pensionabile potrebbe comportare una riduzione della forza lavoro di circa 165 mila unità per il 2016 (0,4%). Per quanto concerne l'introduzione del salario minimo, la Bundesbank ritiene che possa determinare un aumento dei salari aggregati di 0,5% ed avere un impatto negativo sulla disoccupazione di lunga durata dal momento che determinerà un aumento significativo del costo del lavoro in particolare per i lavoratori non qualificati. Il Governo ha fatto per ora passi assai timidi per colmare il *gap* infrastrutturale con la media area euro e ridurre i costi dell'energia in questa fase di transizione verso fonti rinnovabili. La Bundesbank valuta che i limitati progressi sul fronte delle riforme strutturali e la carenza di fattore lavoro possa pesare sulle prospettive di crescita di medio periodo e di riflesso ha tagliato la stima di crescita potenziale all'1,2% da un precedente 1,4%.

Anna Maria Grimaldi

**I rischi per lo scenario** sono ancora verso il basso e potrebbero derivare da una crescita meno sostenuta della domanda estera non solo dagli Emergenti ma anche dal resto della zona euro. I rischi per la dinamica della domanda interna sembrano più contenuti date le prospettive solide per il reddito disponibile reale, condizioni finanziarie che sono attese rimanere ancora ampiamente espansive, e in generale una minore incertezza politica.

**Le prospettive di breve termine.** La produzione industriale è in rotta per una stagnazione a giugno dopo la debole uscita dal 1° trimestre e l'entrata piuttosto fiacca nel 2° trimestre, per effetto della frenata della domanda dall'Est Europa, associato alla crisi Ucraina, e solo in parte controbilanciato dal recupero dell'export verso il resto della zona euro. La produzione potrebbe recuperare tra maggio e giugno dal momento che il livello di domanda rimane elevato anche se non è migliorato da fine 2013-inizio 2014. Le indagini IFO e PMI hanno frenato a maggio e giugno ma rimangono ancora in linea con la media dei primi tre mesi dell'anno. La debolezza dell'attività produttiva dovrebbe essere, quindi, un fenomeno temporaneo. Ci aspettiamo che dopo un secondo trimestre di crescita a 0,3% t/t, il PIL torni a viaggiare a 0,5% t/t nei mesi estivi. Su base annua la crescita dovrebbe toccare il 2,1% a/a a fine 2014, dal +1,4% del 4° trimestre 2013.

**Il PIL crescerà di 0,3-0,4% t/t in primavera in rallentamento dal +0,7% di inizio anno. Ma la ripresa rimane ben avviata**

Nei mesi estivi è possibile che si veda un recupero dell'export come segnalato dall'indice PMI globale (ex area euro) e dalle attese all'export dall'indagine IFO. Le esportazioni sono viste in crescita di 4,2% nel 2014 e del 4,8% nel 2015. L'accelerazione delle esportazioni e un recupero della spesa per investimenti (vedi sotto), tipicamente ad alto contenuto importato, dovrebbero favorire una crescita delle importazioni sull'orizzonte di previsione del 6,2% nel 2014 e del 5,7% nel 2015. Il contributo delle esportazioni nette dovrebbe quindi diventare negativo già nel 2014: -0,6%. Il surplus di parte corrente si chiuderà però solo lentamente dal 7% del 2013 al 6,3% nel 2015.

Il recupero dell'export e l'elevato utilizzo della capacità produttiva nel manifatturiero, ormai in linea con la media storica, e condizioni finanziarie ancora espansive, nonché la minore incertezza politica dovrebbero sostenere la crescita degli investimenti aziendali sull'orizzonte di previsione. La forte entrata nell'anno lascia la crescita acquisita per gli investimenti in macchinari a +4,0%, è quindi probabile che la spesa in macchinari chiuda l'anno in aumento di circa il 6,0% rispetto al 2013. Ci aspettiamo che il ciclo di capex continui anche nel 2015 (+5,5%) ma nel complesso non è escluso che la spesa in macchinari possa essere inferiore rispetto ai cicli precedenti (in media 7,9% tra il 2004 e il 2008) in parte perché le imprese potrebbero trovare più conveniente espandere la capacità produttiva in alcuni paesi della periferia dove le condizioni di business sono divenute più favorevoli.

Nei mesi invernali il clima eccezionalmente mite ha spinto la dinamica degli investimenti in costruzioni sia commerciali che residenziali ben oltre l'usuale profilo stagionale. L'andamento di produzione a inizio primavera e il calo dell'utilizzo della capacità produttiva suggeriscono una parziale correzione nel 2° trimestre. Tuttavia, le prospettive per il comparto delle costruzioni residenziali rimangono positive, date condizioni finanziarie ancora ampiamente espansive, l'accelerazione attesa del reddito disponibile e maggiori flussi migratori in entrata. La dinamica di permessi (+12,6% in media nel 2013) e ordini residenziali (+6,0% in media tra gennaio 2013 e marzo 2014) segnalano che l'attività dovrebbe tornare a crescere a ritmi sostenuti già in estate. Su base annua ci aspettiamo una crescita degli investimenti in costruzioni del 4,4% nel 2014 in parte grazie alla dinamica sostenuta nella seconda parte del 2013 e inizio 2014. Nel 2015-16 il ritmo di crescita dovrebbe assestarsi intorno al 3,5% grazie a condizioni di domanda progressivamente più solide. Come abbiamo argomentato nello scenario trimestrale di marzo riteniamo che non vi siano per il momento segnali di una bolla immobiliare.

I consumi privati sono attesi crescere ad un ritmo più blando in primavera (0,3% t/t dopo +0,7% t/t), dal momento che le vendite hanno frenato ad aprile, dopo la forte crescita di inizio anno. Sull'orizzonte di previsione la dinamica dei consumi dovrebbe aggirarsi tra 1,0 e 1,5%. La fiducia delle famiglie è migliorata da inizio anno e le famiglie si dicono più inclini ad aumentare la spesa grazie al miglioramento della dinamica del reddito disponibile che da un lato beneficia di una ri-accelerazione di occupazione e salari, dall'altro del calo dell'inflazione. Tra dicembre e aprile sono stati creati 169 mila posti di lavoro per una crescita di 0,1% t/t, e questo è avvenuto anche in assenza di un aumento del monte ore lavorate da parte degli organici esistenti. E' assai probabile che le imprese tedesche stiano assumendo lavoratori immigrati qualificati per far fronte ai limiti nazionali. Le indagini IFO e PMI suggeriscono che il fattore lavoro possa crescere ad un ritmo anche più sostenuto sull'orizzonte di previsione. Ci aspettiamo ora una crescita media dell'occupazione di 0,9% nel 2014 e di 0,7% nel 2015. Tuttavia, riconosciamo rischi verso il basso associati all'introduzione del salario minimo che potrebbe penalizzare in particolare la domanda di lavoro poco qualificata. Il tasso di disoccupazione è visto in calo al 6,4% nel 2015 dal 6,8% di fine 2013, dal momento che l'aumento di forza lavoro rimarrà comunque contenuto anche a fronte di flussi migratori di oltre 300 mila unità, come da stime della Bundesbank. I salari sono accelerati al 3,4% a/a a inizio anno, da un precedente 2,4% a fine 2013. Gli accordi salariali siglati fino a giugno 2014 sono coerenti con una crescita dei salari negoziati in media del 3,2% nel 2014 e del 3% nel 2015, dal 2,4% del 2013. L'introduzione di

**Si consolida la ripresa degli investimenti aziendali**

**Prospettive ancora ampiamente positive per le costruzioni ed in particolare per il comparto residenziale**

**Consumi a passo veloce. Reddito reale in crescita dell'1,6-1,7%**



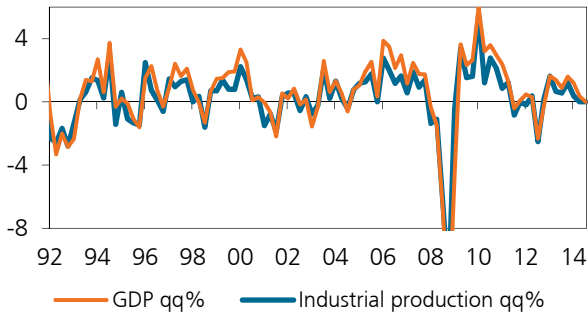
un salario minimo nazionale di 8,5 euro l'ora, a partire dal 1° gennaio 2015, dovrebbe avere inizialmente un impatto limitato sul costo salariale aggregato, dal momento che si prevede che per i settori in cui i salari vigenti sono inferiori al salario minimo l'adeguamento completo si avrà solo nel 2017. Tuttavia, con il tempo, l'impatto sulla struttura salariale potrebbe essere significativo: 0,5% secondo le stime della Bundesbank. Le retribuzioni sono attese accelerare meno dei salari 2,7%-2,8% nel 2014-15 dal 2,05 del 2013 per effetto dell'assai probabile taglio ai contributi previdenziali. Nel complesso il reddito disponibile dovrebbe crescere dell'1,6%-1,7% sull'orizzonte di previsione largamente in eccesso rispetto alla media area euro. Il tasso di risparmio è atteso stabile sul livello di inizio 2014: 9,9%. Nonostante la dinamica più sostenuta dei salari, la quota del reddito disponibile nel prodotto nazionale rimane stagnante se non in marginale calo, mentre la quota dei profitti è tornata a salire.

L'**inflazione** è calata più delle attese tra fine 2013 e maggio 2014, passando da +1,4% a +0,6% sulla misura armonizzata. Il calo è spiegato dalle componenti volatili ed in particolare dalla dinamica di energia ed alimentari freschi nel periodo più recente. La dinamica *core*, al netto di energia alimentari e tabacchi, è all'1,2%, al di sopra dell'*headline*. Tuttavia, la frenata dell'inflazione non è dovuta solo a fattori esogeni. L'inflazione beni industriali non energetici è passata dal 3% a fine 2013 a -2,6% a maggio scorso, molto probabilmente per effetto dell'apprezzamento del cambio. I prezzi dei servizi, più legati alla dinamica della domanda interna, hanno frenato a 0,3% a/a, dall'1,5% a/a di dicembre scorso, ma il calo è da ricondursi per lo più alla dinamica delle telecomunicazioni e istruzione. Le pressioni sui salari dovrebbero limitare un ulteriore calo dell'inflazione domestica ma nel complesso l'inflazione rimarrà ampiamente al di sotto del 2% fino a fine 2016.

**Inflazione all'1,5% a fine 2016**

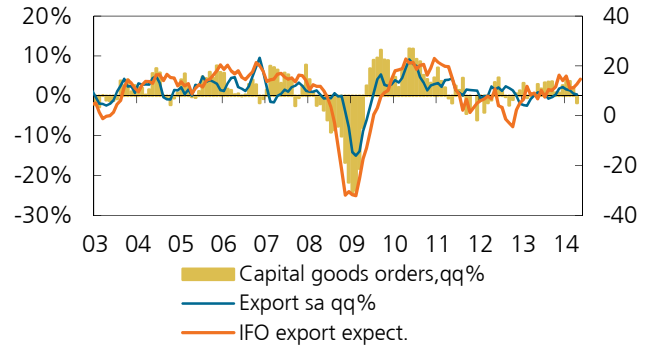
**Finanze pubbliche.** Nel 2013, il saldo di bilancio ha chiuso in pareggio dopo un surplus di 0,1% nel 2012. La dinamica dei saldi di finanza pubblica ha continuato a beneficiare dei bassi tassi d'interesse e del calo di spesa sociale associato al basso tasso di disoccupazione. Il virtuosismo della Germania nella gestione dei conti pubblici verrà confermato nei prossimi anni. La Commissione nelle raccomandazioni all'aggiornamento del programma di stabilità valuta che il piano di budget 2014-18 dovrebbe consentire di rispettare l'obiettivo di medio termine di un saldo di bilancio in pareggio o in deficit di -0,5% del PIL. La ripresa economica dovrebbe offrire ampio supporto alla dinamica delle entrate fiscali, anche se il gettito complessivo sarà in parte eroso dall'innalzamento della soglia di esenzione minima e dalle riduzioni dei contributi previdenziali e per la salute. Nel complesso, il rapporto entrate fiscali su PIL dovrebbe risultare circa invariato sui livelli del 2013: 39,3%. Le misure adottate dal Governo di coalizione genereranno un considerevole aumento di spesa in corso d'anno. (circa 23 miliardi di euro). E' possibile che la dinamica delle uscite, al netto dell'impatto del ciclo, peggiori rispetto agli anni precedenti in particolare a causa dell'entrata in vigore della riduzione dell'età pensionabile a 63 anni e dell'aumento della spesa sanitaria. La Commissione sottolinea che la riforma dell'età pensionabile e l'introduzione di misure specifiche per alcuni gruppi (donne con figli nati prima del 1992) avrà un impatto negativo sulla dinamica della forza lavoro. Il piano fiscale prevede un aumento della spesa per investimenti in infrastrutture a 27 miliardi di euro, circa il 10% al di sopra del livello attuale; un incremento della spesa per istruzione di 6 miliardi di euro e di 3 miliardi di euro per la ricerca, la Commissione valuta che gli sforzi non sono ancora adeguati in particolare per quanto riguarda l'istruzione. La nostra previsione è che il saldo di bilancio chiuda in pareggio o lieve deficit anche nel 2014-15. Il saldo strutturale è atteso ancora in surplus nel 2014 a +0,3% da un precedente 0,5% e poco al di sopra di zero nel 2015. Ci aspettiamo che il debito cali al 75% del PIL nel 2015, dal 78,4% del 2013.

Dopo il forte inizio d'anno, l'attività produttiva è rallentata a inizio primavera su scia della...



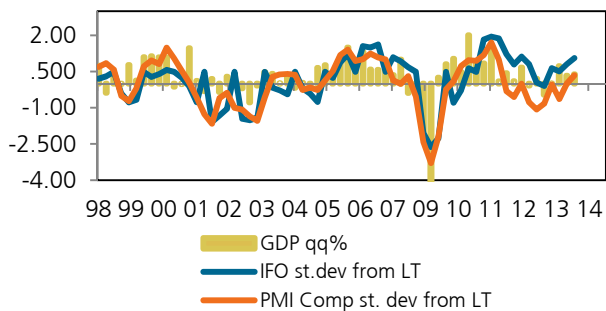
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... frenata di esportazioni e ordini di beni capitali. Le attese sull'export dall'indagine IFO segnalano una ri-accelerazione



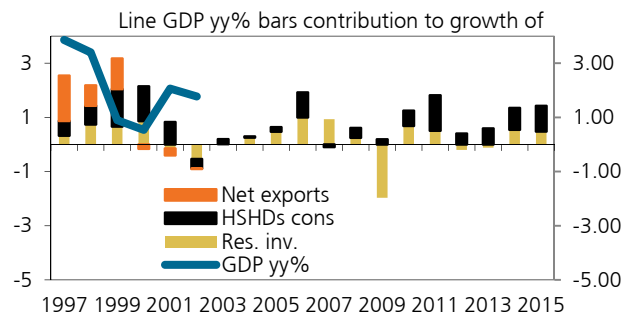
Fonte: IFO, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le indagini IFO e PMI hanno frenato a maggio ma la media per i mesi primaverili è ancora al di sopra del livello del 1° trimestre



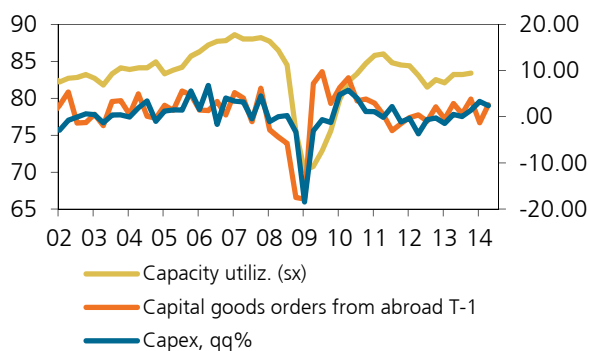
Fonte: Markit, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Sull'orizzonte di previsione la crescita sarà trainata progressivamente più dalla domanda interna che dal commercio estero



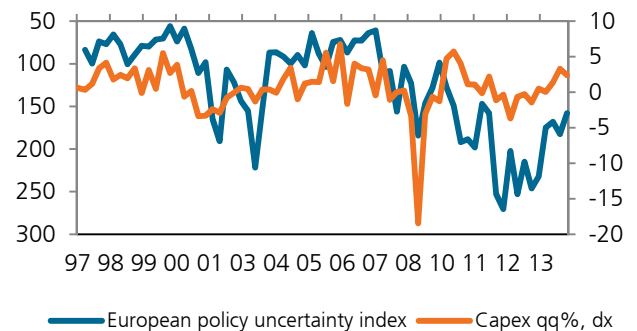
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'elevato utilizzo della capacità produttiva insieme...



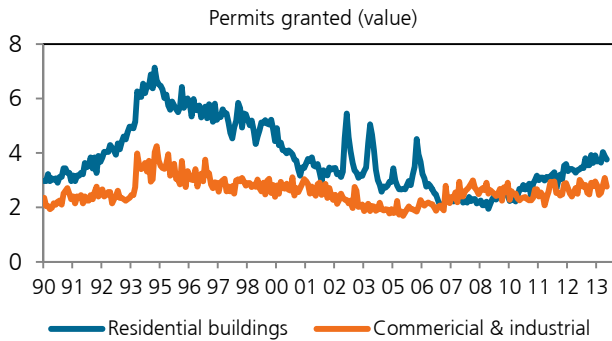
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... e la minore incertezza politica nell'area euro dovrebbero favorire un ciclo di capex più vivace



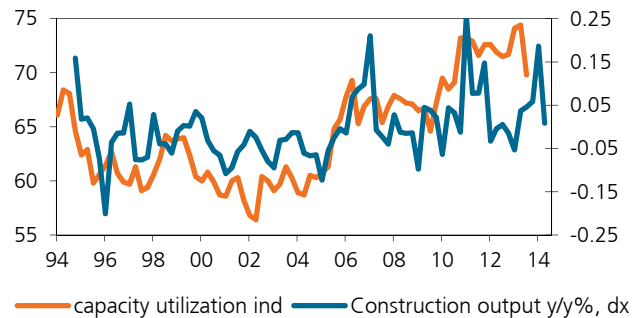
Fonte: Economic Policy Uncertainty, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'espansione del comparto delle costruzioni residenziali è attesa proseguire



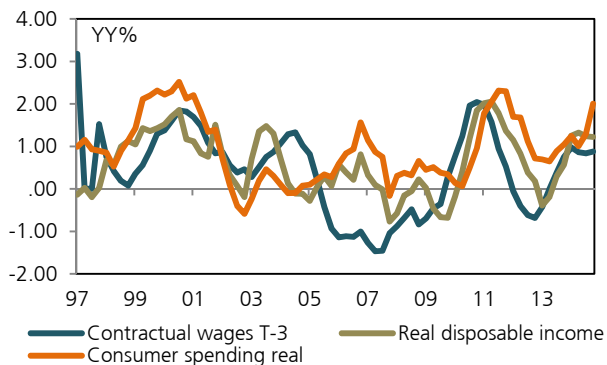
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tuttavia il rallentamento della produzione ed il calo della capacità produttiva suggeriscono che si potrebbe vedere un temporaneo rallentamento



Fonte: IFO, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I consumi privati dovrebbero accelerare in corso d'anno sostenuti da salari e occupazione in crescita



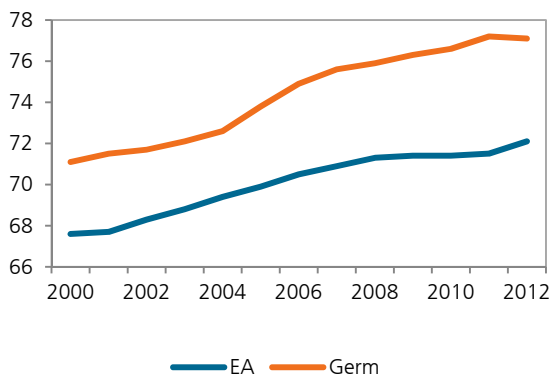
Fonte: Economic Policy Uncertainty, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La creazione di posti di lavoro dovrebbe accelerare in corso d'anno



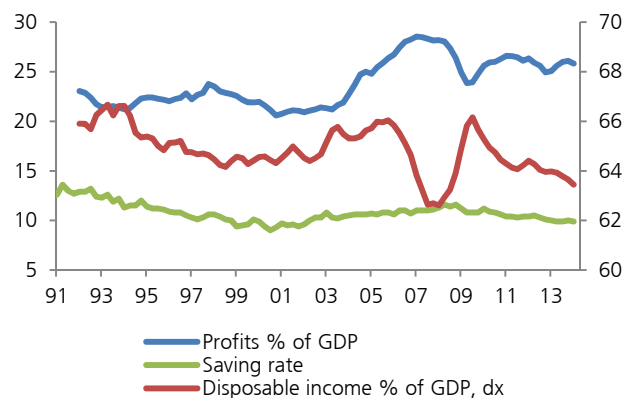
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il calo della disoccupazione sarà contenuto sull'orizzonte di previsione data la dinamica del tasso di partecipazione che difficilmente aumenterà in modo significativo



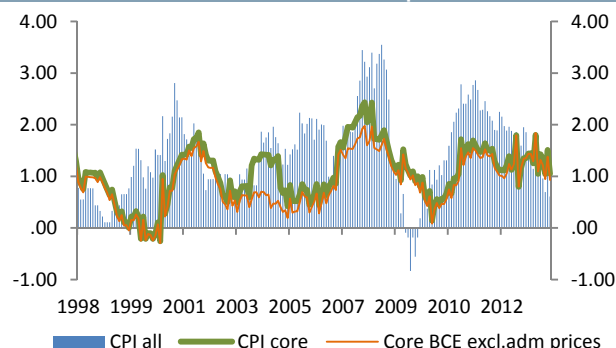
Fonte: IFO, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La quota del reddito da lavoro sul PIL è tornata a scendere



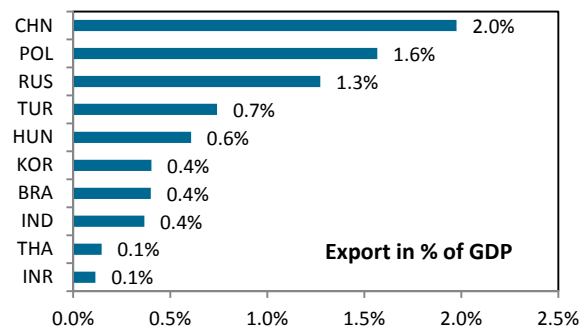
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il rallentamento dell'inflazione è spiegato dalle componenti volatili. L'inflazione *core* rimane al di sopra dell'*headline*



Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Un forte rallentamento di Russia e Cina potrebbe aver un impatto non trascurabile sulla crescita tedesca



Fonte: IMF direction of trade statistics

#### Proiezioni - Germania

	2013			2014				2015			
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a) t/t	0.5	2.1	1.8	0.6	1.4	2.3	1.9	2.0	2.1	1.8	1.9
Consumi privati	1.0	1.5	1.7	0.3	-0.3	0.7	0.4	0.6	0.4	0.4	0.4
Investimenti fissi lordi	-0.7	5.4	3.7	1.2	0.8	3.2	0.5	0.3	0.8	1.2	1.2
Consumi pubblici	0.4	0.9	1.4	0.7	-0.3	0.4	0.4	0.2	0.5	0.3	0.3
Esportazioni	1.1	4.2	4.8	-0.1	2.5	0.2	1.0	1.2	1.0	1.6	1.0
Importazioni	1.6	6.2	5.7	0.8	1.3	2.2	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	0.7	0.0	0.2	-0.2	0.7	0.1	0.1	0.1	-0.2	0.0
Partite correnti (% PIL)	7.4	7.1	6.9	7.2	7.5	6.9	7.3	7.4	7.0	7.1	7.1
Deficit (% PIL)	0.0	0.0	-0.1								
Debito (% PIL)	78.4	77.0	75.0								
CPI (a/a)	1.5	1.0	1.5	1.6	1.3	1.2	1.0	0.8	1.2	1.3	1.5
Produzione Industriale	0.1	3.2	3.8	0.6	0.6	1.2	0.4	0.9	0.3	0.9	1.6
Disoccupazione (%)	6.9	6.7	6.4	6.8	6.9	6.8	6.7	6.6	6.6	6.5	6.4

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

## Francia: un 2014 ancora fiacco e conti pubblici sotto pressione

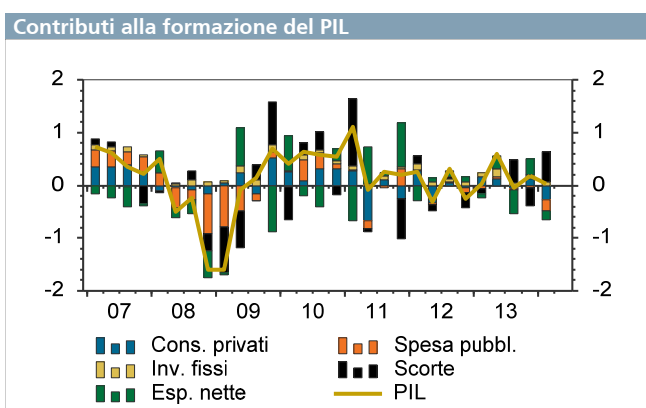
Il 2014 sarebbe dovuto essere l'anno della ripresa per la seconda economia dell'Eurozona, come era stato chiaramente annunciato anche dal secondo Governo Hollande, ma i risultati si stanno ancora facendo attendere. Rispetto agli altri paesi dell'Eurozona, in progressiva uscita dalla crisi, la Francia continua a rimanere indietro. Dopo essere cresciuta più delle attese dello 0,2% t/t a dicembre, il 1° trimestre 2014 è stato di stagnazione anche in parte a causa dell'impatto del rialzo delle aliquote IVA sui consumi. Le previsioni per il trimestre in corso sono state riviste al ribasso nella misura di due decimi, a 0,2% t/t da un iniziale 0,4% t/t. Ci aspettiamo che nel corso dell'estate si possa assistere a un rimbalzo della produzione che potrebbe proseguire anche nell'ultimo trimestre dell'anno. In media annua, la crescita del PIL dovrebbe fermarsi allo 0,7%, un decimo meno di quanto previsto tre mesi fa. Se le riforme in agenda saranno implementate senza dilazioni, in particolare quelle sulla flessibilità e la riduzione del costo del lavoro, stimiamo che gli effetti benefici potranno essere visti già dal 2015, con una crescita di 1,2%, in linea con i tassi di crescita pre-crisi del 2012. La dinamica dei **consumi**, il tradizionale motore della crescita francese, sarà modesta quest'anno (+0,3%). Le indagini di fiducia dei consumatori rimangono deboli (85) e sotto la media di lungo periodo (100) e non ci aspettiamo una netta accelerazione nella seconda metà dell'anno. Il basso livello dell'inflazione da due anni a questa parte è sicuramente di beneficio per le famiglie, ma i redditi rimangono compressi e

un'accelerazione dei consumi non è ancora alla portata. La dinamica degli **investimenti** dovrebbe continuare a riprendersi dopo il miglioramento di fine 2013, ma su livelli molto flebili per l'anno in corso (0,5% a/a) e forse più robusti dall'anno prossimo (1,2% a/a), grazie agli effetti positivi della CICE.

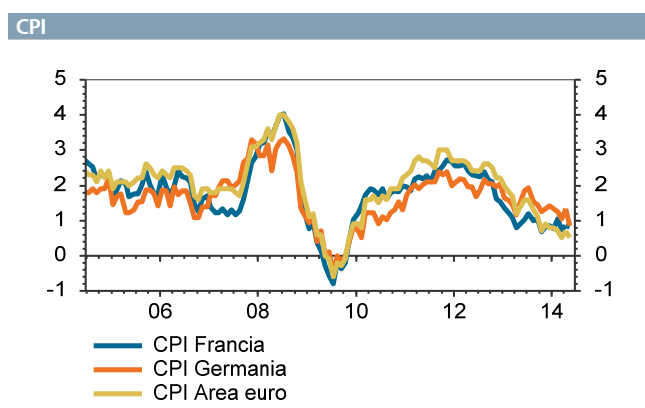
La scarsa competitività delle aziende francesi sta ancora danneggiando le esportazioni, che sono solo in parte in grado di beneficiare del miglioramento dell'attività nell'Eurozona, e rappresenta una minaccia anche per le prospettive a più lungo termine. Le **esportazioni** sono attese quindi in modesto recupero: ci aspettiamo un aumento delle esportazioni dell'ordine del 3,0% per il 2014, circa lo 0,5-1,0% in meno rispetto alla Germania. Per il 2015 riteniamo che la crescita delle esportazioni possa accelerare a 4,0% a/a. Sulla scorta dell'aumento delle **importazioni** sostenute dall'auspicata ripresa della domanda interna, ci aspettiamo che le esportazioni nette diano un contributo negativo di due decimi alla formazione del PIL per quest'anno e positivo per due decimi per il 2015. L'effetto complessivo rimane piuttosto bilanciato visto da un lato i problemi di competitività internazionale che frenano la dinamica dell'export e dall'altro la fiacchezza della domanda interna che non sostiene l'import. Le **indagini PMI**, dopo un inizio d'anno almeno incoraggiante e teso a colmare il *gap* rispetto alla Germania, da aprile ha invertito il trend ed è tornato in un'area di debolezza che l'ha riportato sotto la soglia di 50, ai livelli di fine 2013. Il manifatturiero in particolare mostra un chiaro indebolimento della dinamica dei nuovi ordini, il cui indice è sceso da 53,2 di marzo, di mese in mese fino a 46,4 di giugno, ritornando di fatto sul livello di oltre un anno fa. Una dinamica speculare è quella dell'indice degli ordini destinati all'estero, anch'esso calato sensibilmente ai livelli di oltre un anno fa. Anche il comparto dei servizi non è molto incoraggiante: l'indice PMI mostra il medesimo trend del manifatturiero, sebbene il livello sia leggermente superiore: da 51,5 di marzo l'indice è ora a 48,2. Non riteniamo che la dinamica dei servizi sarà significativamente diversa da quella del manifatturiero per l'anno in corso, anche se le indagini di settore lascerebbero per lo meno sperare una qualche ripresa di attività nella restante metà dell'anno o più probabilmente nell'ultimo quarto. Ci attendiamo pertanto un lieve recupero in chiusura d'anno per il settore in parola, considerato che gli ordini sembrano essere meno fiacchi rispetto a quelli del manifatturiero. Anche gli indicatori di fiducia delle imprese elaborati dall'INSEE concordano nel segnalare una semi-stagnazione per il trimestre in corso, con l'indice che oscilla ormai da sette mesi tra 99 e 100. La **produzione industriale** del resto non è attesa dare un contributo positivo particolarmente forte alla formazione del PIL nei prossimi due trimestri, dopo aver contribuito negativamente per circa due decimi nello scorso trimestre e aver ristagnato in quello in corso. Se ci dovesse essere un recupero di attività nella seconda parte dell'anno pensiamo che la produzione industriale potrebbe contribuire circa per un paio di decimi in entrambi i trimestri. Il patto di competitività promosso da Hollande a gennaio per l'abbattimento del costo del lavoro e l'aumento dell'occupazione non comincerà da subito a mostrare i suoi effetti ma riteniamo che i primi benefici saranno visibili dall'ultimo trimestre dell'anno ed è incorporato nelle nostre previsioni attuali.

L'**inflazione**, come negli altri paesi dell'Eurozona, è rimasta su livelli molto moderati dall'anno scorso. Dopo l'assorbimento del rialzo delle aliquote IVA d'inizio anno, ci aspettiamo che l'inflazione rimanga ben sotto l'1,0% per l'anno in corso (0,7% a/a da 0,9% a/a), risalendo lievemente a 0,9% nel 2015. L'indice *core*, al netto di alimentari, energia, alcol e tabacco dovrebbe mostrare una lieve accelerazione per il 2014 rispetto al 2013 (a 0,9% a/a da 0,6% a/a), mentre per l'anno prossimo è atteso in rallentamento di un decimo a 0,8% a/a. In un contesto di ritorno moderato alla crescita, anche se a un ritmo inferiore alle attese di inizio anno, è probabile ritenere che si vedrà un aumento della produttività più che un vero e proprio aumento dell'occupazione per l'anno in corso. Oltretutto, i tagli alla spesa pubblica in programma porteranno alla riduzione del numero dei dipendenti pubblici e pertanto non pensiamo che la **disoccupazione** potrà migliorare rispetto allo scorso anno.

