

Scenario Macroeconomico

Direzione Studi e Ricerche
Giugno 2015

Indice

Perde brillantezza il motore dei Paesi emergenti	2
Materie prime: mercati laterali	5
Petrolio: volatilità per rischi geopolitici e stime di offerta	7
Stati Uniti: chi ha paura di un altro 1° trimestre negativo?	12
Area euro: le politiche economiche smussano i rischi per la ripresa	16
L'economia reale: tra spinte e contropinte, la ripresa continua	17
Inflazione: il 2%? Il percorso è lungo e dipendente dal ciclo	20
La BCE è pronta a fare di più, se necessario	22
Germania: sprint incerto	25
Francia: l'economia torna a ingranare	31
Italia: la ripresa è sostenibile, ma resta modesta e soggetta a rischi	37
Spagna: per ora in vetta, ma i rischi non mancano	43
Paesi Bassi: la crescita si stabilizza	48
Grecia: governo Tsipras a tutta velocità contro il muro	53
Asia	58
Giappone: ripresa nel 2015-16, ma l'obiettivo di inflazione resta un miraggio	58
Cina: il quadro generale rimane debole	62
India: ripresa in atto ma non ancora omogenea	71
Mercati valutari	75

Giugno 2015

Nota trimestrale

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

Macroeconomic Research
Team

Luca Mezzomo
Responsabile

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

Guido Valerio Ceoloni
Economista - Area Euro

International Economics

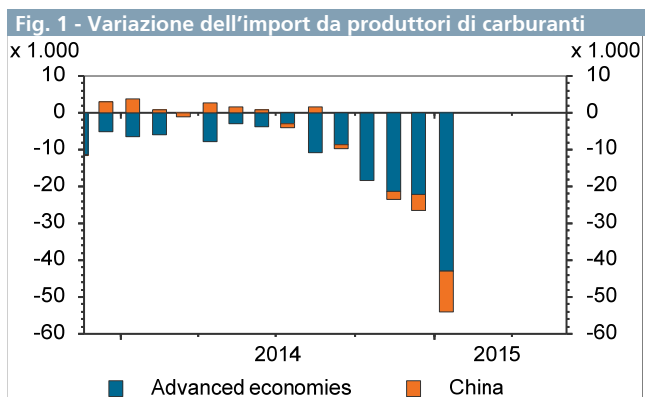
Silvia Guizzo
Economista - Asia Emergenti

Perde brillantezza il motore dei Paesi emergenti

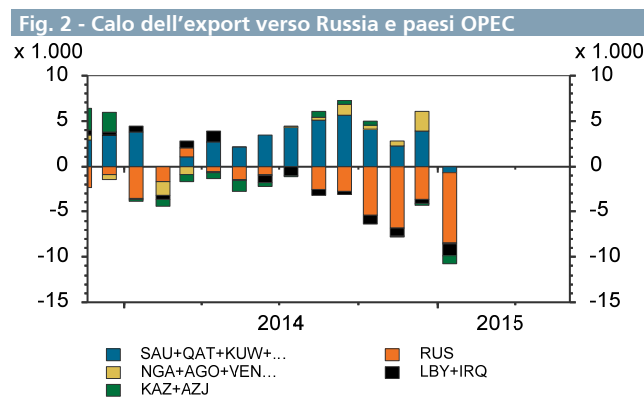
Malgrado la crisi greca, lo scenario rimane favorevole a un rafforzamento della ripresa nell'Eurozona. Superato il solito 1° trimestre negativo, gli Stati Uniti torneranno a crescere a ritmi discreti, nonostante la penalizzazione del dollaro forte. Tuttavia, il rallentamento dei grandi Paesi emergenti compenserà in gran parte l'accelerazione di quelli avanzati. Purtroppo, la cura delle politiche monetarie non convenzionali non ha effetti miracolosi sulla crescita globale, che rimarrà lenta.

Luca Mezzomo

Da mesi, il flusso di dati economici tende a essere un po' meglio delle previsioni in Europa e un po' peggio negli Stati Uniti e in Asia. Ugualmente, la tendenza di fondo è stata verso un'accelerazione della crescita in Europa, sebbene da livelli molto depressi, e verso un rallentamento negli Stati Uniti e in Cina. Nel complesso, l'economia mondiale non mostra alcuna tendenza a spostarsi su ritmi di sviluppo più sostenuti, nonostante le condizioni finanziarie accomodanti nei Paesi avanzati e l'impulso che potrebbe derivare dal calo dei prezzi del petrolio. Su quest'ultimo fronte, infatti, il risparmio della bolletta energetica di cui beneficiano i Paesi avanzati e la Cina non è compensato che in piccola parte dal calo delle importazioni dei produttori di petrolio (in effetti, significativo soltanto per la Russia, e più per le sanzioni economiche che per il ribasso dei prezzi energetici). La spinta andrà gradualmente scemando nei prossimi mesi, che però potrebbero essere interessati da una redistribuzione maggiore del potere d'acquisto liberato, e inizialmente risparmiato dalle famiglie.



Dati in milioni di US\$; variazioni rispetto all'anno precedente.
Fonte: FMI, DOTS, via Thomson Reuters-Datastream

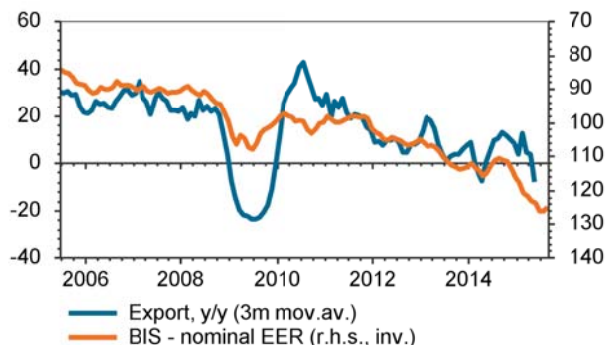


Dati in milioni di US\$; variazioni rispetto all'anno precedente.
Fonte: FMI, DOTS, via Thomson Reuters-Datastream

L'andamento contrastante delle dinamiche per area riflette sia impulsi locali (per esempio, condizioni meteorologiche invernali molto diverse fra Europa e Stati Uniti, problemi di eccessivo indebitamento in Cina), sia le conseguenze dei movimenti valutari, a loro volta ricollegabili all'andamento divergente delle politiche monetarie. Sia negli Stati Uniti sia in Cina, infatti, le esportazioni stanno segnando il passo (v. figg. 3 e 4) e anche se non tutto il calo è spiegato dai cambi, è certo che la perdita di competitività sta giocando un ruolo importante.

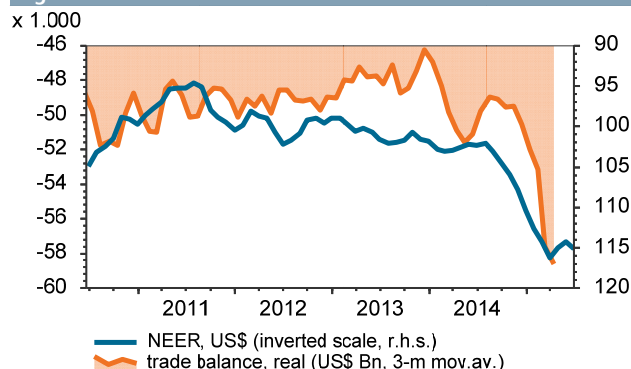
Le conseguenze del dollaro forte non si sono ancora sviluppate appieno e non riteniamo che l'andamento del cambio si rovescerà prima dell'avvio della restrizione monetaria negli Stati Uniti. La nostra teoria è che il primo rialzo dei tassi negli Stati Uniti potrebbe essere accompagnato a un'ultima fase di rialzo del dollaro sui mercati valutari prima di fine anno. Perciò, l'andamento dell'Eurozona dovrebbe continuare a beneficiare del traino dato dalle esportazioni, anche se compensato più di prima dalla crescita delle importazioni, mentre la sostituzione di produzione interna con importazioni potrebbe continuare ancora nell'area del dollaro, frenando la crescita del PIL.

Fig. 3 – Cina: export e cambio effettivo nominale



Nota: il cambio è ritardato di 3 mesi. Fonte: Thomson Reuters-Datastream

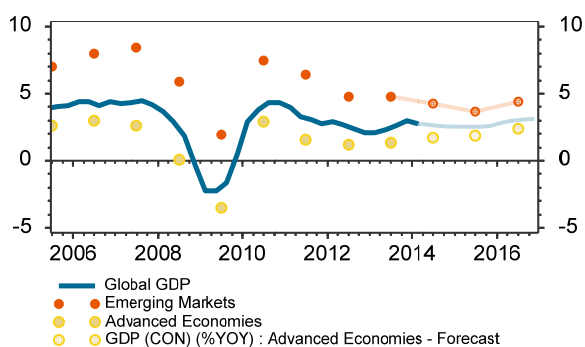
Fig. 4 – Stati Uniti: saldo commerciale e dollaro



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

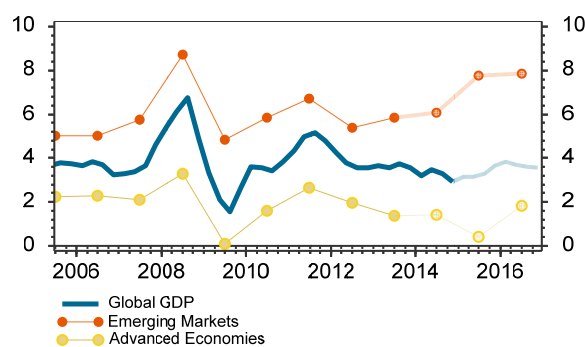
La sorpresa negativa del 1° trimestre spiega da sola quasi tutta la revisione a cui è stata soggetta la stima media annua di crescita degli Stati Uniti, ora scesa al 2,2%; in realtà, anche lo scenario previsionale è stato confermato e ci attendiamo una netta accelerazione della domanda interna con i dati del 2° trimestre, che beneficeranno della normalizzazione delle condizioni meteorologiche e della ripresa delle attività portuali. Un significativo peggioramento hanno subito anche le stime per la Cina, ma in questo caso i fattori transitori giocano un ruolo del tutto marginale. Il Paese sta sperimentando allo stesso tempo un rallentamento dell'export e della spesa in conto capitale, sia in costruzioni sia in macchinari e impianti: nonostante la reazione di politica economica (piani di investimento infrastrutturale, allentamento della politica monetaria e ristrutturazione del debito degli Enti locali) riteniamo che la crescita potrebbe continuare a scendere anche nel 2016, fino al 6,5%.

Fig. 5 - Crescita del PIL più alta per i Paesi avanzati, più lenta per gli emergenti



Fonte: Intesa Sanpaolo e Oxford Economics (via Datastream Charting)

Fig. 6 - Inflazione in ripresa fra 2015 e 2016



Fonte: Intesa Sanpaolo e Oxford Economics (via Datastream Charting)

La marginale limatura della stima per l'Eurozona da 1,5% a 1,4%, invece, è dovuta al sommarsi una serie di piccole revisioni peggiorative allo scenario derivanti dal cambio, da tassi a medio e lungo termine meno compressi rispetto al mese iniziale dell'EAPP, dall'assenza di chiari segnali di accelerazione nel passaggio al 2° trimestre e, infine, agli impatti negativi sulla fiducia della crisi greca. Riguardo a quest'ultima, nonostante i segnali che potrebbe essere raggiunto a breve un accordo, il rischio di fallimento continuerà a essere significativo per molto tempo, a causa del rischio di implementazione del programma e della necessità di negoziare da subito una soluzione più duratura. Tuttavia, riteniamo che i nuovi strumenti introdotti dalla BCE (l'EAPP, innanzi tutto), gli altri meccanismi di gestione della crisi e il contesto più favorevole consentirebbero di limitare le ripercussioni ad altri paesi di un default greco. Sul fronte dei prezzi, non possiamo che confermare l'aspettativa di risalita dell'inflazione: come atteso, il calo

Scenario Macroeconomico

Giugno 2015

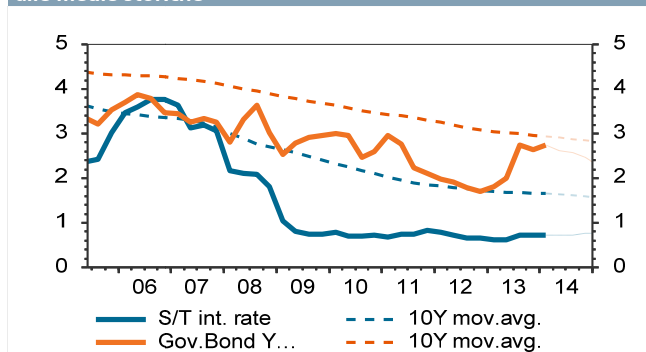
dei prezzi era strettamente legato alle dinamiche delle materie prime energetiche ed è evaporato con la stabilizzazione di queste ultime.

La crescita economica per area geografica					
	2012	2013	2014	2015	2016
Stati Uniti	2.3	2.2	2.4	2.2	2.9
Giappone	1.7	1.6	-0.1	0.9	1.7
Area euro	-0.8	-0.3	0.9	1.4	1.8
Europa Orientale	2.3	1.8	1.3	-0.5	2.3
America Latina	2.6	2.5	1.0	0.4	1.8
OPEC	5.8	2.2	2.2	2.1	3.4
Asia Orientale	6.1	6.1	6.4	6.1	6.2
Africa	3.1	3.1	3.9	3.8	4.5
Crescita mondiale	3.4	3.3	3.3	3.2	3.5

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

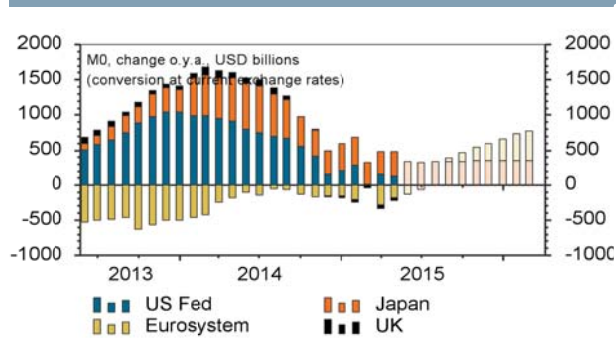
L'esperienza di questi mesi mostra allo stesso tempo il potere e i limiti delle politiche monetarie non convenzionali impiegate in questi anni dalle banche centrali. La loro efficacia nel contrastare gli effetti delle crisi finanziarie è stata indiscutibile, e proprio in questo periodo si è potuto apprezzare la potenza dei programmi di acquisto titoli nel mitigare il rischio di 'contagio' nell'Eurozona a fronte di un possibile collasso della Grecia. Inoltre, anche se questo rimane un tabù inviolabile, potrebbero rappresentare una soluzione ideale per contenere gli effetti negativi di uno stock eccessivo di debito pubblico o privato, per facilitarne la gestione e, infine, anche un mezzo per procedere successivamente a una sua ristrutturazione senza effetti destabilizzanti per il sistema finanziario.

Fig. 7 - Tassi di interesse a breve e lungo termine bassi rispetto alle medie storiche



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting e Oxford Economics

Fig. 8 - L'espansione monetaria continua, guidata da BCE e BoJ



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting, banche centrali e stime Intesa Sanpaolo

Molto meno chiaro, però, è quanto contribuiscano al rilancio dell'economia reale. L'impatto attraverso i cambi si manifesta attraverso una sostituzione di produzione interna con produzione estera; in taluni casi, ciò genera effetti sui conti esteri poco coerenti con la riduzione degli squilibri internazionali; inoltre, se eseguita da Paesi 'grandi', è suscettibile di scatenare una corsa agli armamenti fra banche centrali che può riportare tutto al punto di partenza. Indubbiamente, l'effetto di compressione sulla curva dei tassi ha ricadute positive sul servizio del debito e – attraverso la minor spesa per interessi – può consentire o di accelerare la riduzione del debito o di mantenere un orientamento più accomodante della politica fiscale. Tuttavia, la trasmissione alla domanda privata di beni capitali non sembra rispondere più di tanto allo stimolo delle banche centrali, che viene compensato da aspettative ridotte sulle prospettive della domanda, spinte alla delocalizzazione e pressione sulla redditività. Può essere soltanto una questione di ritardi di trasmissione. Ma può anche essere che la spinta all'assunzione di rischi rimanga confinata all'ambito finanziario, alimentando 'bolle' speculative più che la ripresa economica.

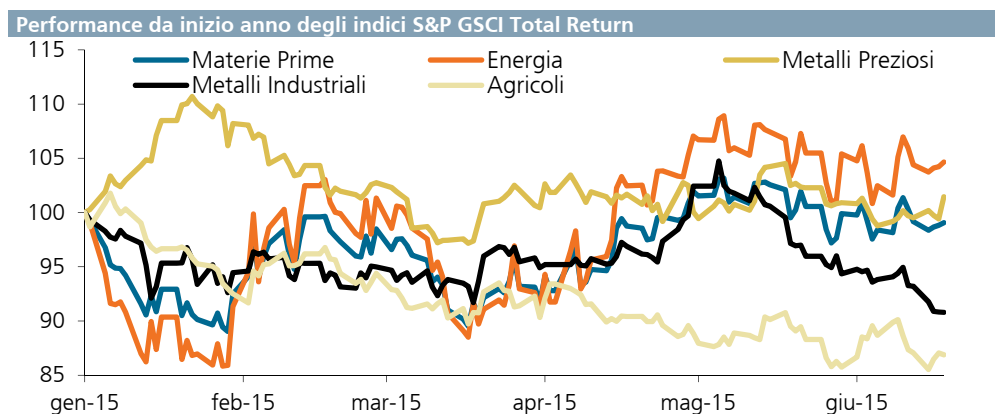
Materie prime: mercati laterali

Manteniamo la nostra previsione che per gran parte delle materie prime, dopo alcuni mesi di mercati laterali, dovremmo assistere entro fine anno a un complessivo rialzo delle quotazioni grazie all'atteso miglioramento dei fondamentali. In particolare, ci attendiamo che i mercati di metalli industriali e alcuni preziosi (oro escluso) tornino più tesi per rallentamento dell'offerta e accelerazione della domanda. Per quanto riguarda il petrolio, si conferma uno scenario di perdurante eccesso di offerta e prevediamo che serviranno ancora alcuni mesi prima di arrivare a mercati bilanciati. Inoltre, attualmente riteniamo più significativi i rischi al ribasso che al rialzo a causa della probabile sospensione (anche parziale) delle sanzioni contro l'Iran entro fine anno.

Daniela Corsini

Nel 2° trimestre dell'anno, abbiamo assistito a un rapido recupero, concentrato soprattutto in aprile, delle quotazioni del petrolio, successivamente stabilizzatesi in un *trading range* relativamente stretto in maggio e giugno. Al contrario, metalli industriali, preziosi e agricoli sono in rotta per chiudere il trimestre molto vicino ai livelli registrati a fine marzo.