Il consolidamento fiscale ammonta allo 0,7-0,8% del PIL all'anno per il biennio 2014-15. La stabilizzazione della pressione fiscale, se da un lato dovrebbe permettere un recupero dei consumi e degli investimenti da parte delle aziende, dall'altro può mettere a repentaglio gli obiettivi fiscali, in mancanza di una messa in atto rigorosa dei tagli alla spesa pubblica programmati per il biennio 2014-15. Su questo punto la Corte dei Conti ha già nuovamente messo in guardia il Governo che il suo obiettivo di deficit a -3,8% per quest'anno è a rischio di essere mancato. Occorre dire che il recente rimpasto di Governo voluto da Hollande dovrebbe verosimilmente aumentare le probabilità di portare avanti le riforme a lungo rimandate, in particolare quella sul mercato del lavoro ancora troppo rigido con un costo associato alla creazione di nuovi posti di lavoro troppo alto. Una volta entrate a regime le riforme ci aspettiamo un effetto positivo sulla crescita che si dovrebbe riprendere più velocemente già dall'anno prossimo, per il quale abbiamo una stima di crescita dell'1,5%. Rispetto a Germania e Italia, il consolidamento atteso in Francia sarà più netto e paragonabile a quello richiesto alla Spagna. Il **deficit** 2013 è stato corretto da -4,2% a -4,3% a causa della revisione dei dati 2012. Per l'anno in corso l'obiettivo di -3,8% è difficile da raggiungere. Ulteriori risparmi sono attesi dall'entrata in vigore della riforma del sistema pensionistico che gradualmente sta riportando l'età pensionabile a 62 da 60 anni e alla riduzione degli investimenti di quota pubblica. Il **debito** dello stato francese è atteso evolvere dal 93,5% del 2013 a 95,8% per il 2014 e a 96,8 per il 2015 (le previsioni per il 2015 al momento incorporano solo 17,5 mld rispetto ai 21 mld di tagli promessi dal governo). Tale soglia è leggermente superiore alla media dell'Eurozona di 95,5. I rischi alla previsione per il sentiero dei conti pubblici francesi sono al ribasso, in quanto lo spazio di manovra attualmente a disposizione del Governo nel caso fosse necessaria una nuova correzione è limitatissimo per non dire assente, e pertanto la probabilità che ogni rallentamento sulla tabella di marcia si traduca in un mancato raggiungimento dell'obiettivo nei tempi prefissati è alta.



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

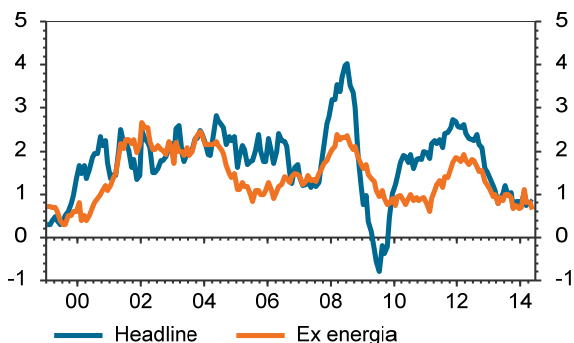


Fonte: elaborazione Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

## Scenario Macroeconomic

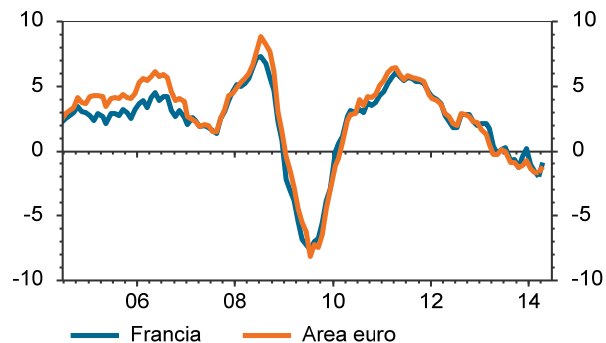
Giugno 2014

### CPI ex energia Francia



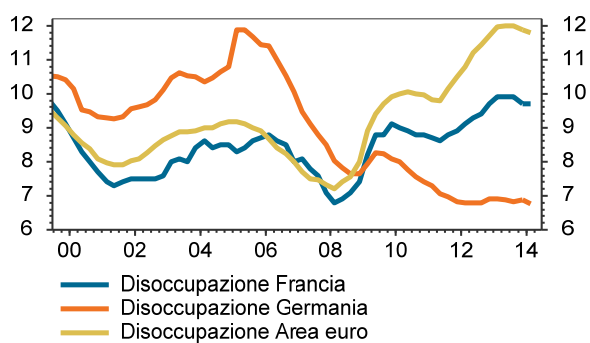
Fonte: elaborazione Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

### PPI



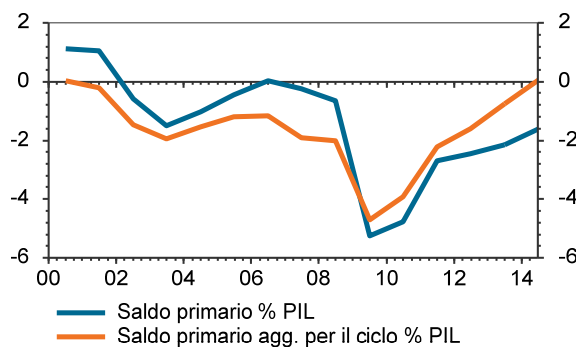
Fonte: elaborazione Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

### Disoccupazione



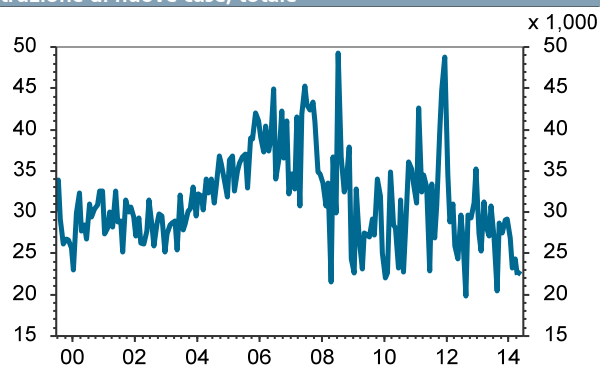
Fonte: elaborazione Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

### Settore pubblico, saldo primario



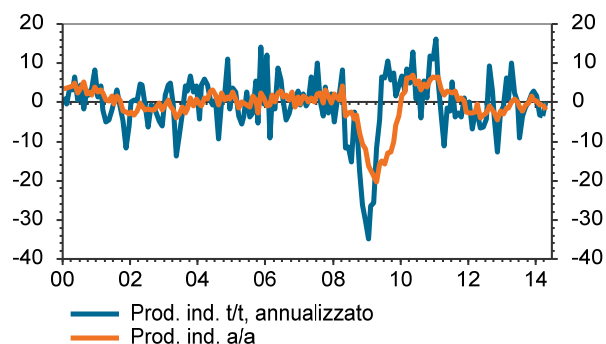
Fonte: elaborazione Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

### Costruzione di nuove case, totale



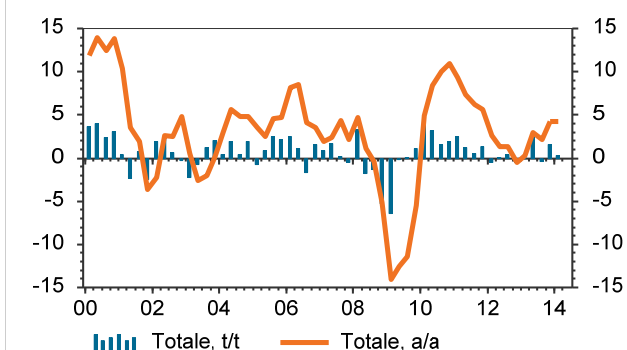
Fonte: elaborazione Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

### Produzione industriale



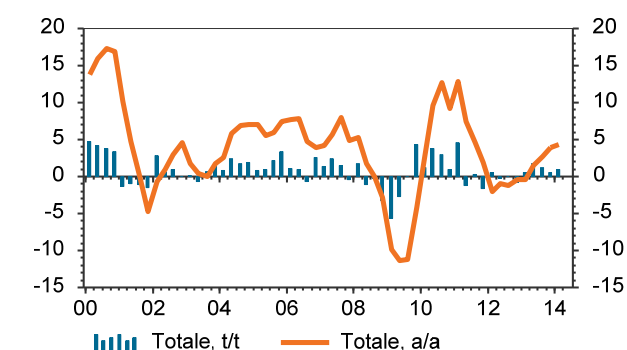
Fonte: elaborazione Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

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

Proiezioni - Francia

	2013	2014	2015	2013		2014				2015	
				1	2	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.4	0.7	1.2	0.3	0.7	0.7	0.4	0.8	1.0	1.1	1.3
t/t				-0.1	0.2	0.0	0.2	0.4	0.3	0.2	0.4
Consumi privati	0.3	0.0	1.2	-0.1	0.2	-0.5	0.2	0.2	0.3	0.4	0.3
Investimenti fissi lordi	-0.8	-0.5	2.0	-0.2	-0.2	-0.8	0.3	0.5	0.5	0.3	0.7
Consumi pubblici	2.0	1.6	0.6	0.3	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.1	0.0
Esportazioni	2.4	3.6	3.6	-0.5	1.5	0.6	1.1	0.4	1.0	0.8	1.0
Importazioni	1.9	3.6	3.3	1.1	0.5	1.0	0.7	1.0	0.7	0.8	1.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	0.5	-0.1	0.4	-0.3	0.5	-0.2	0.3	-0.1	-0.1	0.2
Partite correnti (% PIL)	-1.3	-1.2	-1.6	-1.7	-0.6	-1.1	-1.0	-1.4	-1.5	-1.7	-1.7
Deficit (% PIL)	-4.3	-4.0	-3.7								
Debito (% PIL)	93.5	95.8	96.8								
CPI (a/a)	0.9	0.7	0.9	0.9	0.6	0.7	0.7	0.6	0.9	0.8	1.0
Produzione Industriale	-0.6	0.1	1.3	-1.2	0.4	-0.4	0.2	0.7	0.5	0.2	0.2
Disoccupazione (%)	9.9	9.8	9.6	9.9	9.7	9.7	9.8	9.8	9.7	9.7	9.6

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

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo



### Italia - Dalla stagnazione alla ripresa: *mission impossible?*

L'economia italiana è da qualche trimestre in una fase di sostanziale stagnazione. Il PIL ha sorpreso al ribasso a inizio 2014, ma potrebbe rimbalzare significativamente nei trimestri centrali dell'anno. È già in atto, e si accentuerà nel prosieguo del 2014, una ricomposizione della crescita a favore della domanda interna; di aiuto saranno le misure governative, che potranno favorire sia il recupero di potere d'acquisto dei consumatori (attraverso il taglio Irpef) che la ripartenza degli investimenti delle imprese (grazie al prosieguo del piano di pagamento dei debiti della PA e alle misure di incentivazione fiscale e miglioramento dell'accesso al mercato dei capitali). Guardando al 2015, l'impatto positivo derivante dai possibili effetti del pacchetto di misure annunciato dalla BCE (dell'ordine massimo di due/tre decimi di punto di PIL) potrebbe essere compensato dall'esigenza di correzione fiscale necessaria a rendere strutturali i tagli di imposte e centrare gli obiettivi programmatici di finanza pubblica.

Paolo Mameli

In Italia è in atto una fase di sostanziale stagnazione dell'attività economica. Il PIL, dopo essere calato significativamente tra la metà del 2011 e la metà del 2013, ha poi attraversato una fase di oscillazioni minime attorno allo zero (-0,1% t/t nel 3° trimestre 2013, +0,1% t/t nel 4° trimestre 2013, di nuovo -0,1% t/t nel 1° trimestre 2014). In pratica, a differenza che per altri Paesi della zona euro, **l'economia non è ancora riuscita ad "agganciare" una vera e propria ripresa, e si è per ora fermata sulla soglia della stagnazione.**

**Il PIL ha sorpreso verso il basso nel 1° trimestre...**

In particolare la **sorpresa negativa d'inizio anno**, che ha largamente sorpreso gli economisti, è il risultato del contributo negativo di:

- 1) scorte (-0,2% t/t, dopo il già notevole -0,4% di fine 2013);
- 2) costruzioni (-0,1% t/t);
- 3) investimenti in mezzi di trasporto (la cui correzione, di -7,7% t/t dopo il balzo "anomalo" di +14,1% precedente, implica un contributo negativo al PIL di un altro -0,1% t/t).

Viceversa, un contributo positivo è venuto da:

- 1) scambi con l'estero (+0,2% t/t, grazie a una crescita di 0,8% dell'export contro lo 0,3% t/t dell'import);
- 2) spesa pubblica (+0,1% t/t).

Il dato d'inizio anno non mostra però solo "ombre" ma anche **qualche segnale incoraggiante dalla domanda domestica**, in quanto i consumi delle famiglie e gli investimenti delle imprese in macchinari e attrezzature hanno mostrato l'incremento più rilevante (+0,1% e +0,5% t/t rispettivamente) da oltre tre anni.

Riteniamo che, a partire probabilmente già dal trimestre primaverile e poi per la seconda metà dell'anno, il contributo negativo da scorte e mezzi di trasporto possa quantomeno azzerarsi, in presenza di una domanda domestica per consumi e investimenti che è attesa accentuare i segnali di ripresa visti a inizio anno. Ciò è coerente con **rimbalzo significativo dell'attività economica** nei trimestri centrali dell'anno, in un ordine di grandezza che potrebbe anche arrivare in area 0,3/0,5% t/t.

**... ma è atteso rimbalzare nei trimestri centrali dell'anno**

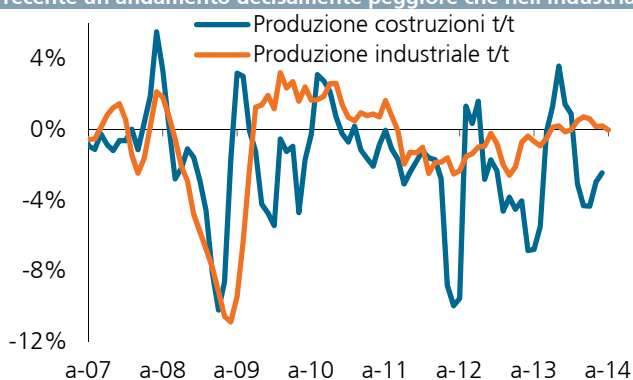
**Rispetto allo scenario da noi delineato a inizio anno, la nostra stima di crescita per il 2014 non cambia molto** (0,4% da 0,5%) in quanto un inizio 2014 sorprendentemente negativo potrà essere compensato da un recupero più accentuato di quanto stimato sei mesi fa nei trimestri centrali dell'anno, per via di un effetto-rimbalzo rispetto al 1° trimestre e degli effetti delle misure governative.

In prospettiva, confermiamo la nostra idea d'inizio anno che il 2014 possa rappresentare un anno di "transizione" anziché di vera e propria ripresa. Soltanto nel 2015 si dovrebbe assistere a un consolidamento del quadro di crescita, su ritmi vicini al potenziale di medio termine ovvero di poco superiori all'1%.

Per ora, la situazione congiunturale presenta luci ed ombre. A frenare il ciclo continuano ad essere principalmente le costruzioni e le scorte. Se per le **costruzioni** gli indicatori anticipatori ancora non segnalano una ripresa (anzi gli indici di fiducia dei costruttori, in controtendenza rispetto all'indice sintetico di morale delle imprese, hanno mostrato una pericolosa ricaduta recessiva quest'anno), e dunque il recupero è nella migliore delle ipotesi rimandato al 2015, più dubbio è il quadro per quanto concerne le **scorte** di magazzino, che come noto vengono calcolate dall'Istat come variabile residuale di raccordo tra la stima del PIL sulla base delle variabili di offerta e di domanda.

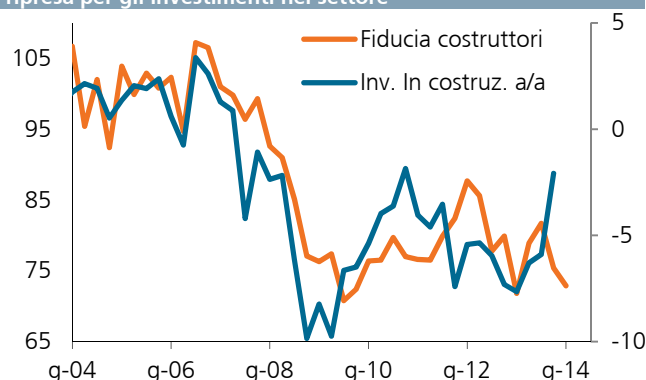
**A frenare il ciclo le costruzioni, le scorte e l'energia...**

L'output nel settore delle costruzioni mostra nel periodo più recente un andamento decisamente peggiore che nell'industria



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

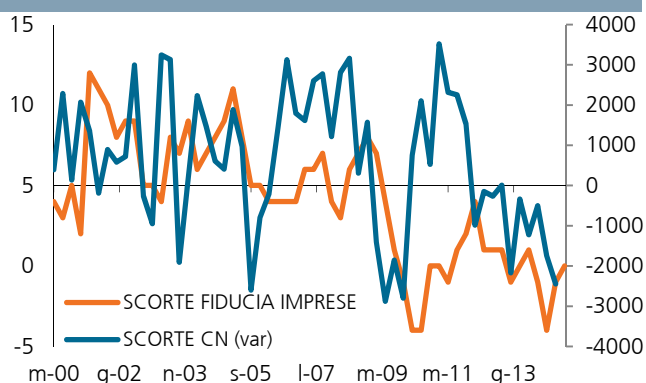
L'andamento della fiducia dei costruttori non segnala una ripresa per gli investimenti nel settore



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

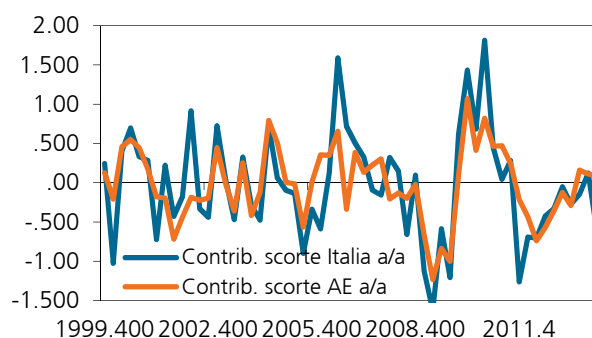
La variazione delle scorte in base ai dati di contabilità nazionale si è avvicinata a inizio 2014 ai minimi toccati nel 2009. Anche gli indici di fiducia non segnalano per ora un rimbalzo dagli attuali minimi. D'altra parte, è "normale" che, in una fase di transizione dalla recessione alla ripresa, le scorte di magazzino si assottiglino, in quanto le imprese scelgono di non adeguare al rialzo i livelli di produzione ai primi segnali di possibile ripresa della domanda futura, e dunque preferiscono attingere ai magazzini. Come accaduto dopo la recessione del 2009, è possibile che il contributo delle scorte al valore aggiunto cambi di segno nel corso dell'anno successivo alla svolta del ciclo: il contributo alla crescita del PIL a/a passò dal -1,2% a fine 2009 (e a metà del 2009 era stato toccato il minimo storico di -1,6%) al +1,8% (un massimo storico) di fine 2010.

Gli indici di fiducia non segnalano un immediato rimbalzo delle scorte...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

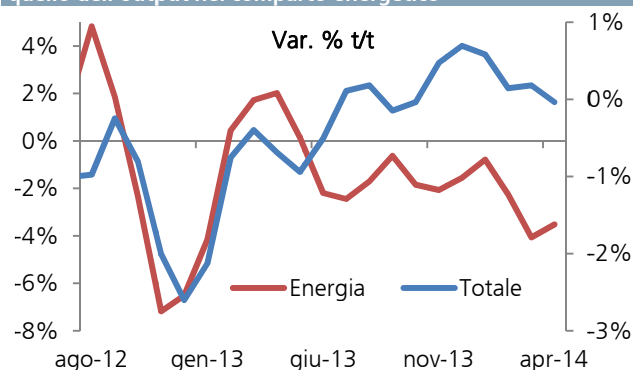
... il cui contributo al PIL è tornato in territorio negativo, in controtendenza rispetto a quanto accaduto negli altri Paesi dell'area euro



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat e Eurostat

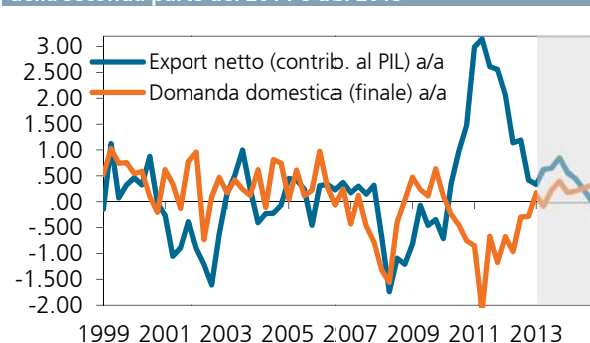
Un altro fattore che ha pesato sul PIL a inizio 2014 è stato l'energia. Infatti a partire già dalla seconda metà del 2013 si nota una divergenza tra l'andamento della produzione manifatturiera e quello dell'output nel comparto energetico; il freno dall'energia si è poi accentuato a inizio anno in relazione alle temperature medie particolarmente miti che hanno caratterizzato l'ultimo inverno. Ora, già dal mese di aprile si nota un rimbalzo della produzione di energia (+3% m/m), che lascia l'output nel comparto in rotta per un aumento sensibile nel trimestre primaverile (+1,9% t/t), con un contributo di almeno due decimi alla produzione industriale complessiva. Di conseguenza, anche questo freno all'attività produttiva potrebbe rientrare già dal trimestre primaverile.

A partire già dalla seconda metà del 2013 si nota una divergenza tra l'andamento della produzione industriale e quello dell'output nel comparto energetico



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

E' in atto una ricomposizione della crescita a favore della domanda domestica. Tale tendenza si accentuerà nel corso della seconda parte del 2014 e del 2015

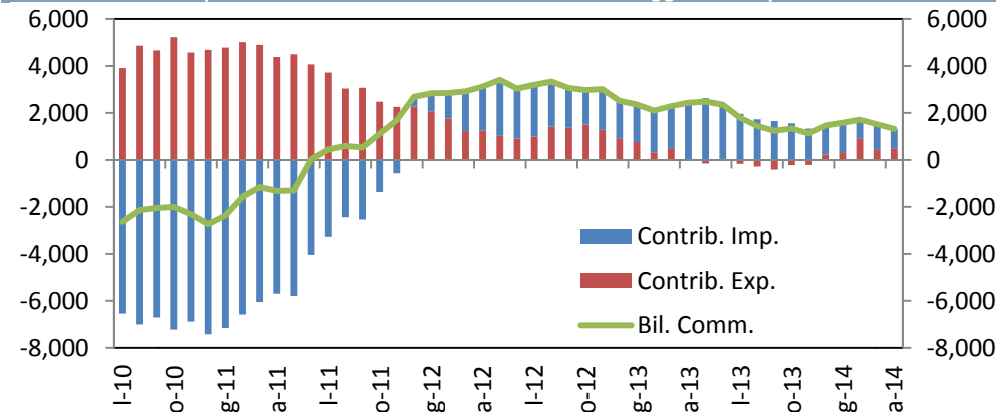


Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Tra i segnali positivi, innanzitutto la **tenuta dell'export**, che a nostro avviso è destinata a caratterizzare anche la seconda metà del 2014 e il 2015. Infatti, è in atto una ricomposizione: a) della bilancia commerciale: dopo una fase in cui il principale contributo all'attivo commerciale veniva dal calo dell'import, ora è tornato positivo anche il contributo delle esportazioni (mentre va attenuandosi la flessione delle importazioni); b) dell'export: dopo una fase in cui le vendite all'estero sono state "salvate" dai mercati extra-UE, il contributo da tali Paesi è ora divenuto negativo (e va attenuandosi il calo dell'import), mentre l'export verso i Paesi UE (e principalmente verso il resto dell'Eurozona), che aveva frenato la bilancia commerciale per tutto il 2012-13, è ora divenuto marginalmente positivo (ed è destinato, a nostro avviso, ad aumentare nei prossimi mesi).

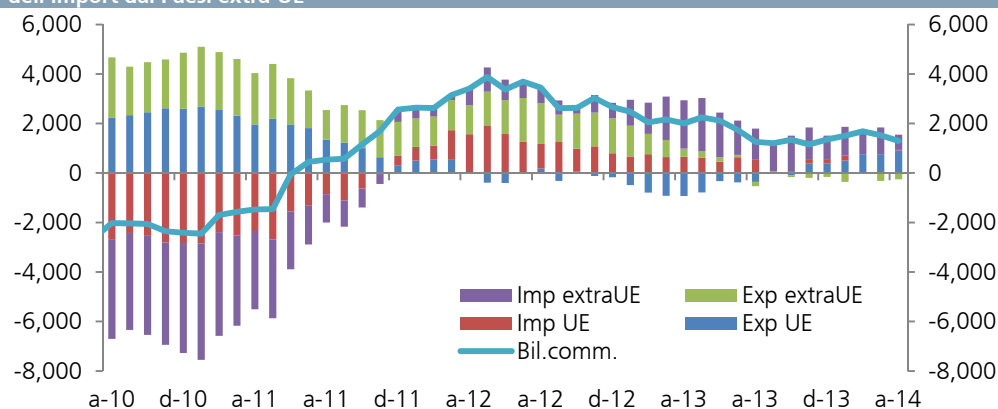
... mentre segnali positivi vengono dalla tenuta dell'export...

E' in atto una ricomposizione della bilancia commerciale a vantaggio dell'export



Nota: variazione a/a della bilancia commerciale e contributi a/a da export e import (medie mobili trimestrali). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

In particolare, l'avanzo commerciale è sostenuto dalla ripresa dell'export verso i Paesi UE e dal calo dell'import dai Paesi extra-UE



Nota: variazione a/a della bilancia commerciale e contributi a/a da export e import Ue e extra-Ue (medie mobili trimestrali).  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Più in generale, riteniamo che sia avviata, e sia destinata a divenire più marcata nel corso della seconda metà del 2014 e del 2015, una **ricomposizione della crescita a favore della domanda domestica**. Infatti, se l'export resta ben impostato, tuttavia il contributo al PIL dagli scambi con l'estero, pur rimanendo positivo, andrà diminuendo sempre più nei prossimi trimestri sino a divenire circa nullo alla fine dell'anno prossimo. Viceversa, la dinamica della domanda interna, pesantemente negativa nel 2012-13, è ora divenuta sostanzialmente nulla, ma è destinata a spostarsi in territorio via via più positivo nel corso dei prossimi trimestri. Ciò dovrebbe rendere più solido il quadro di ripresa. **Quanto alla domanda interna**, la componente più debole e più lontana dalla ripresa restano le costruzioni, per le quali il ritorno in territorio positivo per l'attività economica è rimandato all'anno prossimo. Il contributo negativo dalle scorte come detto potrebbe azzerarsi, ma d'altra parte non incorporiamo nemmeno, nel nostro scenario centrale, una spinta positiva al PIL dai magazzini. Infine, la spesa pubblica ha mostrato una crescita inattesa tra la fine del 2013 e l'inizio del 2014, ma non è certo da questa componente, visto il processo di *spending review* in atto, che è lecito attendersi un sostegno al ciclo guardando alla seconda metà del 2014 e al 2015. Dunque, **le sorti del ciclo dipenderanno in misura cruciale dalle componenti core di domanda domestica**, ovvero i consumi delle famiglie e gli investimenti in macchinari e attrezzature delle imprese (gli investimenti in mezzi di trasporto sono già cresciuti significativamente nel 2013, di oltre il 13%, e pertanto non è da quella componente di crescita che è lecito attendersi, visto anche il suo peso ridotto, un traino al ciclo).

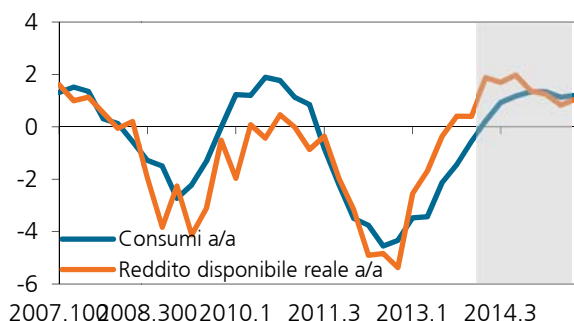
... e dai segnali di ripresa della domanda interna...

**Le prospettive per i consumi delle famiglie sembrano migliorate rispetto a sei mesi fa.** È continuato innanzitutto il recupero per la fiducia dei consumatori, che è arrivata a maggio ai massimi da oltre quattro anni. Il maggior ottimismo non si è per ora riflesso sui dati reali di spesa delle famiglie, tuttavia l'aumento del reddito disponibile reale che era già previsto per quest'anno sarà accentuato, oltre che dal calo superiore alle attese dell'inflazione, dagli effetti del bonus fiscale entrato in vigore da fine maggio. Sebbene vi siano dei dubbi circa la sua efficacia (un taglio fiscale di per sé ha un effetto positivo sul ciclo solo quando è interamente finanziato in deficit oppure attraverso il taglio di spese interamente "improduttive"; il taglio fiscale in esame invece è in parte finanziato attraverso aumenti di altre imposte, in parte da tagli di spesa non interamente classificabili come risparmi sulla spesa "improduttiva"), e sebbene il risparmio sull'Irpef sia attenuato dall'aumento, rispetto al 2013, delle imposte sulla casa (con l'introduzione della Tasi, si stima un maggior gettito di 3,7 miliardi nel caso di aliquota standard, che riduce di oltre la metà l'efficacia del taglio Irpef da 6,7 miliardi), tuttavia **riteniamo che il taglio Irpef possa avere un impatto (di circa 0,2-0,3%) sull'andamento dei consumi** (la nostra ipotesi è che esso, poiché agisce su classi di reddito dalla bassa propensione al risparmio, sia pressoché interamente destinato al consumo). Di conseguenza il recupero di potere d'acquisto delle famiglie che già era previsto per il 2014 si è accentuato: già il 2013 ha visto un aumento

... sia per consumi...

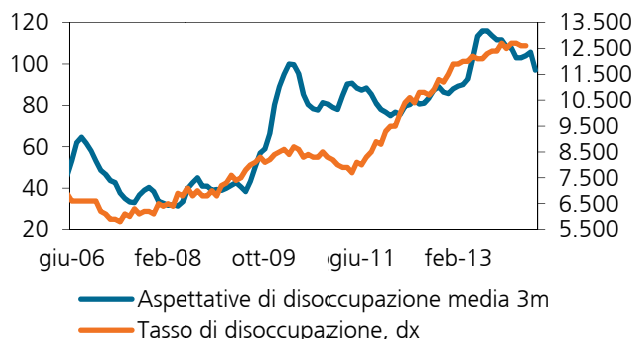
del reddito disponibile nominale delle famiglie, anche se modesto (+0,3% dopo il -2% del 2012); il 2014 sarà il primo anno di crescita (dopo sei anni di flessione) del reddito disponibile anche in termini reali, stimiamo di +1,5% dopo il -1,1% dello scorso anno. È pur vero che a frenare la spesa delle famiglie continuerà ad essere il mercato del lavoro, in quanto l'occupazione è attesa in ulteriore calo nella seconda metà del 2014 (ma il calo si dovrebbe attenuare anche grazie al DL 34 approvato dal governo a metà marzo e poi convertito in legge in maggio, che incentiva il lavoro a termine); in ogni caso, il tasso di disoccupazione sembra essersi stabilizzato (su livelli elevati) e difficilmente salirà in misura significativa rispetto ai recenti picchi (il 12,7% toccato a inizio anno). In sintesi, **vediamo i consumi in crescita dell'1,1% a/a medio nella seconda metà del 2014 e dell'1,3% nel 2015** (in termini nominali, dell'1,9% a/a medio nella seconda metà del 2014 e del 2,6% nel 2015).

La ripresa dei consumi sarà favorita dal rimbalzo del potere d'acquisto delle famiglie dopo anni in territorio negativo



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Il calo dei timori occupazionali delle famiglie segnala che il picco per il tasso di disoccupazione potrebbe essere stato toccato



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Gli **investimenti** delle imprese saranno favoriti da:

- 1) i segnali di ripresa della domanda interna;
- 2) il persistente traino dall'export (specie verso gli altri Paesi dell'Eurozona);
- 3) le esigenze di sostituzione del capitale obsoleto dopo anni di contrazione del rapporto tra investimenti e PIL, oggi ai minimi storici (tale fattore sembra aver già avuto un ruolo nella ripresa, avviata già l'anno scorso, degli investimenti in mezzi di trasporto);
- 4) il miglioramento della posizione di liquidità delle imprese derivante dal prosieguo del piano di **pagamento dei debiti arretrati della PA** (e dall'implementazione di misure mirate ad adeguare i tempi correnti di pagamento a quelli richiesti dalle norme europee); sinora, alla fine del 1° trimestre 2014 sono stati pagati debiti arretrati per 23,5 miliardi; nel corso del 2014 è atteso il pagamento, se non integrale, di buona parte dei restanti 23,5 miliardi previsti dai governi Monti e Letta; a questi è possibile si aggiungano 5 miliardi derivanti dal nuovo meccanismo messo in piedi dal governo Renzi (ma è dubbio che tali nuovi fondi arrivino entro fine anno, si potrebbe slittare ai primi mesi del 2015); nel complesso dunque si tratta nel biennio 2014-15 di una manovra di circa 50 miliardi ovvero oltre il 3% del PIL: nell'ipotesi prudenziale della Banca d'Italia, secondo cui solo il 12% delle somme fosse utilizzato dalle imprese per nuovi investimenti (e il resto fosse destinato in parti uguali al finanziamento del capitale circolante e ad accantonamenti a scopo precauzionale), ne deriverebbe un impatto sul ciclo di 0,7-0,9% nei due anni (la nostra stima si situa nella parte alta di tale forchetta; il grosso dell'impatto dovrebbe scaricarsi proprio sul 2014);
- 5) il **miglioramento delle condizioni di credito e di accesso al mercato dei capitali**, anche grazie a: a) la legge "Sabatini-bis", che facilita l'accesso al credito per le piccole aziende, che è entrata in vigore lo scorso 31 marzo e pare stia già avendo un buon successo (risultano già 2000 domande, per un valore di investimenti di circa 700 milioni

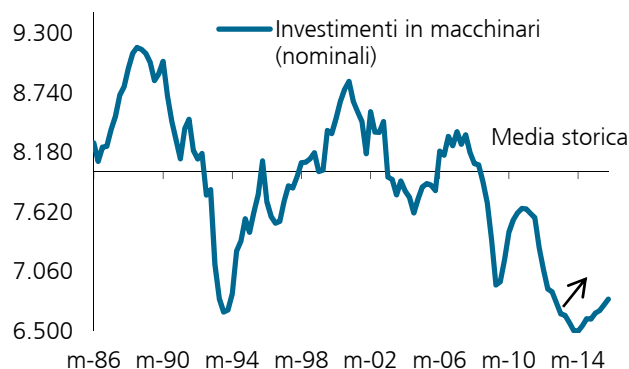
... che per investimenti

di euro); b) il pacchetto di misure annunciato dalla BCE, che può incentivare il credito alle imprese e "rivalizzare" il mercato degli ABS nel caso di lancio di un programma di acquisto di titoli; c) la semplificazione delle regole sui corporate bond e l'estensione a compagnie di assicurazione e società di cartolarizzazione della possibilità di erogare credito (da tali misure, comprese nel "decreto competitività", il governo stima un credito aggiuntivo di circa 20 miliardi);

- 6) **gli incentivi fiscali compresi nel "decreto competitività"** approvato il 13 giugno in Consiglio dei Ministri, che prevedono tra l'altro: a) un credito d'imposta del 15% per gli investimenti in macchinari effettuati tra la seconda metà del 2014 e la prima metà del 2015, in eccedenza rispetto alla media dei 5 anni precedenti (il governo stima poco più di 4 miliardi "incentivabili" quest'anno e altrettanti l'anno prossimo; il "bonus vale dunque 1,2 miliardi, ma potrà essere incassato solo a partire dal 2016; inoltre, la soglia piuttosto elevata di investimento unitario esclude dal beneficio le piccolissime imprese); b) un rafforzamento dell'Aiuto alla Crescita Economica varato dal governo Monti per incentivare la patrimonializzazione delle imprese; c) un taglio del 10% del costo della bolletta energetica per le Piccole e Medie Imprese, il cui finanziamento, tuttavia, resterà con ogni probabilità all'interno del sistema-impresa andando a gravare sui beneficiari di una serie di altre agevolazioni tra cui i più colpiti dovrebbero essere gli "energivori".

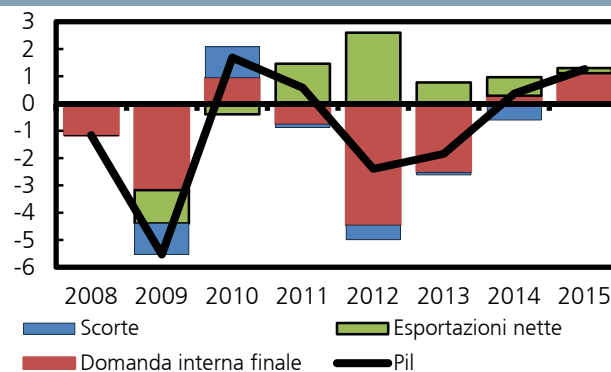
Oggi gli investimenti sia totali che al netto delle costruzioni sono ai minimi storici in rapporto al PIL (al 17% contro una media storica superiore al 20%); pensiamo che tale "anomalia" sia destinata almeno in parte a essere corretta. D'altra parte, gli investimenti continueranno ad essere frenati soprattutto dall'ampio *slack* persistente nell'economia e misurabile dal basso grado di utilizzo degli impianti, nonché dalla fragile situazione finanziaria di molte imprese e dall'incertezza ancora gravante sullo scenario congiunturale. Ciò fa sì che la nostra stima sugli investimenti fissi lordi sia particolarmente cauta per quest'anno: prevediamo un dato ancora in territorio negativo nel 2014 (-0,3%), frenato dalle costruzioni, e una crescita vicina al 2% l'anno prossimo. Considerando i soli investimenti delle imprese in macchinari e attrezzature, tuttavia, siamo piuttosto ottimisti, stimando una crescita media vicina al 3% a/a nella seconda metà del 2014 e vicina al 4% nel 2015.

Il nostro scenario centrale vede un (modesto) rimbalzo degli investimenti in macchinari e attrezzature in rapporto al PIL



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

La ripresa nel 2015 dovrebbe essere trainata soprattutto dalla domanda interna



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Rispetto al nostro scenario di base, le **incognite principali** sono di segno opposto (una negativa e una positiva), e sono rappresentate da:

- 1) **l'effetto sui consumi del taglio Irpef**: la nostra previsione di crescita 2014 è basata principalmente sull'ipotesi di un rimbalzo dell'attività economica nei trimestri centrali dell'anno (dell'ordine di 0,3-0,5% t/t) per effetto proprio del bonus fiscale; nel caso in cui tale impatto non si materializzasse o fosse meno pronunciato, ne risulterebbe un

Lo scenario presenta rischi sia verso il basso che verso l'alto

effetto significativo in termini di minore crescita sia per la media 2014 che per le prospettive per il 2015;

- 2) **l'effetto** sulla crescita, nell'ultima parte del 2014 e soprattutto nel 2015, **del pacchetto di misure annunciate dalla BCE** a inizio giugno; nel caso delle nuove TLTRO si stima che l'effetto di liquidità aggiuntiva per l'Italia possa ammontare a circa 70-80 miliardi (circa il 5% del PIL), ma al momento non è noto quale sia l'ammontare di credito aggiuntivo che verrà richiesto alle banche in cambio dell'operazione di rifinanziamento; ancora meno dettagli sono disponibili sull'eventuale programma di acquisto di ABS. La Banca d'Italia (per voce di quanto dichiarato dal vicedirettore generale Panetta) stima un effetto sul PIL di circa mezzo punto percentuale nel triennio 2014-2016; in generale, sebbene sia difficile stimare un effetto sul PIL, riteniamo sia ipotizzabile un impatto massimo di due/tre decimi di punto all'anno a partire dal 2015.

Se la prima di queste due incognite introduce un rischio verso il basso sullo scenario, la seconda agisce nel senso opposto e potrebbe favorire l'accelerazione del PIL nel corso del 2015.

Infine, **quello che indicavamo a inizio anno come il principale, se non unico, rischio gravante sullo scenario, ovvero il rischio politico** (l'eventualità o di stallo dell'attività di governo o di elezioni politiche ravvicinate in tempi brevi), **non solo si è ridotto, ma sembra anzi essersi tramutato in opportunità**. Infatti il governo Renzi, uscito consolidato dal risultato delle elezioni europee, non solo ha confermato l'obiettivo di arrivare alla fine della legislatura (2018) ma si è avviato sulla duplice strada di: a) riforme istituzionali; b) misure economiche mirate a sostenere il ciclo (principalmente tagli fiscali finanziati attraverso riduzioni di spesa).

Il "rischio" politico si è ridotto significativamente...

Per quanto concerne le **riforme**, la strada è ancora lunga, ma le probabilità che nel corso della legislatura si giunga almeno a una modifica della legge elettorale (tesa a garantire una maggiore governabilità) e del bicameralismo perfetto (con l'obiettivo di rendere più rapido ed efficiente il processo legislativo) appaiono superiori al 50%; in caso di approvazione, ne deriverebbe un impatto positivo sulle prospettive di crescita nel medio termine.

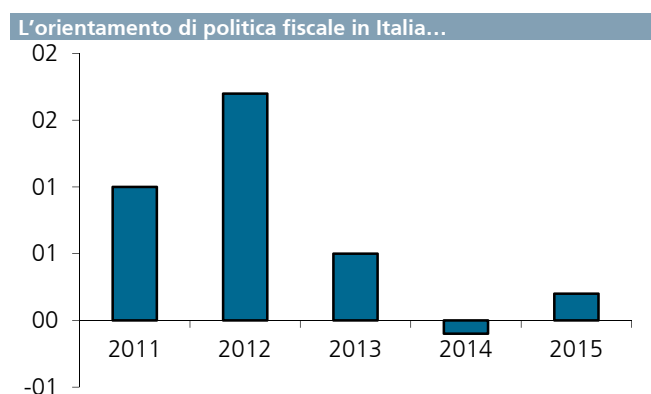
Per ciò che riguarda invece la possibilità di approvare **misure economiche** a sostegno della ripresa, i margini sembrano molto ridotti. Anzi **la Legge di Stabilità sarà un banco di prova importante per la tenuta del governo**. Infatti, occorrerà reperire risorse a valere sul 2015 per: 1) rendere strutturale la riduzione del cuneo fiscale introdotta per il 2014 con il decreto di aprile: a questo scopo sono necessari ulteriori 7,3 miliardi (in aggiunta ai 2,7 già reperiti dallo stesso decreto e accantonati in un apposito fondo); 2) evitare che entri in gioco la "clausola di salvaguardia" che prevede per il 2015 un aumento di entrate, attraverso il taglio delle detrazioni Irpef, per 3 miliardi (che diventeranno 7 nel 2016 e 10 nel 2017); 3) attuare la correzione programmatica prevista nel DEF per lo 0,3% del PIL (circa 5 miliardi); 4) sostituire le coperture dei tagli fiscali previsti per il 2014 aventi natura *una tantum* (2,5 miliardi); 5) finanziare le ulteriori esigenze derivanti da spese indifferibili (4-6 miliardi). Tale ammontare di risorse potrebbe arrivare nella peggiore delle ipotesi a quasi 24 miliardi (l'1,5% del PIL). Ora, il risparmio massimo da *spending review* secondo il piano Cottarelli ammonta per il 2015 a 18 miliardi (che si assottigliano a poco più di 14 tenendo conto che alcune misure sono state già implementate nel decreto di aprile). Pertanto, anche ipotizzando che il processo di revisione della spesa abbia pieno successo, potrebbe essere necessario reperire ulteriori risorse aggiuntive per oltre 9 miliardi (lo 0,6% del PIL). Gli anni successivi (2016-17) appaiono meno problematici, ma solo nel caso in cui gli obiettivi massimi da *spending review* vengano centrati.

... e la politica fiscale è stata lievemente espansiva nel 2014, ma c'è il rischio di una restrizione nel 2015

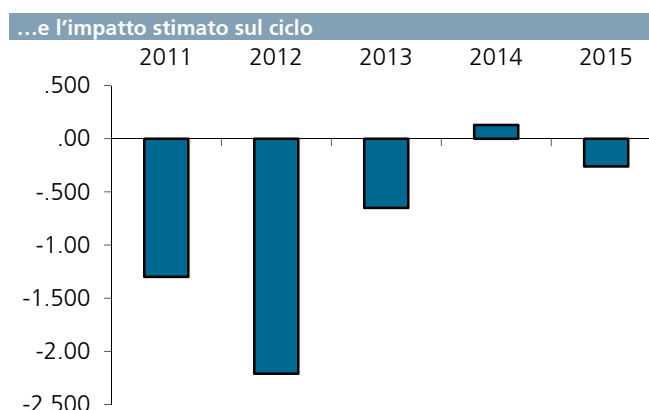
Risorse da reperire nel triennio 2015-17 (in mld, ove non diversamente indicato)			
	2015	2016	2017
Taglio Irpef	7.3	5.3	5.9
Spese indifferibili	6.0	6.0	6.0
Clausola di salvaguardia	3.0	7.0	10.0
Sostituzione "una tantum"	2.5	2.5	2.5
<b>Totale</b>	<b>18.8</b>	<b>20.8</b>	<b>24.4</b>
<b>+ Correzione programmatica indicata nel DEF</b>	<b>4.9</b>	<b>10.1</b>	<b>10.4</b>
<b>-&gt; Occorrerebbe reperire risorse per:</b>	<b>23.7</b>	<b>30.9</b>	<b>34.8</b>
(in % del PIL)	1.5	1.9	2.1
<b>- Spending review (massimo)</b>	<b>18.0</b>	<b>36.0</b>	<b>36.0</b>
<b>al netto del decreto Irpef</b>	<b>14.3</b>	<b>33.1</b>	<b>34.5</b>
<b>-&gt; Risorse da reperire al netto della spending review</b>	<b>9.4</b>	<b>-2.3</b>	<b>0.3</b>
(in % del PIL)	0.6	-0.1	0.0

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati MEF

Questa analisi segnala che: **1) il processo di *spending review*** (che è a rischio di "rallentamento") **appare** necessario e **cruciale** per centrare gli obiettivi programmatici di finanza pubblica nei prossimi anni; **2) la politica fiscale nemmeno nei prossimi anni sarà verosimilmente in grado di sostenere in misura apprezzabile il ciclo**, e anzi per il 2015 c'è il rischio di una (lieve) restrizione dopo un 2014 sostanzialmente neutrale (o meglio lievemente espansivo).



Nota: variazione del saldo di bilancio primario corretto per il ciclo secondo i dati contenuti nel DEF. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo



Nota: l'impatto sul ciclo è calcolato utilizzando moltiplicatori della politica fiscale "Blanchard-style" ovvero superiori a 1 (=1,3). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo

In sintesi, guardando al 2015 i rischi verso l'alto derivanti dai possibili effetti del pacchetto di misure annunciato dalla BCE appaiono compensati dai rischi verso il basso derivanti dalle eventuali esigenze di correzione fiscale (dell'ordine di due/tre decimi di punto di PIL).



## Scenario Macroeconomico

Giugno 2014

Previsioni macro	2013	2014	2015	2013			2014			2015	
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a) t/t	-1.8	0.4	1.3	-1.9	-0.9	-0.5	0.2	0.8	0.9	1.3	1.3
Consumi delle famiglie	-2.6	0.4	1.2	-0.2	0.0	0.1	0.3	0.5	0.2	0.3	0.3
Investimenti fissi lordi	-4.6	-0.3	1.9	-0.9	0.8	-1.1	0.4	0.6	0.1	0.4	0.5
Consumi collettivi	-0.8	0.4	0.3	-0.2	0.2	0.4	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	0.0	3.7	4.1	0.6	1.2	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
Importazioni	-2.9	1.6	4.1	1.0	0.2	0.3	0.1	0.7	1.0	1.0	1.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	-0.6	0.0	0.2	-0.4	-0.2	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	1.0	1.8	1.6	1.6	2.7	0.0	1.8	2.3	3.2	-0.3	1.5
Deficit (% PIL)	-3.0	-2.9	-2.6								
Debito (% PIL)	132.6	135.0	133.6								
CPI (a/a)	1.2	0.6	1.3	1.1	0.7	0.5	0.4	0.3	1.0	1.2	1.4
Produzione Industriale	-3.1	1.0	1.5	-0.1	0.7	0.2	0.4	0.4	0.2	0.1	0.8
Disoccupazione (%)	12.2	12.6	12.4	12.3	12.5	12.7	12.6	12.6	12.6	12.6	12.5

Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente (salvo quando diversamente indicato). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

## Spagna: allegro ma non troppo

La Spagna è stata la sorpresa degli ultimi sei mesi. Già dalla primavera dello scorso anno, le indagini di clima avevano indicato che il peggio era alle spalle, ma dall'estate 2013, il PIL spagnolo è cresciuto più delle attese. Nei primi mesi del 2014, il PIL è avanzato di 0,4% t/t, la seconda migliore performance all'interno dell'area euro dopo la Germania. Le indagini di clima PMI e fiducia della Commissione UE indicano che la ripresa continua allo stesso ritmo dei mesi invernali. Negli ultimi due anni, grazie a un panorama politico relativamente stabile, il Paese è stato in grado di mettere a segno riforme strutturali importanti sia nel sistema finanziario che nel mercato del lavoro i cui frutti sono ormai visibili nel ritorno degli investitori istituzionali e nel recupero di competitività. La nostra valutazione del Paese passa quindi da cauta a moderatamente positiva. Di riflesso, abbiamo rivisto sensibilmente le stime di crescita a +1,2% nel 2014 da un precedente 0,8% e all'1,6% da un precedente 1,0% nel 2015. La Spagna tornerà quindi a crescere al di sopra del potenziale (0,7% da ultime stime OCSE) e della media area euro (1,1%) già da quest'anno. La nostra valutazione rimane, comunque, più cauta rispetto alle ultime stime della Commissione che vedono la crescita 2015 al 2,1%. Il Paese rimane, difatti, gravato da un alto debito privato e pubblico e il processo di *deleveraging* potrebbe pesare sulla dinamica della domanda interna. Dal 2015 la politica fiscale tornerà ad essere restrittiva per assicurare un calo del deficit dal 5,6%, stimato nel 2014, verso il 3% nel 2016, anche se non escludiamo che il termine di rientro entro i parametri di Maastricht possa essere ulteriormente esteso. Inoltre l'elevato tasso di disoccupazione richiederà ulteriori riforme strutturali per cercare di rendere ancora più flessibile il mercato del lavoro e riassorbire la mano d'opera espulsa dal settore delle costruzioni. I guadagni di competitività messi a segno negli ultimi anni vanno consolidati, il saldo di bilancia commerciale è tornato in rosso a inizio 2014 per effetto di un aumento delle importazioni del 9,4% t/t in termini nominali a fronte di una crescita dell'export dell'1,8% t/t, dovrebbe trattarsi di un fenomeno temporaneo dal momento che i dati relativi al 2° trimestre già mostrano una crescita dell'export del +3,3% t/t a fronte di una stagnazione delle importazioni.

Anna Maria Grimaldi

**Rischi** per lo scenario sono ancora **verso il basso** e derivano da una dinamica della domanda esterna meno sostenuta delle attese e dal perdurare di condizioni finanziarie e al credito ancora penalizzanti, da una possibile correzione dei mercati europei e spagnoli in caso di un aumento di volatilità. Altresì, se il processo di normalizzazione dei mercati e delle condizioni finanziarie in

corso nella zona euro dovesse accelerare, potremmo aspettarci una crescita più sostenuta dell'economia spagnola.

**Prospettive di breve termine:** le indagini congiunturali suggeriscono una tenuta di produzione industriale e PIL sui ritmi di inizio anno (+0,4% t/t). Le esportazioni sono rallentate a cavallo del nuovo anno, ma il PMI globale e la componente ordini dall'estero del PMI manifatturiero suggeriscono una ri-accelerazione per inizio estate. Sull'orizzonte di previsione ci aspettiamo una crescita delle esportazioni di poco inferiore al 5,0%. Dato l'elevato *import content* delle esportazioni spagnole è probabile che le importazioni tornino a crescere a ritmi più sostenuti, circa del 4,0%. Sarà da verificare in corso d'anno se il peggioramento di parte corrente è solo un fenomeno temporaneo, come pensiamo. Il contributo delle esportazioni nette dovrebbe essere di 0,6%-0,7% sull'orizzonte di previsione. La domanda interna dovrebbe tornare a offrire un contributo positivo alla crescita di 1,2% -1,3% all'anno.

**La crescita sarà trainata più dalla domanda interna che dall'export erodendo in parte il miglioramento del saldo di parte corrente**

Il recupero dei **consumi delle famiglie** osservato da metà 2013, dopo due anni di cali piuttosto severi, dovrebbe essere confermato nei prossimi trimestri ad un ritmo di 0,3%-0,4% t/t al trimestre, dal momento che la politica fiscale fa meno da zavorra (Rajoy ha promesso sgravi fiscali su redditi bassi per fine anno, oltre alla *flat tax* di 100 euro al mese sui contributi previdenziali nei primi due anni di assunzione); le condizioni finanziarie dovrebbero divenire progressivamente meno restrittive e il calo dell'inflazione dovrebbe garantire un ulteriore recupero del potere d'acquisto. Inoltre, le indagini di fiducia indicano un graduale miglioramento della dinamica occupazionale in tutti i settori con l'eccezione delle costruzioni. In media annua ci aspettiamo una crescita dei consumi dell'1,4% sia quest'anno che il prossimo.

Per quanto concerne gli **investimenti aziendali**, dopo la forte entrata nel 2014, il calo di fiducia nel settore dei beni capitali, il basso utilizzo di capacità produttiva e condizioni finanziarie ancora restrittive segnalano ritmi di crescita più blandi nella restante parte dell'anno. Solo da metà 2015, con il consolidarsi della ripresa, si vedrà un ciclo di spesa più sostenuto non solo al fine di sostituire gli impianti esistenti ma anche di ampliamento. Ci aspettiamo, quindi, una crescita degli investimenti aziendali del 4,6% nel 2014 (la crescita acquisita dal 1° trimestre 2014 è del 4,0%) e del 5,2% nel 2015. 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 di oltre il 28,0% dal picco di inizio 2008 (il che implica un aggiustamento in termini reali di oltre il 34%). Il calo dei permessi nel corso del 2013 su nuovi minimi suggerisce che gli investimenti potrebbero continuare a calare anche nel 2014, per il settimo anno di fila, anche se a un ritmo (-5%) decisamente inferiore rispetto alla media dei cinque anni precedenti (-10,5%), ma meno rispetto ai sei mesi precedenti. Nel 2015, gli investimenti in costruzioni residenziali dovrebbero essere circa stagnanti.

**Mercato del lavoro:** il tasso di disoccupazione è sceso al 25,1% ad aprile di quest'anno dal picco assoluto del 27,1% a inizio 2013. Il livello della disoccupazione in Spagna rimane sui massimi dagli anni Settanta e rappresenta una delle principali sfide per i prossimi anni. Il calo della disoccupazione sarà molto graduale nel corso del 2014 quando ci aspettiamo che si aggiri in media attorno al 25,0%. Nel 2015, quando la ripresa acquisterà velocità, dovrebbe vedersi una crescita dell'occupazione più sostenuta e quindi un calo più rapido della disoccupazione fino al 24%-24,4%. Le indagini congiunturali suggeriscono che la dinamica annua dell'occupazione potrebbe essere stagnante, o lievemente negativa nel 2014, ciò è coerente con ancora un lieve calo dell'occupazione nel 2° trimestre e quindi con una stabilizzazione nel 3° e 4° trimestre. La riforma del mercato del lavoro adottata nel 2012 ha avuto effetti tangibili sulla dinamica dei **salari**. Gli accordi collettivi per il 2014 prevedono aumenti delle retribuzioni di 0,5%, lo stesso ritmo che nel 2013. I salari reali sono quindi tornati in territorio positivo grazie al rallentamento dell'inflazione. Il costo del lavoro viaggiava a +0,4% a inizio 2014, dal 2,0% di inizio 2012, di

**Le indagini segnalano un assai graduale miglioramento dell'occupazione**

nuovo quindi su di un trend di rallentamento dopo un puntata al +3,0% a fine 2013 probabilmente a causa di un effetto base in particolare nel settore pubblico, dopo i massicci tagli di fine 2012. Il meccanismo di de-indicizzazione e l'elevato tasso di disoccupazione dovrebbero tenere sotto controllo la dinamica salariale nel prossimo futuro. Ci aspettiamo una crescita del costo del lavoro di 0,5% in media nel 2014-15. La crescita dei salari reali sarà ancora marginalmente negativa nel 2014-15.

L'**inflazione** spagnola da circa sei mesi si aggira intorno a zero. Nei prossimi mesi ci aspettiamo che l'inflazione complessiva torni gradualmente a salire in parte per un effetto base dalla componente energia, ma in media nel 2014 si aggirerà comunque attorno allo 0,0%, dall'1,7% del 2013. L'inflazione sottostante rimarrà vicina a zero nel 2014, frenata dall'ampio *slack* nell'economia e dalla moderazione salariale. Il rallentamento dell'inflazione spagnola da settembre 2012 ad oggi è in parte dovuto al venir meno della dinamica del rialzo dell'IVA di ottobre 2012 e delle variazioni dei prezzi amministrati, ma anche a fenomeni più fondamentali, quali il rallentamento dei prezzi dei servizi, più accentuato rispetto a quello dei beni non energetici. Il rallentamento dell'inflazione nei servizi non è da ricondursi solo al calo dei prezzi delle comunicazioni (tipicamente associato ad uno shock di offerta) ma anche alla frenata dell'inflazione nella ristorazione e ricreazione. Anche la Spagna non è immune dal rischio di deflazione, ma tale rischio si dovrebbe ridurre con il recupero della crescita e in particolare della domanda interna. In ogni caso difficilmente l'inflazione spagnola risalirà significativamente al di sopra di 0,6-0,8% nel 2015 dato il permanere di un ampio eccesso di offerta nell'economia.

**L'inflazione rimarrà sotto l'1,0% anche nel 2015**

**Finanze pubbliche. La correzione è rimandata al 2015 anno elettorale in cui difficilmente si vedrà un miglioramento strutturale significativo**

Il deficit spagnolo ha chiuso al 7,1% del PIL nel 2013 da un precedente -10,6% del 2012. Al netto dei contributi al sistema bancario, il deficit ha chiuso al 6,6% del PIL. Il debito è salito fino al 93,9% del PIL. Nel 2014 ci aspettiamo un miglioramento del saldo di finanza pubblica fino al 5,6% del PIL come da indicazioni del Governo nell'aggiornamento al programma di stabilità (PS) 2014-2017, target che la Commissione giudica conseguibile grazie per lo più a tagli di spesa. Il PS conferma il raggiungimento dell'obiettivo di un ritorno del deficit al 3% nel 2016 e di pareggio del saldo di bilancio strutturale nel 2017. La Commissione nelle raccomandazioni all'aggiornamento del PS nota che la strategia di rientro per i saldi di finanza pubblica non è sufficiente a raggiungere l'obiettivo di medio termine e che dal 2015 saranno necessari sforzi strutturali aggiuntivi, che verranno indicati in maggior dettaglio a fine luglio, quando il Consiglio europeo riceverà le raccomandazioni. Il Governo lo scorso 27 giugno ha approvato un tetto di spesa per il 2015 del 3,2% inferiore rispetto al 2014, che dovrebbe in parte consentire di procedere con i tagli fiscali alla riduzione della tassazione sui redditi (-13% per redditi inferiori ai 24 mila euro e un taglio dell'aliquota massima al 47% dal 52%) e imprese al 25% nel 2016 dal 30%. L'entità dello sforzo residuale aggiuntivo può essere dedotto dalle stime di Primavera della Commissione del saldo strutturale a legislazione vigente (vedi Tab.1): -3,4% nel 2015. Lo sforzo residuale quindi tra il 2015-2017 sarebbe quindi di circa quattro punti di PIL considerevole e tra i più alti stimati nella zona euro. Si noti che la Spagna ha ottenuto una vittoria nella disputa metodologica con la Commissione Europea sul calcolo del saldo strutturale. La revisione della metodologia di stima del NAWRU (*non accelerating wage rate of unemployment*) adottata con le previsioni di Primavera ha determinato una revisione verso l'alto della stima del PIL potenziale spagnolo e quindi un *output gap* più ampio e un deficit strutturale più basso di circa due punti di PIL nel 2014. Con un livello più basso del saldo strutturale 2015, la distanza dal pareggio di bilancio strutturale, per quanto ancora ampia, è sicuramente più gestibile. La revisione metodologica ha quindi comportato nel caso spagnolo uno sconto non da poco in termini di correzione fiscale ancora da attuare per rispettare la regola del pareggio di bilancio strutturale imposta dal *Fiscal Compact*. Ma alla Spagna non sembra bastare e nell'aggiornamento del PS 2014-17 rilancia indicando che l'*output gap* è probabilmente più ampio (v. Tab.1) rispetto alle stime ultime della Commissione, dal momento che queste non incorporano le nuove proiezioni

**La Commissione ha dato il via libera per il 2014. La correzione è rimandata al 2015. Il debito continuerà a salire fino al 2017**

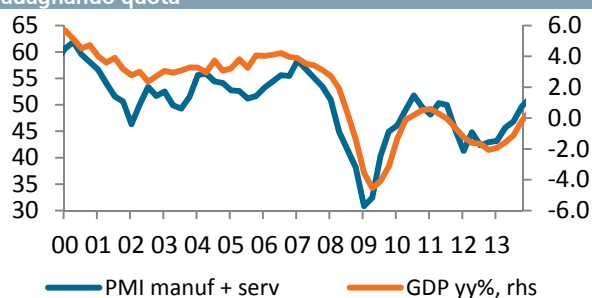
della popolazione in età da lavoro dell'ufficio di statistica spagnolo, più aggiornate rispetto a quelle di Eurostat. Secondo le stime ultime del Ministero delle Finanze l'*output gap* risulterebbe, quindi, più ampio di circa due punti e il saldo strutturale più basso di un punto. Ciò spiega la differenza tra la stima del saldo strutturale 2014 da programma di stabilità e quella della Commissione. Per il 2015 la discrepanza non è solo spiegata dallo scostamento nelle stime dell'*output gap*, ma anche dal fatto che le proiezioni della Commissione dei saldi di bilancio e di quelli strutturali sono a legislazione vigente ovvero non tengono conto di misure indicate, ma non recepite da disposizioni di legge. La nostra stima è che difficilmente la Spagna metterà in atto una correzione strutturale di due punti di PIL necessaria a colmare il *gap* tra stime della Commissione e quelle di Governo del saldo strutturale. Il 2015 è difatti un anno elettorale. La nostra previsione è che il deficit cali al meglio al 5,0% del PIL e il debito continui a salire fino al 104% del PIL e fino al 107% del PIL nel 2016 per poi iniziare a calare dal 2017.