Escludendo il marcato rimbalzo del petrolio, spiegato principalmente da un fisiologico recupero dopo i livelli eccessivamente bassi registrati a inizio anno, questa complessiva stabilità del comparto è stata favorita da particolari condizioni macroeconomiche: l'accelerazione del ciclo economico mondiale ha deluso le aspettative, seppur parzialmente a causa sia di fattori transitori, che hanno influenzato negativamente la performance dell'economia americana, sia dell'incertezza sull'esito dei negoziati riguardo la crisi greca, che ha condizionato negativamente la fiducia di consumatori e imprese nell'Eurozona; la Federal Reserve non ha ancora segnalato quando avverrà il primo rialzo dei tassi, abbandonando la *forward guidance* a favore di un approccio molto più dipendente dai dati macroeconomici; il dollaro è rimasto circa stabile, dopo il rapido apprezzamento registrato nel 1° trimestre. Inoltre, le tensioni geopolitiche sono rimaste in secondo piano e non hanno influenzato per periodi prolungati le quotazioni, nonostante le tensioni in Ucraina e in Medio Oriente restino molto elevate e, a nostro avviso, i recenti attacchi terroristici sul territorio saudita rappresentino una significativa minaccia agli equilibri regionali.



Nel corso dei prossimi mesi, dovremmo registrare nuovamente mercati laterali per gran parte delle materie prime, almeno sino a che non interverrà un forte elemento di discontinuità: il primo rialzo dei tassi di interesse da parte della Fed o uno shock geopolitico, come ad esempio il raggiungimento di un accordo definitivo fra Iran e potenze internazionali che implichi la rapida rimozione o sospensione delle sanzioni internazionali.

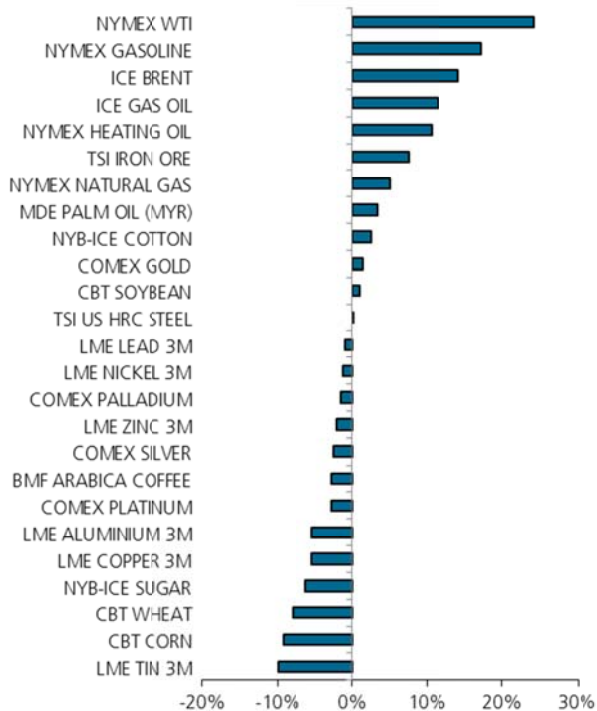
Per quanto riguarda i mercati agricoli, il principale rischio è il fattore climatico, e in particolare la possibilità che si realizzi un severo episodio di El Niño, una oscillazione periodica del sistema

Scenario Macroeconomico

Giugno 2015

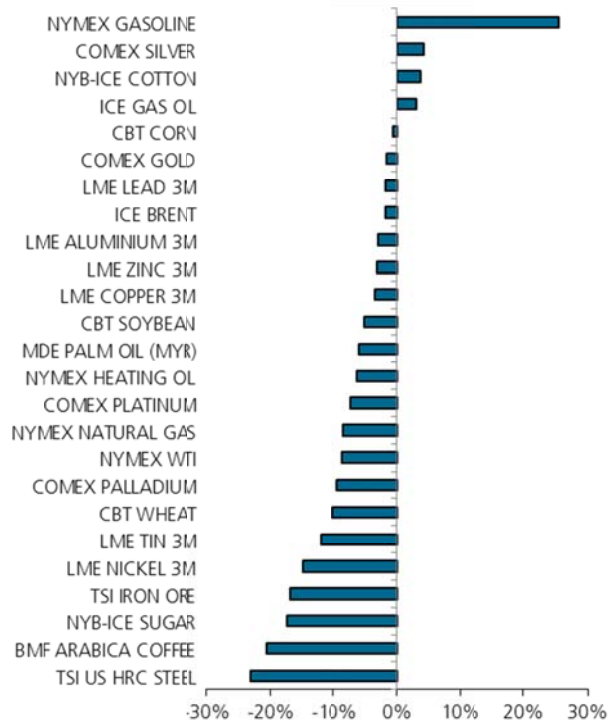
oceano-atmosfera legata a variazioni di temperatura nell'Oceano Pacifico tropicale che altera i *pattern* climatici in vaste aree, normalmente portando siccità nel Sud-Est Asiatico e in India e precipitazioni più elevate del normale in Sud America. Secondo le ultime stime rilasciate dall'Australian Bureau of Meteorology, tutti i modelli climatici suggeriscono che il fenomeno di El Niño si stia sviluppando nel Pacifico e che le temperature superficiali oceaniche possano restare al di sopra della soglia per il resto dell'anno. Inoltre, l'ampia estensione del fenomeno suggerisce che El Niño potrebbe diventare tanto severo quanto l'evento del 1997-98, il più forte da sempre. Altri previsori sostengono che il fenomeno potrebbe addirittura protrarsi sino a metà 2016.

Performance nel 2° trimestre 2015, sino al 18.06.2015



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Performance nel 1° trimestre 2015



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Le nostre previsioni per l'universo commodity

Attualmente, per gran parte delle materie prime manteniamo la nostra previsione che, dopo alcuni mesi di mercati laterali, dovremmo assistere entro fine anno a un complessivo rialzo delle quotazioni grazie all'atteso miglioramento dei fondamentali. In particolare, ci attendiamo che i mercati di metalli industriali e di alcuni preziosi (soprattutto palladio) tornino più tesi per rallentamento dell'offerta e accelerazione della domanda.

Per quanto riguarda i metalli industriali, ci attendiamo che entro fine anno le quotazioni rispondano a fondamentali di domanda e offerta complessivamente migliori, soprattutto per quanto riguarda rame, nickel e zinco. I mercati saranno guidati soprattutto dall'evoluzione dei dati macroeconomici in Cina e dalle conseguenti aspettative di nuove misure di stimolo da parte di Banca centrale e Governo; dalla forza del dollaro americano e da notizie riguardo produzione e scorte mondiali. Un discorso a parte merita l'alluminio, il cui mercato dovrebbe rimanere ancora a lungo in ampio surplus. Infatti, i fondamentali sono nettamente peggiorati per questo metallo nei primi mesi dell'anno a causa dell'abbondante output cinese, favorito dal crollo dei costi marginali di produzione per il calo dei prezzi degli input energetici, e a seguito del conseguente aumento delle esportazioni cinesi. Inoltre, le nuove regole del London Metal

Exchange (LME) hanno permesso un ampio calo delle scorte presso i magazzini ufficiali, che dovrebbe ulteriormente accelerare entro fine anno grazie all'aumento del *decay factor* previsto da agosto (per ogni specifico magazzino, le società dovranno prelevare un volume di metallo pari a quanto consegnato, quindi sarà applicato un nuovo fattore di 1, in rialzo dal precedente 0,5) e all'implementazione di nuove regole volte a favorire una maggiore trasparenza su incentivi e attività dei magazzini.

Per quanto riguarda i metalli preziosi, manteniamo la nostra *view* negativa sull'oro. Infatti, ci attendiamo che la prossima svolta della Fed possa erodere gran parte del sostegno di cui hanno beneficiato le quotazioni del metallo prezioso nei primi mesi dell'anno, mentre il complessivo miglioramento del ciclo macroeconomico globale, una volta risolte le incertezze riguardo l'esito dei negoziati in Grecia, dovrebbe scoraggiarne la domanda per investimento. Inoltre, ci attendiamo che la domanda di oro fisico nei Paesi emergenti deluda le attese, per le minori rendite petrolifere nei Paesi mediorientali e l'attesa di una stagione dei monsoni più sfavorevole rispetto alla media storica.

Continuiamo a prevedere un rialzo di palladio, argento e platino nel corso dell'anno per l'aspettativa di un recupero della domanda industriale, ma sottolineiamo come principale rischio un'offerta più abbondante delle attese sia dalla produzione mineraria che da riciclaggio.

Per quanto riguarda il petrolio, si conferma uno scenario di perdurante eccesso di offerta. Alla riunione semestrale del 5 giugno, l'OPEC ha rinnovato il proprio target produttivo di 30 milioni di barili al giorno (mb/g), ma il gruppo continua a produrre ben oltre questo livello. Nonostante il calo in corso dell'offerta non-OPEC e la domanda mondiale più forte delle attese nei primi mesi dell'anno, prevediamo che serviranno ancora molti mesi prima di arrivare a mercati bilanciati. Per questo motivo, ci attendiamo prezzi bassi ancora a lungo e ribadiamo il nostro target di fine anno di 70 dollari al barile per il Brent. Attualmente riteniamo più significativi i rischi al ribasso che al rialzo a causa della probabile sospensione (anche parziale) delle sanzioni contro l'Iran entro fine anno.

Per quanto riguarda gli agricoli, la variabile più importante (e meno prevedibile) saranno le condizioni meteorologiche. Per quanto riguarda i principali cereali, i bassi prezzi attuali sono giustificati dall'attesa di scorte finali molto elevate e dal ribasso nei costi degli input energetici. Tuttavia, entro fine anno dovremmo assistere a un moderato recupero per frumento e mais, guidato da un miglioramento dei fondamentali.

Petrolio: volatilità per rischi geopolitici e stime di offerta

Dati gli attuali fondamentali di domanda e offerta, prevediamo quotazioni in *trading range* nel prossimo trimestre. Tuttavia, sottolineiamo che la volatilità potrebbe rivelarsi particolarmente elevata, poiché notizie geopolitiche e dati settimanali su scorte, produzione e numero di trivelle attive negli Stati Uniti e dati mensili di produzione, esportazioni e prezzi ufficiali di vendita pubblicati dai principali produttori OPEC alimenteranno le oscillazioni del mercato fra fasi di eccessivo pessimismo e ottimismo. Prevediamo un successivo recupero delle quotazioni per fine anno, data l'attesa di un graduale riassorbimento dell'attuale eccesso di offerta.

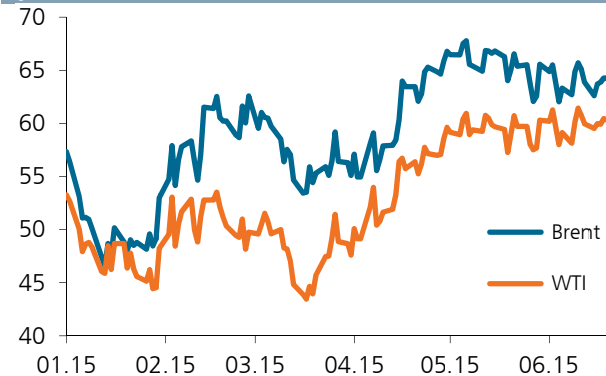
Nel 2° trimestre dell'anno, i prezzi del petrolio hanno velocemente guadagnato terreno, riportandosi stabilmente attorno (o leggermente al di sopra) al livello di 60 dollari che indicavamo come probabile prezzo di equilibrio per i trimestri centrali dell'anno, stimato a inizio 2015 sulla base dei costi marginali di produzione per le componenti più dinamiche dell'offerta, *shale oil* in primis. Lo spread fra Brent e WTI si è stretto notevolmente da inizio anno, scendendo al di sotto dei 4 dollari in giugno, favorito dalle minori preoccupazioni riguardo al processo di accumulo di scorte negli Stati Uniti. Infatti, nel continente nordamericano il numero di trivelle

Scenario Macroeconomico

Giugno 2015

attive è da dicembre in continuo calo (ai minimi dal 2010 per gli Stati Uniti) ed ha finalmente portato a un rallentamento della produzione statunitense. Il minore tasso di crescita dell'offerta e il rialzo della domanda da parte delle raffinerie, in anticipazione dell'elevata domanda stagionale di prodotti raffinati, hanno permesso un calo delle scorte totali di greggio, alleviando i timori di un possibile esaurimento della capacità di stoccaggio a Cushing.

Quotazioni di Brent e WTI da inizio anno



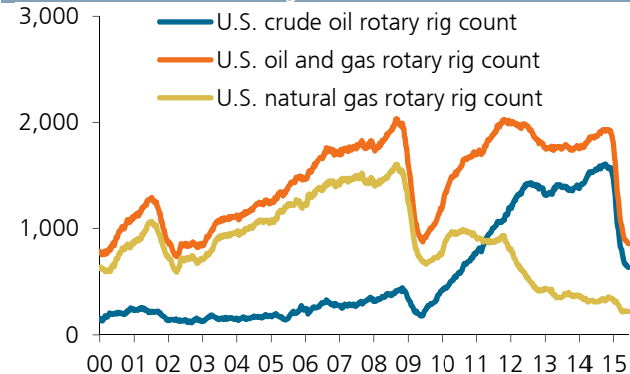
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Baker Hughes

Spread fra i prezzi di Brent e WTI



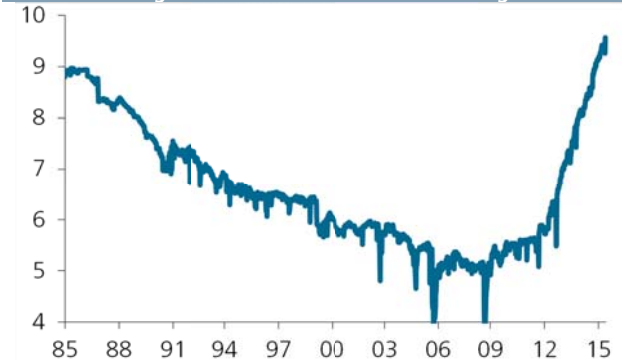
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati dell'US DOE

Numero di trivelle attive negli Stati Uniti



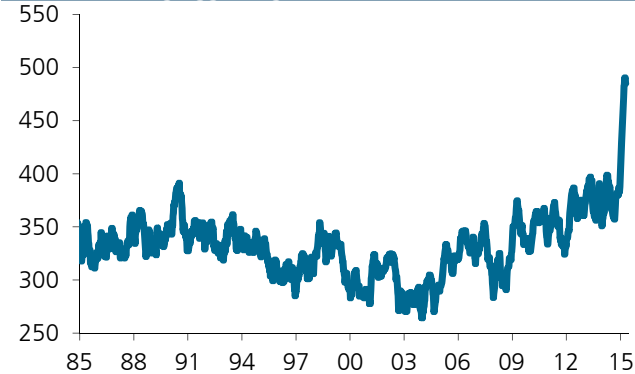
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Baker Hughes

Produzione negli Stati Uniti in milioni di barili al giorno



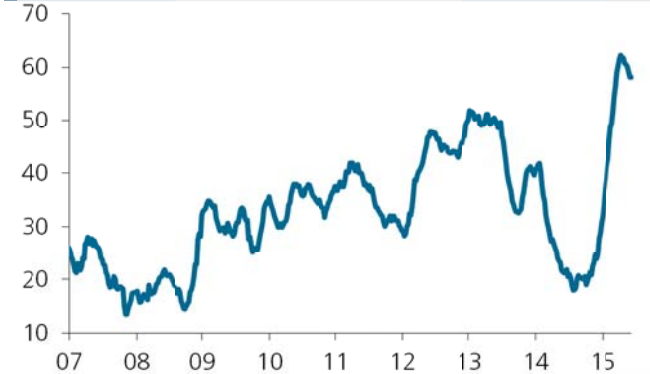
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati dell'US DOE

Scorte totali di greggio negli Stati Uniti in milioni di barili



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati dell'US DOE

Scorte a Cushing in milioni di barili



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati dell'US DOE

Fondamentali di domanda e offerta

Gli ultimi dati pubblicati nei report mensili di OPEC, U.S. Energy Information Administration (EIA) e International Energy Agency (IEA) hanno mostrato un relativo peggioramento dei fondamentali di domanda e offerta rispetto alle stime pubblicate in marzo. Infatti, i tre previsori si attendono in media una "call on OPEC crude" (ovvero la quantità di petrolio che il gruppo dovrebbe fornire per bilanciare i mercati) inferiore rispetto a quanto stimato a marzo, pari a circa 29,1 milioni di barili al giorno (mb/g) in media, a seguito di una complessiva revisione al rialzo delle stime di offerta non-OPEC.

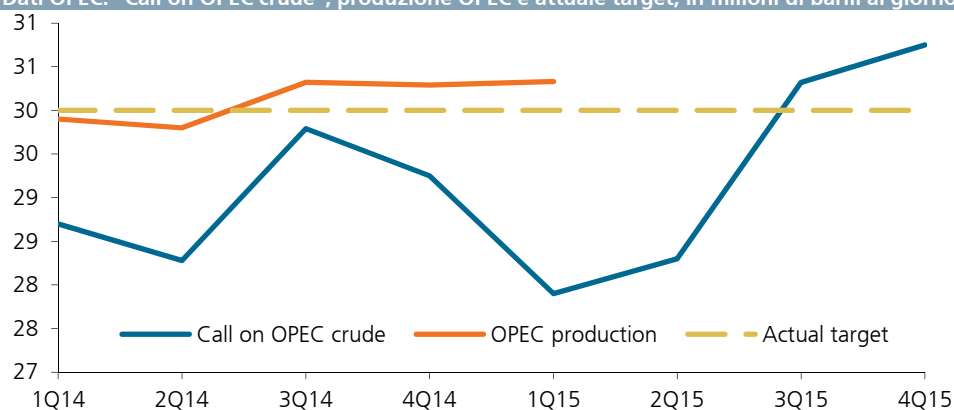
Stime di domanda e offerta pubblicate da OPEC, IEA e EIA per l'anno 2015				
Stime a giugno 2015, in milioni di barili	Domanda Totale	Offerta Non-OPEC	Offerta OPEC di LNG	"Call on OPEC crude"
OPEC	92.5	57.2	6.0	29.3
vs. 2014	1.2	0.7	0.2	0.3
IEA*	93.6	57.8	6.6	29.2
vs. 2014	1.1	0.8	0.2	0.0
EIA	93.3	58.2	6.4	28.8
vs. 2014	1.3	1.3	0.1	-0.2

* Stime a maggio 2015

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

Complessivamente, i tre principali report mensili, confermano uno scenario di ampio eccesso di offerta. Infatti, in media la "call on OPEC crude" resta ampiamente inferiore al target di 30 mb/g e alla effettiva produzione OPEC registrata negli ultimi mesi, vicina ai massimi storici. Tuttavia, ci si attende un sostanziale miglioramento nel 2° semestre e le ultime stime (che attualmente non prevedono un marcato rialzo dell'output iraniano) indicano che i mercati dovrebbero tornare circa bilanciati entro fine anno. Ovviamente, serviranno molti trimestri prima di riassorbire le elevate scorte accumulate.