Tab. 1 – Spagna deficit strutturale più basso di più di due punti grazie alle revisioni metodologiche

	2012	2013	2014	2015
<b>Output gap</b>				
Commissione previsioni di inverno	-5.2	-5.1	-3.1	-0.4
Commissione previsioni di primavera	-7.3	-8.1	-6.7	-4.7
<b>Spagna PS 2014 -17</b>		<b>-9.5</b>	<b>-8.3</b>	<b>-6.7</b>
Stime OCSE	-3.8	-5.3	-5.0	-4.5
<b>Saldo strutturale in % del PIL</b>				
Commissione previsioni di inverno	-5.1	-4.3	-4.2	-5.8
Commissione previsioni di primavera	-4.1	-2.8	-2.4	-3.4
Spagna PS 2014 -17		-2.0	-1.3	-1.0
<b>Saldo di bilancio in % del PIL</b>				
Commissione previsioni di inverno	-10.6	-7.2	-5.8	-6.5
Commissione previsioni di primavera	-10.6	-7.1	-5.6	-6.1
Spagna PS 2014 -17	-10,6	-7,1	-5,5	-4,2
Previsioni ISPP	-10,6	-7,1	-5,7	-5,6

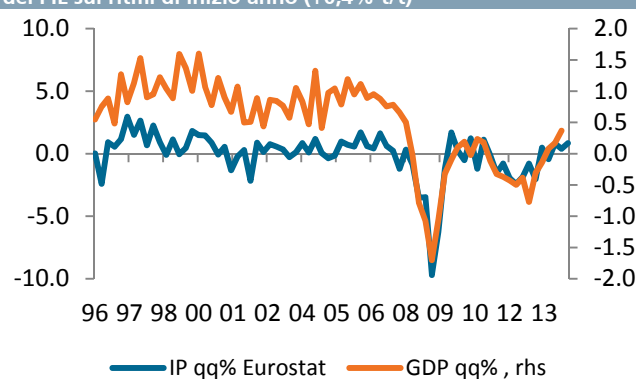
Fonte: Programma di Stabilità 2014-17, Commissione UE e OCSE

Fig. 1 – Gli indici PMI confermano che la ripresa continua e sta guadagnando quota



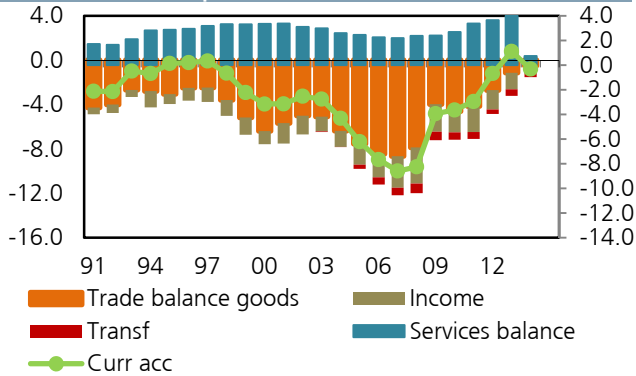
Fonte: INE, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – La produzione industriale è coerente con una crescita del PIL sui ritmi di inizio anno (+0,4% t/t)



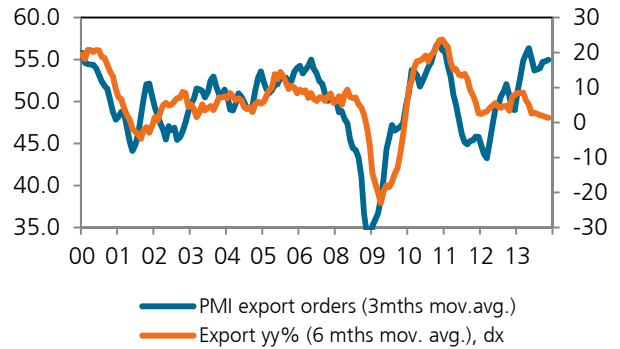
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 3 – Il saldo beni torna a peggiorare ma dovrebbe trattarsi di un fenomeno temporaneo**



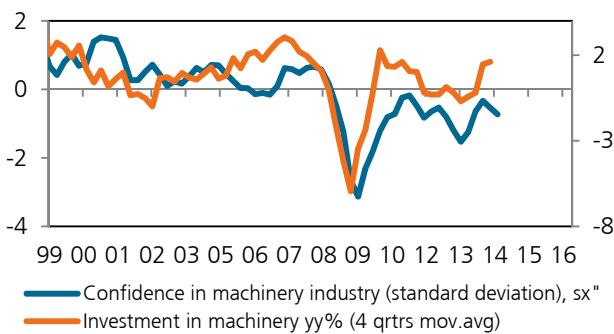
Fonte: INE, BdE elaborazioni Intesa Sanpaolo INE

**Fig. 4 – L'indice PMI ordini dall'estero suggerisce una ri-accelerazione dell'export in estate**



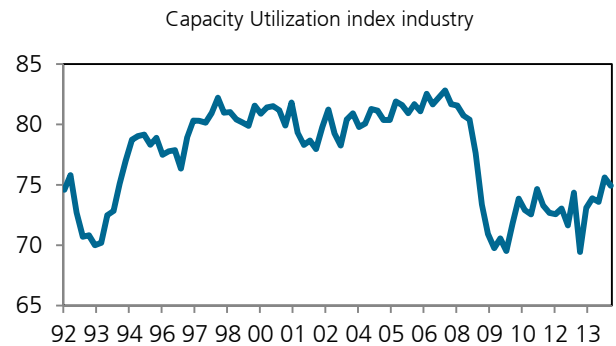
Fonte: Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 5 – Il calo di fiducia nel comparto dei beni macchinari...**



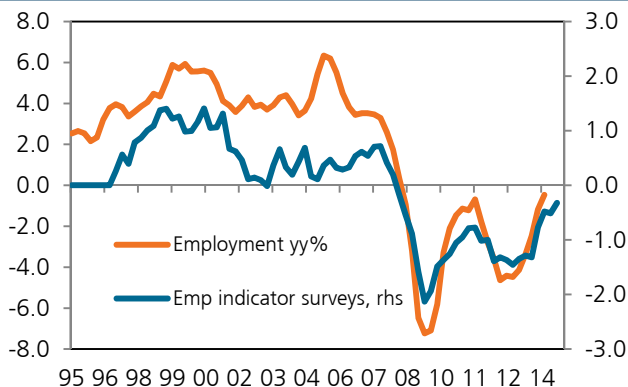
Fonte: Eurostat, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 6 – ... e l'ancora basso utilizzo della capacità produttiva indicano che la spesa in macchinari continuerà a crescere ma difficilmente farà meglio che nei mesi invernali**



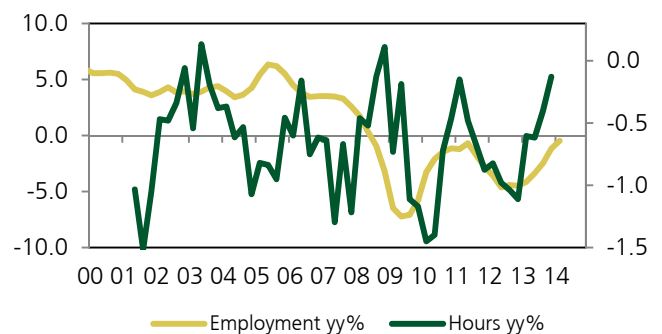
Fonte: Eurostat, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 7 – Le indagini di fiducia suggeriscono che l'occupazione dovrebbe stabilizzarsi su base annua**



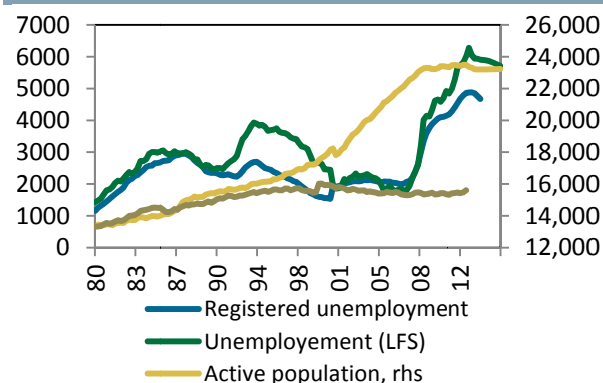
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 8 – L'aumento dell'input lavoro passa per un aumento del monte ore**



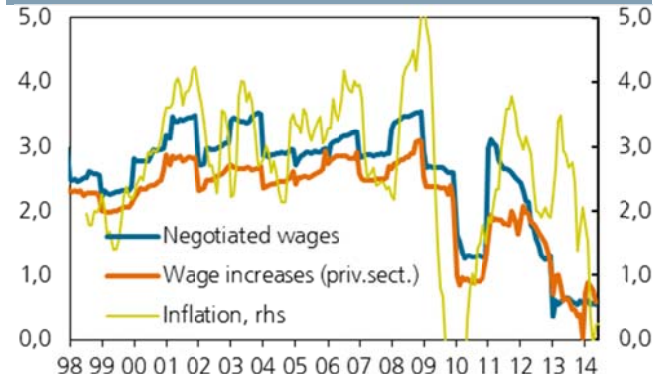
Fonte: Commissione UE, INE elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – I disoccupati sono calati più della popolazione attiva



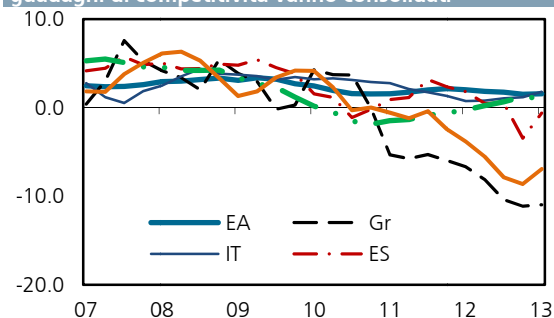
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – I salari sono tornati a scendere dopo gli aumenti di inizio 2014 nelle costruzioni



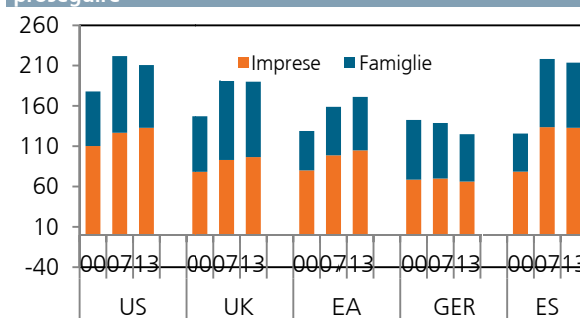
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 11 – 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. 12 – Il processo di *deleveraging* del settore privato deve proseguire



Fonte: BCE, Fed, BoE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Proiezioni - Spagna

	2013	2014	2015	2013			2014			2015	
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	-1.2	1.1	1.6	-1.1	-0.2	0.5	1.1	1.4	1.6	1.7	1.6
t/t				0.1	0.2	0.4	0.5	0.4	0.4	0.5	0.4
Consumi delle famiglie	-2.1	1.5	1.3	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3
Investimenti fissi lordi	-5.1	1.7	2.6	0.7	0.7	-0.6	2.1	0.3	0.8	0.4	0.6
Deficit (% PIL)	-7.1	-5.7	-5.6								
Debito (% PIL)	94.0	98.0	103.0								
CPI (a/a)	1.4	0.1	0.6	1.2	0.1	0.0	0.2	-0.4	0.5	0.2	0.6
Disoccupazione (%)	26.1	25.4	24.7	26.5	26.1	25.8	25.7	25.6	25.4	25.2	25.1
Tasso a 10 anni	4.56	3.25	3.75	4.53	4.16	3.56	3.02	3.05	3.36	3.43	3.68
Cambio effett. (1990=100)	99.7	99.6	98.6	99.9	100.1	100.1	99.9	99.4	98.9	98.7	98.6

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

### Olanda: ritorno alla crescita dopo un 2013 negativo

Nel primo trimestre il PIL olandese ha visto una contrazione di -0,6% t/t (rivista al rialzo da -1,4% t/t), dopo l'incremento di 0,5% t/t (rivisto al ribasso da 1,0% t/t) del 4° trimestre 2014. La causa del calo del primo trimestre risiede nell'inverno particolarmente mite che ha ridotto i consumi di energia (gas naturale in particolar modo) in maniera superiore alla media, alla

## Scenario Macroeconomico

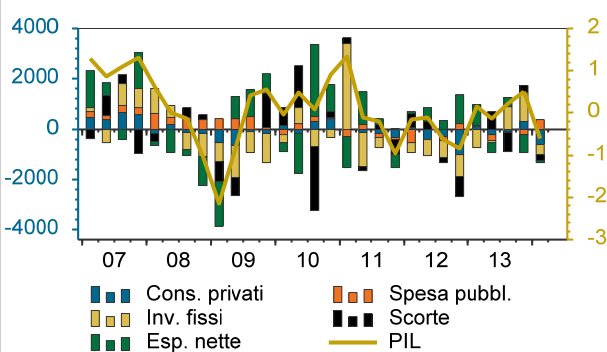
Giugno 2014

produzione industriale che nello stesso trimestre si è contratta del 6,1% t/t e ai consumi privati che sono calati dello 0,2% t/t. Anche gli investimenti hanno risentito del forte aumento registrato nel 4° trimestre 2013 calando di -1,3% t/t da +3,8%. Questa fase volatile segue due anni di contrazione, più marcata nel 2012 (-1,6%) che nel 2013 (-0,7%). Le stime per l'anno in corso si confermano come una prosecuzione del recupero in atto e di un ritorno, seppur minimo, alla crescita (0,5%), che dovrebbe rafforzarsi nel 2015 (1,7%). Già dal trimestre in corso si dovrebbe vedere un primo rimbalzo del PIL (0,6% t/t) che dovrebbe proseguire poi nella seconda parte dell'anno, spinto in particolare dalla **domanda interna** e dal riaccumulo delle scorte, nonché dal venir meno degli effetti climatici sul consumo e sulla produzione di gas naturale. Gli indicatori di fiducia dei consumatori e delle aziende manifatturiere sono in recupero dall'ultimo trimestre 2013, entrambi sostenuti in particolare da aspettative positive circa le prospettive economiche a breve termine, e anche gli indici PMI del settore manifatturiero sono rimasti in territorio espansivo (oltre quota 50). Gli investimenti produttivi sono in ripresa (in particolare nel settore automobilistico grazie a incentivi fiscali). I **consumi privati** saranno frenati dalla bassa crescita del reddito disponibile. Le **esportazioni** accelereranno nella seconda metà dell'anno (+3,3% in media annua da 1,3% del 2013) sulla scia del recupero del commercio mondiale, mentre nel trimestre in corso ci aspettiamo che pesi ancora la ridotta produzione di energia. La dinamica delle **importazioni** tuttavia tenderà a essere più dinamica di quella dell'export, originando un contributo complessivamente negativo alla crescita del PIL (circa attorno a -0,4% in media annua). Dalla metà del 2013 il livello della **disoccupazione** è rimasto abbastanza stabile nonostante il peggioramento dello scenario economico, e tale situazione continuerà fino al 2015.

Come nel resto dell'Eurozona, l'**inflazione** è attesa in forte rallentamento a 0,7% nel 2014 dal 2,6% del 2013 (gonfiato da alti prezzi dell'energia e dall'aumento delle aliquote dell'IVA), ma la media annua dell'inflazione dovrebbe risalire a 1,2%.

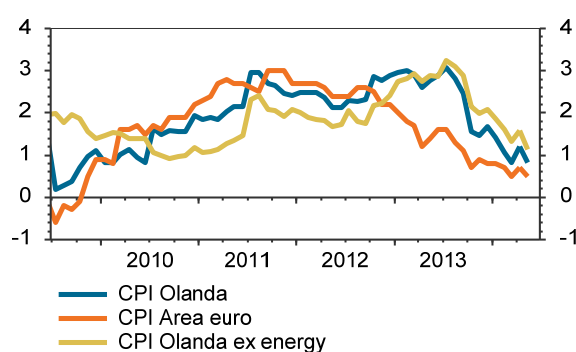
Nel 2013 il **deficit** del settore pubblico è migliorato al 2,5% dal 4,1% del 2012, grazie anche alla vendita di licenze per gli operatori mobili (0,6% del PIL). Nel 2014 il deficit è atteso risalire al 2,8% a causa del venir meno delle una tantum del 2013. Ulteriori riduzioni della spesa pubblica sono stati approntati nel Sistema Sanitario Nazionale che dovrebbero portare a economie per 0,1% del PIL. La traiettoria del deficit è pertanto indirizzata sulla strada del consolidamento con un'ulteriore correzione attesa nel 2015 al -1,8% del PIL favorita anche dalla ripresa dell'economia. Il **debito pubblico** è atteso aumentare leggermente al 73,8% del PIL dal 73,5% del 2013 per poi stabilizzarsi attorno a 73,4% dal 2015. I rischi alla previsione per quanto riguarda i conti pubblici sono bilanciati e in buona parte connessi all'andamento esogeno del contesto macroeconomico globale. I principali rischi endogeni sono rappresentati dall'alleggerimento fiscale sul TFR dei lavoratori dipendenti, limitato però solo all'anno in corso, e da una serie di tagli alla spesa pubblica programmati per il 2015.

Contributi alla formazione del PIL



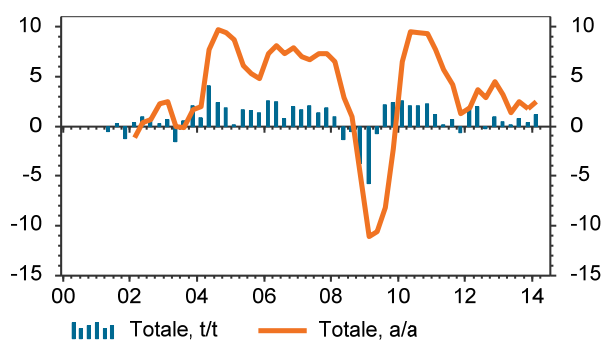
Fonte: elaborazione Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Inflazione in netto calo anche in Olanda



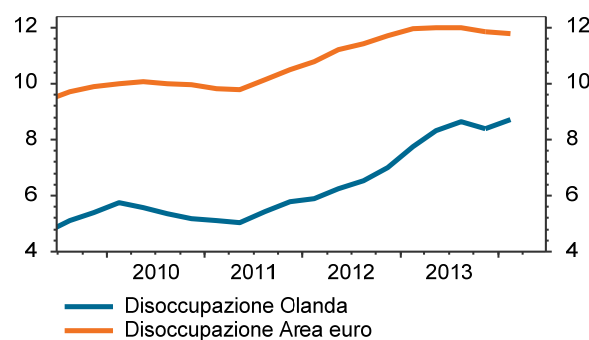
Fonte: elaborazione Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Esportazioni di beni e servizi



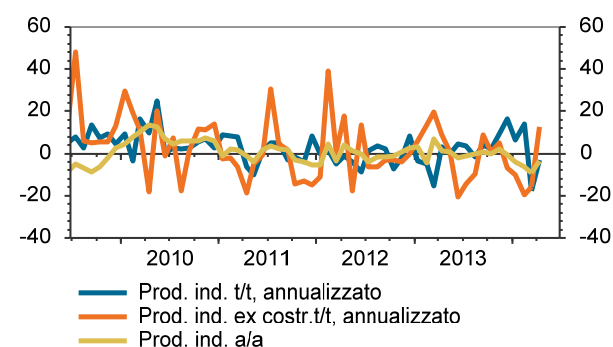
Fonte: elaborazione Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Disoccupazione



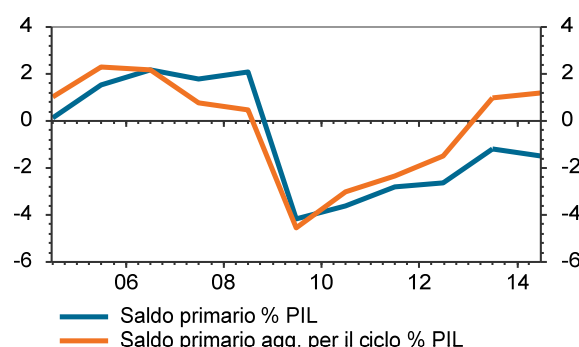
Fonte: elaborazione Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Produzione industriale



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

Saldo primario



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

Previsioni macro

	2013	2014	2015	2013			2014			2015	
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a) t/t	-0.7	0.6	1.6	-0.6	0.8	-0.6	0.6	0.3	0.4	0.4	0.4
Consumi privati	-1.6	-0.7	0.8	-0.2	0.4	-0.9	-0.1	0.0	0.3	0.2	0.2
Investimenti fissi lordi	-3.9	-15.7	-4.8	3.2	3.8	-1.3	-2.7	0.6	0.8	0.8	0.6
Consumi pubblici	-0.2	0.3	0.2	-0.1	-0.6	0.9	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0
Esportazioni	2.2	3.2	5.0	0.8	0.4	1.2	1.0	0.4	1.5	2.0	1.0
Importazioni	1.0	4.6	4.8	0.6	0.9	1.6	1.4	1.0	1.1	1.5	1.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	4.3	1.3	-0.5	0.1	0.0	5.6	0.6	-0.3	-0.4	0.1
Partite correnti (% PIL)	10.4	9.7	8.8	9.4	9.3	11.5	8.5	9.4	9.5	9.8	7.8
Deficit (% PIL)	-2.5	-2.9	-2.5								
Debito (% PIL)	73.5	74.2	73.8								
CPI (a/a)	2.6	0.7	1.3	2.8	1.3	0.4	0.3	0.5	1.6	1.7	1.5
Produzione Industriale	0.5	-2.2	3.1								
Disoccupazione (%)	6.7	7.2	7.1	7.0	7.0	7.2	7.2	7.2	7.2	7.1	7.1

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



## Asia

### Giappone: vinta la deflazione, l'obiettivo è il consolidamento fiscale

Giovanna Mossetti

- Lo scenario dell'economia giapponese nel 2014-15 è caratterizzato da una ripresa della domanda domestica privata relativamente solida nonostante la restrizione fiscale e dal radicamento di un'inflazione effettiva e attesa in territorio positivo. Il quadro del biennio è dominato dai 2 rialzi dell'imposta sui consumi (aprile 2014, ottobre 2015), che determinano ampia volatilità trimestrale di tutte le variabili macroeconomiche. **La crescita è prevista a 1,3% nel 2014 e nel 2015**, nonostante la presenza di un trimestre di contrazione in ciascuno dei due anni (2° trimestre nel 2014, 4° trimestre nel 2015).
- L'**inflazione** è stabilmente in territorio positivo ormai da giugno 2013, sostenuta dal deprezzamento del cambio e da politiche economiche super-espansive. L'indice al netto degli alimentari freschi, obiettivo della BoJ, è rimasto stabile a 1,3% fra dicembre 2013 e marzo 2014. Al netto del rialzo dell'imposta sui consumi, l'inflazione *core* è a 1,4% a/a a maggio 2014 ed è prevista in modesto rallentamento nei prossimi mesi.
- La **BoJ** è ora in una **fase di *wait and see***, in attesa di valutare la risposta dell'economia alla restrizione fiscale attuata con il rialzo dell'imposta sui consumi. La Banca centrale resterà in attesa di maggiori informazioni dall'evoluzione dello scenario economico dopo il rialzo dell'imposta sui consumi e dalla definizione di politiche a sostegno della crescita potenziale che il Governo dovrebbe delineare in modo più preciso a giugno. Riteniamo probabile che, di fronte a ulteriore consolidamento fiscale, unito a misure strutturali, e a una dinamica inflazionistica stabile intorno all'1,3% a/a (anziché in rialzo verso il 2%), **la BoJ decida in autunno di aumentare lo stimolo monetario**.
- Lo **scenario fiscale giapponese è in miglioramento** grazie ai rialzi dell'imposta sui consumi previsti per il 2014-15, alla ripresa della crescita reale e alla svolta positiva dell'inflazione. L'aumento dell'imposta sui consumi dovrebbe contribuire a una consistente riduzione del deficit nel 2014 e nel 2015. In autunno dovrebbero essere attuate misure strutturali per l'aumento della crescita potenziale, delineate dal Governo a fine giugno. Il contenimento della spesa per interessi grazie agli acquisti di JGB della BoJ, l'inflazione positiva e il consolidamento fiscale, dovrebbero determinare una stabilizzazione del debito delle P.A./PIL al 246,7% nel 2016 (prev. FMI) e un successivo modesto calo negli anni successivi.

Proiezioni - Giappone	2013	2014	2015	2013			2014				2015	
				1	2	1	2	3	4	1	2	
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.5	1.3	1.3	2.4	2.4	2.8	0.6	0.8	1.2	0.0	2.0	
- trim/trim annualizzato				1.3	0.3	6.7	-5.6	2.2	2.0	1.7	2.1	
Consumi privati	2.0	0.7	0.1	0.9	1.5	9.2	-11.2	0.4	1.2	0.8	1.2	
IFL - priv. non residenziali	-1.4	5.0	2.0	3.8	6.6	34.2	-24.2	3.6	5.4	3.6	5.5	
IFL - priv. residenziali	8.8	4.3	-2.2	13.9	18.2	13.0	-14.0	-9.2	3.6	-0.7	-1.1	
Investim. pubblici	11.5	4.5	-5.1	30.2	4.7	-10.5	16.5	-7.0	-5.9	-6.4	-6.4	
Consumi pubblici	2.0	1.8	1.3	0.8	0.8	0.4	4.9	2.8	2.0	1.2	1.2	
Esportazioni	1.6	7.4	7.1	-2.6	1.8	26.3	-4.9	8.7	7.2	8.2	8.3	
Importazioni	3.4	7.8	4.6	10.1	15.5	27.6	-20.3	9.7	3.4	6.3	7.8	
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	-0.4	0.5	0.1	-0.1	-0.7	0.3	0.4	-0.1	0.1	0.1	
Partite correnti (% PIL)	0.7	-0.1	0.4	0.5	0.0	-1.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	
Deficit (% PIL)	-9.3	-7.9	-6.2									
Debito/PIL (% PIL)	243.2	243.5	245.1									
CPI (a/a)	0.4	2.6	1.5	0.9	1.4	1.5	3.4	2.8	2.5	2.6	0.7	
Produzione Industriale	-0.6	5.9	5.1	7.0	7.6	12.5	-3.5	3.8	6.0	6.2	6.6	
Disoccupazione (%)	4.0	3.4	3.3	4.0	3.9	3.6	3.4	3.4	3.3	3.3	3.3	
Dollaro/Yen (Yen)	97.1	103.8	109.8	98.9	100.4	102.8	102.1	103.7	106.7	108.6	109.6	
Cambio effettivo (1990=100)	145.2	135.6	130.3	143.5	139.7	136.3	137.0	135.9	133.1	131.3	130.5	

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

Fonte: Datastream, Intesa Sanpaolo

#### 2014: la ripresa prosegue, nonostante la restrizione fiscale

L'economia giapponese sta seguendo il copione previsto, caratterizzato da grande volatilità per via del rialzo dell'imposta sui consumi ad aprile: forte crescita nel 1° trimestre, contrazione nel 2°, aspettative di ripresa dal 3°. Le informazioni per ora sono solo preliminari e rimane comunque incertezza sul sentiero dei consumi. La crescita nel 2014-15 dovrebbe essere ben al di sopra di quella potenziale, nonostante l'ampia restrizione fiscale. La BoJ aspetterà maggiori informazioni sugli sviluppi dell'economia e sul proseguimento del consolidamento fiscale: eventuale ulteriore stimolo potrebbe essere deciso nella parte finale dell'anno.

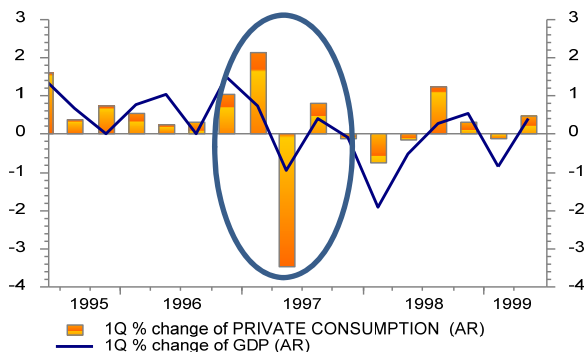
Lo scenario dell'economia giapponese nel 2014-15 è caratterizzato da una ripresa della domanda domestica privata relativamente solida nonostante la restrizione fiscale e dal radicamento di un'inflazione effettiva e attesa in territorio positivo. Il quadro è dominato dai 2 rialzi dell'imposta sui consumi (il primo, ad aprile 2014, da 5 a 8%; il secondo, previsto a ottobre 2015, da 8 a 10%). A un mese dal primo rialzo, il consuntivo preliminare è moderatamente incoraggiante: le prime indicazioni mostrano una crescita a inizio anno superiore alle attese e puntano a una ripresa dei consumi e della produzione già dal terzo trimestre, dopo la correzione attesa nel 2°. Pertanto, per ora appare ampiamente improbabile il ripetersi della situazione del 1997-98, quando l'economia piombò in recessione dopo il rialzo dell'imposta dal 2 al 5% (v. fig. 1) e ritornò in una fase prolungata di deflazione. **La crescita è prevista a 1,3% nel 2014 e nel 2015**, nonostante la presenza di un trimestre di contrazione in ciascuno dei due anni (2° trimestre nel 2014, 4° trimestre nel 2015).

La forte espansione del 1° trimestre sarà seguita da una inevitabile contrazione nel 2°. Tuttavia, diversi indicatori anticipatori puntano a una successiva modesta ripresa, che dovrebbe mantenere il sentiero della crescita in territorio espansivo nel resto dell'anno. La crescita positiva dovrebbe essere sostenuta non solo dalla riaccelerazione della domanda privata domestica, ma anche dal temporaneo aumento della spesa pubblica nella parte centrale dell'anno, mirato a contrastare gli effetti del rialzo dell'imposta sui consumi (circa 1% del PIL in spesa pubblica dal 2° trimestre in poi). Per ora la BoJ rimane in fase di attesa: eventuale ulteriore stimolo monetario potrebbe essere attuato nella seconda metà dell'anno, probabilmente nell'autunno, se l'inflazione non accelererà in linea con il sentiero indicato dalle previsioni macroeconomiche di aprile: inflazione a 1,25% "per un certo tempo", con successivo graduale aumento verso il 2%. La BoJ rivedrà le previsioni macroeconomiche a luglio e poi a fine ottobre. Con la pubblicazione dello scenario semestrale, a ottobre, si potrebbe aprire la strada a un aumento degli acquisti di JGB.

#### Crescita – Dopo il rialzo dell'imposta, contrazione solo nel 2° trimestre

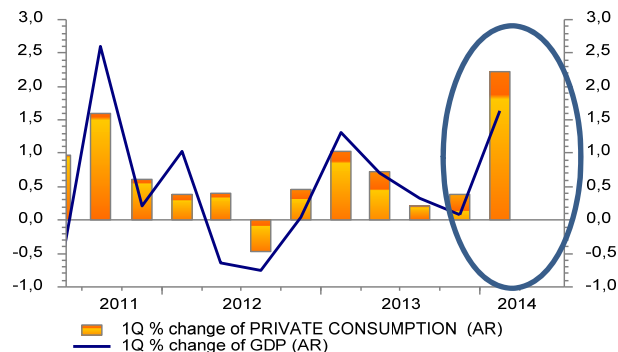
**Consumi** - I mesi precedenti il rialzo dell'imposta dal 5 all'8% (aprile 2014) hanno visto un'accelerazione dei consumi anche maggiore di quanto atteso e in linea con la variazione registrata in occasione del rialzo dell'imposta sui consumi nel 1997. Il rialzo sarà seguito da un'ampia correzione dall'inizio del 2° trimestre, che però dovrebbe risultare transitoria. I **consumi** nel 1° trimestre sono cresciuti di 2,2% t/t (v. fig. 2), in netta accelerazione dopo + 0,4% t/t nel 4° trimestre 2013. Come atteso, la parte principale dell'aumento è concentrata su durevoli (+13,7% t/t) e semi-durevoli (+6,4% t/t), mentre servizi e non durevoli hanno segnato aumenti più contenuti (+0,1% t/t e +1,3% t/t, rispettivamente).

Fig. 1 - PIL e consumi nel 1997-98...



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

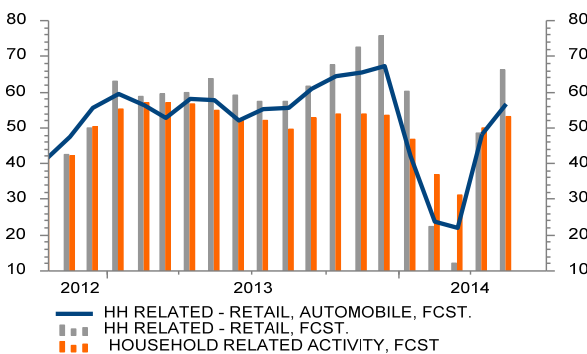
Fig. 2 - ... e nel 2013-14



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

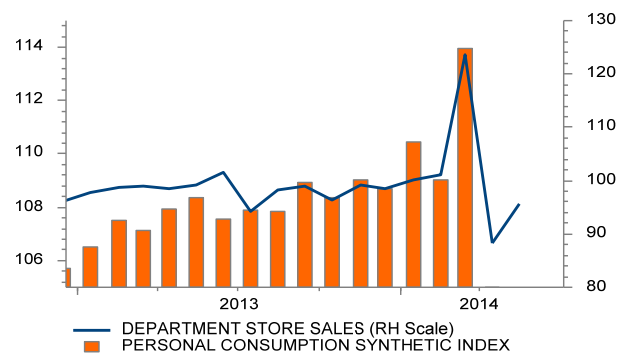
Per il 2° trimestre, i pochi dati disponibili ora puntano a una contrazione dei consumi ampia. La spesa reale delle famiglie ad aprile è scesa di -4,6% a/a, dopo +10% a/a di marzo. Il calo è maggiore di quanto visto nel 1997, ma in parte questo può essere spiegato dalla quota più ampia di beni durevoli nel paniere di spesa del 2014. Anche per i consumi, saranno necessari più dati per valutare l'aggiustamento dell'economia dopo lo shock fiscale. La BoJ, nella valutazione dello scenario economico, prevede che i consumi tornino a crescere già dall'estate e restino su un sentiero di espansione determinato dal miglioramento del mercato del lavoro e della dinamica del reddito. Le aspettative delle imprese sui consumi delle famiglie sono ottimistiche (v. fig. 3) e prevedono un recupero relativamente rapido dei livelli di spesa precedenti la volatilità collegata al rialzo dell'imposta. La nostra previsione è una **contrazione dei consumi di -2,9% t/t nel 2° trimestre, e una crescita annua di 0,7%**. Anche il **2015 sarà volatile**, con il secondo rialzo dell'imposta sui consumi previsto per ottobre: al momento la previsione è di **crescita di 0,1% nel 2015**, con un'accelerazione nella parte centrale dell'anno, e una contrazione nel 4° trimestre.

Fig. 3 - L'indagine "Economic Watchers" segnala ripresa già da maggio



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 - I primi dati di spesa delle famiglie dopo il rialzo dell'imposta puntano a una contrazione nel 2° trimestre

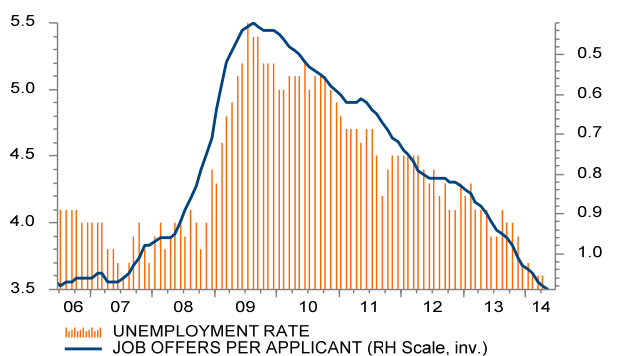


Fonte: Thomson Reuters-Datastream

L'elemento fondamentale per le previsioni relativamente positive sui consumi, pur in presenza di una massiccia restrizione fiscale, è il persistente miglioramento del **mercato del lavoro**. Il **tasso di disoccupazione**, a 3,5% a maggio, è sui minimi del ciclo precedente ed è ora al livello del tasso strutturale stimato dalla BoJ, a conferma della presenza di un eccesso di domanda di lavoro, come segnalato dalle imprese nel Tankan. Il reddito da lavoro è in moderato aumento, grazie a un incremento degli occupati. Nonostante il calo demografico e l'invecchiamento della popolazione, nel periodo precedente il rialzo dell'IVA, la forza lavoro ha visto un **aumento di partecipazione**, soprattutto femminile, in gran parte nel segmento dell'occupazione part-time. La crescita degli occupati part-time comprime il ritmo di espansione del reddito complessivo,

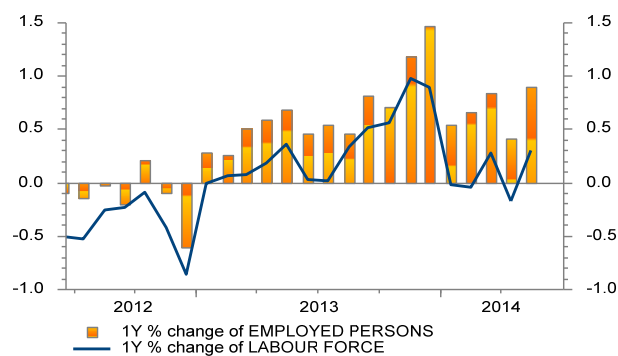
perché genera un numero contenuto di ore lavorate, concentrate in segmenti del mercato con salari inferiori rispetto a quelli degli occupati regolari full-time. Le intenzioni di assunzione delle imprese, gli accordi relativi ai salari contrattuali e i bonus decisi dalle grandi imprese mostrano ulteriori miglioramenti attesi nei prossimi trimestri, che dovrebbero sostenere una dinamica modesta ma positiva del reddito da lavoro nominale e reale e quindi dei consumi, nonostante il rialzo dell'imposta di aprile. Finora, i salari nominali non hanno tenuto il passo con il rialzo strutturale dell'inflazione, lasciando il reddito reale in calo: gli aumenti salariali decisi in primavera dovrebbero gradualmente permettere un recupero del potere d'acquisto delle famiglie. La crescita del reddito è essenziale per il proseguimento della ripresa, dato che il tasso di risparmio delle famiglie giapponesi è intorno all'1% del reddito disponibile, dopo essere arrivato quasi a zero nel 2007, dai livelli superiori al 10% in vigore fino a metà degli anni Novanta. **Il tasso di disoccupazione dovrebbe stabilizzarsi a 3,3% a fine 2014**, con l'occupazione ancora in aumento (+0,4%).

Fig. 5 – Tasso di disoccupazione e *jobs-to-applicant ratio*



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

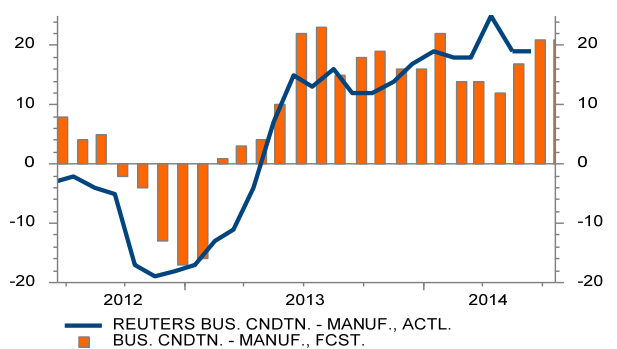
Fig. 6 – Occupati in aumento, anche se in gran parte sono part-time



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

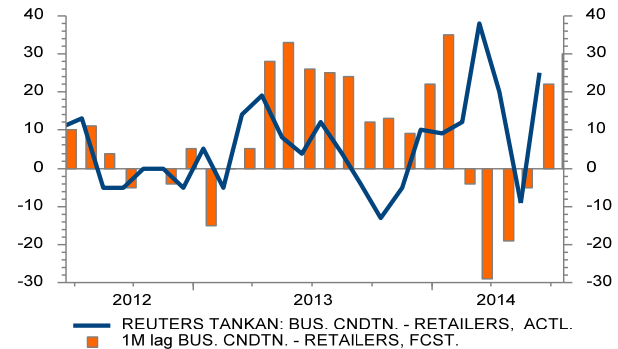
**Investimenti** - Dal lato delle imprese, i dati del PIL del 1° trimestre hanno fornito una sorpresa positiva: gli **investimenti fissi** sono aumentati di 4,9% t/t. Le indagini di fiducia mostrano una netta ripresa delle componenti anticipatrici in tutti i settori, dopo la correzione di marzo-aprile, legata all'effetto del rialzo dell'imposta sui consumi (v. figg. 7 e 8). Sulla base dei dati di aprile e delle proiezioni di maggio-giugno, la produzione industriale è prevista in calo di -2% t/t nel 2° trimestre. Tuttavia, la dinamica positiva dei profitti, la politica monetaria espansiva, insieme all'aspettativa di una riduzione della tassazione delle imprese (v. sotto) rendono probabile un sentiero espansivo degli investimenti anche nel prossimo biennio. Il Tankan ha anche mostrato una rapida riduzione delle risorse in eccesso, soprattutto lavoro, ma anche capacità produttiva, dando un'ulteriore indicazione a sostegno della ripresa degli investimenti. Nel 2014, **gli investimenti fissi delle imprese sono previsti in crescita di 5%**.

Fig. 7 – Le imprese prevedono una ripresa dopo la correzione legata al rialzo dell'imposta sui consumi nel manifatturiero...



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 - ... e nel commercio al dettaglio



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

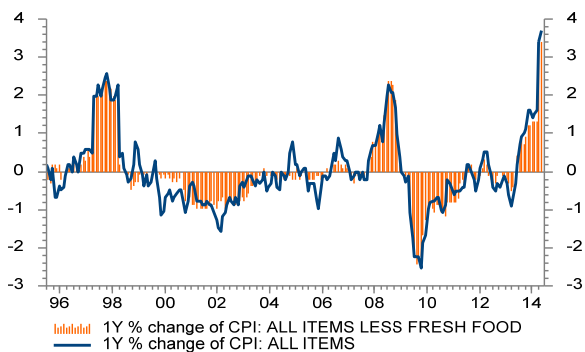
**Canale estero** - Le **esportazioni nette** dal 2011 sono state un freno costante alla crescita giapponese. A fronte di una crescita solida dell'import, trainata dal comparto energetico, le esportazioni sono rimaste stagnanti. La debolezza della crescita delle controparti commerciali in Asia, Europa e USA spiega solo parzialmente la mancata ripresa dell'export: secondo la BoJ, alla debolezza della congiuntura internazionale si sommano perdita di competitività della produzione giapponese e delocalizzazione di una parte crescente di output. Inoltre, il deprezzamento del cambio è vicino alla fine e non contribuirà più a sostenere l'export. Nel 2014-15 il rallentamento della crescita legato alla restrizione fiscale determinerà una dinamica più contenuta delle importazioni e, nella seconda parte del biennio, un ritorno a modesti contributi positivi del canale estero. **L'export nel 2014 è previsto in aumento di 7,4%, l'import dovrebbe crescere del 7,8%.** Le prospettive per l'avanzo di partite correnti non sono a rischio: il deficit commerciale dovrebbe ridursi, mentre il saldo del reddito dovrebbe rimanere positivo e continuare a controbilanciare la bilancia di merci e servizi.

**Inflazione - Stabilità intorno a 1,25% (al netto dell'imposta sui consumi)**

L'**inflazione** è stabilmente in territorio positivo ormai da giugno 2013, sostenuta dal deprezzamento del cambio e da politiche economiche super-espansive. L'indice al netto degli alimentari freschi, obiettivo della BoJ, è rimasto stabile a 1,3% fra dicembre 2013 e marzo 2014. L'impennata di aprile-maggio (CPI: 3,4% a/a ad aprile, 3,7% a/a a maggio; CPI ex alimentari freschi: 3,2% a/a ad aprile, 3,4% a/a a maggio) dovrebbe essere il picco per il 2014. Al netto dell'imposta il CPI ex-alimentari freschi aumenta di 1,5% a/a ad aprile, di 1,4% a/a a maggio. In base ai dati preliminari per Tokyo, ad aprile il CPI core dovrebbe avere toccato il massimo al netto dell'imposta: maggio segna già un modesto ripiegamento e giugno una stabilizzazione. Se i dati saranno confermati a livello nazionale, la BoJ potrebbe dare segnali più favorevoli a un aumento di stimolo monetario.

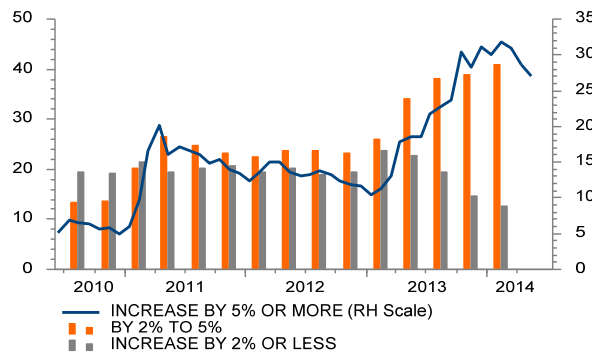
Le **aspettative di inflazione** oltre il 2016, quando si saranno riassorbiti gli effetti del rialzo dell'imposta sui consumi, mostrano che la dinamica dei prezzi dovrebbe mantenersi intorno all'1,5% e mettono in dubbio la convergenza verso il 2%. Le aspettative di stabilizzazione dello stimolo monetario della BoJ dopo la fine della restrizione fiscale, insieme allo scenario di svolta dei tassi USA, determinano previsioni di una fase di moderato apprezzamento del cambio e spiegano gran parte della dinamica dei prezzi attesa dal 2015 in poi. Le previsioni di consenso Bloomberg vedono il cambio dollaro/yen deprezzarsi fino a 113 a fine 2015, per poi iniziare un periodo di apprezzamento verso 100 nel 2018; i *forward* sono ancora più aggressivi, con il dollaro/yen circa stabile intorno a 102 fino a fine 2015, in apprezzamento verso 94 nel 2018. **La relazione fra output gap e inflazione punterebbe a un'accelerazione della dinamica dei prezzi più rapida di quanto implicito nei JGB (v. sezione successiva).** Tuttavia, i dati dalla seconda metà del 2013 in poi sono influenzati in modo difficilmente valutabile dal rialzo dell'imposta sui consumi, che potrebbe essere stato in parte trasferito sui prezzi finali nei mesi precedenti l'entrata in vigore della misura.

Fig. 9 – CPI: impennata transitoria



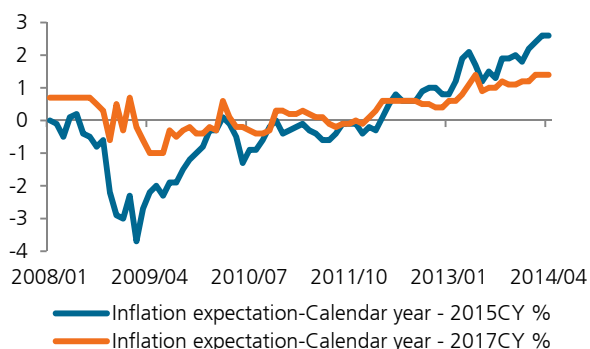
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – Consumatori: aspettative di inflazione a 1 anno



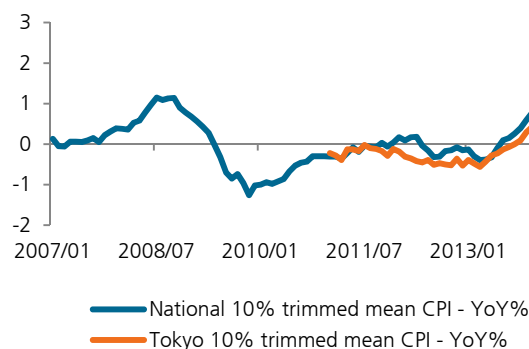
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 – Aspettative di inflazione solo temporaneamente elevate: dopo i rialzi dell'IVA, si torna all'1,4%



Fonte: Japan Macro Advisors

Fig. 12 – Inflazione "10% trimmed mean": stabile prima del rialzo dell'imposta



Fonte: Japan Macro Advisors

### Politica monetaria - BoJ in attesa di informazioni su economia e politica fiscale

La Banca centrale è ora in una **fase di *wait and see***, in attesa di valutare la risposta dell'economia alla restrizione fiscale attuata con il rialzo dell'imposta sui consumi. Nel rapporto semestrale su attività economica e prezzi<sup>11</sup>, la BoJ ha rivisto marginalmente verso il basso le previsioni per la crescita (intorno a 1,5% nel 2014-15), per via della debolezza maggiore del previsto delle esportazioni, mentre ha mantenuto invariate le proiezioni di inflazione, attesa vicino all'obiettivo del 2% entro l'a.f. 2015.

La BoJ ha dedicato ampio spazio alla discussione sulla relazione fra **output gap e inflazione**. L'*output gap* si sta rapidamente riducendo e secondo la Banca centrale dovrebbe azzerarsi già nel 3° trimestre 2014. Le stime di OCSE, FMI e Cabinet Office danno indicazioni analoghe. La BoJ segnala che il calo dell'*output gap* è associato a un sentiero di rialzo dell'inflazione più rapido rispetto ai cicli precedenti (v. fig. 14 ): l'esaurimento delle risorse in eccesso verrà perciò seguito da vicino dalla Banca centrale. La relazione più stretta fra inflazione e *output gap* spiega il fatto che le revisioni della crescita verso il basso nelle ultime previsioni della BoJ non siano associate a una modifica delle proiezioni di inflazione. Attualmente il tasso di disoccupazione, al 3,6%, è a 1 decimo dal tasso di disoccupazione strutturale stimato dalla BoJ. La presenza di una relazione stabile fra inflazione e dinamica salariale fa concludere alle Autorità monetarie che al rialzo dell'inflazione dovrebbe essere associata un'accelerazione dei salari, essenziale per il proseguimento della ripresa.

Se la crescita riprenderà nel 3° trimestre come previsto, la BoJ dovrebbe rimanere in attesa di sviluppi di politica fiscale prima di intervenire con eventuale nuovo stimolo. Kuroda ha mostrato preoccupazione per il programma del Governo di ridurre l'imposta sugli utili delle imprese in autunno, senza avere per ora identificato coperture finanziarie per la misura. La Banca centrale ritiene essenziali 1) il secondo rialzo dell'imposta sui consumi, necessario al consolidamento dei conti pubblici; e 2) l'attuazione di misure relative alla "terza freccia" di Abenomics, relativa alle riforme strutturali mirate all'aumento della crescita potenziale. Su questo fronte, il Governo agli annunci per ora non ha fatto seguire i fatti.

La Banca centrale resterà in attesa di maggiori informazioni dall'evoluzione dello scenario economico dopo il rialzo dell'imposta sui consumi e dalla definizione di politiche a sostegno della crescita potenziale che il Governo dovrebbe delineare in modo più preciso a giugno. Riteniamo probabile che, di fronte a ulteriore consolidamento fiscale, unito a misure strutturali, e

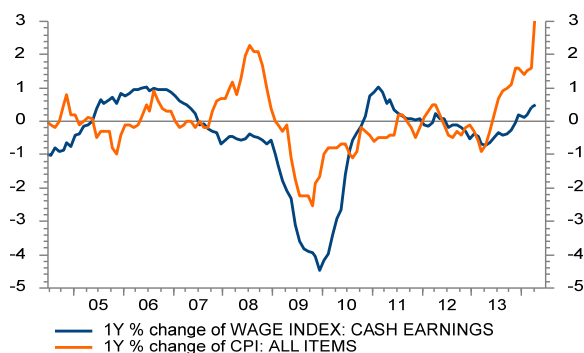
<sup>11</sup> <http://www.boj.or.jp/en/mopo/outlook/gor1404b.pdf>

## Scenario Macroeconomico

Giugno 2014

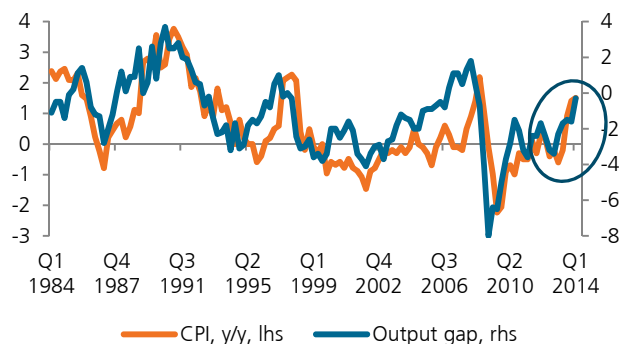
a una dinamica inflazionistica stabile intorno all'1,3% a/a (anziché in rialzo verso il 2%), la BoJ decida in autunno di aumentare lo stimolo monetario.

Fig. 13 – Salari e inflazione



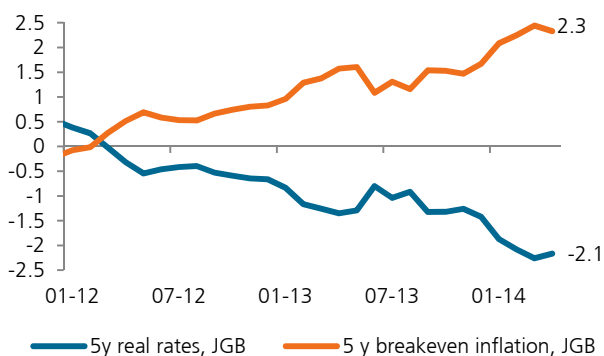
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 14 – Output gap e inflazione: relazione più stretta che in passato



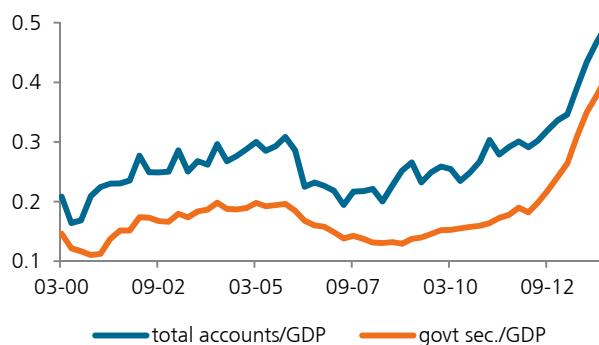
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 15 – Tassi reali e inflazione implicita nei JGB



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 16 – Bilancio della BoJ in % del PIL



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

**Politica fiscale - Con crescita nominale positiva e consolidamento dei conti pubblici, finalmente in vista un calo del debito/PIL dal 2015**

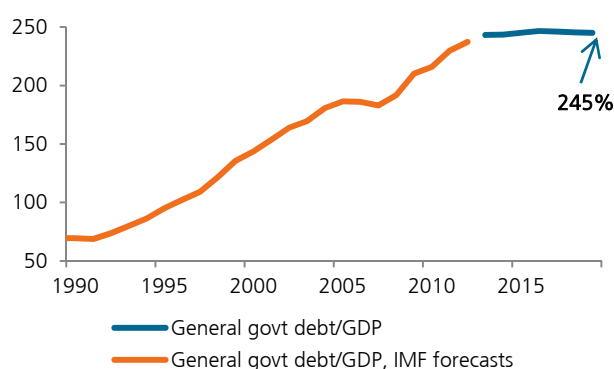
Lo **scenario fiscale giapponese è in miglioramento** grazie ai rialzi dell'imposta sui consumi previsti per il 2014-15, alla ripresa della crescita reale e alla svolta positiva dell'inflazione. L'aumento dell'imposta sui consumi di aprile 2014 dovrebbe contribuire a una riduzione del deficit nel 2014 di circa 1,1% del PIL. Il deficit/PIL è previsto a 6,9% per il 2014, in calo da 8,9% del 2013, grazie al contributo congiunto di entrate più elevate e crescita nominale attesa del 3%. La seconda *tranche* del rialzo dell'imposta sui consumi a 10% da 8% a ottobre 2015 dovrebbe contribuire a portare il deficit a 5,2% del PIL, con un saldo primario previsto a -3% del PIL. Entro l'autunno il Governo deciderà definitivamente se procedere con l'aumento del 2015: riteniamo probabile che il secondo rialzo sia confermato.

Il Council on Economic and Fiscal Policy a metà giugno ha indicato che intende ridurre, su un orizzonte pluriennale, al 20% l'**aliquota dell'imposta sui profitti delle imprese**, dall'attuale aliquota effettiva del 35%, fra le più elevate nei paesi OCSE insieme a quella degli USA. Per quanto riguarda la copertura (questione che preoccupa la BoJ), si indica che si procederà a un allargamento della base imponibile e si manterrà fede all'obiettivo di raggiungere un avanzo primario sia a livello locale sia a livello centrale. Il primo ministro **Abe ha delineato i punti principali del piano a sostegno della crescita** strutturale, che rappresenta la "terza freccia" della sua strategia di politica economica. Il pacchetto prevede misure e riforme strutturali che

dovrebbero rendere più dinamiche ed efficienti le imprese e determinare un aumento della crescita potenziale. Il piano, oltre all'attesa **riduzione delle imposte sugli utili societari**, a un livello inferiore al 30% dall'attuale aliquota di 35,6%, include misure per la **deregolamentazione del mercato del lavoro, dell'energia, dell'agricoltura e della sanità**. Sono previsti incentivi per aumentare la partecipazione alla forza lavoro delle donne e l'immigrazione, con l'obiettivo di contrastare gli effetti dell'invecchiamento sulla crescita della forza lavoro. Per quanto riguarda le imprese, saranno definite misure per migliorare la *governance* e ridurre i vincoli sull'allocazione delle attività dei fondi pensione. Nell'insieme le misure previste dal piano sono più ampie e diffuse di quanto atteso. Rimane comunque incertezza sulla loro implementazione: le norme attuative dovranno essere approvate in autunno, con tempi stretti e opposizione da parte di gruppi di interesse nei diversi settori che saranno deregolamentati. Il governo dovrà mostrare anche che è in grado di trovare la copertura finanziaria per le misure proposte, senza determinare deviazioni al sentiero di rientro del deficit e di stabilizzazione del debito/PIL.

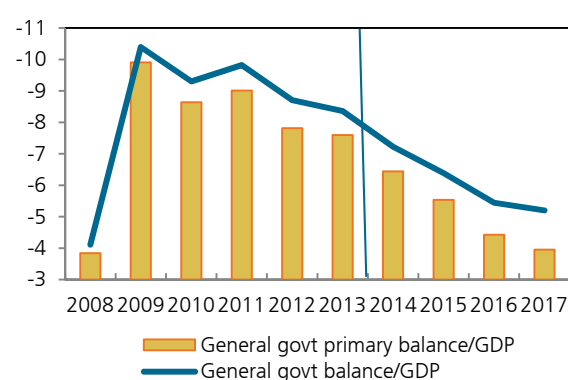
Il contenimento della **spesa per interessi** grazie agli acquisti di JGB della BoJ (la BoJ detiene ora il 17% dei JGB in circolazione), l'inflazione positiva e il programma di consolidamento fiscale dovrebbero determinare una stabilizzazione del debito delle P.A./PIL al 246,7% nel 2016 (prev. FMI) e un successivo modesto calo negli anni successivi (al 245% del PIL nel 2019). Questa previsione è soggetta a rischi, soprattutto per gli anni successivi al 2017, quando la BoJ potrebbe rallentare il ritmo dello stimolo in caso di raggiungimento dell'obiettivo di inflazione al 2%, con conseguente rialzo dei rendimenti dei JGB. Tuttavia, per ora lo scenario per le finanze pubbliche giapponesi appare favorevole fino al 2018 inoltrato.

Fig. 17 – Debito/PIL: picco nel 2016?



Fonte: FMI, dati e previsioni

Fig. 18 – Deficit in calo nel futuro prevedibile



Fonte: FMI, dati e previsioni



## Cina: la stabilizzazione della crescita è prioritaria

Silvia Guizzo

- Nel 1° trimestre del 2014 il PIL ha registrato un tasso di crescita del 7,4% a/a, in rallentamento rispetto al secondo semestre 2013. La causa è la dinamica debole degli investimenti residenziali e delle esportazioni. Dopo il rallentamento di inizio anno, gli indicatori ciclici tra marzo e maggio sembrano evidenziare una stabilizzazione della crescita, divenuta l'obiettivo principale delle Autorità cinesi. Alle recenti misure fiscali approvate dal Consiglio di Stato a sostegno delle piccole e medie imprese e dell'occupazione si è affiancato il contenuto e mirato allentamento della politica monetaria attuato dalla Banca centrale per favorire l'aumento del credito bancario alla stessa tipologia di imprese e, più in generale, alle aree rurali.
- Gli investimenti in infrastrutture di trasporto e in edilizia popolare rimangono lo strumento principale per sostenere la crescita nella politica economica del Governo e per porre un freno al rallentamento degli investimenti totali, trainati al ribasso dalla dinamica debole del mercato immobiliare. Un ulteriore rallentamento del settore immobiliare avrebbe effetti sul mercato del lavoro, dati anche i legami con il settore manifatturiero. Un conseguente impatto frenante sui consumi è pertanto atteso per l'anno prossimo, mentre nell'anno corrente essi continueranno a fornire supporto alla crescita insieme a una ripresa delle esportazioni, prevista nella seconda parte dell'anno. Manteniamo dunque invariate le nostre previsioni di crescita del PIL per l'anno corrente e per il successivo.
- La stabilizzazione dei prezzi delle materie prime industriali e un renminbi più debole prefigurano un contenuto aumento dei prezzi alla produzione nei prossimi mesi e un aumento del profilo d'inflazione dei prezzi al consumo; l'inflazione media annua non supererà i livelli del 2013 (2,6%) per il rallentamento dell'economia.
- Il nostro scenario centrale continua a prevedere un rallentamento graduale dell'economia, in parte guidato dall'azione delle Autorità per favorire una dinamica di crescita più sostenibile e per limitare i rischi finanziari. Nonostante ciò, una crisi finanziaria e un eventuale brusco rallentamento dell'economia non possono essere considerati eventi a probabilità zero. Le conseguenze, comunque mitigate dalle risorse di cui il Paese dispone (margine fiscale, seppur meno ampio di quanto inizialmente ritenuto, ed elevate riserve in valuta estera), sarebbero significative sia all'interno del Paese, data la dimensione del sistema bancario e la crescita di forme di credito alternative, sia all'esterno, considerato il peso assunto dall'economia e dall'interscambio cinese nel mondo.

Previsioni macro	2009	2010	2011	2012	2013S	2014P	2015P
PIL (prezzi costanti)	9.2	10.4	9.3	7.7	7.7	7.3	7.1
Consumi privati	10.3	8.2	10.3	9.4	8.5	8.4	8.1
Consumi pubblici	6	11.4	12	5.5	7.4	7.3	7.3
Investimenti fissi	22.4	11.3	8.7	9	8	6.2	7.1
Esportazioni	-11.4	26.1	4	3.2	6.5	5.7	8.5
Importazioni	2.7	19.4	5.2	4.2	8.6	5.1	9.3
Produzione industriale	9.9	12.3	10.3	7.9	7.8	6.9	7
Inflazione (CPI)	-0.7	3.3	5.4	2.6	2.6	2.3	2.6
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	10.6
Tasso interbancario a 90gg (media)	1.7	2.7	5.3	4.6	5	5.8	5.3
Cambio USD/CNY (media)	6.83	6.77	6.46	6.31	6.2	6.15	6.16
Saldo delle partite correnti	1662	1604	874	1360	1133	1502	1004
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	3.2	3.1	1.7	2.6	2.2	2.9	2.0
Saldo di bilancio in % del PIL	-1.5	-1.3	-1.0	-1.7	-2.1	-3.1	-3.2

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

## Economia reale e inflazione

Nel 1° trimestre del 2014 il **PIL** ha registrato un tasso di crescita del 7,4% a/a, in rallentamento dal picco del 7,8% a/a del 3° trimestre del 2013, guidato dalla dinamica debole degli investimenti, in particolare nell'edilizia privata residenziale, e delle esportazioni. La decelerazione si osserva anche in termini congiunturali: nel 1° trimestre dell'anno la crescita è stata dell'1,4% t/t rispetto all'1,7% t/t del trimestre precedente. Dopo il rallentamento di inizio anno, gli indicatori ciclici tra marzo e maggio sembrano evidenziare una stabilizzazione della crescita.

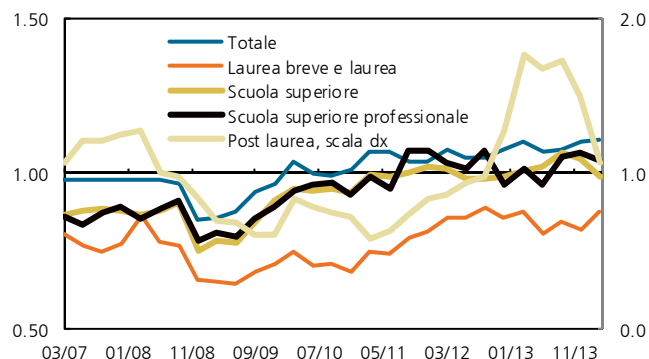
La **produzione industriale** è salita dell'8,8% a/a a maggio, rimanendo invariata rispetto a marzo anche in termini cumulati (8,7% a/a), grazie ad un consolidamento della produzione manifatturiera e ad una lieve accelerazione della produzione mineraria. L'andamento della produzione industriale è in linea con il miglioramento della componente ordini, sia totali sia dall'estero, di entrambe le rilevazioni dell'indice PMI (National Bureau of Statistics, NBS e HSBC-Markit) e con la dinamica della produzione di energia elettrica. In particolare l'indice PMI relativo alle medie imprese è salito sopra 50 da aprile portandosi a 51,4 a maggio, al di sopra di quello relativo alle grandi imprese e sul livello di un anno fa.

Continua invece a procedere il rallentamento degli **investimenti fissi** nominali (17,2% cum a/a a maggio vs 17,9% cum a/a a febbraio). La frenata degli investimenti in edilizia residenziale (12,8% cum a/a a maggio vs 17,2% a febbraio) e del settore immobiliare (14,7% cum a/a a maggio vs 19,3% a febbraio) è stata controbilanciata dall'accelerazione dei nuovi investimenti, guidati dalla dinamica positiva degli investimenti in infrastrutture (+21,9% cum a/a a maggio), in particolare ferroviarie, su cui si concentra il supporto del governo, impedendo un rallentamento più marcato degli investimenti totali.

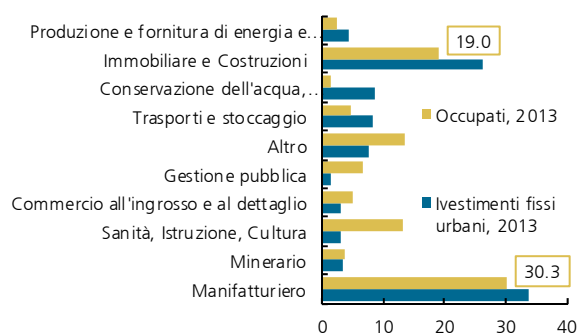
Il rallentamento del **commercio estero** testimonia la decelerazione della domanda interna (import -4,3% 3m a/a a maggio) più che di quella internazionale, in quanto i dati piatti sulle esportazioni (export 0,4% 3m a/a a maggio) risentono della sovrapproduzione legata all'entrata di capitali speculativi nello stesso periodo dell'anno scorso, soprattutto per i mesi di marzo e aprile. Le esportazioni al netto di quelle verso Hong Kong, Singapore e Taiwan sono infatti salite a tassi tra l'8 e il 10% negli ultimi tre mesi (+8,2% 3m a/a a maggio). Sulla decelerazione dell'import pesa il rallentamento del mercato immobiliare, con minori importazioni di metalli; su queste ultime ha influito anche il recente giro di vite sull'uso dei depositi di scorte di metalli (rame, alluminio, minerale di ferro) come garanzia multipla per prestiti bancari, emerso da recenti indagini presso il porto di Qingdao. L'export dovrebbe continuare a risentire del miglioramento della domanda estera nei prossimi mesi, soprattutto di Area euro e Stati Uniti.

Le **vendite al dettaglio** nominali hanno evidenziato una modesta riaccelerazione sia in termini tendenziali sia in termini congiunturali, ma una stabilizzazione in termini reali (+10,7% a/a a maggio) a causa dell'aumento dell'inflazione. Le vendite di auto sono salite del 7,9% 3m a/a, in rallentamento rispetto ai tassi di crescita superiori al 10% di gran parte del 2013. Tra marzo e maggio gli indici di fiducia dei consumatori (Ufficio Statistico, NBS e Unionpay) sono entrambi scesi, la media mobile a tre mesi è stabile ma rimane ampio il divario tra la valutazione della situazione corrente e le aspettative future. La crescita dei salari (+10,1% in termini nominali nel 2013), pur in rallentamento rispetto agli anni passati, continua ad essere elevata, sostenuta dal buon andamento del mercato del lavoro, e fornisce sostegno ai consumi privati.

### Rapporto domanda/offerta di lavoro per livello di istruzione



### Occupazione e investimenti per settore (quote in % del totale)



La situazione nel **mercato del lavoro**, contrariamente alla dinamica della componente occupazione degli indici PMI, continua ad essere positiva, come dimostrano l'andamento dell'indagine Manpower sulle intenzioni di assunzione da parte delle imprese e i dati sulla creazione di occupati. La crescita del settore dei servizi sta favorendo una trasformazione strutturale del mercato del lavoro in quanto, acquistando progressivamente peso nell'economia ed essendo per definizione a più alta intensità di lavoro, ha fornito negli ultimi anni un contributo crescente all'aumento degli occupati<sup>12</sup>. Tuttavia, un ulteriore rallentamento del settore immobiliare non potrà non avere effetti sull'economia, e dunque sul mercato del lavoro, dati anche i legami con molti sotto-settori del manifatturiero. Il settore manifatturiero e quello immobiliare e delle costruzioni continuano infatti ad occupare la gran parte dei lavoratori (30,3% il manifatturiero e 19% il settore immobiliare e delle costruzioni). Inoltre, nonostante il rapporto tra domanda di lavoro da parte delle imprese e offerta di lavoro da parte dei lavoratori continui ad essere al di sopra di 1 in generale (e in particolare per i lavoratori con un diploma professionale o specializzato), la situazione è molto diversa per i lavoratori in possesso di laurea, per i quali il rapporto è al di sotto di 1. Questo testimonia la difficoltà che incontrano i laureati a trovare un'occupazione, in particolare adatta al loro livello di istruzione. Il Governo è ben consapevole di ciò ed ha recentemente varato delle misure a sostegno dell'occupazione dei laureati (vedi paragrafo seguente). Le intenzioni di assunzione da parte delle aziende rilevate dall'indagine Manpower per il 3° trimestre del 2014, pur ancora positive e in crescita, sono scese rispetto al 2° trimestre, in particolare per il settore minerario e delle costruzioni.