Dati OPEC: "Call on OPEC crude", produzione OPEC e attuale target, in milioni di barili al giorno



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati OPEC

L'offerta OPEC vicina ai massimi storici, guidata dalla produzione record in Arabia Saudita e Iran, ha portato a una marcata revisione al ribasso delle stime di *spare capacity* dell'OPEC (ovvero capacità produttiva in eccesso, concentrata principalmente in Arabia Saudita) riportate dall'EIA nello Short Term Energy Outlook. Infatti, secondo le stime di giugno, la *spare capacity* dovrebbe contrarsi a 1,8 mb/g nel 2015 e risalire a 2,1 mb/g nel 2016 da 2,0 mb/g in media nel 2014, mentre in marzo si stimava ancora un rialzo a 2,1 mb/g nel 2015 e in dicembre si prevedeva un incremento a 2,5 mb/g già nel 2015. L'EIA specifica che normalmente una *spare capacity* inferiore ai 2,5 mb/g è un indicatore di mercati tesi, ma che l'ampio accumulo di scorte registrato sino ad ora rende questa stima poco rappresentativa. In generale, riteniamo che la

riduzione in atto della *spare capacity* dell'OPEC renda particolarmente vulnerabili i mercati mondiali a possibili inattesi shock che implicino una significativa riduzione dell'offerta. Tuttavia, sottolineiamo che attualmente i rischi geopolitici sono piuttosto sbilanciati al rialzo piuttosto che al ribasso data l'attesa che progrediscano i negoziati fra Iran e potenze internazionali. Un eventuale accordo raggiunto entro la *deadline* del 30 giugno, o nelle settimane successive, potrebbe portare alla sospensione delle sanzioni e rendere immediatamente disponibili sui mercati circa 40 milioni di barili di greggio stoccati in mare (secondo fonti iraniane). Inoltre, l'Iran stima di poter espandere la produzione di almeno 1 mb/g al giorno nell'arco di 6-9 mesi.

Anche la Libia stima, molto ottimisticamente, di aumentare nuovamente la propria produzione sino a 0,8 mb/g entro luglio, all'incirca duplicando il suo output attuale di 0,40-0,46 mb/g.

Previsioni

Dati gli attuali fondamentali di domanda e offerta, prevediamo quotazioni in *trading range* nel prossimo trimestre. Tuttavia, sottolineiamo che la volatilità potrebbe rivelarsi particolarmente elevata, poiché notizie geopolitiche, dati settimanali su scorte, produzione e numero di trivelle attive negli Stati Uniti e dati mensili di produzione, esportazioni e prezzi ufficiali di vendita pubblicati dai principali produttori OPEC alimenteranno le oscillazioni del mercato fra fasi di eccessivo pessimismo e ottimismo.

Ci attendiamo che il Brent scambierà nel 2° semestre in un intervallo compreso fra i 50 e i 75 dollari. Prevediamo un prezzo medio di 65 dollari al barile nel 3° trimestre e un successivo recupero verso 70 dollari per fine 2015, data l'attesa di un mercato bilanciato entro fine anno. Per l'intero anno 2015 stimiamo quindi un prezzo medio di 62,8 dollari.

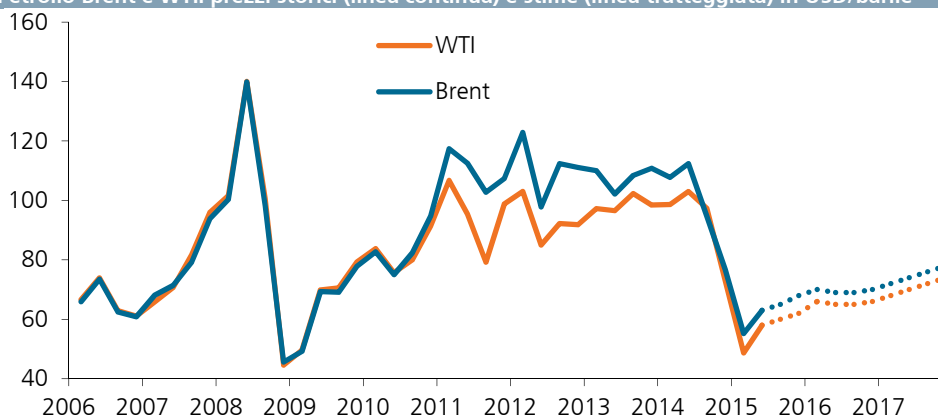
Ci attendiamo che il WTI scambierà nel 2° semestre in un intervallo compreso fra i 40 e i 70 dollari. Per il WTI, prevediamo un prezzo medio di 60 dollari nel 3° trimestre 2015 e indichiamo un target di 65 dollari per fine anno. Stimiamo quindi un prezzo medio di 57,2 dollari nell'intero anno 2015. Attualmente, prevediamo uno spread medio di circa 5 dollari nel 2° semestre dell'anno e di 4 dollari per il 2016, coerente con i costi di trasporto strutturalmente più elevati del petrolio derivante da metodi non convenzionali di estrazione.

Nel nostro scenario di base, ipotizziamo un accordo almeno temporaneo fra Iran e potenze del P5+1 (U.S., U.K., Francia, Russia, Cina e Germania) entro fine anno e la conseguente sospensione delle sanzioni internazionali. Ci attendiamo una reazione iniziale fortemente negativa in anticipazione dell'accordo e nel timore del rapido balzo iniziale delle esportazioni di greggio, ma successivamente il prezzo del petrolio dovrebbe recuperare e ritornare su livelli coerenti con lo stato del ciclo economico globale e i segnali di lento miglioramento dei fondamentali di domanda e offerta. Inoltre, il rialzo della produzione iraniana dovrebbe rivelarsi molto lento e graduale e le esportazioni dovrebbero stabilizzarsi almeno per alcuni mesi su livelli ben inferiori a quelli precedenti l'imposizione delle sanzioni. Di conseguenza, riteniamo che l'impatto dell'aumento di offerta iraniana sul mercato mondiale sarà evidente solo a partire dal 2016.

Un ulteriore fattore ribassista che potrebbe gravare sul mercato mondiale nel corso del prossimo anno è legato all'evoluzione della politica energetica americana. Infatti, riteniamo probabile che saranno proposte nuove misure e regolamenti per alleviare le difficoltà dei produttori americani, ad esempio autorizzando le esportazioni per alcune selezionate tipologie di combustibili fossili, come successo nel 2014 per i *condensates*. Inoltre, nonostante la conflittualità che caratterizza l'attuale fase di politica americana, sembra che vari membri del Congresso vedano più favorevolmente l'ipotesi di allentare o addirittura rimuovere il bando alle esportazioni di greggio, complici le basse quotazioni della benzina e vari studi che mostrano come l'impatto

sull'economia americana sarebbe nettamente positivo, mentre le esternalità negative sui consumatori sarebbero decisamente contenute.

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 17.06.2015	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	2015	2016	2017
Stima	65.0	68.0	70.0	69.0	69.0	62.8	69.5	75.0
Mediana Bloomberg	63.5	69.0	70.5	70.0	76.0	60.0	71.0	75.0
Contratti Forward	64.8	66.5	67.7	68.6	69.3	62.6	68.9	71.2

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stime di Prezzo del petrolio WTI

al 17.06.2015	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	2015	2016	2017
Stima	60.0	62.0	66.0	65.0	65.0	57.2	65.5	71.0
Mediana Bloomberg	58.0	63.5	67.3	69.0	72.0	55.0	67.8	71.0
Contratti Forward	60.9	61.7	62.3	62.8	63.1	57.4	63.0	64.4

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stati Uniti: chi ha paura di un altro 1° trimestre negativo?

- Lo scenario USA ancora una volta incorpora revisioni verso il basso delle previsioni del PIL, anche se il mercato del lavoro prosegue ininterrottamente verso l'equilibrio di lungo termine. Con una modesta contrazione nel 1° trimestre (-0,2% t/t ann., seconda stima), **la crescita annua prevista per il 2015 scende a 2,4%**. La domanda cruciale riguarda il ritmo di crescita sottostante, al netto di eventuali fattori temporanei. Nel 2016, la crescita dovrebbe attestarsi intorno a 2,8-2,9%, per poi moderare verso il 2,6% nel 2017.
- **Cosa segnala il recente rallentamento?** Sul 1° trimestre hanno pesato diversi freni, alcuni transitori (clima, disputa portuali), altri più duraturi (dollaro, *shale oil*). A questi fattori restrittivi, si aggiunge un effetto legato a possibile stagionalità residua: il rallentamento di inizio anno potrebbe essere sovrastimato (con ulteriore destagionalizzazione, crescita del 1° trim. stimata fra +1,2% e +1,6% t/t ann.). Oltre all'andamento debole del manifatturiero, si è registrata anche cautela da parte delle famiglie, pur in presenza di solidi aumenti del reddito disponibile e della ricchezza netta: In parte la dinamica modesta dei consumi deriva dal clima invernale avverso e, in parte, dall'incertezza sull'evoluzione del prezzo della benzina. Qual è il "vero" trend?
- **La crescita è prevista fra 2,5% e 3% t/t ann.**, nel resto del 2015 e nel 2016, con una espansione trainata dalla domanda finale domestica. Il canale estero dovrebbe contribuire negativamente per un paio di decimi sia nel 2015 sia nel 2016. L'*output gap* dovrebbe chiudersi entro il 2016: il CBO stima la crescita potenziale a 2,1%, la Fed fra 2,1% e 2,3%. Le principali spinte alla moderata espansione prevista per il 2015-16 sono consumi ed edilizia residenziale, grazie al contributo del reddito da lavoro e della ricchezza netta delle famiglie.
- **I fondamentali dei bilanci delle famiglie sono su trend stabilmente positivi.** Il debito è in calo (a 1,07 del reddito disponibile, minimo da fine 2002) e la **ricchezza** (sia finanziaria sia reale) è in aumento dal 2009 (v. fig. 8). Il tasso di **risparmio** è sopra il 5%, su livelli stabilmente superiori a quelli degli anni 2000, con impegni finanziari mensili sui minimi storici, poco sopra il 15% del reddito disponibile (tra 2000 e 2010, il livello medio era intorno al 17%). Il costante miglioramento della ricchezza netta, insieme al risanamento del mercato del lavoro, fornisce una base solida per una crescita dei **consumi fra 2,8% e 3%**. La **crescita dell'occupazione** (+2,2% a/a, +3 mln di posti) e la graduale ripresa della **dinamica salariale** (+2,3% a/a), spingono le retribuzioni (+4,3% a/a); il reddito disponibile reale è in crescita intorno a 3,5% a/a. Diversi indicatori puntano ad accelerazione degli aumenti salariali nei prossimi trimestri (indagine piccole imprese, Employment Cost Index, posizioni aperte). Le indagini presso le famiglie riportano valutazioni positive delle prospettive del mercato del lavoro (Conference Board, NY Fed). A fine 2015, il **tasso di disoccupazione** dovrebbe essere sui livelli di equilibrio di lungo termine (5%). Il calo della disoccupazione è esteso anche alle misure più ampie, che includono scoraggiati, marginalmente attaccati alla forza lavoro e part-time involontari. Una manifestazione di questo miglioramento si registra nella svolta della **formazione di nuove unità familiari**, tornata sui livelli pre-recessivi da fine 2014 in poi, circa tre volte il livello medio del periodo 2007-14
- Bilanci in ordine, mercato del lavoro in miglioramento, formazione di nuove famiglie e riduzione dello stock di case esistenti invendute sono indicatori positivi per l'evoluzione degli **investimenti residenziali (prev. 2015: +6,2%)**. Gli investimenti residenziali privati a inizio 2015 sono risaliti al 3,3% del PIL (v. fig. 4), in aumento dai minimi del 2009 (2,6%), anche se ancora sotto la media storica (4,5%). Il contributo alla crescita nei prossimi anni dovrebbe più che controbilanciare il freno legato alla correzione nell'estrattivo, sia in termini di spesa sia in termini di occupazione (dicembre 2014-maggio 2015, occupati estrattivo -68 mila, costruzioni +156 mila).

Giovanna Mossetti

Frenata di inizio anno: quanto è transitorio...

...e qual è il vero trend?

Consumi in moderata ripresa, grazie all'aumento della ricchezza netta...

... e al continuo miglioramento del mercato del lavoro

Investimenti residenziali in accelerazione, contributo positivo crescente al PIL

- Gli **investimenti non residenziali** hanno rallentato, sulla scia degli effetti restrittivi del dollaro e prezzo del petrolio. Il manifatturiero risente del crollo dell'attività nel settore estrattivo. Indagini di settore (media ISM manifatturiero da inizio anno, 52,4), ripresa degli ordini e andamento del credito (prestiti I&C +10,4% ann.), *financing gap* segnalano moderata espansione nonostante la contrazione nel comparto *shale oil* (v. figg. 3-4). Gli effetti restrittivi di cambio e settore energetico dovrebbero ridursi nel corso dell'anno, mentre consumi e investimenti residenziali dovrebbero sostenere una modesta espansione degli investimenti non residenziali (**prev. 2015: +3,7%**).
- L'**inflazione** resta ostinatamente sotto l'obiettivo del 2%, frenata da dollaro e petrolio, i cui effetti dovrebbero spegnersi nel corso del 2015. Recentemente, gli indici *core* hanno registrato variazioni mensili più sostenute (v. fig. 10); gli indici mediani e di media troncata sono in linea con un'inflazione che tende verso il 2%. Si sta allargando però il differenziale fra CPI e deflatore, ora a 0,6 pp, rispetto a una media storica intorno a 0,2 pp. La diversa definizione e il maggior peso della spesa sanitaria nel deflatore amplificano gli effetti del blocco delle tariffe Medicaid e Medicare, artificialmente basse per via della riforma sanitaria, ma il fenomeno dovrebbe ridursi nel 2016. Il trend verso il 2% dovrebbe proseguire con la chiusura dell'output gap e l'uscita degli effetti di dollaro e petrolio. La previsione per il CPI *core* è di variazione poco sotto il 2% a/a nei prossimi trimestri (1,8% nel 2015, 2% nel 2016). Il deflatore *core* dovrebbe essere intorno a 1,7% a/a a fine 2016.
- **Politica monetaria: la svolta dei tassi è alle porte (nostra prev: settembre)**, con la normalizzazione del mercato del lavoro e un moderato trend al rialzo dell'inflazione. La Fed segnala che il sentiero dei tassi sarà molto moderato e risponderà all'evoluzione dei dati macroeconomici, delle condizioni finanziarie e degli sviluppi internazionali. Rallentamento della crescita globale, ampie correzioni dei rendimenti, crisi internazionali farebbero ritardare la svolta e/o rallentare il ritmo di rialzi. Un fatto stilizzato dei cicli economici è che le riprese non muoiono di vecchiaia, ma vengono "uccise" dalle reazioni della politica monetaria. Il FOMC farà di tutto per non uccidere la ripresa attuale, anche se ha già sei anni! Il *bias* della banca centrale rimane espansivo, anche alla vigilia della svolta dei tassi.

Investimenti non residenziali frenati da dollaro e petrolio

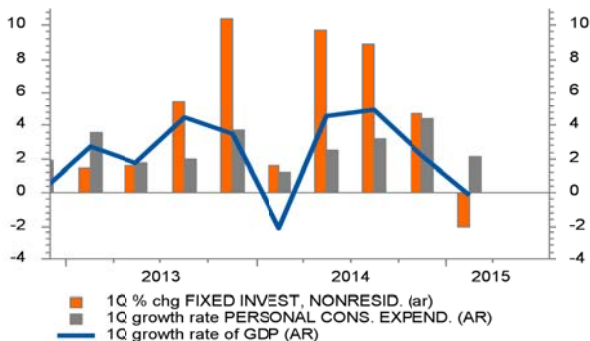
Inflazione sempre sotto il 2%, ma in graduale rialzo

Vigile attesa dalla Fed, seguita da una svolta straordinariamente cauta

Previsioni	2014			2015			2016				
	2014	2015	2016	2014			2015			2016	
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (US\$ 1996,a/a)	2.4	2.4	2.9	2.7	2.4	2.9	2.4	2.0	2.2	2.9	3.0
- trim./trim. annualizzato				5.0	2.2	-0.2	2.9	3.1	3.0	2.8	3.0
Consumi privati	2.5	3.0	2.9	3.2	4.4	2.1	2.8	3.3	3.0	2.9	2.8
IFL - privati non residenziali	6.3	3.7	5.8	8.9	4.7	-2.0	2.8	6.2	6.0	5.5	6.3
IFL - privati residenziali	1.6	6.2	7.9	3.3	3.8	4.9	7.5	8.0	8.5	10.1	7.6
Consumi e inv. pubblici	-0.2	0.4	0.4	4.4	-1.9	6.5	1.0	0.3	0.4	0.4	0.4
Esportazioni	3.2	2.3	4.5	4.6	4.5	-5.9	5.0	4.5	4.0	4.0	5.2
Importazioni	4.0	5.8	4.7	-0.9	10.4	7.1	3.6	5.1	4.5	5.0	4.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	-2.4	-2.6	-2.5	-2.3	-2.6	-2.8	-2.6	-2.6	-2.6	-2.6	-2.5
Deficit Federale (% PIL)	-3.5	-3.2	-3.2								
Debito pubblico (% PIL)	122.7	122.9	121.0								
CPI (a/a)	1.6	0.3	2.7	1.8	1.2	0.0	-0.3	0.3	1.3	2.6	3.0
Produzione Industriale (a/a)	4.2	2.1	3.1	4.2	4.4	-0.5	0.3	2.7	2.9	3.0	3.8
Disoccupazione (%)	6.2	5.3	4.9	6.1	5.7	5.5	5.4	5.2	5.1	5.0	4.9
Federal Funds (%)	0.25	0.35	1.21	0.25	0.25	0.25	0.25	0.33	0.58	0.83	1.08
Cambio effettivo (1973=100)	78.4	91.2	89.8	77.8	82.6	89.4	90.0	92.4	92.8	91.2	90.1

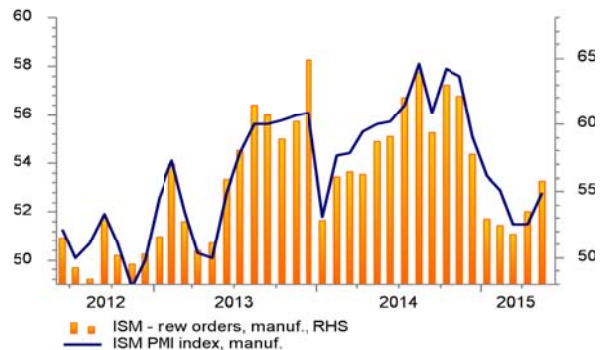
Nota: variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Valori medi di periodo. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – PIL: un'altra gelata invernale



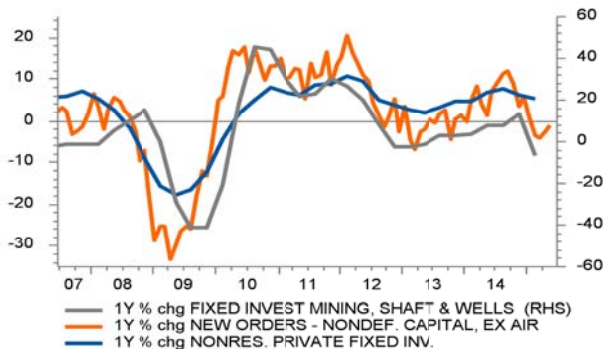
Fonte Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Manifatturiero frenato da dollaro e petrolio



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – Investimenti fissi delle imprese con la zavorra dell'estrattivo



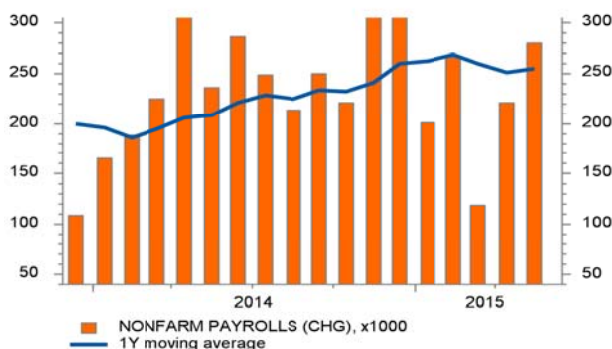
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – La ripresa dell'edilizia residenziale più che compensa la correzione nel comparto shale



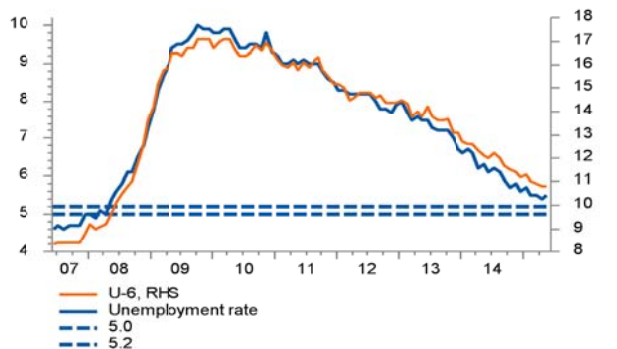
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – La ripresa c'è, altrimenti le imprese non assumerebbero più di 200 mila nuovi occupati al mese



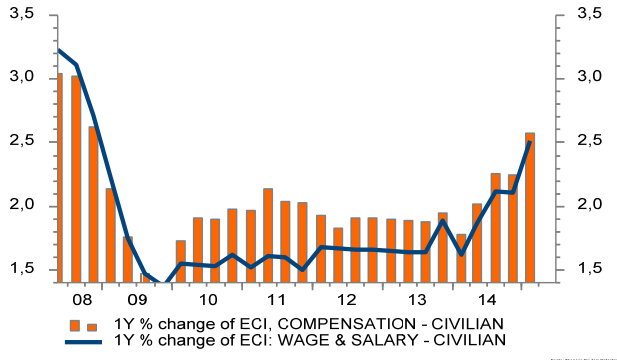
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Il tasso di disoccupazione sulle soglie dell'equilibrio



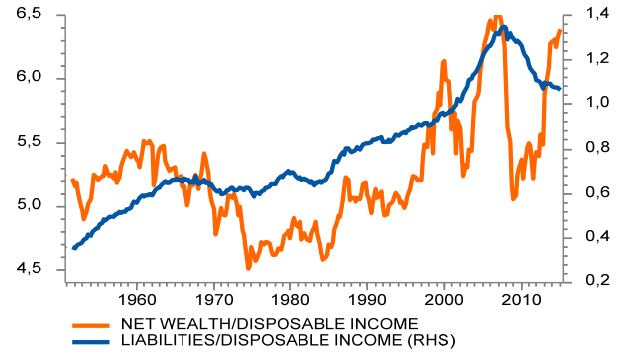
Fonte: Thomson Reuters-Datastream.