Il rallentamento del **mercato immobiliare** si è accentuato, anche se tutti i relativi indicatori risentono in parte del confronto con un forte aumento nello stesso periodo dell'anno scorso. Il numero di città in cui sono stati rilevati aumenti dei prezzi degli immobili residenziali è sceso ulteriormente da 58 di febbraio a 17 di aprile, sulle 70 in cui si fa la rilevazione. Il numero delle città in cui i prezzi sono scesi è salito a 36, dalle 5 a inizio anno, e la variazione media mensile dei prezzi è stata negativa per la prima volta da giugno del 2012. La superficie residenziale venduta è scesa del 10,2% cum a/a a maggio e la superficie residenziale in cui si avviano i lavori di costruzione del 18,6% cum a/a; rimangono inoltre in calo rispetto allo stesso periodo dell'anno scorso anche gli acquisti di terreni.

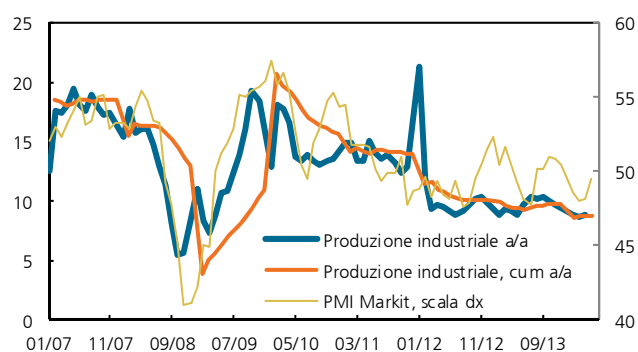
L'indice di fiducia del settore immobiliare è sceso dall'inizio dell'anno, pur rimanendo al di sopra dei minimi del 2012, mentre il sotto indice della borsa di Shanghai relativo al mercato immobiliare ha recuperato le perdite di inizio anno tornando in linea con la dinamica dell'indice generale, negativa da metà giugno. Il credito alle imprese immobiliari e i mutui alle famiglie per

<sup>12</sup> Per un approfondimento vedi World Bank, China Economic Update, June 2014, Box 1.2.

gli acquisti di abitazioni, nonostante un rallentamento rispetto ai picchi del 3° trimestre 2013, continuano a crescere a tassi sostenuti (15,6% e 20,4% a/a rispettivamente nel 1° trimestre 2014). Il Governo centrale non si è espresso ufficialmente in merito ad una mitigazione, a livello nazionale, delle restrizioni anti speculative imposte negli ultimi anni soprattutto all'acquisto di seconde case, ma ha auspicato una maggiore concessione di mutui alle famiglie. Notizie di stampa<sup>13</sup> riportano tuttavia che nel primo semestre dell'anno alcune città avrebbero allentato autonomamente le misure sugli acquisti di seconde case e/o sul divieto di acquisto di immobili per i non residenti.

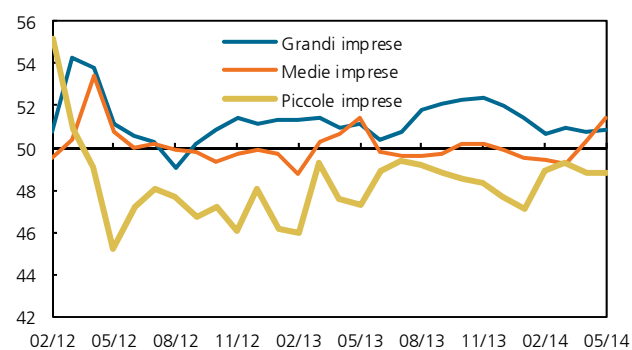
I dati sui prezzi degli immobili residenziali e la difficoltà delle imprese immobiliari più piccole, nonché il livello di unità invendute, lasciano intatte le prospettive di rallentamento del settore immobiliare nel corso dell'anno. Gli analisti immobiliari ritengono tuttavia che il contenuto allentamento della politica monetaria, il sostegno del Governo all'edilizia popolare, l'aumento delle transazioni in seguito alle politiche di sconto di alcuni immobiliari, nonché il limitato indebitamento delle famiglie, porteranno ad una stabilizzazione del mercato nella parte finale dell'anno.

#### La crescita della produzione industriale si stabilizza



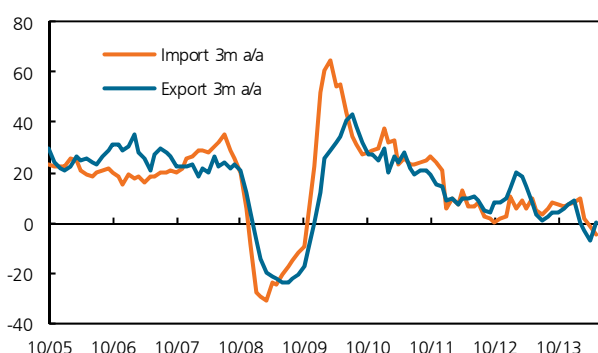
Fonte: CEIC, Markit

#### Migliorano le prospettive delle medie imprese



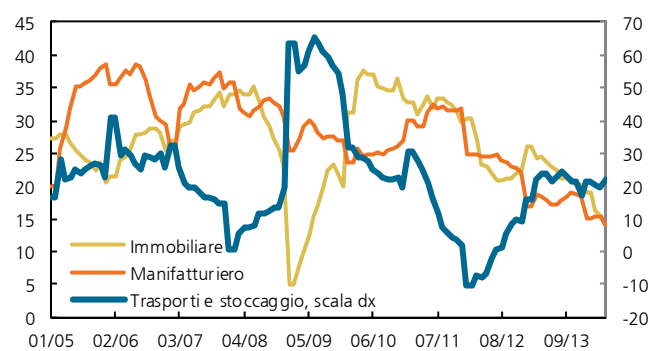
Nota: PMI manifatturiero; Fonte: CEIC

#### Le importazioni continuano a mostrare debolezza



Nota: Var. % 3m a/a. Fonte: Bloomberg

#### Tengono gli investimenti in infrastrutture di trasporto (%)

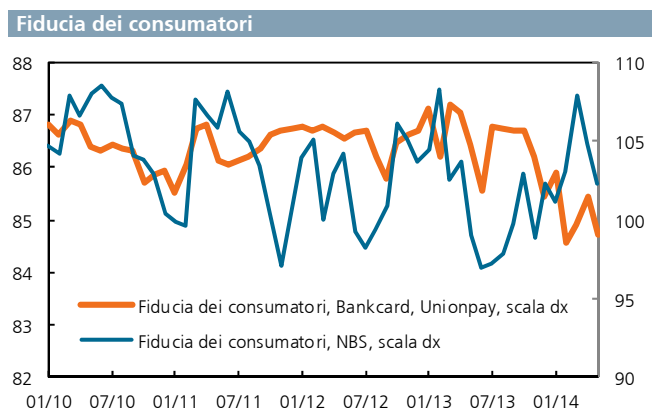


Nota: Investimenti nominali, var a/a. Fonte: CEIC

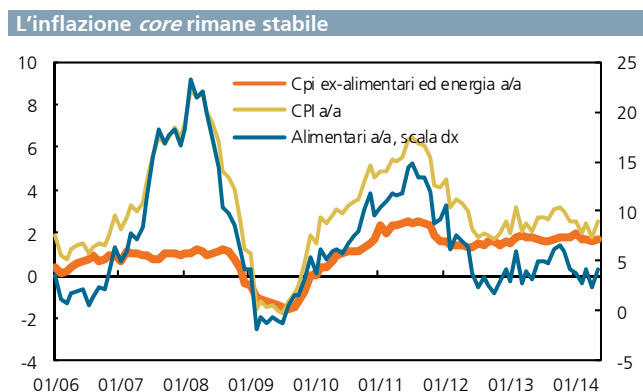
<sup>13</sup> People's Daily online.

## Scenario Macroeconomico

Giugno 2014



Fonte: CEIC



Fonte: Bloomberg

L'inflazione, dopo la discesa a 1,8% a/a in aprile dovuta in gran parte ad un effetto base favorevole, è risalita al 2,5% a causa del rimbalzo dei prezzi degli alimentari (+4,1% a/a a maggio), in particolare di uova e carne. I prezzi della carne potrebbero continuare a salire nei prossimi mesi data la riduzione degli stock di maiali. Il recente aumento dei prezzi internazionali delle materie prime agricole, insieme a quello dei prezzi domestici della carne, si trasferirà nel profilo d'inflazione degli alimentari nei prossimi mesi. L'inflazione al netto di alimentari ed energia è rimasta stabile da febbraio a 1,7% e l'inflazione dei prezzi alla produzione, negativa da ormai due anni, pur in recupero, ha registrato un calo anche a maggio (-1,4% a/a) così come quella dei prezzi degli input (-1,8%). La stabilizzazione dei prezzi delle materie prime industriali e un renminbi più debole prefigurano un contenuto aumento dei prezzi alla produzione nei prossimi mesi e un incremento del profilo d'inflazione dei prezzi al consumo. Tuttavia il rallentamento dell'economia ci induce a ritenere che l'aumento atteso dell'inflazione nella seconda parte dell'anno non porterà l'inflazione media annua al di sopra del 2013 (2,6%).

### Politica economica e fiscale

Le Autorità cinesi intendono proseguire nella politica generale di graduale ribilanciamento della crescita economica e di rallentamento della crescita del credito bancario, in particolare ai settori improduttivi o con eccesso di capacità, e di contenimento e regolamentazione del credito al di fuori del settore bancario. In questo contesto la stabilizzazione della crescita del PIL attraverso un supporto contenuto, controllato e mirato, sia della politica economica e fiscale sia di quella monetaria, rimane il loro obiettivo principale. Il Consiglio di Stato ha recentemente approvato delle misure fiscali a sostegno delle piccole e medie imprese e dell'occupazione e la Banca centrale ha attuato misure simili per favorire l'aumento del credito bancario alla stessa tipologia di imprese e, più in generale, al settore agricolo e alle aree rurali.

Le piccole imprese con un reddito annuo inferiore ai 100.000 yuan, potranno dimezzare il reddito su cui viene calcolata l'imposta (ridotta inoltre al 20% dal 25%, aliquota standard per il reddito d'impresa) senza approvazione per il periodo che va dal 1° gennaio fino alla fine del 2016<sup>14</sup>. L'imposta sul reddito delle imprese industriali con attivo non superiore ai 30 milioni di CNY e con un numero di occupati non superiore a 100 è stata dimezzata sulla fascia di reddito 100.000-300.000 CNY. L'agevolazione è stata poi estesa ad altri settori con attivo non superiore ai 10 milioni di CNY e numero di occupati non superiore agli 80.

È stata inoltre varata una riduzione delle imposte con un tetto massimo di 9.600 CNY per le imprese create da disoccupati registrati, neolaureati, disoccupati da più di sei mesi ricevuti

<sup>14</sup> Precedentemente la soglia era di 60.000 yuan per il periodo 1 gennaio 2012 – 31 dicembre 2015.

sussidio governativo e una riduzione annuale delle imposte di 5.200 yuan per ogni assunzione di disoccupati con durata superiore ad un anno. Le misure resteranno in vigore fino a dicembre 2016 e molte di esse sono un rinnovo o un ampliamento di misure pre-esistenti scadute alla fine del 2013.

L'IVA, che da gennaio era stata estesa a ferrovie e servizi postali sostituendo l'imposta sul fatturato, da giugno è stata ampliata anche alle telecomunicazioni (servizi telefonici di base; esenti clienti esteri) con un'aliquota del 6%. Rimane allo studio l'estensione ai settori delle costruzioni, immobiliare e altri servizi (catering, parrucchieri, fotografia) ed entro il 2015 è prevista l'estensione a tutte le merci e settori. Da maggio sono stati avviati la liberalizzazione delle tariffe telefoniche e, a Pechino, un aumento graduale dei prezzi dell'acqua per il consumo residenziale.

Il Governo ha inoltre sottolineato la necessità di un'ulteriore riduzione delle uscite di rappresentanza nel bilancio e approvato un aumento delle spese per infrastrutture. L'allocazione del bilancio per il 2014 per gli investimenti in ferrovie è stata innalzata dai 630 miliardi di yuan iniziali dichiarati a gennaio, a 720 in aprile, fino agli attuali 800. Sono stati aperti alla partecipazione di privati 80 progetti infrastrutturali, con un'accelerazione delle approvazioni per i progetti di infrastrutture presenti nel bilancio statale.

Il Ministero delle Finanze (Ministry of Finance, MOF) ha inoltre abilitato 10 Governi locali ad emettere titoli nel mercato obbligazionario domestico fino ad un limite massimo annuale stabilito dal Consiglio di Stato. Diversamente dal progetto pilota lanciato nel 2009, nel quale i governi locali potevano emettere titoli ma sotto l'egida del MOF, in questo progetto le emissioni sono totalmente indipendenti dal Ministero. Le emissioni dovranno essere sottoposte a rating e i Governi locali saranno obbligati ad una maggiore trasparenza nella pubblicazione del bilancio. I proventi delle emissioni potranno essere usati per finanziare parzialmente le opere infrastrutturali incluse nei piani di bilancio generali. Questa misura, attesa da tempo, è positiva perché offre ai governi locali un'alternativa al ricorso a fonti di finanziamento fuori bilancio o ottenute attraverso i veicoli *ad hoc* (Local Government Financing Vehicles, LGFV), anche se non impedisce loro di continuare ad utilizzarle, e porta una maggiore trasparenza nei dati sul debito pubblico.

#### Politica monetaria e cambio

Il nuovo credito bancario in valuta locale è salito cumulativamente del 10,5% a/a in maggio, ma nello stesso periodo l'aggregato della finanza sociale - escluso il credito bancario - è sceso del 19,9% (marzo: -23,3%), guidato dal calo tendenziale dei prestiti fiduciari, delle accettazioni bancarie, dei prestiti in valuta estera e delle emissioni nette di titoli. Queste ultime, tuttavia, sono state in forte ripresa nel trimestre marzo-maggio rispetto ai tre mesi precedenti, sostenute dal calo dei tassi d'interesse. La crescita dello stock di credito bancario si è stabilizzata registrando un aumento del 13,9% a/a in maggio, in lieve accelerazione rispetto al 13,7% a/a di aprile, grazie al positivo andamento dei prestiti a medio lungo termine e alle operazioni di rifinanziamento della PBOC. La dinamica di M2 è accelerata a 13,3% a/a a maggio da 12,1% a marzo, riprendendo i tassi di crescita di inizio anno.

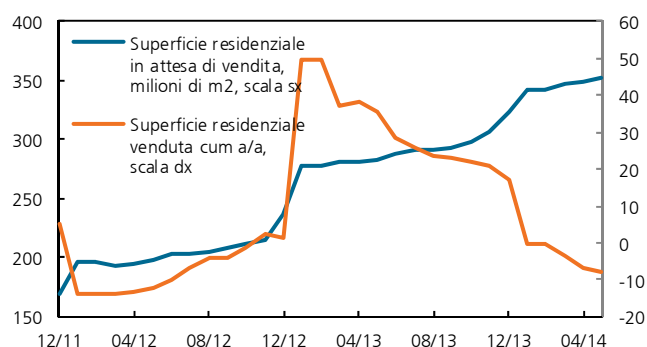
La retorica della banca centrale ha ribadito fino ai primi mesi dell'anno di voler portare avanti una politica monetaria prudentiale, effettuando poi un'apertura all'aggiustamento che è già nei fatti da qualche mese. Le operazioni di mercato aperto (regolari OMO e operazioni a breve termine STLO) nonché l'utilizzo della finestra di prestito (SLF, *standing lending facility*) hanno contribuito a mantenere ampia la liquidità nel mercato. I tassi del mercato monetario, dopo i picchi di febbraio legati alle festività, sono infatti scesi e sono rimasti nei tre mesi successivi in media su un livello simile o lievemente inferiore rispetto a quelli dei primi mesi del 2013,

## Scenario Macroeconomico

Giugno 2014

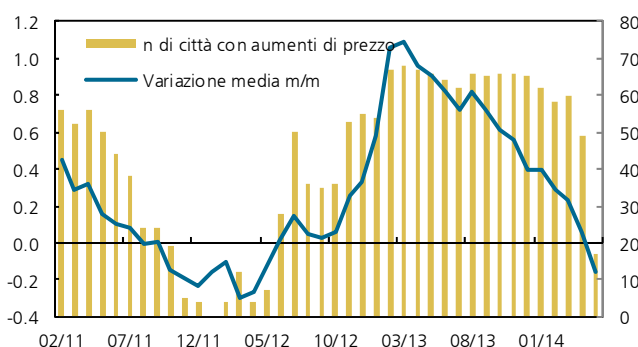
precedenti alla fase di rialzo. Il Governatore Zhou ha recentemente dichiarato che banca centrale si limiterà a fare "fine-tuning" della liquidità per contrastare il rallentamento economico in atto. Contrariamente alle nostre precedenti aspettative sembra quindi che la PBOC voglia assecondare un contenuto allentamento della politica monetaria, seppure mirato al sostegno di specifici settori. In questo senso vanno il taglio al coefficiente di riserva obbligatoria (*Required Reserve Ratio*, RRR) di fine aprile, limitato alle cooperative di credito rurale (50pb) e alle banche commerciali rurali a livello di contea (200 pb) e il successivo taglio "selettivo" di 50 pb, in vigore dal 16 giugno, applicato solo alle banche che prestano importi significativi all'agricoltura o alle piccole e medie imprese<sup>15</sup>. Secondo la PBOC quest'ultima misura riguarderà circa due terzi delle banche commerciali urbane e tra l'80 e il 90% delle banche cooperative e commerciali rurali. A questo si aggiunge l'annuncio di voler rinforzare il rifinanziamento "condizionato", ossia la concessione di linee di credito alle banche a condizione che lo dirigano a specifici settori<sup>16</sup>. La Banca centrale ha tuttavia sottolineato che "la liquidità rimane ampia e che l'orientamento di fondo della politica monetaria non è variato". La PBOC ha inoltre annunciato un taglio di 50pb del RRR anche per le società finanziarie e di leasing, per favorire l'aumento del credito al consumo a breve termine.

### Superficie residenziale: lo stock di invenduto resta elevato



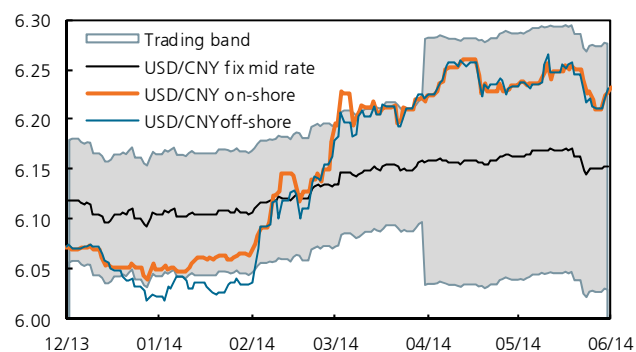
Fonte: Bloomberg, CEIC

### I prezzi degli immobili residenziali continuano a rallentare



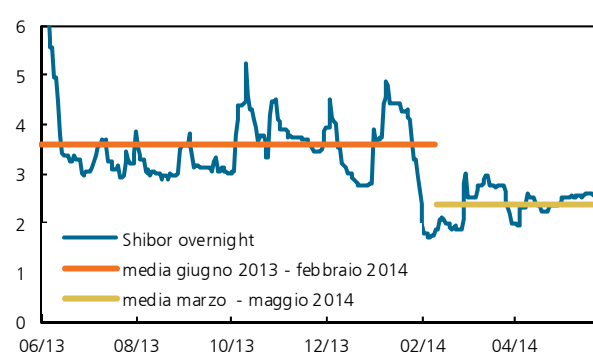
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Lo yuan si stabilizza



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

### I tassi monetari scendono

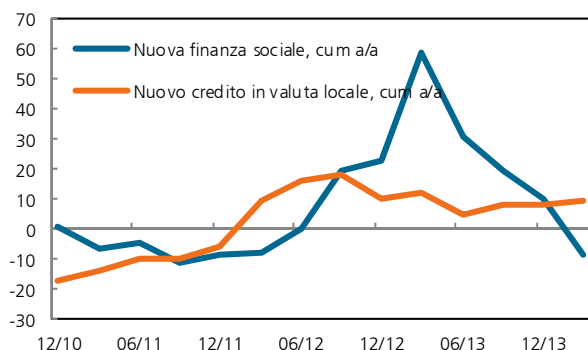


Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo NB: Grafico troncato al 6%

<sup>15</sup> Per le banche il cui credito vs le piccole imprese o il settore agricolo sia stato almeno pari al 50% del nuovo credito concesso nel 2013 oppure sia pari almeno al 30% dello stock di credito concesso.

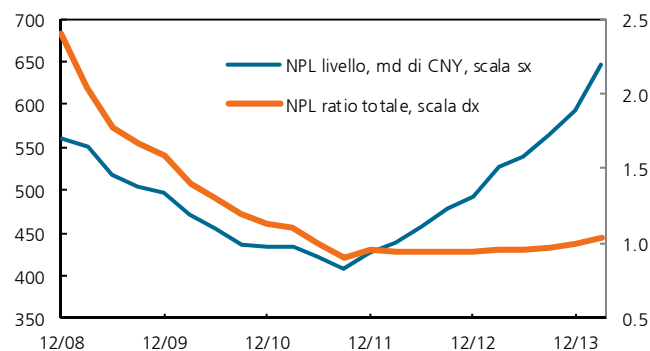
<sup>16</sup> Ad esempio, ad aprile si è annunciata la concessione di 300 miliardi di CNY alla China Development Bank per sostenere la costruzione di alloggi popolari.

#### 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

Il **cambio**, dopo il forte movimento di deprezzamento tra febbraio e marzo, ha toccato un minimo vs dollaro a 6,259 all'inizio di maggio, e vi si è riavvicinato all'inizio di giugno, per poi ritracciare in area 6,22 a metà mese. Il mercato si attende un ulteriore deprezzamento come testimoniano i *forward*, l'aumento dei depositi in valuta estera (saliti del 28,3% a/a a maggio) e il ridimensionamento degli acquisti di valuta estera da parte delle banche. Il cambio effettivo si è deprezzato del 5,9% in termini reali e del 4,4% in termini nominali tra gennaio e maggio e il Fondo Monetario Internazionale ha recentemente ribadito che il cambio effettivo reale rimane "moderatamente sottovalutato"<sup>17</sup>.

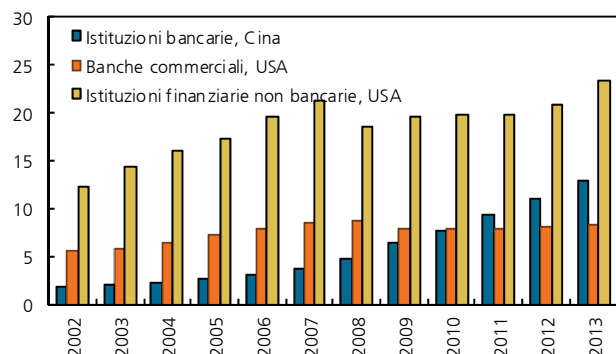
#### Focus: l'impatto del costo di una crisi finanziaria sulle finanze pubbliche e i canali di trasmissione verso l'estero di un rallentamento dell'economia.

La People Bank of China (PBOC) sta proseguendo nella politica di rallentamento della crescita del credito bancario, in particolare ai settori improduttivi o con eccesso di capacità e, al contempo, di sostegno limitato e mirato del credito alle piccole e medie imprese. Contemporaneamente sta procedendo nell'opera di contenimento e della regolamentazione del credito al di fuori del settore bancario. Tuttavia, l'espansione del credito e in particolare delle forme di finanziamento alternative a quelle del canale bancario, l'innalzamento del livello sia dei crediti incagliati sia del livello del debito degli enti locali, nonché l'inversione della dinamica dei prezzi degli immobili continuano a rimanere una fonte di rischio sia per la stabilità finanziaria sia per la dinamica economica e lasciano i rischi al ribasso sullo scenario di crescita del Paese. Il nostro scenario centrale (come quello di consenso) prevede un rallentamento graduale dell'economia in parte guidato dall'azione delle Autorità per favorire una dinamica di crescita più bassa ma più sostenibile nel medio lungo periodo e per limitare i rischi finanziari. Nonostante ciò, una crisi finanziaria e un eventuale brusco rallentamento dell'economia non possono essere considerati eventi a probabilità zero. Le conseguenze, comunque mitigate dalle risorse di cui il Paese dispone (margine fiscale, seppur meno ampio di quanto inizialmente ritenuto, ed elevate riserve in valuta estera), sarebbero forti sia internamente, data la dimensione del sistema bancario cinese, sia esternamente dato il peso assunto dall'economia e dall'interscambio cinese nel mondo.

<sup>17</sup> IMF Press Release No. 14/260, June 5, 2014.

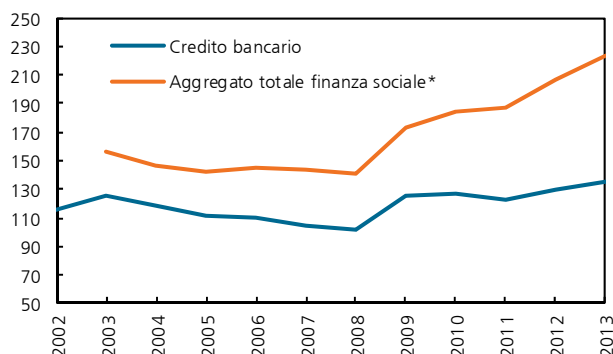


Credito al settore privato (triloni di USD)



Fonte: dati FMI IFS estratti da CEIC

Andamento del credito bancario (in % del PIL)



Fonte: dati PBOC estratti da CEIC \* Vedi nota 8.

Anche non tenendo conto dell'espansione delle forme alternative di credito, l'aumento del solo credito bancario è stato di notevole entità dopo la crisi del 2008: lo stock di credito bancario è passato da un minimo del 102% del PIL nel 2008 al 125% nel 2009, per salire ulteriormente fino al 135% nel 2013<sup>18</sup>. Se si considera lo stock dell'aggregato totale della finanza sociale, che include forme alternative di finanziamento rispetto al credito bancario<sup>19</sup>, lo stock di credito è stimato al di sopra del 200% del PIL nel 2013<sup>20</sup>. Se utilizziamo i dati IMF relativi al credito delle istituzioni finanziarie al settore privato per poter dare un minimo confronto internazionale, il credito così definito è salito dal 122% del PIL nel 2008 al 153% nel 2013. Per confronto, lo stesso stock di credito è salito dal 48,5% al 52% nello stesso periodo in un altro grande Paese emergente quale l'India. In dollari correnti l'ammontare del credito del settore bancario in Cina è quasi triplicato tra il 2008 e il 2013, portandosi a 13 trilioni di dollari, al di sopra di quello del settore bancario commerciale degli USA (8,3 trilioni nel 2013, e pari al 50% del PIL). Il confronto è sicuramente impressionante, tuttavia è necessario ricordare che gli Stati Uniti, diversamente dalla Cina, hanno un mercato obbligazionario e azionario molto sviluppato che costituisce una grande fonte alternativa al credito bancario. Inoltre, il credito al settore privato fornito dal settore bancario commerciale negli USA rappresenta solo una piccola parte del credito totale, che viene in gran parte erogato da altre istituzioni finanziarie non bancarie. Se teniamo conto anche di questa tipologia di credito (che è ben più elevata dell'altra e pari a 23 trilioni di dollari nel 2013), negli USA il credito al settore privato risulta così pari al 189% del PIL. Il totale attivo del sistema bancario cinese era pari al 266% del PIL nel 2013 (24,6 trilioni di USD), nell'ordine di quello dei paesi industrializzati, e in rapida salita da una dimensione intorno al 200% mantenuta nel quinquennio 2003-2008.

Data la rilevanza di queste dimensioni, abbiamo provato a stimare il possibile impatto sul debito pubblico cinese di un eventuale crisi finanziaria simile a quella che ha colpito i paesi industrializzati nel 2008-09. Per fare ciò abbiamo utilizzato le stime del FMI sul costo del supporto pubblico al settore finanziario per alcuni paesi avanzati in seguito alla crisi del 2008-2009, pubblicate nel *Fiscal Monitor* di aprile 2014<sup>21</sup>

<sup>18</sup> Credito in valuta locale e valuta estera, dati della PBOC.

<sup>19</sup> Credito bancario, prestiti tra imprese, prestiti fiduciari, accettazioni bancarie, emissioni obbligazionarie e quotazioni azionarie.

<sup>20</sup> L'agenzia Fitch stima che, includendo queste forme alternative di finanziamento, lo stock di credito totale sia stato pari a 217% del PIL nel 2013, in aumento dal 198% del PIL nel 2012. Sulla stessa linea sono le recenti stime della Banca Mondiale. Vedi Fitch Wire del 17.03.2014: "China Reform Drive Subject to Full Employment Constraint" e World Bank China Economic Update June 2014.

<sup>21</sup> Vedi IMF Fiscal Monitor April 2014, tabella 1.6 pag. 9.

Il FMI calcola che questo costo (cumulato dall'inizio della crisi al gennaio 2014) sia stato in media pari al 7,4% del PIL (PIL del 2013) e che sia variato da un minimo del 4,5% per gli USA a un massimo del 40,1% per l'Irlanda. Escludendo l'Irlanda e la Grecia (30,9% del PIL), Paesi di dimensioni contenute e che rappresentano due *outlier* all'interno del gruppo di paesi considerati, e concentrandosi sul resto dei paesi industrializzati, il massimo costo è stato affrontato dall'Olanda con un 18,7% del PIL. Ipotizziamo che il costo di una eventuale crisi finanziaria in Cina sia pari in media al 7,4% del PIL, con un minimo del 4,5% (USA) e un massimo del 18,7% (Olanda). Applicando le stesse percentuali al PIL della Cina, il debito pubblico (pari al 53,2% del PIL nel 2013 secondo gli ultimi dati del NAO (National Audit Office) che tengono conto del debito degli enti locali e dei loro veicoli finanziari incluso il debito potenziale o *contingent liabilities*) potrebbe salire fino a un massimo del 71,9%. Se rapportiamo l'ammontare del costo dell'aiuto finanziario al totale attivo del settore bancario (che in tutti i Paesi è ben superiore al PIL) nell'ipotesi di massima che il costo sia pari al 13,8% dell'attivo bancario, il rapporto debito/PIL risulterebbe lievemente inferiore, al 67% del PIL.

Ipotesi di impatto sul debito pubblico (dati al 2013)							
Costo dell'aiuto finanziario	Media	Min (USA)	Max (Olanda)		Media	Min (Cipro)	Max (Grecia)
% del PIL	7.4	4.5	18.7	in % attivo bancario*	3.8	2	13.8
CNY bn	4209	2560	10637	CNY bn	2162	1138	7850
USD bn	684.7	416.4	1,730.2	USD bn	351.6	185.0	1,276.8
Debito*	Media	Min (USA)	Max (Olanda)		Media	Min (Cipro)	Max (Grecia)
CNY bn	34,484	32,835	40,912	CNY bn	32,437	31,413	38,125
% del PIL	60.6	57.7	71.9	% del PIL	57.0	55.2	67.0
Per memoria (in % del PIL)			2013	Fonti			
Debito pubblico (Governo centrale + Governi locali)			16,2	IMF Article IV, luglio 2013; stima MOF			
Debito pubblico (Governo centrale + Governi locali)			26.1	IMF Article IV, luglio 2013; stima staff IMF			
Debito pubblico (Governo centrale + Governi locali) incluse poste fuori bilancio e veicoli finanziari			46,2	IMF Article IV, luglio 2013; stima staff IMF			
Debito pubblico (Governo centrale + Governi locali) incluse poste fuori bilancio, veicoli finanziari e <i>contingent liabilities</i>			53,2	National Audit Office e NBS			

\* Viene considerato come valore base il debito include le *contingent liabilities* secondo i dati forniti dall'ultimo auditing del NAO. Fonte: IMF Fiscal Monitor April 2014, tabella 1.6 pag. 9, dati FMI IFS estratti da CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo \* totale attivo *other depository institutions*

Un rallentamento economico della Cina, anche indipendente da una crisi finanziaria, avrebbe comunque effetti maggiori sulla crescita economica globale rispetto al passato, visto il peso ormai assunto dalla Cina nell'economia mondiale. La quota del PIL cinese su quello mondiale, pari a 15,4% nel 2013 (a parità di potere d'acquisto, PPP), ha superato quella dell'Area euro già nel 2011 (13,1% nel 2013 vs 14% nel 2011) ed è seconda solo agli Stati Uniti (19,2%). La quota dell'interscambio cinese su quello mondiale è elevata ed ha superato quella degli USA nel 2013 (11,1% vs 10,4% degli USA, rispetto a una quota del 10,5% di entrambi i Paesi nel 2012). In particolare è salito l'interscambio con i paesi asiatici: l'ADB calcola che la quota di esportazioni verso la Cina dei Paesi emergenti asiatici sia cresciuta dal 14% nel 2002 al 21% nel 2012, salendo dal 6% del PIL al 10% del PIL nello stesso periodo. Essa stima inoltre che<sup>22</sup>, prima della crisi finanziaria del 2008-09, un calo dell'1% della crescita cinese in media portava a un calo dello 0,13% nella crescita dei Paesi emergenti asiatici. Questa percentuale è salita allo 0,25% nel periodo post-crisi e l'impatto è maggiore se si considerano i soli Paesi dell'Est asiatico (0,63%). Altre stime del Fondo Monetario Internazionale<sup>23</sup> confermano un maggiore impatto per i Paesi asiatici, ma evidenziano un sensibile effetto anche sui Paesi esportatori di materie prime e di beni capitali.

<sup>22</sup> Vedi "Regional impact of moderating PRC growth" in Asian Development Outlook Update 2013.

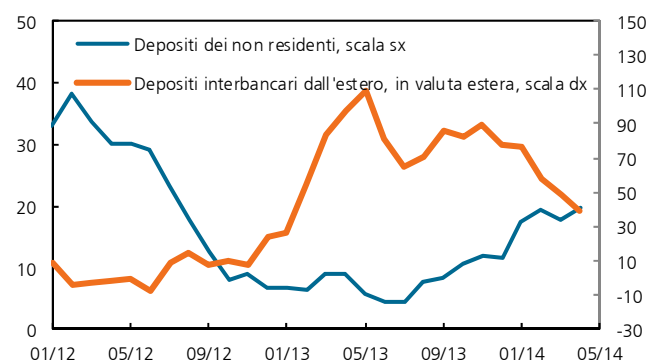
<sup>23</sup> IMF Country Report No. 11/193 "People's Republic Of China Spillover Report For The 2011 Article IV Consultation And Selected Issues" e "The Spillover Effects of a Downturn in China's Real Estate Investment", IMF WP/12/266.

## Scenario Macroeconomico

Giugno 2014

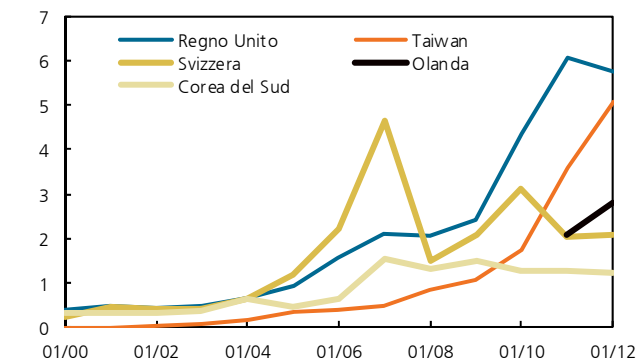
Il canale commerciale rimane il canale di trasmissione principale di un'eventuale crisi economica e finanziaria in quanto il conto dei capitali rimane ancora sostanzialmente chiuso<sup>24</sup>, in particolare per gli investimenti di portafoglio, i cui stock di attività e di passività sono pari solo rispettivamente al 2,9% e al 4,1% del PIL (2012). Tuttavia il "grado di chiusura" del conto dei capitali è diminuito rispetto al passato ed è minore per altre voci che lo compongono. Diversa è infatti la situazione per gli investimenti diretti, soprattutto in entrata, il cui stock è pari al 26,2% del PIL, ma anche in uscita, il cui stock è pari al 6,1% del PIL, in graduale aumento negli anni, e il cui flusso è diretto in misura consistente verso i Paesi asiatici emergenti.

Cina: depositi dei non residenti (var. % a/a)



Fonte: CIEC

Esposizione totale verso la Cina delle banche che riportano alla BIS (in % del proprio PIL)



Fonte: BIS, CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Un discorso simile vale per altre poste di investimento. Superiori agli investimenti di portafoglio risultano anche gli stock di attività e passività della voce "altri investimenti", pari rispettivamente al 12,7% e all'11,5% del PIL nel 2012, in linea con l'aumento dei finanziamenti da parte delle banche estere nonché dei depositi dei non residenti (passività) a cui si è assistito negli ultimi anni. Secondo i dati della BIS, l'esposizione delle banche estere verso la Cina rispetto al suo PIL è salita da un minimo del 3,4% nel 2002 fino all'8,8% nel 2012. Il Paese più esposto risulta il Regno Unito (5,7% del proprio PIL nel 2012) seguito da Taiwan (5,1%). Secondo i dati della HKMA, i crediti di Hong Kong vs clientela bancaria e non bancaria della madrepatria sono stati pari al 101,6% del PIL nel 2012, anche se il dato risulta viziato da problemi di doppio conteggio<sup>25</sup> e per questo non confrontabile con gli altri. I depositi dei non residenti, pur ancora molto bassi in percentuale del PIL (1,6% a fine 2013) stanno comunque crescendo a tassi elevati. Le conseguenze di un'eventuale crisi finanziaria o di un rallentamento economico più forte delle attese sarebbero comunque maggiori all'interno del Paese, ma mitigate dalla enorme disponibilità di risorse finanziarie di cui la Cina dispone. Il margine fiscale potrebbe essere meno ampio del previsto se si considera che il saldo di bilancio pubblico sul PIL, stimato al 2,1% nel 2013 potrebbe salire fino al 4,9% secondo il FMI, se si includono anche i conti dei governi locali e le poste fuori bilancio, e fino al 7,2% se si considerano le vendite dei terreni come finanziamento. A questo si contrappone, in ogni caso, una posizione patrimoniale netta sull'estero in forte attivo. La Cina è infatti un creditore netto, e dispone di un ammontare di riserve in valuta estera di quasi 4 trilioni di dollari, pari al 42% del PIL.

<sup>24</sup> Anche se le Autorità perseguono l'obiettivo di una maggiore graduale apertura del conto dei capitali e hanno varato diverse misure a riguardo nell'ambito del processo di internazionalizzazione della valuta. Vedi nota ISP del 12 giugno 2014: "L'internazionalizzazione del renminbi: a che punto siamo?"

<sup>25</sup> I dati sui prestiti *cross-border* della HKMA sono raccolti sulla base della residenza, a differenza di quelli della BIS che sono raccolti sulla base della sede centrale della banca. Per questo i prestiti di una banca europea fatti attraverso una filiale di Hong Kong sono conteggiati come banca di Hong Kong dalla HKMA e come banca del Paese europeo in cui risiede la sede centrale dalla BIS.

## India: segnali di stabilizzazione

- La crescita del PIL nel 1° trimestre del 2014 è stata del 4,6% a/a, invariata rispetto al 4° trimestre del 2013. Gli investimenti sono scesi dello 0,9% a/a mentre i consumi privati hanno registrato un forte balzo (+8,2% a/a). Un sensibile contributo alla crescita è stato fornito anche dalle esportazioni di beni e servizi, salite del 10,5% a/a. Dal lato dell'offerta l'accelerazione del settore agricolo (+6,3% a/a da 3,7% a/a nel 4° trimestre) ha compensato il calo del settore industriale e la decelerazione del settore dei servizi. Gli indicatori ciclici hanno evidenziato un miglioramento degli ordini tra marzo e maggio che ha avuto un impatto positivo nell'andamento delle esportazioni ma non ancora in quello della produzione industriale. Segnali di miglioramento giungono dal settore dei servizi.
- La maggioranza assoluta ottenuta dal partito Bahariya Janata (BJP) e la determinazione del neo-primario ministro fanno ben sperare che vengano finalmente approvate le riforme economiche strutturali necessarie a risollevare le prospettive di crescita del Paese. Questo tuttavia non potrà avere un impatto nel brevissimo termine se non nel clima di fiducia. La dinamica degli investimenti continuerà ad essere debole anche nel 2° trimestre: i dati sugli investimenti industriali con sostegno istituzionale mostrano che il numero di proposte di investimenti continua ad essere in calo (-24,5% a/a a maggio) e la dinamica del credito appare in moderato rallentamento. I consumi invece, dovrebbero continuare a risentire in maniera favorevole della stabilizzazione dell'inflazione e del buon andamento del mercato del lavoro. Manteniamo quindi invariate le nostre previsioni di crescita a 4,8% per il 2014 e a 5,3% nel 2015.
- La RBI ha segnalato tassi fermi per i prossimi trimestri e la possibilità di un allentamento solo nel caso il profilo d'inflazione scendesse più velocemente delle attese nella seconda parte dell'anno. Ha inoltre mantenuto i rischi bilanciati sulla crescita (5,5% nell'AF 2014-15) e al rialzo sull'inflazione (8% a gennaio 2015), costituiti da fattori meteorologici e da un possibile rialzo del prezzo del petrolio a causa delle crescenti tensioni in Medio-Oriente.
- Ribadiamo che, nonostante il miglioramento della posizione esterna e l'espressa volontà del nuovo Governo di portare avanti le riforme e di continuare nel sentiero del contenimento dei conti pubblici, non escludiamo nuove tensioni sul cambio ad eventuali segnali di segno contrario su questi fronti e, a maggior ragione, in occasione della svolta della politica monetaria americana.

Silvia Guizzo

Previsioni macro	2009	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P
PIL (prezzi costanti, al costo dei fattori)	6.5	9.3	7.7	4.8	4.7	4.8	5.3
Consumi privati	6.9	7.5	10.1	5.7	4	5.3	4.5
Consumi pubblici	9.2	7.9	6.2	7.6	4.4	-1.4	8.4
Investimenti fissi	-0.7	15.2	11.5	2.4	1	1.7	5.2
Esportazioni	-7.7	13.8	20.8	8.3	5.3	5.2	6.4
Importazioni	-8.3	17.8	18.2	11.6	-1	3.6	6.5
Produzione industriale	0.2	9.7	4.8	0.7	0.6	3.3	6.3
Inflazione (CPI)	9.7	10.3	9.6	9.7	10.1	8.4	7.7
Tasso di disoccupazione	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.4	12.2
Salari medi	10.6	19.4	16.4	7.1	11.2	10.8	10.5
Mibor 3 mesi (media)	5.5	6.3	9.5	9.5	9.3	9.1	8.1
Cambio USD/INR (media)	48.37	45.74	46.69	53.47	58.57	60.44	61.47
Saldo delle partite correnti	-1249.45736	-2498	-2945	-4893	-2780	-2185	-3052
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	-2.0	-3.4	-3.4	-5.0	-2.5	-1.8	-2.2
Saldo di bilancio in % del PIL	-7.0	-3.8	-6.7	-5.4	-5.5	-4.2	-4.1

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

Fonte: Oxford Economics Forecasting e Intesa Sanpaolo

### Economia reale e inflazione

Secondo le stime preliminari, la crescita del PIL nel 1° trimestre del 2014 è stata del 4,6% a/a, invariata rispetto al 4° trimestre del 2013. Gli investimenti sono scesi dello 0,9% a/a e stimiamo dello 0,2% t/t in termini congiunturali destagionalizzati. I consumi privati hanno invece registrato un forte balzo (+8,2% a/a dopo una crescita del 2,8% a/a in ciascuno dei due trimestri precedenti), favoriti dal moderato rallentamento dell'inflazione e dall'aumento dei redditi nelle zone rurali. Un sensibile contributo alla crescita è stato fornito anche dalle esportazioni di beni e servizi, salite del 10,5% a/a, mentre le importazioni hanno continuato a scendere (-3,7% a/a). Dal lato dell'offerta l'accelerazione del settore agricolo (+6,3% a/a da 3,7% a/a nel 4° trimestre) ha compensato il calo del settore industriale e la decelerazione del settore dei servizi. La crescita del PIL nell'anno fiscale 2013-14 (aprile-marzo) si è così chiusa con un 4,7% a/a, in leggera accelerazione rispetto al 4,5% dell'anno fiscale precedente.

La **produzione industriale**, dopo due mesi di variazioni tendenziali negative, è salita del 3,4% a/a a maggio, grazie a un rimbalzo in tutti i comparti di beni ad eccezione di quelli di consumo. Nonostante ciò la produzione industriale è risalita solo dello 0,3% 3m a/a, trainata ancora al ribasso dalla dinamica negativa della produzione dei beni di consumo durevoli (-9,7% 3m a/a). Migliore, invece, è stato l'andamento della produzione di materie prime energetiche, salita del 4,3% a/a. L'indice PMI manifatturiero è al di sopra di 50 da gennaio e, dopo un picco a 52,5 a febbraio è rimasto stabile in area 51 nei mesi successivi, in linea con l'aumento della componente degli ordini totali. La componente ordini dall'estero è invece scesa pur rimanendo ben sopra 50 (53,7 a maggio). La dinamica del PMI è coerente con un miglioramento della produzione industriale, anche se il legame tra le due serie è stato molto debole negli ultimi due anni. L'indagine trimestrale sul settore industriale redatta dalla Reserve Bank of India (RBI) ha registrato un miglioramento dell'indice relativo alla valutazione delle condizioni aziendali nel 1° trimestre del 2014, risalito al di sopra di 100 (soglia che separa la contrazione dall'accelerazione) dopo essere stato per due trimestri al di sotto, ma un calo di quello relativo alle aspettative per il 2° trimestre.

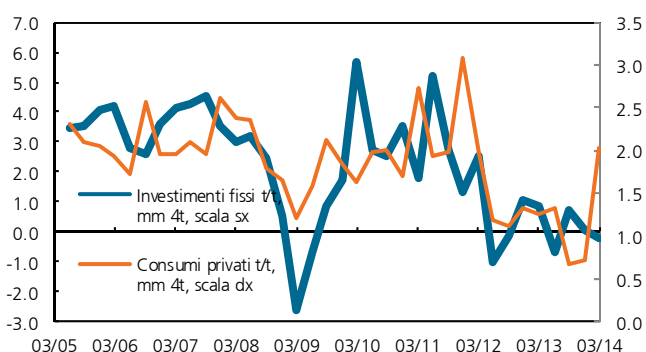
L'indice PMI dei **servizi**, dopo essere stato per 10 mesi al di sotto di 50, è salito a 50,2 a maggio grazie al miglioramento della componente ordini. Altri indicatori segnalano miglioramenti nel settore: le sottoscrizioni ai telefoni cellulari sono tornate a salire in termini tendenziali nei primi cinque mesi dell'anno e gli arrivi di turisti sono accelerati negli ultimi mesi (8% 3m a/a a maggio).

Le vendite di autoveicoli accelerano solo grazie alle vendite di motorini (+16,3% 3m a/a a maggio), mentre le vendite di automobili continuano a registrare ancora variazioni tendenziali negative (-4,2% 3m a/a a maggio). Le prospettive generali per i consumi privati rimangono moderatamente positive, dati la riduzione di molte imposte sui beni di consumo in vigore almeno fino al 30 giugno e il buon andamento del mercato del lavoro. L'indice di **fiducia dei consumatori** è salito ulteriormente nel 1° trimestre del 2014 fino a 99,9, da un minimo di 88 del 3° trimestre del 2013, con un balzo notevole delle aspettative relative al 2° trimestre in particolare per quanto riguarda l'andamento del mercato del lavoro. L'indagine Manpower sulle intenzioni di assunzione da parte delle imprese per il 3° trimestre del 2014 è salita per il terzo trimestre consecutivo portandosi oltre i massimi del 2008.

La dinamica degli **investimenti** continuerà ad essere debole anche nel 2° trimestre: i dati sugli investimenti industriali con sostegno istituzionale mostrano che il numero di proposte di investimenti continua ad essere in calo (-24,5% a/a a maggio) e la dinamica del credito appare in moderato rallentamento. Nonostante ciò l'accelerazione delle approvazioni da parte del Comitato per gli Investimenti e del Gruppo di Monitoraggio sui progetti che erano fermi nel 2013 dovrebbe portare supporto almeno agli investimenti in infrastrutture nella seconda parte dell'anno.

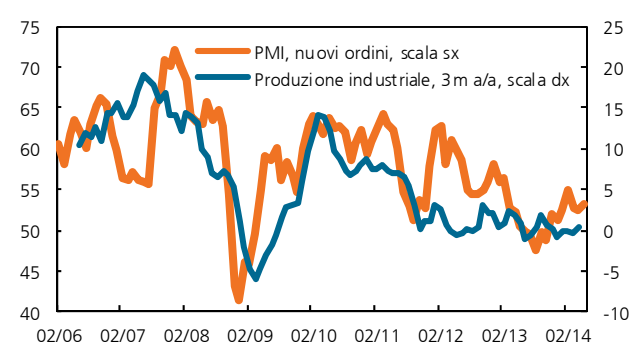
Le **esportazioni** continuano a mostrare segnali di miglioramento (+3,6% 3m a/a a maggio) anche al netto del petrolio (nostra stima: +5,5% 3m a/a) mentre le importazioni continuano a scendere e a risentire in parte del divieto di importazioni di oro ma anche della dinamica ancora debole degli investimenti. Al netto del petrolio, le **importazioni** sono scese del 17,8% 3m a/a a maggio, pur in progresso rispetto al minimo registrato a novembre (-24,1% 3m a/a). Il calo delle importazioni ha portato la bilancia commerciale nei primi cinque mesi dell'anno a 49,5 miliardi di dollari, rispetto agli 80,9 miliardi dello stesso periodo dell'anno scorso. I dati sul traffico di merci indicano un aumento del traffico cargo sia domestico sia internazionale nel primo trimestre dell'anno. Esso dovrebbe essere proseguito in linea con la dinamica dei ricavi ferroviari relativi al traffico merci che sono accelerati tra aprile e maggio, prefigurando un miglioramento del commercio estero nel secondo trimestre.

#### Gli investimenti rimangono deboli



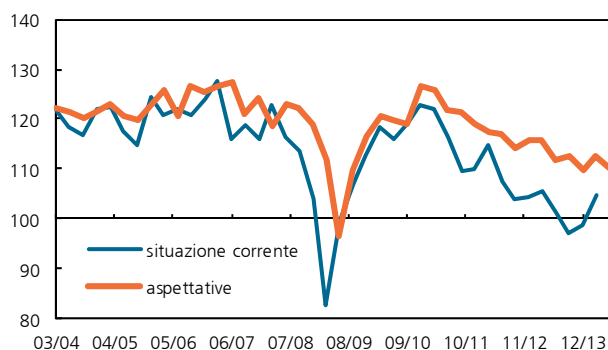
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Produzione industriale piatta nonostante gli ordini migliorino



Fonte: Markit-HSBC, CEIC

#### Migliora marginalmente la fiducia degli imprenditori\*



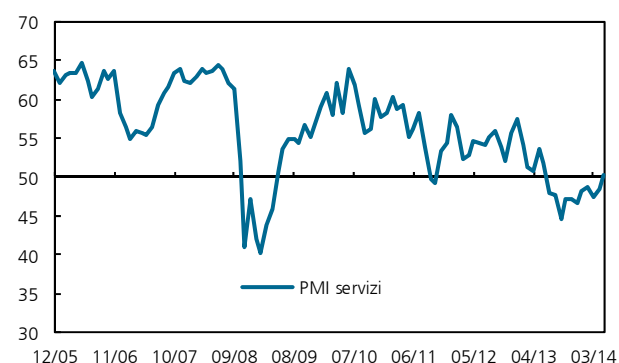
\*Business Expectation Index, Industrial Outlook Survey. Fonte: Reserve Bank of India

#### L'inflazione rallenta grazie agli alimentari e all'energia



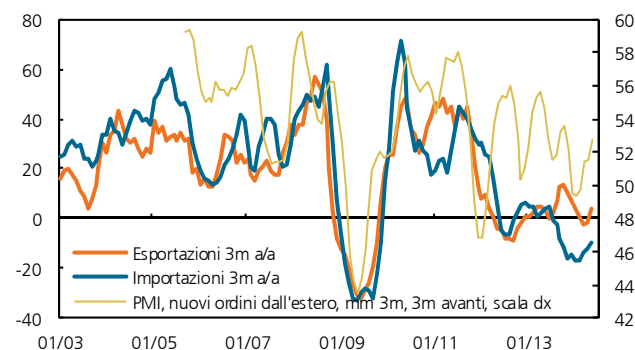
\*Stima ISP. Fonte: CEIC

#### Prospettive del settore dei servizi in timido miglioramento



Fonte: Markit

#### Le importazioni continuano a scendere



Fonte: CEIC, Markit

L'**inflazione** dei prezzi al consumo, dopo aver toccato un minimo a febbraio, è risalita tra marzo e aprile, guidata dal rimbalzo dei prezzi degli alimentari, per poi riportarsi a maggio a 8,3% a/a, sui livelli di marzo. La stessa dinamica ha mostrato l'inflazione dei prezzi all'ingrosso, pari al 6,0% a/a a maggio. L'inflazione dei prezzi al consumo al netto di alimentari e carburanti rimane stabile ma ancora elevata a 7,7% a maggio, mentre la risalita di quella dei prezzi all'ingrosso a 3,3% a maggio appare più legata ad un effetto base sfavorevole perché la dinamica congiunturale rimane stabile. Le tariffe per il trasporto ferroviario sono state aumentate del 14,2% per i passeggeri e del 6,5% per il trasporto merci dal 25 giugno, e nei prossimi mesi ci potrebbero essere nuovi aumenti dei prezzi amministrati dei carburanti in linea con la politica di adeguamento graduale verso i prezzi di mercato. L'inflazione è tuttavia attesa in calo moderato nei prossimi mesi, grazie ad un favorevole effetto base, per rimanere in media annua a 8,4%, al di sotto del picco del 2013 (10,1%). Permangono tuttavia alcuni rischi al rialzo che provengono essenzialmente da un ritardo dell'avvio del monzone sud occidentale, da precipitazioni che per la prima metà di giugno sono state inferiori alla media di lungo periodo in molti Stati, e dalla probabilità (stimata al 60% dall'Istituto Meteorologico Indiano) del verificarsi del fenomeno El Niño. A questo si aggiunge la possibilità che le tensioni in Iraq portino ad un aumento del prezzo del petrolio nei prossimi mesi.

### Politica economica e monetaria

Le elezioni politiche per il rinnovo della camera bassa (*Lok Saba*, o House of the People) sono state vinte dal partito Bahariya Janata. Il partito, capitanato da Narendra Modi, ex primo ministro dello stato del Gujarat, ha ottenuto la maggioranza assoluta in Parlamento, guadagnando 282 seggi su 543, dai 112 precedenti, ben oltre ogni aspettativa degli analisti politici e dei sondaggi pre-elettorali che pure lo davano per favorito. Non succede infatti dal 1984, in India, che un singolo partito ottenga la maggioranza assoluta. Precedentemente vi era riuscito solo il partito del Congresso Indiano (Indian National Congress, INC), guidato dalla famiglia Ghandi, che invece si è rivelato come il grande sconfitto di queste elezioni, avendo ottenuto, con il 19,3% dei voti, solo 44 seggi, in drastico calo rispetto ai 198 delle elezioni del 2009. I 44 seggi non rappresentano nemmeno il 10% del Parlamento, soglia minima per poter guidare l'opposizione. L'INC dovrà quindi trovare il modo di coalizzarsi con altri partiti, per lo più regionali, a questo scopo. Il BJP ha conquistato il 31% dei voti a livello nazionale, ottenendo il 52% dei seggi in una elezione che ha registrato un'affluenza al voto elevata e pari al 64%. Anche il partito Bahujan Samaj (Bahujan Samaj Party, BSP), partito dei Dalit o degli ultimi, guidato dalla presidente Kumari Mayawati, quattro volte primo ministro dello stato dell'Uttar Pradesh, ha perso consensi. Paradossalmente, pur riuscendo ad ottenere il maggior numero di voti a livello nazionale, dopo il BJP e l'INC, non è riuscito però a vincere in nessuna singola circoscrizione, tanto da non conquistare nessun seggio dai 21 che deteneva, offrendo sostegno esterno alla coalizione del Governo uscente (United Progressive Alliance, UPA).

La maggioranza assoluta ottenuta dal BJP e la determinazione del neo-primo ministro fanno ben sperare riguardo all'approvazione delle riforme economiche strutturali necessarie a risollevarle le prospettive di crescita del Paese, a lungo rinviate anche a causa della debolezza delle precedenti coalizioni di Governo. Lo sviluppo economico e un miglioramento della *governance* economica sono i temi centrali del programma politico di Modi, che prevede il miglioramento e la velocizzazione delle procedure di approvazione degli investimenti, la riduzione graduale dei sussidi ai prezzi dei carburanti e il miglioramento della fornitura di energia elettrica, il completamento delle procedure di acquisizione dei terreni per i grandi progetti, e una riforma fiscale mirante ad aumentare la base fiscale e ridurre il numero di imposte. Tra gli obiettivi restano prioritari anche il contenimento dei conti pubblici, il sostegno all'agricoltura e al settore manifatturiero, e una riforma del mercato del lavoro.

Il **deficit pubblico** per l'anno fiscale 2013-14 è stato del 4,5%, in marginale miglioramento rispetto all'ultima stima del Governo (4,6%) soprattutto grazie alla riduzione delle spese incluse nel Piano<sup>26</sup> (*plan expenditure*). Il 10 luglio il nuovo Governo presenterà il bilancio definitivo per l'anno fiscale 2014-15. Esso potrebbe prevedere ulteriori misure di contenimento delle spese oltre che di allargamento della base fiscale. Recentemente, il neo primo ministro Modi ha sottolineato in più occasioni che tali misure sono necessarie se il Governo intende proseguire nel sentiero della disciplina fiscale e di miglioramento della crescita nel medio termine, anche se saranno difficili da digerire per la popolazione. Il Governo ha già approvato un rialzo delle tariffe ferroviarie ma potrebbero essere necessari ulteriori ritocchi anche ai prezzi dei carburanti. Sulla dinamica del deficit rimangono alcuni rischi al rialzo di provenienza esterna. Il bilancio ad interim presentato per l'anno fiscale 2014-15 a febbraio aveva un obiettivo di ulteriore riduzione del rapporto deficit/PIL al 4,1% ed era basato su una stima del prezzo medio del petrolio di 105 dollari al barile. Se le recenti tensioni in Iraq portassero il prezzo del petrolio a un livello superiore, l'impatto sul bilancio potrebbe non essere trascurabile a causa dell'aumento della spesa per sussidi, che sarebbe ulteriormente esacerbata se la rupia dovesse tornare su un sentiero di deprezzamento.

La crescita di M3 è rallentata da 14% a/a a marzo a 13,2% in aprile. L'andamento del **credito** al settore commerciale non alimentare risente in parte del confronto con una dinamica altalenante nello stesso periodo dell'anno scorso, ed è decelerato a 13,3% a/a a maggio da 14,6% a/a in aprile. Il rapporto tra crediti incagliati rispetto al totale dei crediti è stato in aumento da un minimo del 2,2% a marzo 2011 a 3,8% a dicembre 2013 e la RBI ha varato una nuova regolamentazione in aprile per favorire il rafforzamento dei bilanci bancari e incentivare l'iscrizione preventiva dei crediti problematici in bilancio.

La **Banca centrale** ha mantenuto i tassi fermi anche alla riunione del 3 giugno, ma ha ridotto il coefficiente di liquidità obbligatoria<sup>27</sup> (*statutory liquidity ratio*, SLR) di 50pb portandolo al 22,5%, taglio che dovrebbe supportare l'espansione del credito ai settori diversi da quello governativo. Allo stesso tempo ha ridotto la liquidità ottenibile attraverso la finestra di rifinanziamento del credito alle esportazioni (Export Credit Refinance, ECR) dal 50% al 32% dell'ammontare del credito alle esportazioni avente i requisiti (*eligible*) ed ha introdotto, a compensazione, delle operazioni di repo a scadenza speciale per un ammontare pari allo 0,25% delle passività nette. Questo nell'ambito dell'obiettivo di migliorare sia l'accesso alla liquidità attraverso la Banca centrale per l'intero sistema bancario, sia il meccanismo di trasmissione della politica monetaria, diminuendo progressivamente il preferenziale accesso al credito di cui godono alcuni settori. È stato inoltre permesso agli investitori stranieri di accedere al mercato domestico dei derivati sul cambio e aumentato l'ammontare massimo delle rimesse straniere a 125.000 dollari. La Reserve Bank of India (RBI) ha come scenario centrale un'inflazione dei prezzi al consumo all'8% a gennaio 2015 e al 6% a gennaio 2016 e una crescita del PIL compresa in un intervallo tra il 5 e il 6%, con una previsione centrale al 5,5% per l'anno fiscale 2014-15. Mentre sulla crescita i rischi sono ritenuti bilanciati, i rischi sull'inflazione sono stati mantenuti al rialzo. La RBI ha segnalato tassi fermi per i prossimi trimestri e la possibilità di un allentamento solo nel caso il profilo d'inflazione scendesse più velocemente delle attese nella seconda parte dell'anno.

<sup>26</sup> Relative al Piano economico centrale e ai trasferimenti verso i singoli Stati, diversamente dalle spese esterne al Piano (*non-plan expenditure*), relative ad esempio, ai sussidi, alle pensioni o alla difesa.

<sup>27</sup> Quantità di attività liquide (titoli di Stato, etc.) rispetto alle passività nette a vista e a risparmio, che le banche devono obbligatoriamente detenere.

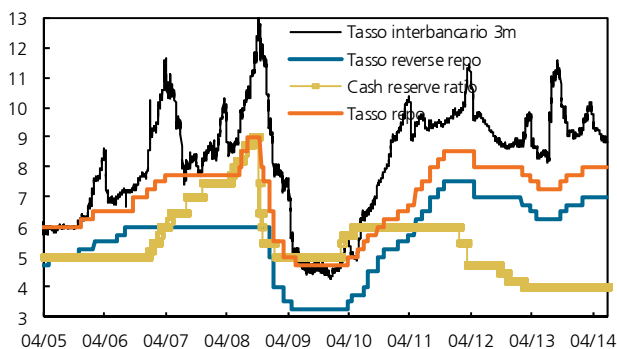


#### Vulnerabilità esterna e cambio

Come più volte sottolineato in passato, la posizione esterna del Paese è sensibilmente migliorata nel 2013, con il deficit delle partite correnti ridotto a 2,5% da 5,0% del 2012. I dati del primo trimestre del 2014 registrano un ulteriore miglioramento del saldo delle **partite correnti** (-0,3% del PIL). Nel 2014 esso dovrebbe ridursi ulteriormente a 1,8% in quanto l'attesa contenuta ripresa degli investimenti e delle importazioni nella seconda metà dell'anno sarà controbilanciata dalla tenuta della domanda estera. Il 1° trimestre dell'anno ha beneficiato anche di un miglioramento del **conto finanziario e dei capitali**, sostenuto dall'aumento degli investimenti di portafoglio e degli investimenti diretti. I dati di maggio e giugno relativi agli investimenti di portafoglio degli investitori esteri istituzionali confermano un aumento del flusso di capitali in entrata che ha contribuito a sostenere il cambio e ad aumentare il livello delle **riserve** in valuta estera. Esse sono infatti salite di 18 miliardi di dollari dall'inizio dell'anno, portandosi a 286 miliardi nella terza settimana di giugno.

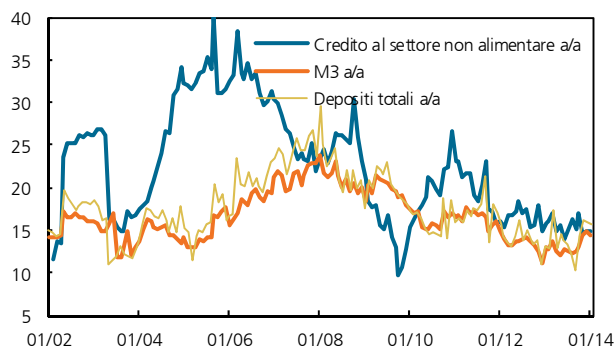
La rupia, nella seconda parte di giugno, ha ritracciato completamente l'apprezzamento vs il dollaro spinto dall'euforia per il risultato elettorale, riportandosi in area 60, sui livelli di marzo e aprile, ma comunque in apprezzamento del 2,9% dai livelli di inizio anno. Il **cambio** effettivo si è apprezzato nei primi cinque mesi dell'anno del 4,3% in termini nominali e del 4,8% in termini reali, riportandosi sui livelli di giugno del 2013. Il recente rapporto del Fondo Monetario Internazionale<sup>28</sup> giudica il cambio effettivo reale lievemente sopravvalutato. Ribadiamo che, nonostante il miglioramento della posizione esterna e l'espressa volontà del nuovo Governo di portare avanti le riforme e di continuare nel sentiero del contenimento dei conti pubblici, non escludiamo nuove tensioni sul cambio ad eventuali segnali di segno contrario su questi fronti e, a maggior ragione, in occasione della svolta della politica monetaria americana.

#### La RBI lascia i tassi fermi



Fonte: Bloomberg

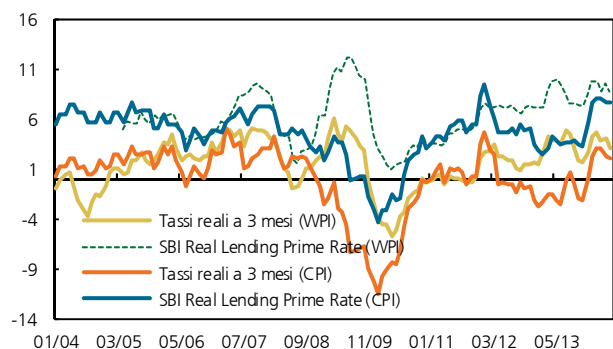
#### La dinamica del credito è stabile



Fonte: Bloomberg

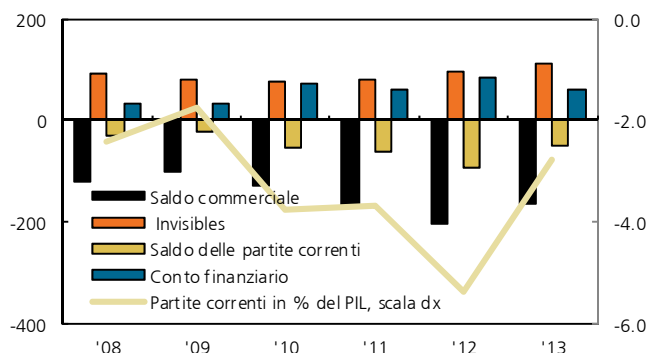
<sup>28</sup> India 2014 Article IV Consultation, IMF Country Report No. 14/57, February 2014.