Fig. 7 – I salari cominciano a rispondere alla riduzione di risorse inutilizzate



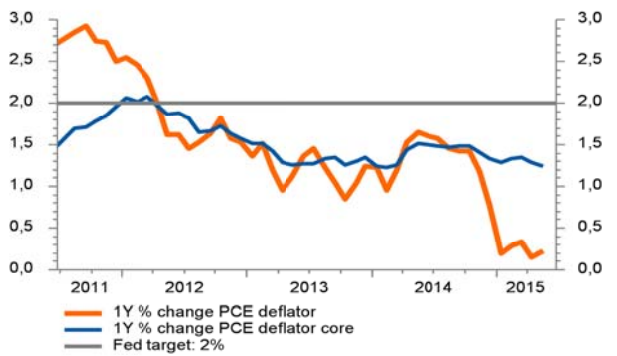
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – Bilanci delle famiglie risanati



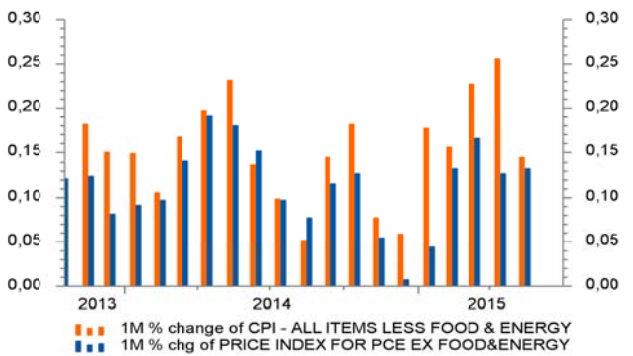
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – Inflazione sempre lontana dal 2%...



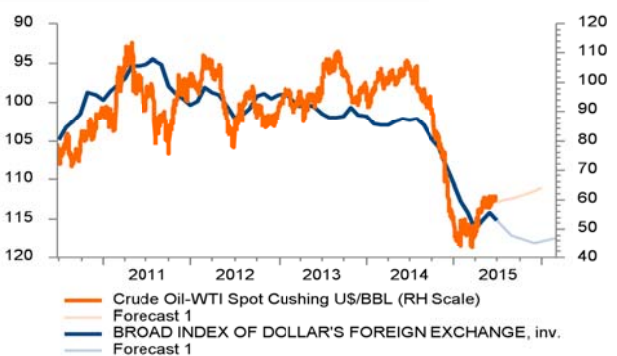
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 - ...ma le variazioni mensili sono in accelerazione



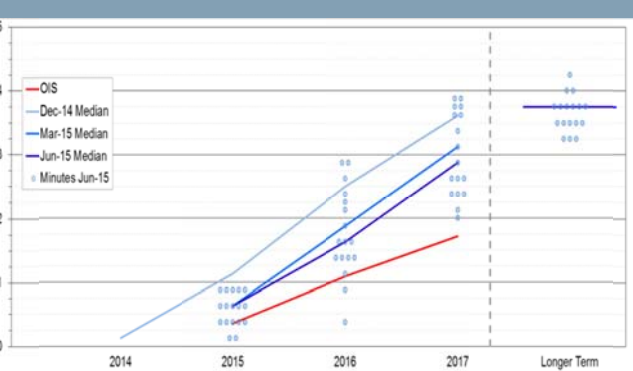
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 – I freni esogeni all'inflazione dovrebbero esaurirsi nel 2015



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 12 – Fed: svolta dei tassi vicina, sentiero molto cauto



Fonte: Bloomberg

Area euro: le politiche economiche smussano i rischi per la ripresa

Anna Maria Grimaldi

- La ripresa nell'area euro continua ma la spinta da petrolio, cambio e condizioni finanziarie più espansive è smorzata dal rallentamento dell'economia mondiale e dall'elevata incertezza geopolitica. Gli eventi recenti e l'andamento incerto delle indagini di clima suggeriscono che l'accelerazione della crescita verso lo 0,5% t/t nella seconda metà dell'anno è a rischio.
- Rivediamo, quindi, le nostre **previsioni di crescita del PIL area euro** di 0,1% nel 2015 a 1,4% e di 0,2% nel 2016 all'1,8%. La crescita viaggerà ancora al di sopra del potenziale sull'orizzonte di previsione, ma ancora una volta un'accelerazione più decisa è rimandata al prossimo anno. La crescita sarà ancora trainata dalla domanda interna e in minor misura dall'export. Spagna e Germania cresceranno al di sopra della media, mentre Francia e Italia rimarranno ancora indietro. Tra i paesi periferici l'Irlanda viaggerà intorno al 3,5% beneficiando di una forte ripresa post programma, mentre il Portogallo avanzerà circa in linea con la media Eurozona.
- Il **nostro scenario centrale** assume la permanenza della Grecia nell'Unione Monetaria e una risoluzione dei negoziati con i creditori ufficiali entro fine estate. Nella fase di transizione si prevede ancora ampia volatilità sui mercati, ma riteniamo che la *governance* europea consentirà di gestire i rischi di contagio in modo efficace limitando le ripercussioni negative. Nella media area euro, la politica fiscale sarà neutrale nel 2015 e moderatamente espansiva nel 2016 e in generale pensiamo che la posizione sarà più flessibile che in passato.
- Confermiamo la nostra stima di recupero dell'**inflazione** area euro all'1,3% nel 2016 e all'1,6% nel 2017, da 0,3% nel 2015. I rischi per la dinamica dei prezzi al consumo sono circa bilanciati. Ma il sentiero di inflazione da aprile 2016 dipende in larga misura dalla risposta dei prezzi *core* alla ripresa ciclica.
- Nel nostro scenario centrale, la **BCE** continua con l'implementazione del programma di acquisto titoli EAPP nei parametri prestabiliti, ma non mancheranno interventi verbali volti a rassicurare i mercati sulla determinazione del Consiglio a fare di più in caso di necessità. Pensiamo tuttavia che un aumento del target mensile di acquisti potrebbe essere annunciato solo in risposta ad un repentino e significativo inasprimento delle condizioni finanziarie.

Previsioni	2014			2015			2016				
	2014	2015	2016	2014			2015			2016	
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.9	1.4	1.8	0.8	0.9	1.0	1.3	1.6	1.7	1.8	1.9
- t/t				0.2	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
Consumi privati	1.0	1.7	1.8	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4
Investimenti fissi	1.2	2.7	4.3	0.1	0.4	0.8	1.1	1.3	1.0	1.0	1.1
Consumi pubblici	0.6	1.0	0.4	0.2	0.1	0.6	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	3.7	4.2	4.5	1.4	0.8	0.6	1.4	1.1	1.1	1.2	1.1
Importazioni	4.0	5.0	4.6	1.7	0.8	1.2	1.4	1.0	1.2	1.1	1.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.0
Partite correnti (% PIL)	2.9	3.2	3.3	2.6	2.3	3.0	3.0	2.7	2.1	3.1	3.2
Deficit pubblico (% PIL)	-2.4	-2.0	-1.9								
Debito pubblico (% PIL)	91.9	91.7	90.6								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	0.4	0.3	1.3	0.4	0.2	-0.3	0.2	0.3	1.1	1.5	1.3
Produzione industriale (a/a)	0.8	2.3	2.8	-0.2	0.4	0.9	0.6	1.2	0.5	0.3	1.0
Disoccupazione (ILO, %)	11.6	11.0	10.5	11.5	11.5	11.2	11.1	10.9	10.8	10.7	10.5
Euribor 3 mesi	0.21	-0.01	-0.02	0.16	0.08	0.05	-0.01	-0.03	-0.03	-0.04	-0.03
EUR/USD	1.33	1.10	1.15	1.33	1.25	1.13	1.11	1.07	1.09	1.12	1.14

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

L'economia reale: tra spinte e contropinte, la ripresa continua

L'economia area euro è cresciuta di 0,4% t/t nei mesi invernali dopo il +0,3% t/t di fine 2014, in linea con le previsioni. Su base annua la crescita del PIL è accelerata all'1,0% a/a. I consumi privati e gli investimenti aziendali hanno fatto da volano, mentre il commercio estero ha sottratto due decimi alla crescita trimestrale. Per i prossimi mesi confermiamo uno scenario di graduale ripresa ciclica, sostenuta da una combinazione di stimoli esterni (effetto residuale del tracollo del prezzo del greggio e deprezzamento del cambio) e politiche economiche di ampio supporto. Le indagini congiunturali PMI e Commissione UE sono coerenti con una crescita del PIL di 0,4% t/t nei mesi primaverili. Tuttavia, siamo un po' meno fiduciosi sull'intensità della ripresa nella seconda metà del 2015 e prima parte del 2016.

1. L'effetto propulsivo del calo del prezzo petrolio (-60% tra luglio 2014 e gennaio 2015) sulla crescita del PIL area euro, circa +0,6% su 6 trimestri, dovrebbe essersi in grossa misura già manifestato e spiega grossa parte dell'accelerazione dei consumi. Inoltre abbiamo rivisto al rialzo le stime 2015 per il prezzo del greggio a 63 dollari al barile nel 2015 da una precedente stima di 58 dollari. Manteniamo la previsione di rialzo del prezzo del greggio a 69 dollari al barile in media 2016.
2. Nel 2° trimestre il **cambio** con il dollaro è stato in media di 1,10 mentre a marzo ci aspettavamo un livello più basso di circa il 5%. Inoltre, abbiamo rivisto al rialzo il profilo per il cambio euro/dollaro di quasi l'8% nella seconda metà del 2015 e prima parte del 2016. In termini di cambio effettivo si tratta di una revisione di circa il 6,7% in termini cumulati nel 2015 (rispetto a quanto da noi assunto a marzo scorso) e del 4,5% nel 2016, che potrebbe sottrarre un 0,1/0,2% alla crescita trimestrale tra fine 2015 e buona parte del 2016;
3. L'EAPP della BCE procede senza particolari difficoltà di implementazione ma l'effetto di compressione dei rendimenti a medio e lungo termine è in parte rientrato. La correzione si è estesa all'azionario e al mercato del credito, la maggiore volatilità è da ricondursi all'incertezza Grecia e andamento della politica monetaria americana. In ogni caso, i rendimenti a medio lungo termine e il differenziale tassi governativi a 10 anni Italia e Spagna verso Germania rimangono su livelli storicamente bassi ma meno rispetto ai minimi di inizio marzo. Il programma BCE sta comunque funzionando come uno scudo importante dal rischio di contagio dalla Grecia;
4. Lo **scenario geopolitico è anche più incerto di quanto ci aspettavamo a marzo**. I tempi dei negoziati con la Grecia sono stati ben più lunghi di quanto ci si aspettava e l'esito rimane ancora incerto. Mentre scriviamo, non è ancora scontato che si arriverà a una conclusione dei negoziati tra creditori ufficiali e governo greco che scongiuri quantomeno uno scenario di controllo dei movimenti di capitale. Inoltre, non mancano elementi di preoccupazione anche in altri paesi dell'Eurozona. Non va infine trascurato il desolante quadro geopolitico nel Mediterraneo e nell'Est Europa.
5. La **domanda mondiale è rallentata** tra gennaio e aprile 2015 inizialmente per effetto della frenata dell'economia americana, su fattori che dovrebbero rivelarsi temporanei¹, ma nel periodo più recente anche le economie emergenti sembrano perdere velocità. Stimiamo che la domanda mondiale rivolta all'Eurozona crescerà del 2,0% nel 2015 e del 4,6% nel 2016 da una precedente stima di crescita di 3,0% e 5,6%.
6. Supporto **per la ripresa area euro arriverà ancora dalla politica fiscale**. L'interpretazione **"flessibile" del Patto di Stabilità e Crescita**, approvato lo scorso 12 gennaio, (per i dettagli sulla nuova formulazione del Patto si rimanda al Bollettino BCE di gennaio 2015, Box 7 pp. 33 -35) **consentirà ai paesi membri di mettere in atto una correzione fiscale inferiore a quella implicita nelle raccomandazioni di luglio 2014 del Consiglio Europeo**, in particolare se lo

¹ Clima eccezionalmente rigido e chiusura dei porti sulla costa est. Si veda la sezione Stati Uniti.

sfuerzo di riforma sarà potenziato. Le stime di Primavera della Commissione UE mostrano un saldo strutturale di bilancio per la media area euro invariato nel 2015 e in peggioramento di due decimi nel 2016.

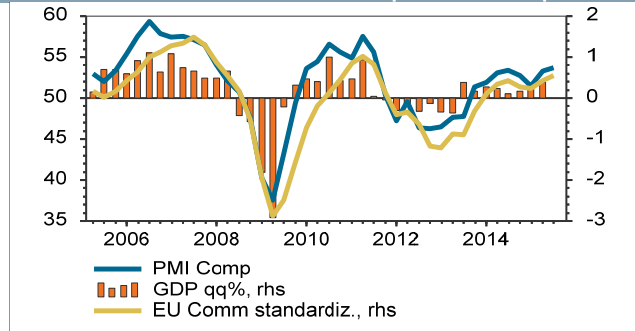
Rivediamo le stime di crescita per il PIL area euro a 1,4% nel 2015 da 1,5% in precedenza e a 1,8% nel 2016 da una precedente stima del 2,0%. In maggior dettaglio abbiamo rivisto la crescita trimestrale nel 4° trimestre di quest'anno e prima metà del 2016. La crescita su base annua con il nuovo profilo passa all'1,9% a/a nella prima metà del 2016 dall'1,3% a/a della prima metà di quest'anno. Sull'orizzonte di previsione la crescita sarà ancora trainata dalla dinamica della domanda interna che ci aspettiamo in crescita in media dell'1,7% nel 2015 e dell'1,9% nel 2016.

La crescita della domanda interna dovrebbe essere sostenuta da un'accelerazione degli investimenti fissi al 2,6% nel 2015 e al 4,2% nel 2016 dal +1,2% dello scorso anno. Gli **investimenti aziendali** sono accelerati nel 1° trimestre di quest'anno al +1,0% t/t dopo la contrazione di fine 2014. Nei prossimi trimestri ci attendiamo che gli investimenti possano mantenere lo stesso ritmo di crescita di inizio anno. Il calo dei tassi sui nuovi prestiti alle imprese, condizioni al credito più espansive, il miglioramento di redditività delle imprese e un livello normale di utilizzo della capacità produttiva dovrebbero stimolare la spesa in macchinari. Tuttavia, come si è verificato nel periodo più recente, gli investimenti potrebbero disattendere le previsioni di ripresa, già caute rispetto ai cicli precedenti, risentendo dell'elevato grado di incertezza e scarsa visibilità sulla domanda nella seconda metà del 2015. Abbiamo quindi rivisto le stime per gli investimenti in macchinari al 3,0% da un precedente 3,3% nel 2015 e al 3,7% dal 4,3% nel 2016. Confermiamo la nostra previsione di **moderato ciclo espansivo degli investimenti in costruzioni** (0,9% nel 2015 e +1,5% nel 2016) dopo circa sei anni di cali ininterrotti. Confermiamo la nostra previsione di crescita dei **consumi** di 1,7%-1,8% sull'orizzonte di previsione, da metà 2015 dovrebbe venire meno l'effetto sulla capacità di spesa del calo del prezzo del greggio e della dinamica inflazionistica, ma ci aspettiamo una maggiore creazione di posti di lavoro (a un ritmo pari allo 0,9% nel 2015 e all'1,2% nel 2016 dal +0,6% del 2014). Il **commercio estero** dovrebbe offrire un contributo marginalmente negativo quest'anno e circa nullo il prossimo. Abbiamo rivisto al ribasso le nostre stime di crescita dell'export di qualche decimo al 4,3% in media nel 2015-16 da una precedente stima del 4,6%, dal momento che ci aspettiamo un contributo meno sostenuto della domanda mondiale (v. sopra) e un cambio effettivo più forte. Le importazioni sono viste in crescita del 5,0% nel 2015 e del 4,6% nel 2016, data la crescita più sostenuta della domanda interna e l'elevato contenuto all'import dell'export area euro.

I rischi per le nostre stime sono circa bilanciati dal momento che i modelli macro econometrici suggerirebbero ancora un impatto più ampio da cambio e tassi a medio e lungo termine ma l'incertezza sull'evoluzione dello scenario globale e della crisi in Grecia potrebbero pesare più di quanto incorporato nelle nostre previsioni. La crisi in Grecia ha evidenziato ancora una volta le fragilità strutturali del processo decisionale all'interno dell'Unione Monetaria. Il rapporto dei cinque Presidenti pubblicato lo scorso 22 giugno², in concomitanza con il Summit europeo straordinario sulla Grecia, traccia un ambizioso piano di lungo termine (la scadenza è fissata al 2025) per modificare l'assetto dell'UM tra cui un Ministero delle Finanze Europeo. Anche il Presidente della BCE, Draghi, nell'audizione al Parlamento Europeo del 15 giugno ha affermato che l'unione necessita di "*un quantum leap*". Angela Merkel ha aperto a delle trasformazioni istituzionali per salvaguardare e "*dare un senso*", in futuro, all'Unione Monetaria.

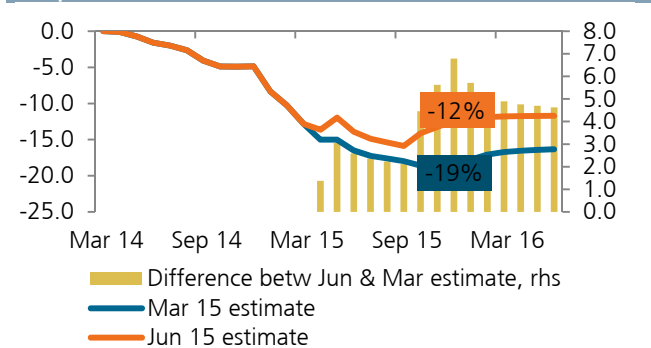
² Si veda http://europa.eu/rapid/press-release_IP-15-5240_en.htm

Fig. 1 – Le indagini di clima rimangono su livelli coerenti con una crescita del PIL AE anche nei mesi primaverili ma poi?



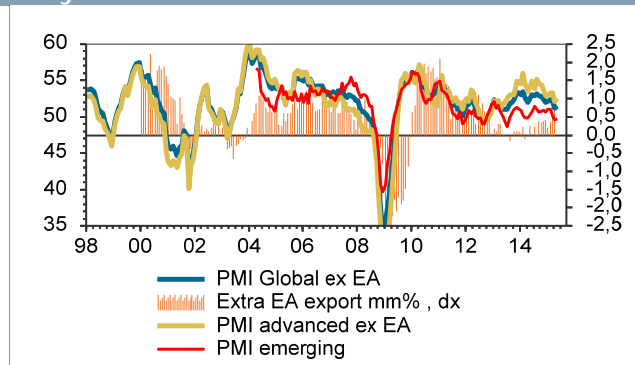
Fonte: Markit, Commissione UE, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Deprezzamento del cambio effettivo -12% nel 2015 da una precedente stima del -19%



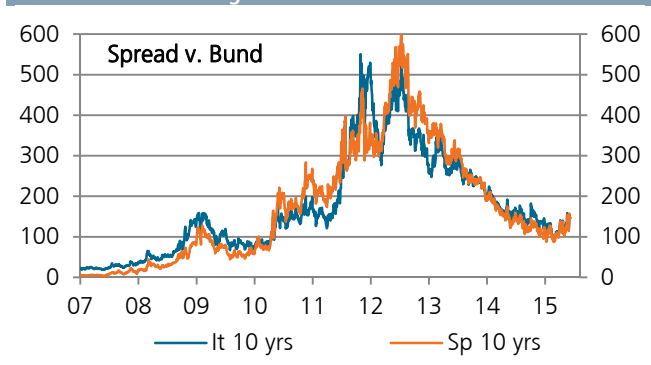
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – La domanda mondiale cresce meno rispetto a quanto da noi atteso a marzo scorso ora rallentano anche gli emergenti



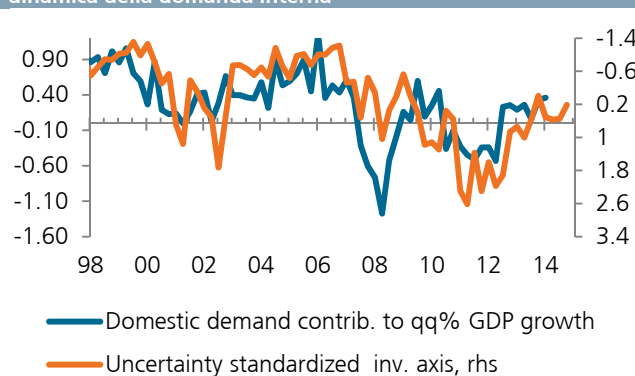
Fonte: Markit, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Condizioni finanziarie meno espansive rispetto a quanto da noi atteso 3 mesi fa ma il QE BCE fa comunque da scudo al rischio contagio Grecia



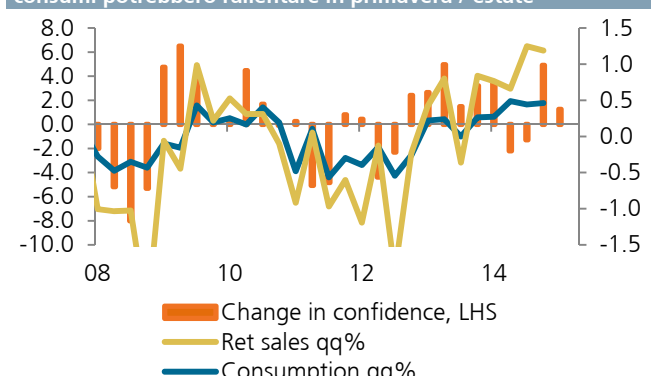
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – L'incertezza potrebbe pesare sulla fiducia e sulla dinamica della domanda interna



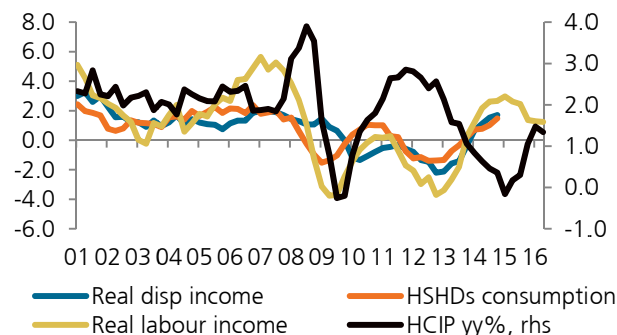
Fonte: Economic Policy Uncertainty, EU Commission ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – L'andamento recente della fiducia suggerisce che i consumi potrebbero rallentare in primavera / estate



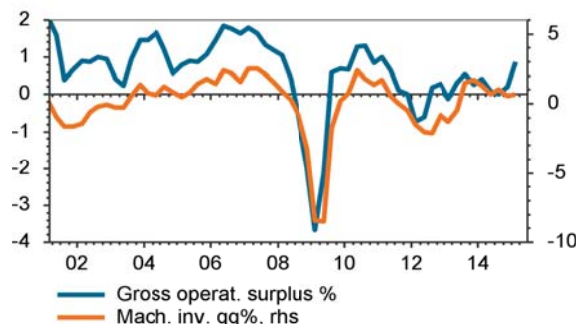
Fonte: Commissione UE, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – Consumi privati in accelerazione grazie ad una crescita del reddito disponibile reale intorno all'1,6-1,8%



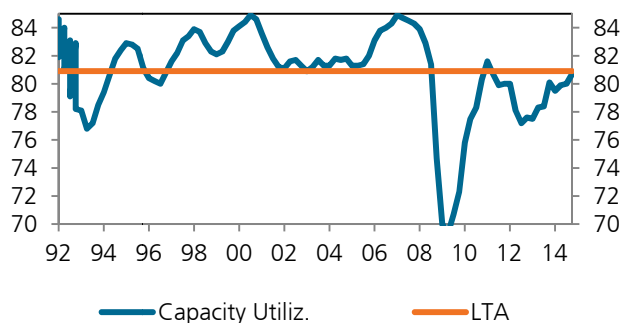
Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 8 – La dinamica recente dei margini operativi lordi suggerisce un'accelerazione degli investimenti in macchinari



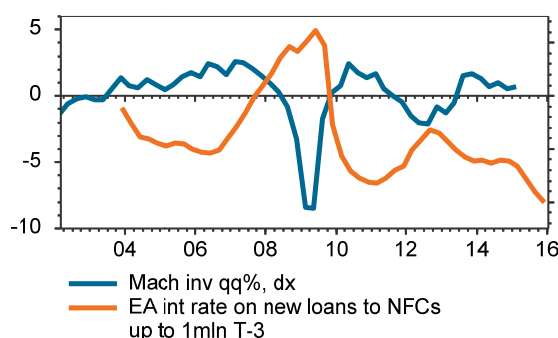
Fonte: Eurostat

Fig. 9 – L'aumento di utilizzo della capacità produttiva fino alla norma storica va nella giusta direzione



Fonte: Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – Condizioni di tasso decisamente di supporto per la dinamica degli investimenti aziendali



Fonte: ECB, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Inflazione: il 2%? Il percorso è lungo e dipendente dal ciclo

- L'inflazione area euro ha toccato un minimo a -0,6% a/a a gennaio per poi risalire a +0,3% a/a a maggio. Il recupero è in larga misura spiegato dal rimbalzo del prezzo del greggio (a 62 dollari da un minimo di 48,9 dollari in media a gennaio) e, quindi, da un contributo meno negativo della componente energia (-0,5% a maggio da -1,0% a gennaio). È aumentato anche il contributo degli alimentari alla dinamica complessiva dei prezzi, da -0,1% a gennaio a +0,2% a maggio. La dinamica sottostante è accelerata a 0,9% da 0,6% di inizio anno. Rispetto a marzo scorso **le nostre ipotesi sul prezzo del greggio sono circa invariate**: continuiamo ad aspettarci un rialzo di meno di 10 dollari del prezzo del greggio nel 2016 a 69 dollari, dai 62,3 dollari del 2015. Rispetto a marzo **abbiamo rivisto al rialzo le nostre stime per il cambio euro/dollaro** in media a 1,10 nel 2015 e a 1,15 nel 2016 da una precedente stima di 1,06 per ciascun anno.
- Confermiamo la nostra previsione di aumento dell'inflazione da 0,3% in media nel 2015 a 1,3% nel 2016 e all'1,6% nel 2017. Nei prossimi nove mesi, in assenza di movimenti significativi dal prezzo greggio e contenuti del tasso di cambio, la **dinamica inflazionistica sarà largamente determinata da effetti statistici** ovvero dal rimbalzo della componente energia per effetto di confronto rispetto al 2014-inizio 2015. **L'effetto base favorevole dalla componente energia sarà massimo tra novembre e gennaio 2016, di riflesso l'inflazione headline è attesa risalire al 2,0% a fine 2015**, ma una volta che il forte calo del prezzo del greggio uscirà dal confronto annuale, l'inflazione ridiscenderà velocemente verso l'1,3%. Da aprile 2016, con un profilo pressoché piatto per il prezzo del petrolio e del cambio, la risalita dell'inflazione verso il

2% dipenderà quasi interamente dall'evoluzione della componente *core* che ci aspettiamo in aumento all'1,0% nel 2016 e all'1,3% nel 2017, da 0,9% del 2015. Chiaramente la dinamica dell'inflazione *core* dipende dalla risposta dei prezzi interni alla chiusura dell'*output gap* e da effetti di seconda battuta da cambio e petrolio³. Il deprezzamento del cambio, iniziato ad aprile 2014, dovrebbe essere visibile con circa tre trimestri di ritardo e quindi già il rimbalzo dell'inflazione a maggio a 0,3%, e in particolare il recupero dei prezzi dei beni non energetici (tipicamente più sensibili a fattori esogeni dei prezzi dei servizi) dovrebbero essere spiegati in parte dall'andamento del cambio. Le previsioni di giugno della BCE si basano su ipotesi per petrolio (63,8 nel 2015, 71 nel 2016 e 73 nel 2017) e cambio (1,12 nel 2015-17) molto vicine alle nostre, ma la BCE si aspetta un'accelerazione dell'inflazione più forte di circa tre decimi rispetto alle nostre stime (all'1,5% nel 2016 e all'1,8% nel 2017 da 0,3% nel 2015), per effetto di un aumento più sostenuto dell'inflazione *core* all'1,4% nel 2016 e all'1,7% nel 2017 da 0,8% nel 2015. Come abbiamo già evidenziato in precedenza, la BCE ha spesso sottostimato l'inflazione *core* nella fase di discesa dei prezzi e di allargamento dell'*output gap*, dato lo scetticismo sull'esistenza di una curva di Phillips. In questa fase, invece, la BCE sembrerebbe assumere una risposta significativa dell'inflazione *core* al minore *slack* nell'economia.

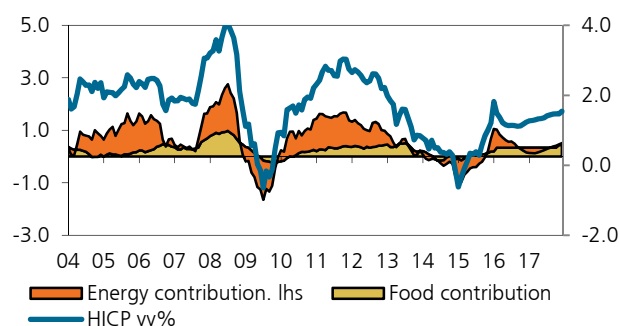
- Riconosciamo che le pressioni disinflazionistiche si siano sensibilmente ridotte con il programma di acquisto titoli della BCE. Tuttavia, riteniamo che i rischi, per la dinamica dei prezzi al consumo siano ancora verso il basso. Uscendo da una crisi così severa e prolungata la domanda interna potrebbe recuperare meno che nei cicli precedenti. Inoltre, nell'attuale contesto di elevata incertezza geopolitica, l'andamento di consumi e investimenti potrebbe risultare particolarmente deludente limitando, dunque, la risalita dell'inflazione *core*. Il dato positivo in prospettiva è che le pressioni ribassiste a monte della catena produttiva sembrano essersi stabilizzate.

Tab. 1 - Previsioni di inflazione per paese e media area euro con nuove stime di petrolio e cambio

	CYP	IRL	PRT	ITA	FIN	ESPEurozone	MLT	DEU	NLD	BEL	AUT	
2013	0.4	0.5	0.4	1.3	2.2	1.5	1.4	1.0	1.6	2.6	1.2	2.1
2014	-0.3	0.3	-0.2	0.2	1.2	-0.2	0.4	0.8	0.8	0.3	0.5	1.5
2015	-1.5	-0.7	-0.5	0.2	-0.1	-0.1	0.3	0.8	0.7	0.2	-0.1	0.5
2016	0.7	0.8	1.1	1.2	1.3	1.3	1.3	1.4	1.7	1.7	1.8	2.0

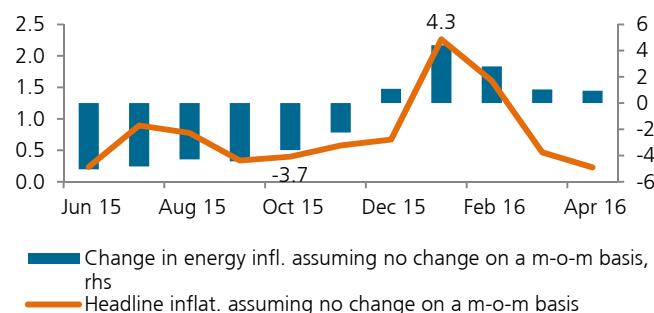
Fonte: Eurostat e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Inflazione: contributo di energia ed alimentari



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

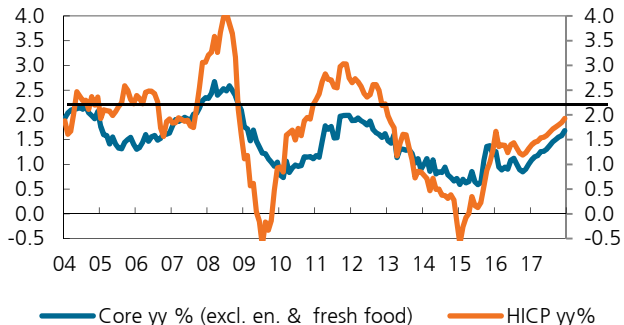
Fig. 2 – L'effetto base favorevole dall'energia spingerà l'inflazione temporaneamente al 2% a ridosso di fine anno ma ...



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

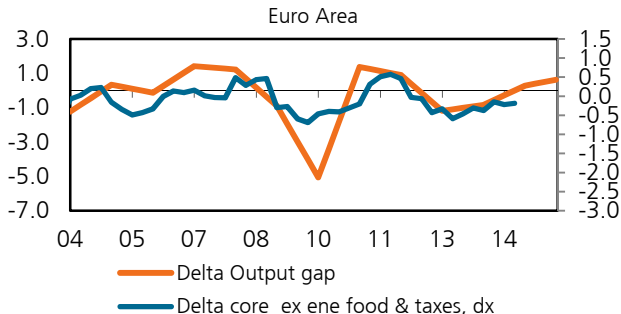
³ Il nostro modello per l'inflazione sottostante spiega la variazione dell'inflazione al netto di energia, alimentari e tabacchi, con la variazione dell'*output gap* a T-2, la variazione del tasso di cambio effettivo ritardata di tre periodi, la variazione della dinamica annua dell'indice energia ritardato di un periodo e la variazione dell'inflazione negli alimentari ritardata di 4 trimestri. La variazione di un punto dell'*output gap* determina un aumento/riduzione dell'inflazione *core* di 0,11 dopo due trimestri. Un deprezzamento del cambio effettivo del 10% spiega un aumento dell'inflazione *core* di 0,26% dopo due/tre trimestri.

Fig. 3 - ... da aprile 2016 la dinamica dell'inflazione *headline* dipenderà dalla dinamica dei prezzi interni e in particolare da...