Tassi reali in aumento



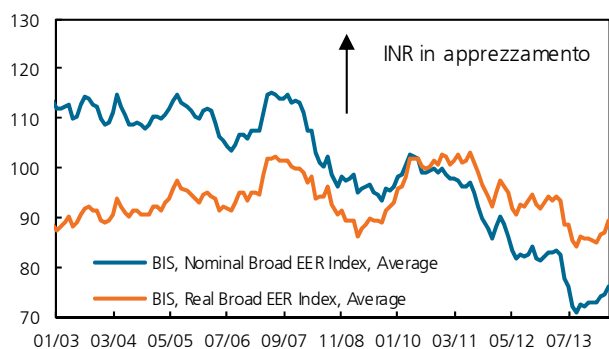
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Saldo delle partite correnti (miliardi di dollari)



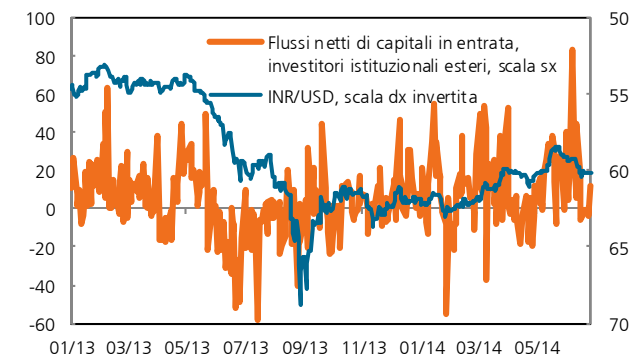
Fonte: Bloomberg

Tasso di cambio effettivo



Fonte: CEIC

Il ritorno dei capitali finanziari stabilizza la rupia



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

## Mercati valutari – Falsa partenza per il dollaro

Il recupero registrato a maggio dal dollaro potrebbe subire una battuta d'arresto, ma solo temporanea. Alla riunione del 17-18 giugno infatti la Fed "si è trattenuta" dal concedere aperture che potessero alimentare speculazioni di un avvio anticipato del ciclo di rialzi dei tassi. La reazione immediata del biglietto verde è stata pertanto un arretramento generalizzato.

Asmara Jamaleh

In realtà l'approccio della Fed non è cambiato: il *tapering* è proseguito ai ritmi attesi, lo scenario macro USA rimane favorevole e resta il consenso interno sul primo rialzo dei tassi l'anno prossimo.

Ciò che ha pesato sul dollaro è stata la revisione al ribasso (i) della crescita attesa per la fine di quest'anno e (ii) del punto di arrivo finale del ciclo di rialzi dei tassi. Entrambe le revisioni però non sono il frutto di un deterioramento atteso dello scenario.

Nel primo caso infatti ha inciso perlopiù la frenata del 1° trimestre, che però la stessa Fed ha archiviato come uno sviluppo *tantum* che non interferirà sulla buona performance della crescita nei trimestri successivi. Nel secondo caso è semplicemente aumentata la dispersione delle previsioni individuali dei membri Fed sui futuri rialzi dei tassi.

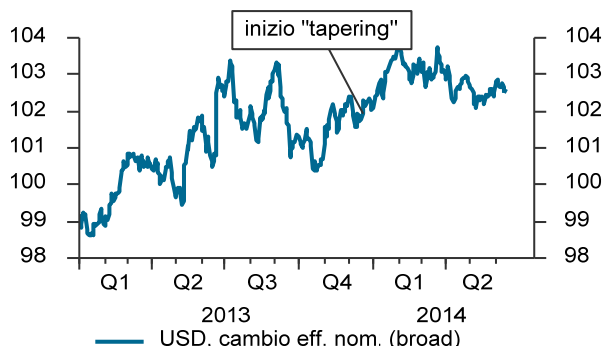
Invariate sono rimaste la crescita attesa nel prossimo biennio, che contiene un'ampia accelerazione l'anno prossimo, e le proiezioni di inflazione.

È stato invece rivisto al ribasso il tasso di disoccupazione e, nella distribuzione delle previsioni di rialzo dei tassi da parte dei vari membri Fed, si è registrato uno spostamento verso l'alto, tra punto iniziale e punto finale, del ritmo di aumento dei tassi – variazioni che il mercato ha ignorato, almeno in termini di impatto iniziale, ma che avranno verosimilmente un effetto positivo sul dollaro in un secondo tempo.

La Fed infatti rimane fiduciosa sulla continuità e sulla bontà della ripresa. Semplicemente però preferisce tenere una linea prudente per evitare reazioni indesiderate sui tassi di mercato/rendimenti, coerentemente con le incertezze che gravano non tanto sulla crescita in sé, quanto sul punto in cui la combinazione di ripresa, disoccupazione, inflazione e *spare capacity* sarà ritenuta sufficientemente buona da poter garantire l'avvio della normalizzazione dei Fed Funds. Ciò che ancora è difficile in questo momento, per la stessa Fed, è avere un'idea "precisa" sul *timing* della svolta, ma la direzione del sentiero su cui si è immessa l'economia USA, e di conseguenza la Fed nella gestione della politica monetaria, appare chiara.

Pertanto, se non vi saranno delusioni eclatanti, lo scenario di fondo per il dollaro rimane positivo e in via di consolidamento. Soltanto nel brevissimo termine l'approccio prudente della Fed potrebbe rivelarsi di nuovo moderatamente penalizzante per il biglietto verde a causa del permanere di differenziali di tasso/rendimento sfavorevoli. Si tratta tuttavia di una fase transitoria, perché in autunno terminerà il programma di acquisti e inizierà il vero conto alla rovescia verso il primo rialzo Fed. Determinante in questa fase sarà il flusso dei dati USA: quando si avrà una sequenza ravvicinata di segnali favorevoli sia su crescita e inflazione sia su mercato del lavoro e *spare capacity* la Fed si predisporrà ad alzare i tassi e il dollaro risalirà la china, rafforzandosi sia contro le valute G10 sia contro quelle emergenti.

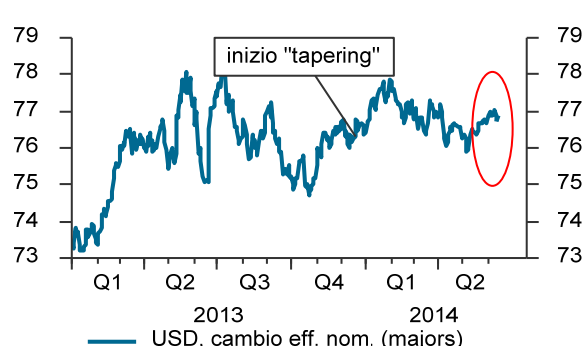
Fig. 1 – Dollaro USA (in generale)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Note: dollaro = cambio effettivo nominale (indice "broad". Fonte: Fed)

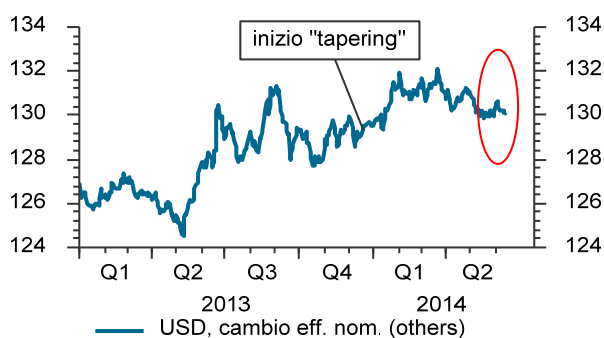
Fig. 2 – Dollaro USA (vs valute principali)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Note: dollaro = cambio effettivo nominale (indice "majors". Fonte: Fed)

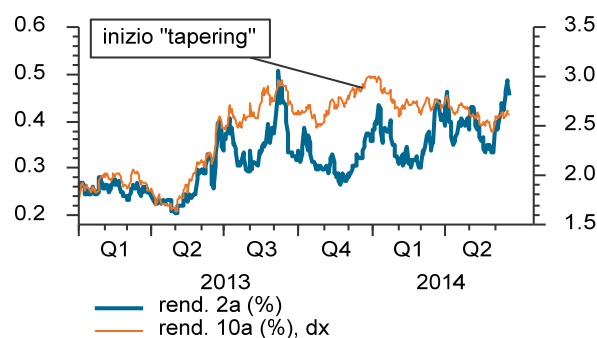
Fig. 3 – Dollaro USA (vs valute emergenti)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

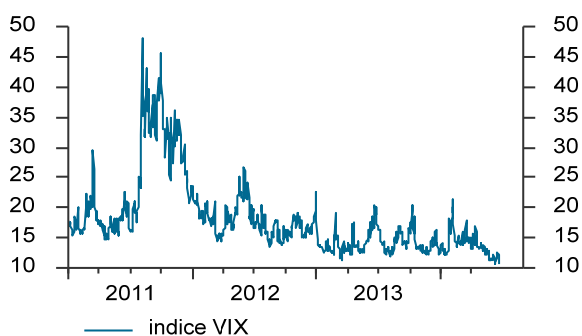
Note: dollaro = cambio effettivo nominale (indice "others". L'indice "others" è calcolato con riferimento alle valute "altre" rispetto alle majors. Di fatto le "altre" sono solo emergenti. Fonte: Fed)

Fig. 4 – Rendimenti USA



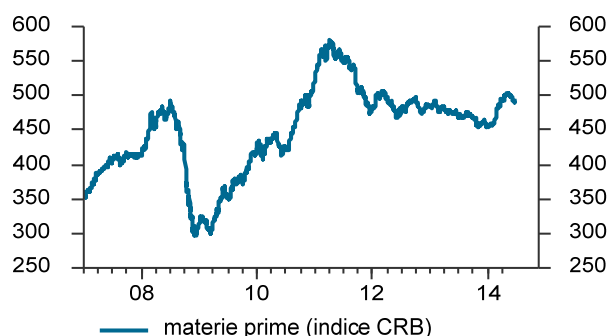
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Avversione al rischio



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

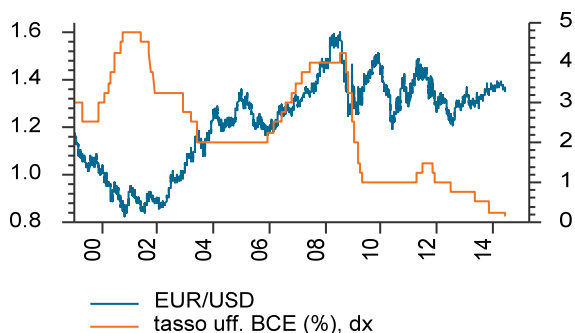
Fig. 6 – Materie prime



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

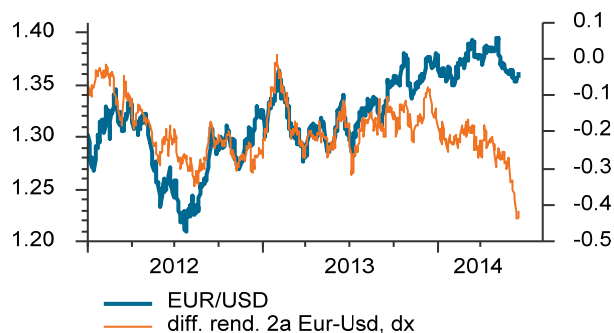
EURO – Obiettivo ribassista intermedio a 1,35 centrato grazie alle misure BCE

Fig. 1 – Cambio e tassi ufficiali



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

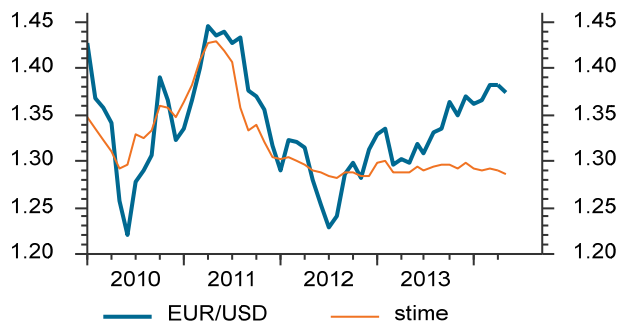
Fig. 2 – Cambio e differenziale di rendimenti a breve



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

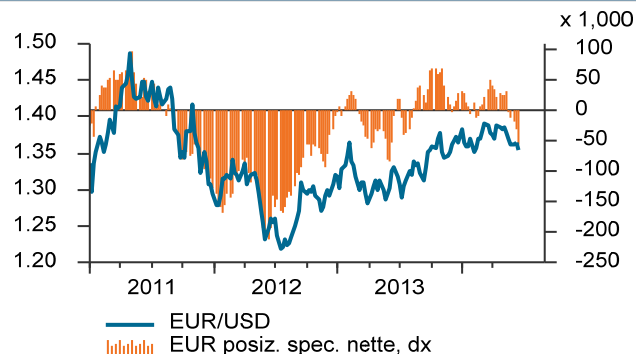
L'euro ha proseguito la correzione attesa, tanto quanto la BCE ha fatto seguire alla parola l'azione, attuando alla riunione del 5 giugno un nuovo pacchetto di stimolo: taglio del tasso refi da 0,25% a 0,15%, del tasso sui depositi che da 0% è sceso in territorio negativo (-0,10%), sospensione della sterilizzazione dell'SMP, introduzione di Targeted-LTROs e avvio dei lavori preparatori per un programma di acquisti di ABS. L'attuazione di tali misure ha dimostrato infatti che la banca centrale cominciava davvero a trovarsi a disagio con un cambio forte, non solo per (a) i rischi verso il basso sull'inflazione derivanti da un euro in apprezzamento ma anche per (b) il simultaneo contesto di bassa crescita. L'abbandono del "benign neglect" sul cambio a partire da marzo, il graduale alzarsi della retorica su questo tema e l'adozione di misure di *policy* concrete hanno giocato un ruolo sostanziale impedendo che l'euro raggiungesse quota 1,4000 EUR/USD e guidandone la correzione da 1,3993 (massimo dell'8 maggio) a 1,3503 (minimo del 5 giugno) in un mese scarso. Manteniamo pertanto il **profilo atteso di deprezzamento verso 1,30 EUR/USD** sull'orizzonte a 6m, anche perché verso fine anno dovrebbe realizzarsi l'altro fattore ribassista, quello di fonte USA (chiusura del programma di acquisti Fed e inizio del conto alla rovescia verso il primo rialzo dei tassi Fed). Il deterioramento dello scenario di crescita e inflazione dell'area euro, che ha indotto la BCE all'azione, e il taglio congiunto del tasso refi e di quello sui depositi **aumentano le probabilità di un'accelerazione nell'ulteriore calo atteso** della moneta unica. In particolare la riduzione dei tassi con discesa sotto zero di quello sui depositi e associato azzeramento del *carry* positivo sul tratto breve della curva di monetario potrebbe incentivare il ricorso all'euro come *funding currency*. **Un fattore che, solo nell'ultra-short, potrebbe ostacolare una rapida discesa sotto 1,3500** tenendo il cambio in range a 1,35-1,37 EUR/USD è l'esito del **FOMC del 18 giugno** che ha mostrato una Fed ancora molto prudente prevenendo il formarsi di aspettative di un rialzo anticipato dei tassi USA. **L'eventuale pausa** prima di un ulteriore strappo ribassista sotto 1,35 **non andrà interpretata come un "mancato successo della BCE** nel far scendere il cambio", anche perché l'obiettivo primo auspicato da Draghi era semmai di evitarne l'ulteriore apprezzamento (i.e.: sopra 1,40 EUR/USD). Di settimana in settimana comunque, a meno di delusioni dai dati USA, la resistenza verso il basso dell'euro dovrebbe ridursi. **Oltre i 6m manteniamo proiezioni di possibile discesa sotto 1,30** (verso 1,28-1,27 EUR/USD), **ma non ipotizziamo nello scenario centrale un deprezzamento più ampio a 1,25 o sotto**. Il perseguimento di una maggior crescita dell'area (i) tramite condizioni massimamente accomodanti (come quelle attuali) dal lato della politica monetaria e (ii) attraverso quello che Draghi ha definito un consolidamento fiscale "growth-friendly" dal lato delle politiche fiscali potrebbe infatti contribuire a innalzare moderatamente il livello di equilibrio dell'euro.

Fig. 3 – Stime basate sulla relazione con i rendimenti



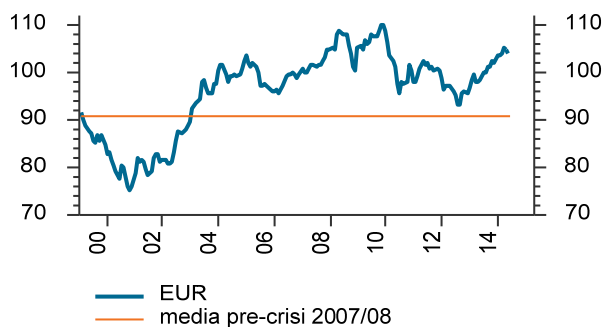
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – EUR: posizioni speculative (CME)



Fonte: CME e Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Euro: cambio effettivo nominale (BRI)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Euro: cambio effettivo reale (BRI)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Dollaro: cambio effettivo nominale (BRI)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

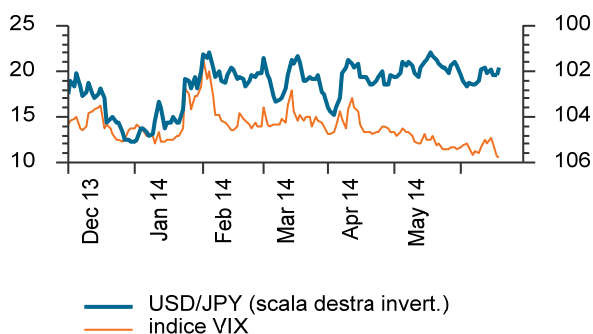
Fig. 8 – Dollaro: cambio effettivo reale (BRI)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

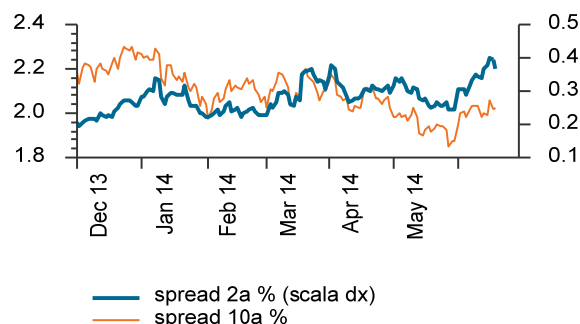
**YEN** – Disequilibri crescenti dell'economia giapponese gravano sullo yen.

Fig. 1 – USD/JPY e avversione al rischio



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Differenziali di rendimento tra USD e JPY



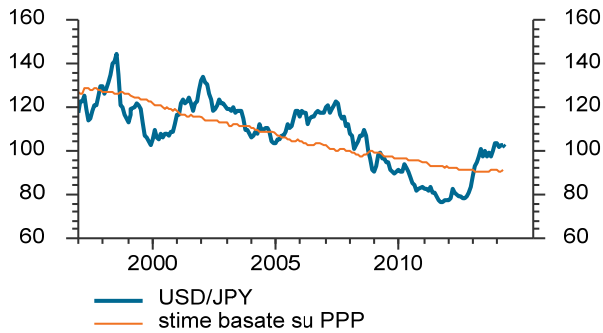
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

L'atteso **calo dello yen** è slittato ancora principalmente perché **la BoJ è rimasta positiva sulle prospettive di crescita** giapponese nonostante l'aumento dell'imposta sui consumi attuato in aprile, **frenando leggermente sulle aspettative di ulteriore allentamento monetario**. L'ampio corto speculativo (Fig. 4) e l'ampiezza del deprezzamento dell'anno scorso (Figg. 5-6) hanno contribuito a rinviarne ulteriormente il **calo**, che però **adesso appare ancora più imminente**. **La combinazione di crescita e inflazione dovrebbe infatti peggiorare** visibilmente a breve, con una contrazione del Pil nel 2° trimestre (dato ufficiale in uscita il 13 agosto) e l'inflazione che nel frattempo è salita, superando il 3% (Fig. 7).

Inoltre, **lo sforzo di perseguire una crescita più elevata resta in contraddizione con gli obiettivi di consolidamento fiscale**. Mentre il governo del primo ministro Shinzo Abe si appresta a varare nuove misure pro-crescita, tra cui la graduale riduzione della tassazione sulle imprese (il pacchetto verrà sottoposto ad approvazione il 27 giugno), il ministro delle finanze Taro Aso lavora ad un piano di riforma del sistema pensionistico domestico, mirato a ridurre la spesa per le pensioni. Quest'ultimo rappresenterebbe una delle opzioni proposte dal Fondo Monetario Internazionale a maggio per implementare un programma di consolidamento fiscale che vada oltre il 2015. Tra le altre opzioni vagliate dal FMI vi sarebbero l'ulteriore aumento dell'imposta sui consumi (in parte già previsto per ottobre 2015) e un ampliamento della base imponibile per i redditi sulle persone fisiche. Infine, mentre il rapporto tra debito pubblico e Pil viene stimato intorno al 240% per fine 2014 (FMI, WEO di aprile), il deficit di bilancia commerciale è andato allargandosi e la parte corrente di bilancia dei pagamenti è scesa in disavanzo a fine 2013.

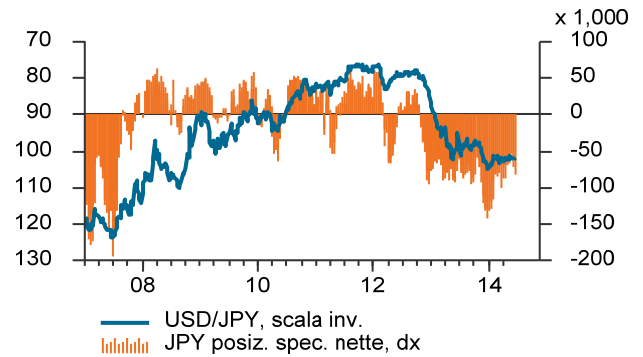
In assenza di un'adeguata compensazione del premio al rischio che innalzi i rendimenti domestici, i **differenziali di rendimento tra USA e Giappone** (Fig. 2) sembrano avere solo una direzione da percorrere, soprattutto al di là del brevissimo termine, quando la Fed terminerà il programma di acquisti e si accingerà ad alzare i tassi. Manteniamo pertanto un **profilo atteso di deprezzamento dello yen contro dollaro** verso 105-110 USD/JPY sull'orizzonte a 3m-12m, abbassandone moderatamente la proiezione sul più lungo termine (cambio nella parte medio-bassa del range 110-115 USD/JPY) in ragione dei rischi di aumento degli squilibri strutturali esistenti che l'attuale mix di politiche economiche fatica a risolvere. Manteniamo invece un indebolimento atteso più cauto nel brevissimo termine (1m) in funzione del fatto che la BoJ potrebbe voler attendere i dati ufficiali di Pil del 2T prima di concedere nuovo stimolo fiscale.

Fig. 3 – Parità dei poteri d'acquisto



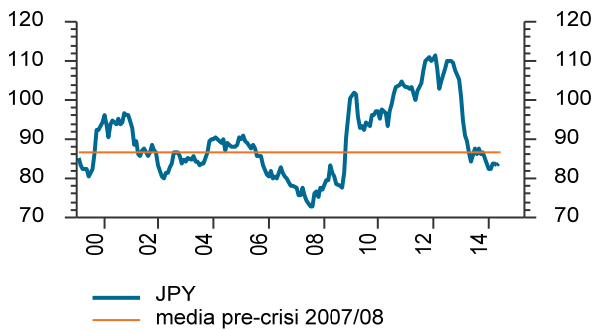
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – JPY: posizioni speculative (CME)



Fonte: CME e Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Cambio effettivo nominale (BRI)



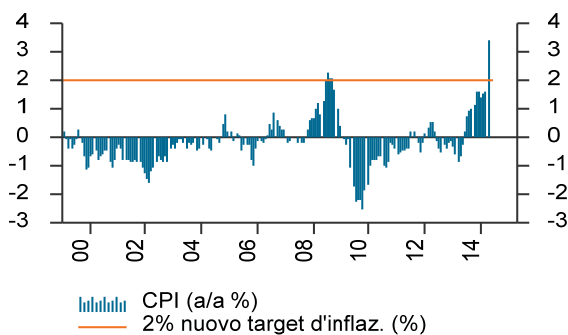
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Cambio effettivo reale (BRI)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – Inflazione e nuovo target (2%)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – EUR/JPY

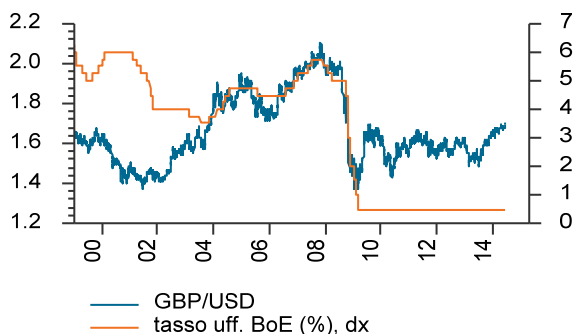


Fonte: Thomson Reuters-Datastream



**STERLINA** – Se ci saranno le condizioni, la BoE potrebbe alzare i tassi prima del previsto: sterlina favorita.

Fig. 1 – Cambio e tassi ufficiali



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

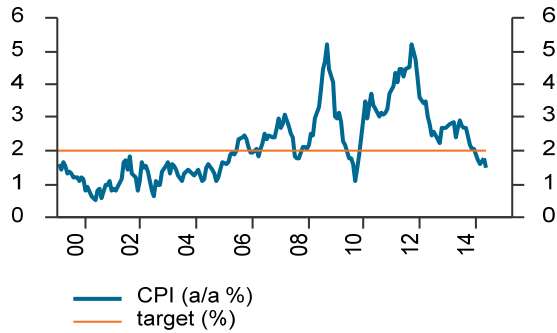
Fig. 2 – EUR/GBP



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

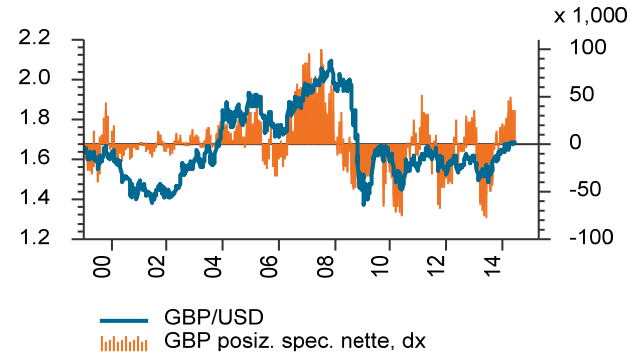
La sterlina si è apprezzata ulteriormente, raggiungendo nuovi massimi sia contro dollaro a quota 1,70 GBP/USD sia contro euro sotto quota 0,80 (area 0,79 EUR/GBP). La crescita ha continuato a sorprendere verso l'alto e miglioramenti si stanno osservando a più livelli, sul mercato del lavoro in primis. Alla luce di tali progressi, in un discorso del 12 giugno il governatore Mark **Carney ha dichiarato che il timing del primo rialzo dei tassi si sta avvicinando**. È qui che la sterlina ha avuto la sua massima accelerazione rialzista e **il mercato ha anticipato le attese di un primo rialzo dei tassi dal 1° trimestre 2015 al 4° trimestre del 2014**. L'eventualità di un rialzo anticipato non va attribuita ai rischi che gravano sul settore immobiliare. Competente in tal merito e autorizzato ad adottare misure di tipo macro-prudenziale per affrontarne i problemi è infatti il Financial Policy Committee, sgravando così la banca centrale dall'onere di doversi occupare di un settore specifico. Nella stessa sede Carney ha dichiarato che il primo rialzo potrebbe arrivare prima di quanto si aspettano attualmente i mercati. Questo non significa tuttavia che la BoE abbia già un sentiero prestabilito: il governatore ha precisato infatti che **la decisione finale sarà "guidata dai dati"**. Le medesime indicazioni sono state riprese nei verbali dell'ultima riunione di politica monetaria del 4-5 giugno, dove la BoE si è spinta a dire che **se i rialzi dovranno essere gradualisti (come da nuova forward guidance) è probabile che la prima mossa possa essere anticipata**. Anche in questo caso però **le aperture dalla banca centrale non vanno fraintese**. Secondo la BoE infatti la ripresa, che fino a qualche tempo fa era incipiente, adesso si sta affermando, e bisogna quindi farla diventare un'espansione durevole. Questo significa che, dopo anni di crisi, l'economia sta iniziando a tornare alla normalità e parte del processo di normalizzazione richiederà anche che a un certo punto si alzino i tassi. Anche nei verbali però la BoE precisa che **il timing del primo rialzo dipenderà dallo scenario di inflazione** (che questo mese è scesa più del previsto allontanandosi di nuovo dal target), **che a propria volta dipende dal flusso dei dati, in particolare, quelli che servono a misurare la spare capacity**. Quest'ultima variabile resta il problema più grosso, per la difficoltà di misurazione e quindi per le diverse opinioni che i membri del *board* possono avere in merito al suo livello. Ora però vi è uniformità di vedute all'interno della BoE sul fatto che, in assenza di altre pressioni inflazionistiche, sarebbe necessario avere maggiore evidenza di ulteriore assorbimento della *slack* prima di poter procedere con un rialzo dei tassi. Al momento il nostro **scenario centrale** è per un **primo rialzo nel 1° trimestre dell'anno prossimo, ma i rischi sono quelli di un avvio anticipato al T4**. Questo ci porta a rivedere **leggermente verso l'alto i massimi attesi di sterlina** contro dollaro (parte medio/bassa del range 1,70-1,75 GBP/USD) con inaugurazione più veloce di nuovi massimi anche contro euro (0,76-0,75 EUR/GBP).

Fig. 3 – Inflazione e target



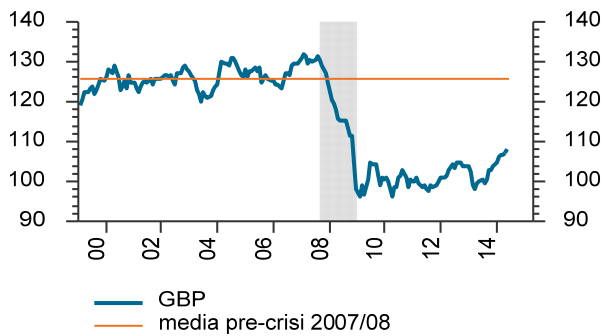
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – GBP: posizioni speculative (CME)



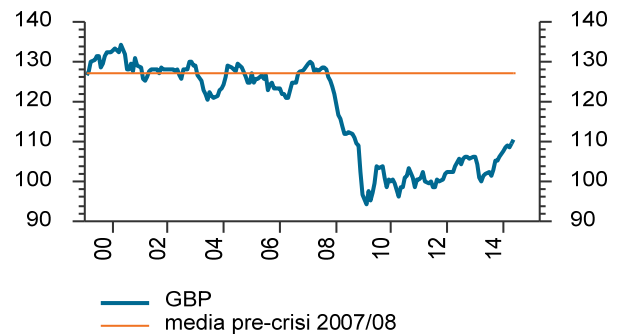
Fonte: CME e Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Cambio effettivo nominale (BRI)



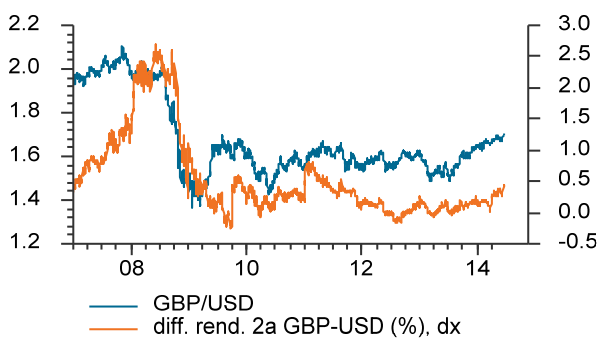
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Cambio effettivo reale (BRI)



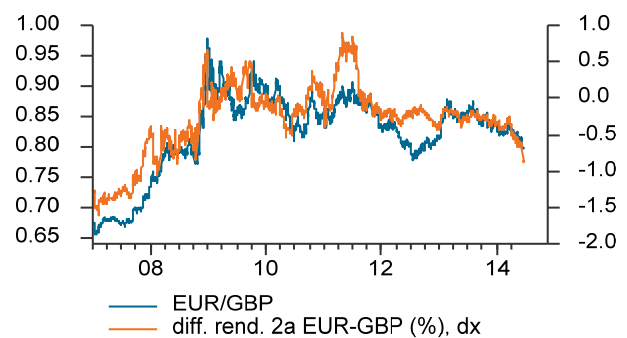
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 7 – GBP/USD e differenziali di rendimento a breve



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – EUR/GBP e differenziali di rendimento a breve



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

## Scenario Macroeconomico

Giugno 2014

Intesa Sanpaolo Servizio Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice		
Tel. 02 879+(6) – 02 8021 + (3)		
<b>Macroeconomic &amp; Fixed Income Research</b>		
Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
<b>Fixed Income</b>		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
<b>Macroeconomia</b>		
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
<b>Mercati Valutari</b>		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
<b>Materie Prime</b>		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasnpaolo.com
<b>Research Assistant</b>		
Simonetta Melotto	62102	simonetta.melotto@intesasnpaolo.com
<b>International Economics</b>		
<b>Economista - Asia Emergenti</b>		
Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasnpaolo.com

## Appendice

### Certificazione degli analisti

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

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

### Comunicazioni specifiche:

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

### Comunicazioni importanti

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

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

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Metodologia di valutazione

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

## Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

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