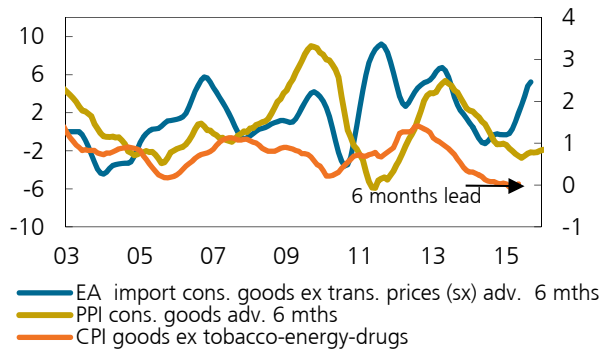
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 - ...quanto velocemente si chiuderà l'*output gap*



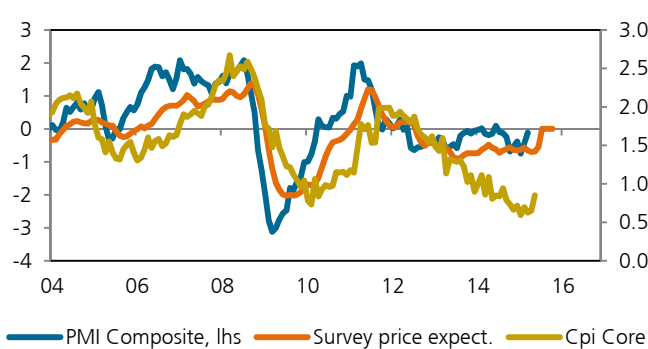
Fonte: Eurostat, Commissione UE (per *output gap*) ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 - Il deprezzamento del cambio si trasmetterà con un ritardo più lungo rispetto al calo del prezzo del petrolio ai prezzi dei beni di consumo mentre ha già avuto un impatto sui prezzi all'import e prezzi alla produzione



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 - Dinamica dell'inflazione *core* influenzata dalle attese di prezzo ma queste stanno risalendo



Fonte: Markit, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La BCE è pronta a fare di più, se necessario

- Il programma di acquisto di titoli pubblici e privati EAPP (*Extended Asset Purchase Program*), avviato lo scorso 6 marzo, procede come da copione e senza particolari difficoltà nonostante i timori sulla scarsità di titoli governativi disponibili all'acquisto. La BCE ha raggiunto il target di 60 miliardi di acquisti mensili sia a marzo che aprile (v. tab. 1), rispettando la regola delle quote capitale (v. fig. 2). A maggio la BCE ha comprato 63 miliardi di euro di titoli, ma lo scorso 19 maggio Coeuré aveva indicato che la BCE avrebbe anticipato, con moderazione, parte degli acquisti estivi perché "consua della presenza di stagionalità nel mercato obbligazionario". Lo scorso 29 maggio, il portafoglio EAPP ammontava a 268 miliardi di euro di cui 170 miliardi tra titoli sovrani e debito delle agenzie (v. tab. 1). Gli acquisti di titoli governativi hanno consentito una più rapida espansione del bilancio BCE da inizio marzo (v. fig. 1); stimiamo che per settembre 2016 il bilancio BCE possa toccare i 3,45 trilioni di euro superando di circa 300 miliardi il picco del 2012. La vita media residua del portafoglio di governativi e debito delle agenzie è di 8,3 anni, dunque l'espansione di bilancio sarà piuttosto duratura.
- Durante l'audizione al Parlamento Europeo dello scorso 15 giugno, Draghi ha riaffermato la determinazione a proseguire con il programma di acquisto titoli EAPP a un ritmo di 60 miliardi al mese fino a settembre 2016 e in ogni caso fin quando "non si vedrà un ritorno dell'inflazione su di un percorso coerente con l'obiettivo di una dinamica dei prezzi al consumo inferiore ma vicina al 2% nel medio periodo". Draghi ha ancora una volta rimarcato che lo scenario BCE di graduale ripresa della crescita (1,5% nel 2015 e 1,9% nel 2016 e 2,0%

Il QE va avanti. Draghi ha aperto a una rimodulazione degli acquisti in caso di scenari avversi dalla Grecia

nel 2017) e di risalita, duratura, dell'inflazione (0,3% nel 2015, 1,5% nel 2016 e 1,8% nel 2017) verso il 2%, dipende dalla piena implementazione delle misure di politica monetaria non convenzionale. Già durante la conferenza stampa di giugno Draghi ha riconosciuto una limitata perdita di intensità della ripresa a causa dell'andamento più debole del previsto delle economie al di fuori dell'Eurozona⁴. Pensiamo che nell'ultimo mese, con l'incertezza recente sui negoziati in Grecia e in generale con le tensioni geopolitiche nell'Area del Mediterraneo, i rischi per la crescita si siano spostati verso il basso. Un *tapering* degli acquisti, prima di settembre 2016, è, quindi, del tutto escluso. Piuttosto la BCE potrebbe dover fare di più nel caso in cui gli eventi in Grecia dovessero precipitare.

- Draghi, durante la conferenza di giugno, ha aperto a una rimodulazione degli acquisti mensili **in caso di necessità, ovvero a fronte di un'evoluzione avversa dei negoziati con la Grecia**, offrendo, quindi, uno spiraglio di **garanzia contro il rischio di contagio e di un inasprimento indesiderato delle condizioni finanziarie**. Il mercato azionario potrebbe erodere interamente gli ampi guadagni messi a segno da inizio anno, così come il mercato corporate potrebbe risentire dell'accresciuta avversione al rischio. Il tasso di cambio, durante la fase acuta della crisi, potrebbe deprezzarsi fino o poco al di sotto della parità, per poi tornare in area 1,12. Pensiamo che in uno scenario di questo tipo, la BCE andrebbe avanti con l'EAPP nei parametri stabiliti senza aumentare i volumi e cercando, almeno inizialmente, di rassicurare i mercati sul fatto che il Consiglio è disposto a fare di più per garantire che le condizioni finanziarie non compromettano la ripresa ciclica e il ritorno dell'inflazione verso il 2%.
- La BCE vorrà ricordare, come ha già fatto Draghi nell'audizione al Parlamento europeo, che la *Governance* europea dovrebbe "consentire di gestire i rischi associati nel migliore dei modi possibili" le ripercussioni sistemiche dei disordini in Grecia. Nel nostro scenario centrale di *default* della Grecia nei confronti dei creditori ufficiali (FMI e BCE), ma di permanenza del paese nell'area euro, grazie a un periodo di controllo dei movimenti di capitale e di chiusura delle banche, seguito poi da un cambio di Governo e dalla firma di un nuovo programma, si assisterebbe a un ulteriore inasprimento delle condizioni finanziarie. Le ripercussioni sui tassi a medio e lungo termine dei Paesi della periferia non sarebbero trascurabili ma nemmeno drammatiche come nel 2011. Va inoltre ricordato che il QE della BCE sta contribuendo, insieme al lancio dell'Unione Bancaria e alla conclusione ordinata dell'AQR, a una normalizzazione della trasmissione dell'impulso di politica monetaria e della dinamica del credito e ciò dovrebbe contribuire a sostenere la ripresa.
- Se le ripercussioni sui mercati del nostro scenario centrale per la Grecia dovessero essere più severe rispetto a quanto da noi assunto e/o gli eventi in Grecia dovessero degenerare, una seconda possibilità per arginare il rischio di contagio è data dalla possibile attivazione del piano OMT (*Outright Monetary Transactions*). Peraltro non vi sono più obiezioni da parte del Parlamento tedesco di violazione dei trattati a seguito della sentenza positiva della Corte di Giustizia Europea dello scorso 16 giugno. Ma ci sembra più probabile che la BCE opti per un aumento degli acquisti mensili tramite l'EAPP per far fronte all'emergenza. Acquisti nell'ordine di 85 miliardi al mese potrebbero essere tollerati anche dal fronte tedesco del Consiglio dal momento che in caso di rientro delle pressioni si potrebbero ridurre prima di settembre 2016.
- In **conclusione** rimaniamo fiduciosi che la BCE rimarrà vigile guardiana dei rischi per la stabilità dei prezzi sull'orizzonte di previsione e pronta a intervenire in caso di variazioni inattese e indesiderate delle condizioni finanziarie. Ciò ci induce a ritenere che la ripresa potrebbe proseguire anche se a un ritmo più blando rispetto a quello da noi ipotizzato a marzo scorso. Nonostante la Banca centrale cercherà di smussare le ripercussioni della crisi greca, l'incertezza degli ultimi mesi e l'inasprimento delle condizioni finanziarie hanno già sgonfiato parte dell'impulso da petrolio e cambio.

In uno scenario di temporanea chiusura delle banche greche ma di permanenza del Paese nell'Unione monetaria, pensiamo che la BCE ricorrerebbe a interventi verbali

In caso di più severo inasprimento delle condizioni finanziarie la BCE potrebbe potenziare gli acquisti mensili

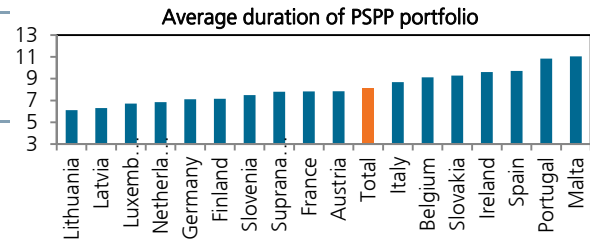
⁴ A giugno la BCE valutava i rischi per lo scenario macro come bilanciati ma indicava che non si erano materializzate i rischi verso l'alto che lo staff aveva individuato a marzo e aprile.

Tab 1 – L' EAPP procede come da copione

	ABSPP	CBPP3	PSPP	EAPP
Monthly flows (bln euros)				
31/03/2015	1.1	12.4	47.4	61
30/04/2015	1.2	11.5	47.7	60
31/05/2015	1.4	10.0	51.6	63
EAPP portfolio total outstanding				
19/06/2015	4.8	40.9	182.2	227.9
Residual purchases by Sept 16	19.2	195.1	697.8	912.1
EAPP in Sep. 2016	20	238	882	1,140

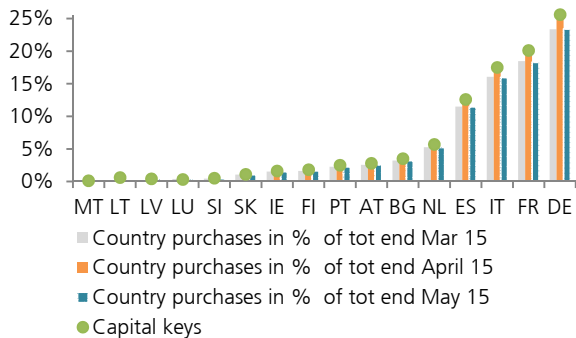
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – La vita media del portafoglio BCE era di 8,05 anni



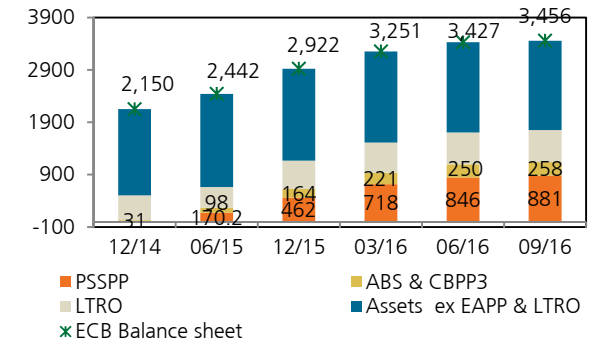
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – La BCE ha rispettato la regola delle quote capitale



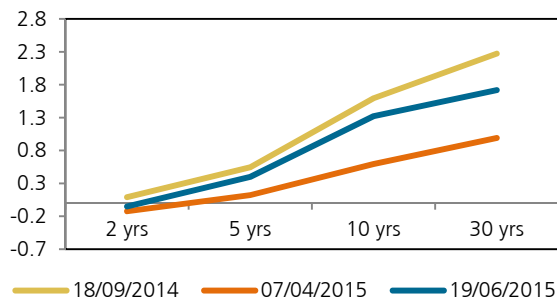
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Il bilancio BCE crescerà rapidamente grazie all'EAPP



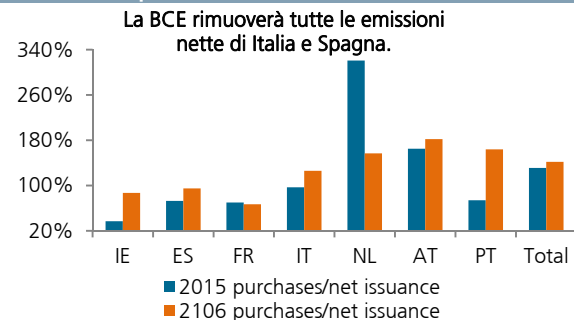
Fonte: BCE e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Condizioni finanziarie meno espansive nell'ultimo mese, in parte per incertezza Grecia in parte effetto FED



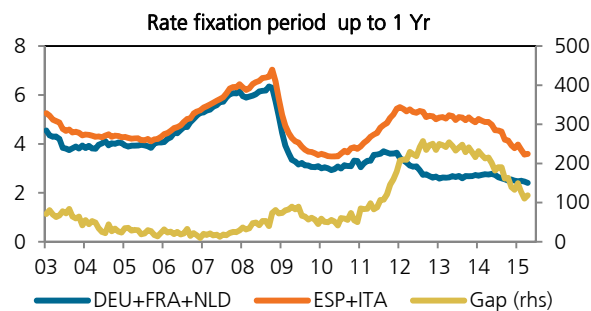
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Il PSPP dovrebbe garantire condizioni di finanziamento più favorevoli per i Governi



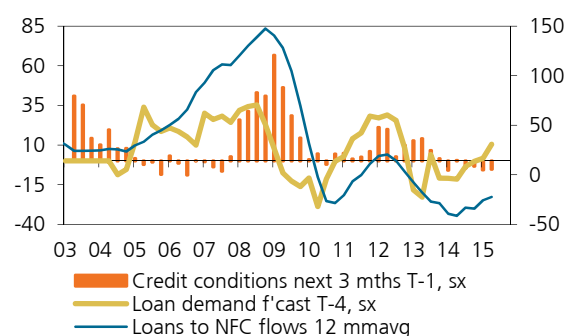
Fonte: BCE, ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – Il QE BCE comincia ad avere un effetto sui tassi attivi alla clientela anche nella periferia



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 - Gli acquisti BCE e la ripresa ciclica dovrebbero spingere i prestiti.



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Germania: sprint incerto

Crescita sopra trend sull'orizzonte di previsione. Dopo lo sprint di fine 2014, il PIL ha fatto peggio delle attese a inizio 2015, crescendo di solo 0,3% t/t. Le esportazioni hanno risentito della frenata del commercio internazionale e in particolare del rallentamento degli Stati Uniti e dell'East Europa. L'entrata più debole del previsto nell'anno lascia la media 2015 a 1,8% da una precedente stima del 2,0% (1,6% al netto degli effetti di calendario). Nel 2016 continuiamo a prevedere un'accelerazione del PIL fino al 2,0% (1,8 al netto degli effetti di calendario). La Germania crescerà, quindi, significativamente al di sopra del potenziale (1,2% nelle stime della Bundesbank) ma solo poco al di sopra della media area euro. Sull'orizzonte di previsione la crescita continuerà ad essere trainata più dalla domanda interna che dal commercio estero. Tuttavia, saldo di parte corrente è visto in allargamento fino all'8,4% del PIL quest'anno, dal 7,4% del 2014, per effetto di un miglioramento delle ragioni di scambio, grazie al deprezzamento del cambio. La Commissione UE, nel rapporto paese di aprile 2015⁵, valutava "insufficienti" le azioni di politica economica ed in particolare l'uso della leva fiscale a sostegno della domanda interna e indicava come necessario il passaggio ad uno stretto monitoraggio. I **rischi per lo scenario** si stanno spostando verso il basso, dato il rallentamento in atto degli emergenti e il perdurare dell'incertezza geopolitica.

Anna Maria Grimaldi

Crescita al 2,0% nel 2015-16
Consumi privati: crescita solida

Prospettive di breve termine. Dopo il rallentamento di inizio anno ci aspettiamo una crescita vicina a 0,5% t/t nella restante parte dell'anno. I dati di produzione industriale, ordini di beni manufatti ed export suggeriscono un'entrata a passo veloce nei mesi primaverili. Le esportazioni, dopo il forte aumento di aprile, sono in rotta per una crescita del 3,0% in termini reali da +0,8% t/t di inizio anno. Le indagini di clima suggeriscono cautela sulla dinamica delle esportazioni data la flessione delle attese sugli ordinativi dall'estero. E' possibile che il rallentamento in atto dei paesi emergenti pesi sulla dinamica dell'export limitando la spinta dal cambio. In media ci aspettiamo una crescita dell'export del 5,0% nel 2015 e del 4,4% nel 2016, dal 3,7% del 2014. Le importazioni sono viste in crescita del 5,3% nel 2015 e del 5,4% nel 2016, per effetto dell'accelerazione della domanda interna e dato l'elevato contenuto all'import della produzione tedesca. I **consumi privati**, sono cresciuti di 0,7% nella seconda metà dello scorso anno e di 0,6% t/t nei primi mesi del 2015. Il ritmo di crescita degli ultimi mesi è spiegato da fattori eccezionali: il forte calo del prezzo del greggio (con risparmi per le famiglie stimati dalla Bundesbank intorno a 3,5 miliardi di euro) e l'aumento sostenuto della componente retributiva non salariale per effetto del calo del tasso di contribuzione pensionistico⁶. Per i mesi primaverili le vendite al dettaglio indicano un rallentamento del consumo di beni a +0,3% t/t. Dall'estate i consumi sono visti avanzare a un ritmo di 0,5% t/t a trimestre, di riflesso la crescita media annua dovrebbe aggirarsi al +2,1%. Il **reddito disponibile reale è visto in crescita dell'1,9% nel 2015 e al 2,0% nel 2016, dal 2,4% del 2014** dal momento che i salari negoziali sono attesi rallentare rispetto al 2014 e l'occupazione attesa crescere al meglio sui ritmi del 2014. Inoltre, il tasso d'inflazione è visto risalire in media all'1,8% nel 2016 (v. sotto). Il **tasso di risparmio** delle famiglie è atteso circa **stabile** al 9,2% nel 2015 e risalire marginalmente nella seconda parte del 2016 fino al 9,5%. I **salari negoziali** nei primi mesi di quest'anno sono cresciuti del 2,3% dal 2,9% del 2014, meno rispetto a quanto ci aspettavamo a marzo scorso. Le richieste salariali inoltrate, ad oggi, dalle associazioni di categoria dovrebbero garantire un

⁵ Si veda http://ec.europa.eu/economy_finance/eu/countries/pdf/report2015/germany_en.pdf

⁶ Il tasso di contribuzione al fondo pensione è salito di 0,3% nel 2015 al 2,35% / 2,6% per individui senza prole) 2/3 dei versamenti addizionali saranno utilizzati per finanziare la maggiore spesa associata alla riduzione dell'età pensionabile e un terzo sarà allocato a un fondo di riserva straordinario. I contributi obbligatori al fondo pensione sono stati ridotti al 18,7% da 18,9%.

aumento dei salari in media del 2,5%⁷ quest'anno e del 2,6% il prossimo. Nei primi tre mesi di quest'anno sono stati aggiunti 175 mila posti di lavoro soggetti a contribuzione sociale, i cosiddetti "*good jobs*", in accelerazione rispetto a fine 2014, per una crescita annua dell'1,8%. L'occupazione complessiva viaggia a ritmi meno sostenuti 0,5% a/a in rallentamento dal +0,8% a/a di fine 2014. Lo spaccato settoriale suggerisce che i servizi alle imprese continuano a contribuire in misura preponderante alla creazione di nuovi posti di lavoro. Ci aspettiamo una crescita dell'occupazione di 0,8% quest'anno e di 0,7% il prossimo. La tendenza degli indici occupazionali da IFO e PMI, nonché l'aumento delle posizioni vacanti tra fine 2014 e inizio 2015 continuano a segnalare una crescita anche più sostenuta dell'occupazione nei mesi primaverili/estivi in parte data la necessità di sostituire manodopera qualificata che sta uscendo dal mercato del lavoro beneficiando della riforma dell'età pensionabile. Il calo del **tasso di disoccupazione** sarà assai contenuto sull'orizzonte di previsione fino al 6,2% per fine 2016. La disoccupazione è ormai sul livello strutturale di lungo periodo; è difficile ipotizzare un calo ancora sostenuto nel biennio in corso, a meno di ulteriori aumenti della forza lavoro. Nei primi mesi di quest'anno, la forza lavoro è calata, secondo le nostre stime, in termini cumulati di 15 mila unità, dopo un aumento medio di 0,6% nel 2014 (470 mila unità).

Le **costruzioni**, dopo la forte crescita congiunturale tra fine 2014 e inizio 2015 (+1,5% t/t in media), potrebbero vedere una pausa in primavera come da indicazioni dell'indagine della Commissione sulla tendenza della produzione recente. Tuttavia, le prospettive per il settore rimangono positive. I dati sugli ordini e permessi suggeriscono una crescita sostenuta in particolare degli investimenti in edifici. Le costruzioni residenziali continuano a essere sostenute da condizioni finanziarie ampiamente favorevoli e dalla buona tenuta del mercato del lavoro. Ma il tasso di crescita per il biennio in corso potrebbe essere di poco superiore al 2,2%, dal 3,8% del 2014, dal momento che l'elevata domanda dovrebbe essere in larga parte soddisfatta dal recente aumento di offerta di nuove abitazioni grazie agli investimenti degli anni precedenti. Gli **investimenti in macchinari** sono cresciuti dell'1,2% a inizio 2015 e dovrebbero continuare a viaggiare su questi ritmi nella restante parte dell'anno. I dati sugli ordini dall'estero di macchinari hanno fatto registrare una flessione a marzo, ma sono poi risaliti ad aprile. Nel 2016, si dovrebbe vedere una crescita più sostenuta degli investimenti aziendali e vicina al 3,5%, grazie al miglioramento delle condizioni di business, al calo dei tassi di interesse, alla crescita più sostenuta dei prestiti alle imprese e a un probabile utilizzo più intensivo della capacità produttiva. Vi è il rischio che gli investimenti in macchinari deludano ancora sull'orizzonte di previsione se l'elevato grado di incertezza geopolitica non dovesse rientrare.

L'**inflazione** è risalita rapidamente a inizio 2015 fino a 0,7% a/a a maggio da un minimo di -0,3% a/a a gennaio (-0,5% a/a su base armonizzata). Il recupero è spiegato dal rimbalzo della componente energia, ma anche degli alimentari freschi e del prezzo dei beni non energetici. In particolare, la dinamica dei prezzi degli alimentari e altri capitoli di spesa potrebbe aver iniziato a risentire del deprezzamento del cambio già da marzo/aprile e la tendenza dovrebbe consolidarsi nei prossimi mesi. Durante l'estate, l'inflazione dovrebbe oscillare intorno ai livelli di maggio per poi accelerare fino al 2,2% a/a tra fine 2015 e marzo 2016, quando il forte calo dell'energia uscirà dal confronto annuale. Ci aspettiamo che l'inflazione tedesca si aggiri in media a 0,8% nel 2015 e risalga all'1,7% nel 2017 grazie anche all'accelerazione della dinamica *core* per effetto della crescita al di sopra del potenziale.

Uso insufficiente della politica fiscale per supportare la domanda interna

Il quadro di finanza pubblica è visto stabile sull'orizzonte di previsione, grazie alla ripresa ciclica e al calo della spesa per interessi. Nonostante una politica fiscale marginalmente espansiva, il saldo strutturale (1,0% nel 2015 e 0,7% nel 2016) continuerà a eccedere ampiamente l'obiettivo di

Grazie a una crescita di salari del 2,6% e a una buona tenuta della dinamica occupazionale

Ci sono molte condizioni per un ciclo di capex più vivace, ma il rischio è l'incertezza

Inflazione tornerà verso il 2% grazie alla chiusura dell'output gap per fine 2016

⁷ Il monte retribuzioni è atteso crescere di circa il 3,0% in parte per un *drift* salariale positivo dovuto all'introduzione del salario minimo di 8,5 euro ora e a una dinamica più sostenuta dei bonus rispetto al 2014.

medio termine di saldo in pareggio.

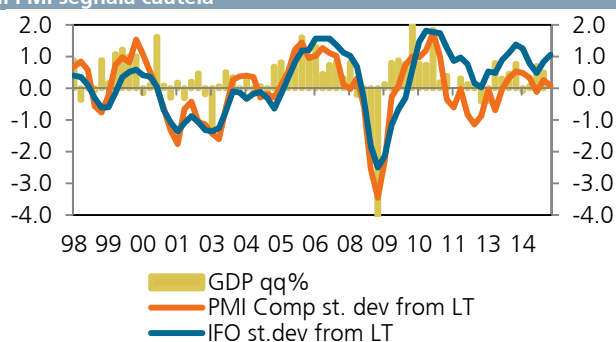
La ripresa ciclica dovrebbe garantire una discreta tenuta delle entrate fiscali anche a fronte di tagli strutturali degli oneri contributivi previdenziali e all'innalzamento del minimo imponibile esente nonché delle deduzioni per i figli a carico. Il rapporto tra entrate fiscali e PIL potrebbe scendere al 39,3% dal 39,7% del 2014. Nel contempo, ci aspettiamo un calo del rapporto spese primarie PIL grazie alla dinamica del denominatore e del calo della spesa per sussidi per disoccupazione che compenseranno in parte l'aumento di spesa previdenziale (associato alla riforma dell'età pensionabile). La spesa per interessi è attesa ridursi ulteriormente sull'orizzonte di previsione (dopo il calo di circa 6 miliardi dello scorso anno) fino all'1,4% nel 2016 da 1,7% nel 2014, grazie al calo degli interessi e del livello del debito. Il rapporto debito PIL è visto in calo al 68,2% dal 74,7% del 2014.

Politica fiscale moderatamente espansiva, il surplus strutturale eccederà ampiamente l'obiettivo di medio termine

Previsioni	2014			2015			2016				
	2014	2015	2016	2014		2015		2016			
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a) t/t	1.6	1.6	1.9	1.2	1.5	1.0	1.5	2.0	1.8	2.0	2.0
Consumi privati	1.2	2.2	1.8	0.7	0.7	0.6	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4
Investimenti fissi lordi	3.3	2.5	3.0	-1.2	0.8	1.5	1.0	1.0	0.6	0.7	0.8
Consumi pubblici	1.2	1.9	1.2	0.6	0.3	0.7	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	3.7	5.1	4.4	1.5	1.0	0.8	2.0	1.4	1.0	0.9	1.2
Importazioni	3.4	5.3	5.4	0.8	1.9	1.5	1.0	1.0	1.9	1.0	1.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.3	-0.8	0.1	-0.6	0.4	-0.3	-0.6	-0.2	0.4	-0.1	0.2
Partite correnti (% PIL)	7.8	8.6	8.3	8.4	8.3	8.8	8.7	8.9	8.6	8.5	8.3
Deficit (% PIL)	0.7	0.4	0.3								
Debito (% PIL)	74.4	71.7	68.4								
CPI (a/a)	0.9	0.8	1.5	0.8	0.5	0.0	0.5	0.7	1.7	2.0	1.6
Produzione Industriale	1.5	1.6	1.7	0.0	0.8	0.5	0.7	0.6	0.0	-0.1	1.0
Disoccupazione (%)	6.7	6.4	6.3	6.7	6.6	6.5	6.4	6.4	6.4	6.3	6.3
Tasso a 10 anni (%)	1.24	0.65	1.21	1.06	0.77	0.33	0.53	0.83	0.92	1.05	1.15
Cambio effett. (2005=100)	99.8	94.7	95.8	99.4	98.7	95.3	94.7	94.1	94.6	95.4	95.7

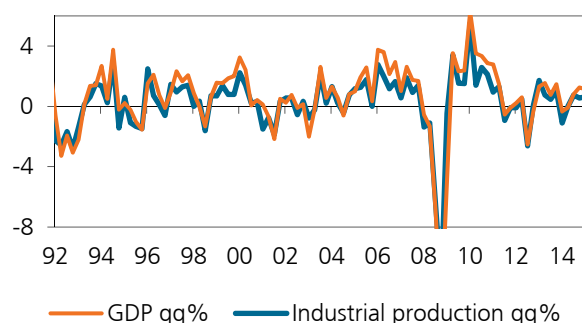
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Valori medi di periodo. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 - L'IFO indica una crescita più sostenuta del PIL nel 2T, ma il PMI segnala cautela



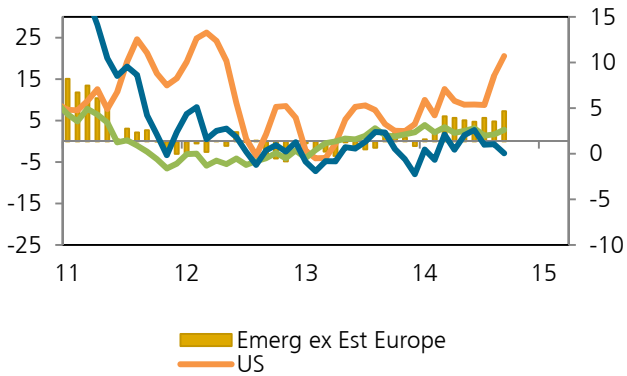
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 - La forte entrata di produzione e ordini nel 2T è coerente con una crescita del PIL di 0,5% t/t a giugno



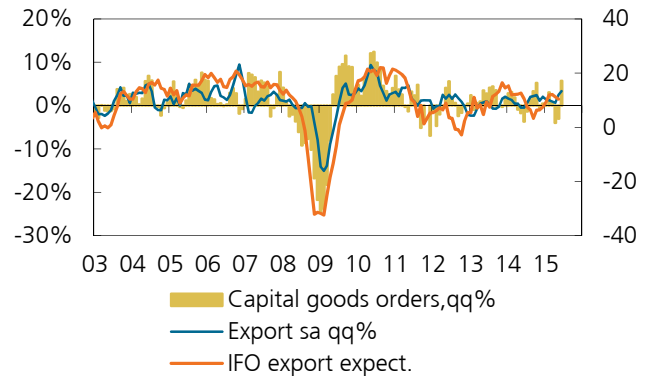
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo sulla base di Oxford Economic Forecast model

Fig. 3 - Export forte balzo ad aprile grazie al recupero dei flussi con gli Stati Uniti dopo l'inverno gelido e chiusura dei porti



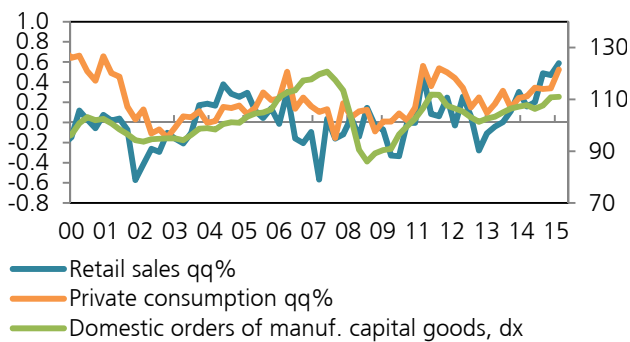
Fonte: Deutsche Bundesbank ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 - Rimbalzo dell'export trainato dai beni capitali, dopo il crollo nell'industria aereospaziale euro zona a inizio anno



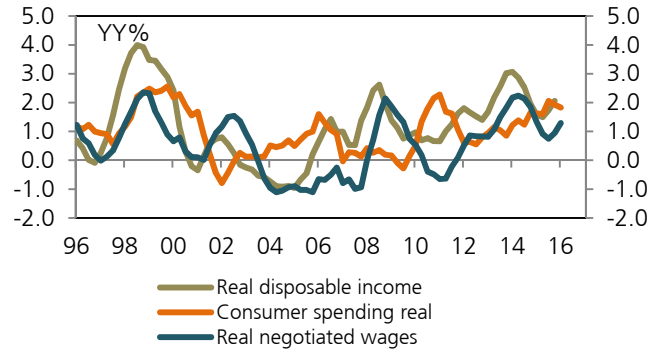
Fonte: IFO, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 - Vendite al dettaglio e immatricolazioni suggeriscono ancora un'accelerazione del consumo di beni a inizio 2015



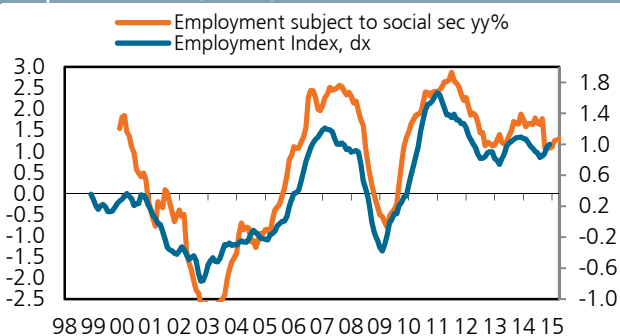
Fonte: Markit, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 - Consumi delle famiglie sostenuti da una crescita dei salari reali del 2,0%



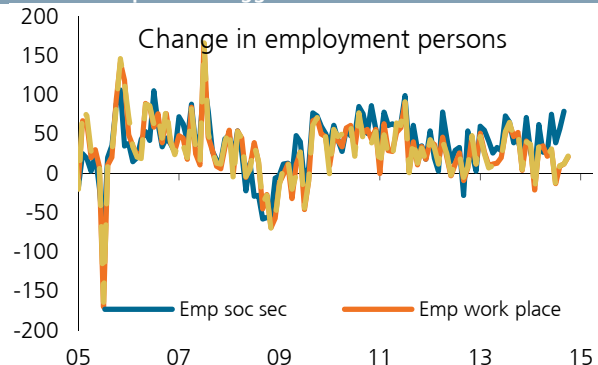
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 - Le indagini congiunturali segnalano una crescita degli occupati intorno a 0,89%-1,0% nel 2015



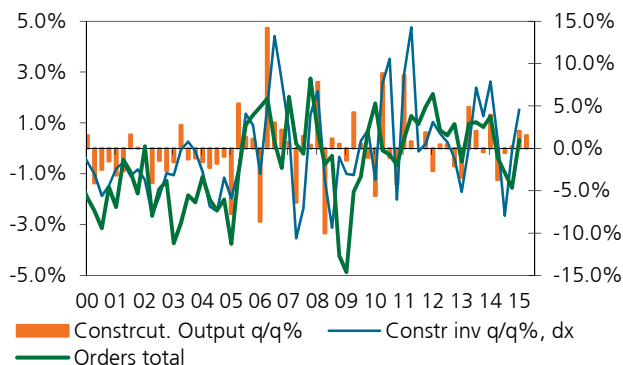
Fonte: IFO, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 - Il grosso della creazione di posti di lavoro è avvenuta tramite occupazione soggetta a contribuzione



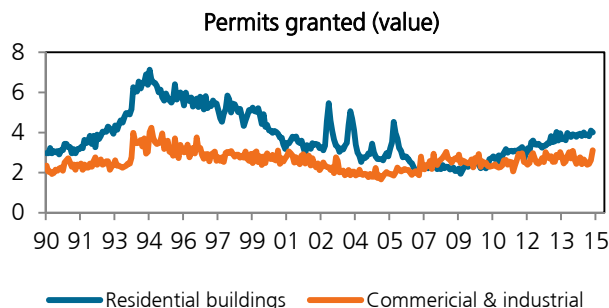
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 - Costruzioni espansione più *soft* in Primavera dopo i forti aumenti dei sei mesi precedenti



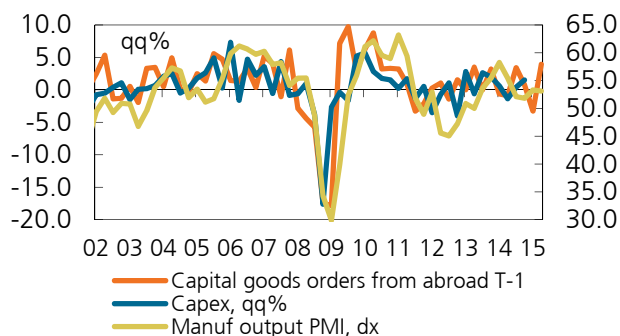
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 - Ma le prospettive per il settore rimangono positive



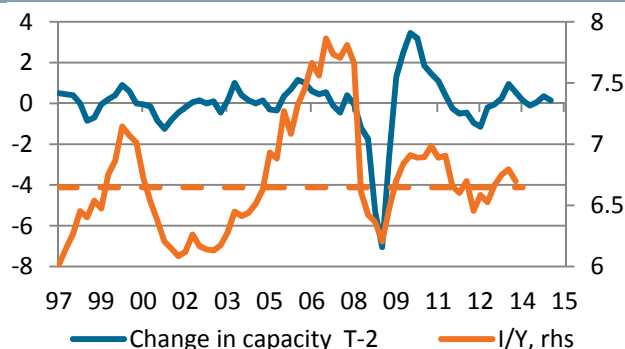
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 11 - Gli ordini segnalano un'accelerazione di *capex* in estate, ma l'andamento del PMI output suggerisce una stabilizzazione



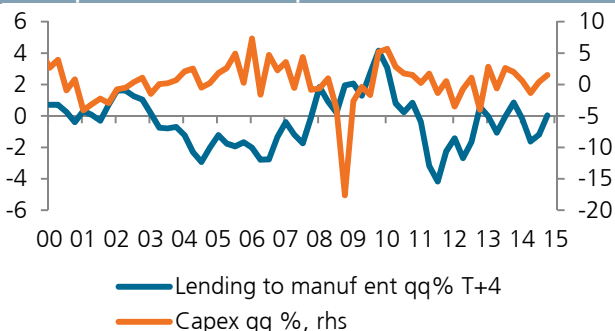
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 - Per il momento si è fermato l'aumento di utilizzo di capacità produttiva



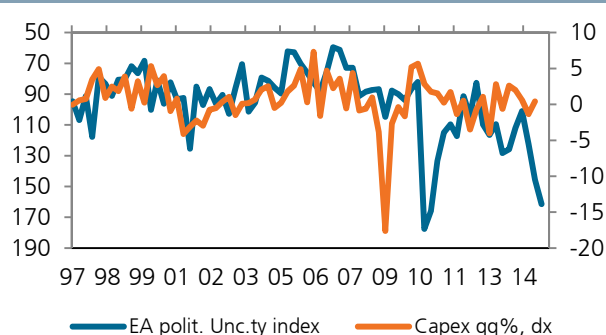
Fonte: Deutsche Bundesbank, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 13 - ...condizioni finanziarie ancora ampiamente espansive fanno sperare in una crescita più sostenuta in corso d'anno



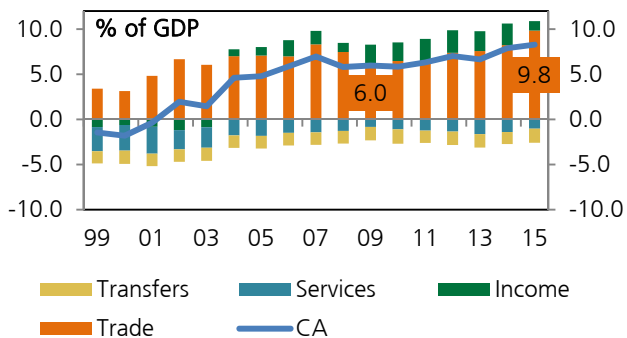
Fonte: Deutsche Bundesbank, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 14 - Ma l'incertezza geopolitica potrebbe pesare sugli investimenti aziendali



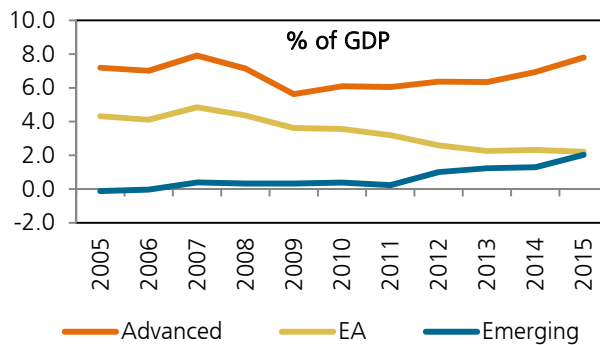
Fonte: Economic Policy Uncertainty, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 15 - Quel surplus di parte corrente che non smette di crescere. Il saldo di bilancia commerciale allarga...



Nota: 2015 disponibile fino a marzo.
Fonte: Deutsche Bundesbank, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 16 - ...grazie al contributo degli emergenti e in minor misura degli avanzati ex area euro.



Fonte: Deutsche Bundesbank, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Francia: l'economia torna a ingranare

Le prospettive per l'economia francese tornano positive dopo il risultato superiore alle attese del PIL nel 1° trimestre. Nel secondo quarto riteniamo che il contributo continuerà a venire dalla domanda interna e in particolare dai consumi, mentre le esportazioni nette dovrebbero rimanere stabili rispetto a marzo. Tuttavia l'avanzamento dell'*output* rimarrà attorno a 0,2% t/t da 0,6% t/t. In media annua, tuttavia, l'economia nazionale dovrebbe crescere a un ritmo attorno all'1,1%.

Inizia bene il 2015, con un 1° trimestre migliore delle attese a +0,6% t/t dopo la stagnazione di fine 2014. La spinta è stata prodotta dalla domanda interna, che è cresciuta dello 0,5% t/t da -0,3% t/t, e dall'aumento delle scorte (+0,5% t/t da +0,1% t/t). Le esportazioni nette sono calate invece di 0,5% t/t. Le prospettive per il 2° trimestre sono di **un rallentamento della crescita a solo +0,2% t/t (1,0% a/a) principalmente a causa della frenata del settore industriale** ad aprile, che ha molto probabilmente compromesso la performance del trimestre, e del fisiologico impatto del decumulo delle scorte dagli alti livelli del 1° trimestre. Il settore dei servizi dovrebbe continuare a espandersi ai ritmi del 1° trimestre. Nel complesso, le indagini di Banque de France e INSEE continuano a migliorare e il recupero dell'industria e dei servizi è costante. Infine, il comparto delle costruzioni dovrebbe vedere un miglioramento dai livelli molto depressi del 2014. La media annua 2015 è attesa risalire all'1,1% da 0,2% del 2014, con i rischi alla previsione verso l'alto. Il ritmo del recupero rimarrà comunque al di sotto della media dell'Eurozona.

I fattori trainanti dello scenario 2015 rimangono i tre già visti e sono prevalentemente di natura esogena: il **forte deprezzamento dell'euro**, che dovrebbe sostenere per tutto l'anno il settore estero, incidendo quindi positivamente sulla bilancia commerciale; il **calo del prezzo del petrolio**, che nonostante la recente risalita, rimane storicamente a livelli molto bassi, agevolando l'approvvigionamento energetico; infine, le condizioni finanziarie accomodanti (ricaduta del QE varato dalla BCE), che sosterranno il credito a famiglie e imprese e i cui benefici effetti si stanno già registrando nel settore immobiliare, con un'impennata degli acquisti di nuove case da marzo scorso.

Continuerà il **rafforzamento della domanda privata** per tutto l'anno, spinta dalla crescita dei consumi grazie all'aumento del reddito reale, anche se non bisogna trascurare di monitorare il livello di indebitamento medio sia di famiglie sia delle imprese, che cresce di anno in anno e che fa della Francia un'osservata speciale in Europa da questo punto di vista. Anche i redditi non stanno dando segnali di aumento per adesso. L'effetto sui consumi del conto energetico è destinato a scomparire nella parte centrale dell'anno, mentre la risalita, seppur moderata, dell'inflazione e del prezzo del petrolio verso fine anno andranno a erodere l'aumento attuale di potere d'acquisto. Le spese in conto capitale delle famiglie dovrebbero arretrare anche nel 2° trimestre per rallentare il calo nella seconda metà dell'anno ma rimanendo comunque negative in media quest'anno (-4,7% a/a da -5,3% a/a), mentre **gli investimenti delle aziende potrebbero vedere un ritmo di crescita leggermente positivo** specie nella seconda metà dell'anno, incoraggiate dalle migliori condizioni al credito, anche se per un ritorno apprezzabile degli investimenti occorre che prima le aziende recuperino un adeguato margine di profitto, nonché espandere il tasso di utilizzazione della capacità produttiva. Si dovrebbe registrare anche un **pur tenue miglioramento della spesa in costruzioni**, ma questo solo a partire dalla seconda metà dell'anno. I primi segnali giunti dal settore immobiliare testimoniano però di un ritorno d'attività rispetto al fosco scenario dello scorso anno.

La **produzione industriale dovrebbe avanzare attorno a 0,6%** in media annua da -1,1% del 2014. Il 1° trimestre ha impostato bene la restante parte del 2015, ma ci attendiamo un rallentamento nella parte centrale dell'anno dovuto al calo della produzione energetica.

Guido Valerio Ceoloni

Nel 2015 crescita superiore all'1% per la prima volta dal 2011

Fattori di crescita principalmente esogeni nel 2015

La domanda interna sarà il principale vettore della crescita quest'anno. Investimenti ancora deboli ma finalmente segnali positivi dalle costruzioni

Il commercio estero dovrebbe beneficiare della ripresa economica in atto in tutta Europa. Il calo dei prezzi energetici impatterà positivamente sulla bilancia commerciale nella parte centrale dell'anno a differenza di quanto accaduto a inizio anno; tuttavia questo non modificherà il deficit strutturale della posizione francese che per quanto riguarda lo scambio di beni si allargherà di circa lo 0,5% del PIL quest'anno, da -2,5% a circa -3,0%. Il saldo delle partite correnti è atteso peggiorare leggermente rispetto al livello del 2014 (a -1,7% da -1,5% del PIL) per migliorare marginalmente nel 2016 (-1,6% del PIL). La debolezza dell'euro dovrebbe rendere più competitivi i beni nazionali e quindi riteniamo che si vedrà nel corso dell'anno un contributo apprezzabile delle esportazioni extra-UE, principalmente verso Regno Unito e Stati Uniti, anche se finora l'effetto benefico non è stato ancora registrato. Nel complesso, comunque, il calo strutturale della competitività dei prodotti francesi non è ancora stato risolto e la quota dei beni francesi sull'export globale continua a calare, nonostante tutte le misure messe in atto per il rilancio della competitività, che quindi sono ancora insufficienti a invertire il trend.

La crescita contribuirà a mantenere stabile l'occupazione rispetto alla popolazione attiva, con un aumento degli occupati nell'anno attorno alle 100/110 mila unità grazie ai nuovi contratti d'impiego promossi dal Governo e come lasciano prevedere anche le indagini presso le imprese; ma l'inversione decisa della curva della **disoccupazione** è ancora troppo presto perché si possa vedere quest'anno: l'ultimo dato registra un calo marginale nel 1° trimestre a 10,0% da 10,1% di fine anno. La disoccupazione però dovrebbe mantenersi quindi attorno al 10,0%⁸ anche quest'anno e calare di uno o al più due decimi nel 2016 se la ripresa dovesse confermarsi al ritmo attualmente previsto.

L'**inflazione** è attesa rimanere molto debole per effetto del QE della BCE, aggirandosi in media attorno a 0,6% per la restante parte dell'anno, ma in media annua non dovrebbe andare oltre lo 0,3%. Il minimo (-0,4% a/a) del livello dei prezzi visto nel 1° trimestre è alle spalle e la lenta risalita dovrebbe portare il CPI all'1% a fine anno, per accelerare maggiormente nel 2016 (media annua 1,1%). La componente sottostante dovrebbe decelerare per rimanere in media annua attorno allo 0,4% da 0,8% del 2014.

La politica fiscale dovrebbe agire complessivamente da freno alla crescita nel prossimo triennio.

Nel 1° trimestre, contrariamente alle attese, la spesa pubblica ha contribuito positivamente alla formazione del PIL, ma stimiamo che in media per la restante parte dell'anno il suo contributo sarà negativo. Sicuramente una parte la farà la riduzione dei costi legati al servizio del debito, tuttavia la riduzione effettiva della spesa pubblica non potrà essere evitata, specialmente sugli enti territoriali tramite il completamento di tagli previsti a seguito del progetto di aggregazione di svariate regioni. In sede europea è stato accolto il rinvio al 2017 del rientro del deficit sotto il 3% e lo sforzo strutturale concordato con l'Europa si concretizzerà in una riduzione più moderata rispetto alle richieste di Bruxelles, di 0,5% annuo del deficit da qui al 2017, per un ulteriore taglio alle spese dello Stato di 4 miliardi per l'anno in corso (totale che sale a 25 miliardi: quindi circa 1,2% del PIL). Il percorso del deficit strutturale dovrebbe quindi essere rispettato ed evolvere a -1,6% quest'anno, -1,1% nel 2016 e -0,6% nel 2017, pari a una riduzione del deficit a -3,8% quest'anno, -3,5% nel 2016 e -2,8% nel 2017. Il debito pubblico aumenterà anche quest'anno, arrivando al 98% del PIL da 95,3% del 2014. Per il 2016, il livello del debito pubblico potrebbe sfondare il tetto del 100%.

La ripresa in atto in Europa porterà un miglioramento della bilancia commerciale

Disoccupazione al 10,0% quest'anno; a 9,9% nel 2016

Inflazione molto debole per tutto l'anno e ampiamente al di sotto dell'1%

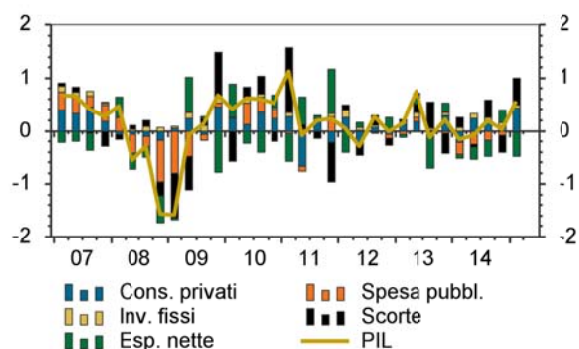
Conti pubblici in ordine non prima del 2017, deficit in faticoso calo e debito oltre il 100% del PIL nel 2016

⁸ Secondo la definizione dell'ILO, calcolata per la Francia metropolitana.

Previsioni	2014	2015	2016	2014			2015			2016	
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a) t/t	0.2	1.1	1.3	0.2	0.0	0.7	1.0	1.1	1.5	1.2	1.3
Consumi privati	0.7	1.7	1.6	0.3	0.2	0.8	0.2	0.4	0.5	0.5	0.4
Investimenti fissi lordi	-1.2	-0.7	1.8	-0.5	-0.4	-0.2	-0.2	0.3	0.5	0.5	0.5
Consumi pubblici	1.5	1.1	-0.1	0.5	0.5	0.4	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0
Esportazioni	2.4	4.9	3.4	0.9	2.5	0.9	1.2	0.9	1.0	0.7	0.7
Importazioni	3.9	5.9	3.4	1.8	1.5	2.3	0.8	0.8	1.0	0.7	0.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	0.5	0.2	0.3	-0.3	0.5	0.0	0.0	0.1	-0.1	0.0
Partite correnti (% PIL)	-1.5	-1.7	-1.6	-1.8	-1.3	-1.3	-1.7	-1.9	-1.9	-1.7	-1.5
Deficit (% PIL)	-4.0	-3.8	-3.5								
Debito (% PIL)	95.3	98.0	99.8								
CPI (a/a)	0.5	0.3	1.1	0.4	0.3	-0.2	0.2	0.4	0.8	1.2	1.1
Produzione Industriale	-1.1	0.6	1.1	0.6	-0.6	1.6	-1.0	0.0	0.1	0.3	0.7
Disoccupazione (%)	9.9	10.0	9.9	10.0	10.1	10.0	10.0	10.0	9.9	9.9	9.9
Cambio effett. (1990=100)	99.7	94.8	96.2	99.5	98.5	95.5	94.7	94.1	94.8	95.7	96.1

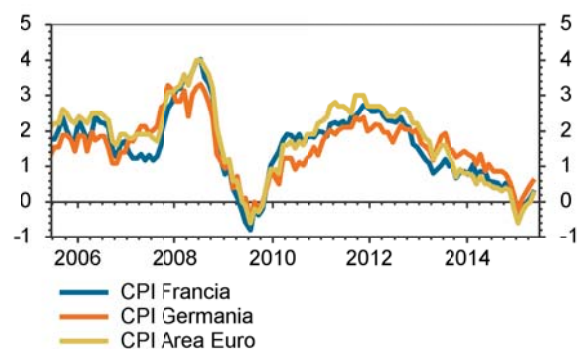
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Valori medi di periodo. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Contributi alla formazione del PIL



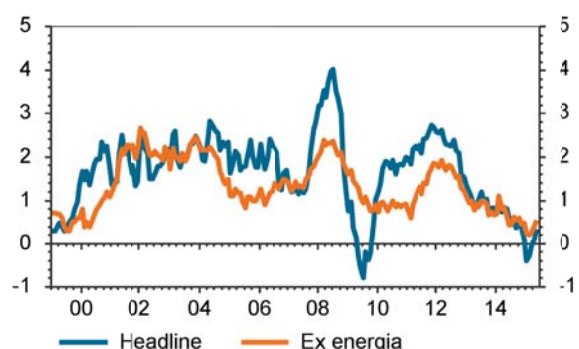
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

CPI



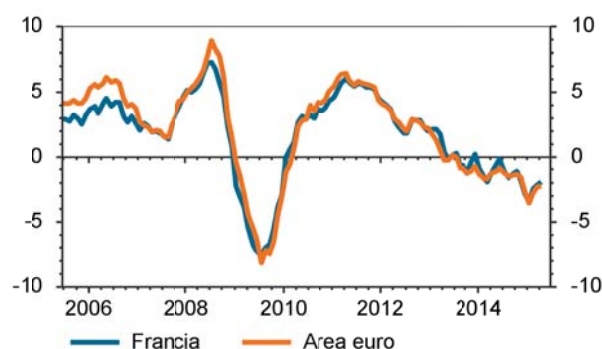
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

CPI ex energia Francia



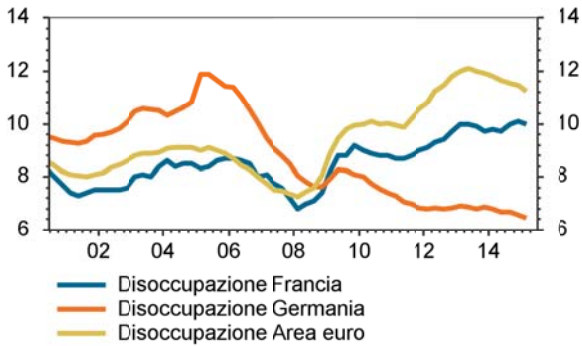
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

PPI



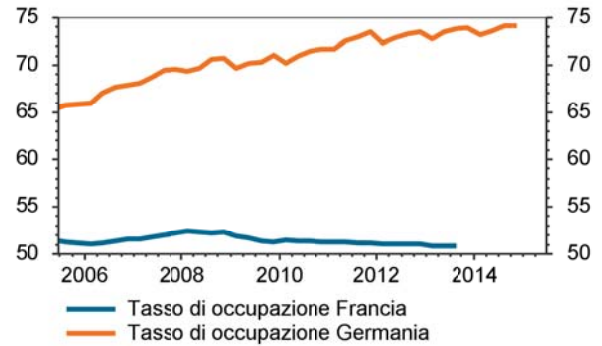
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Disoccupazione



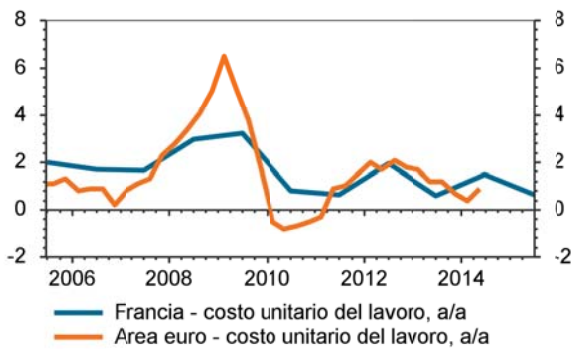
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Occupazione



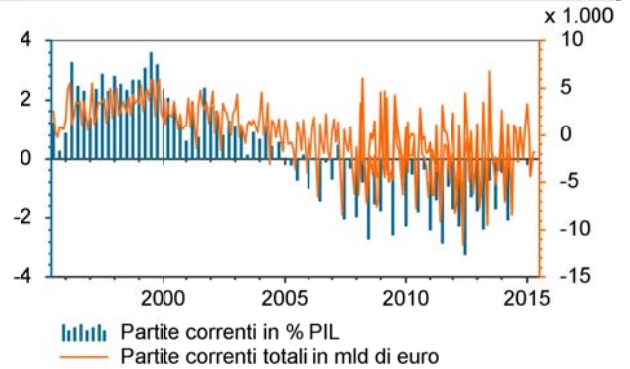
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Costo unitario del lavoro



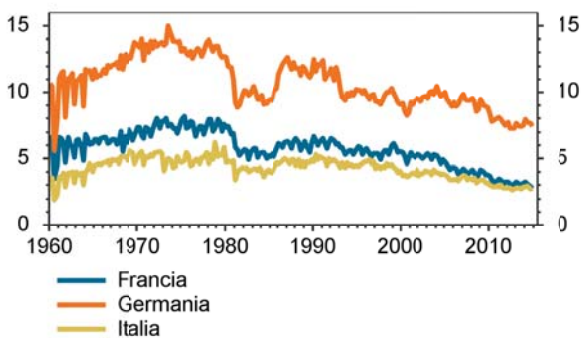
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Andamento delle partite correnti



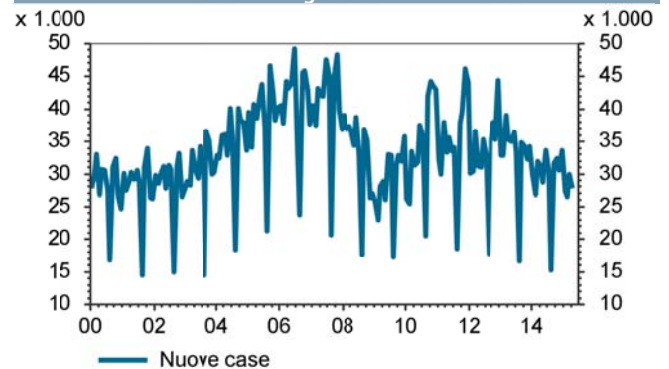
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Quota delle esportazioni globali



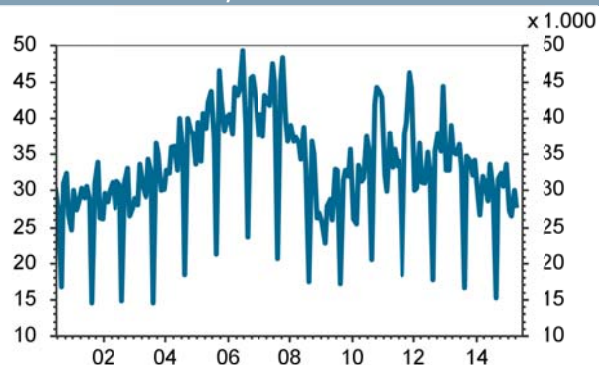
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Andamento vendite al dettaglio



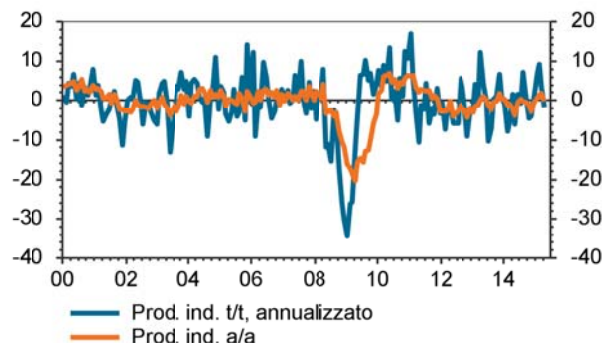
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Costruzione di nuove case, totale



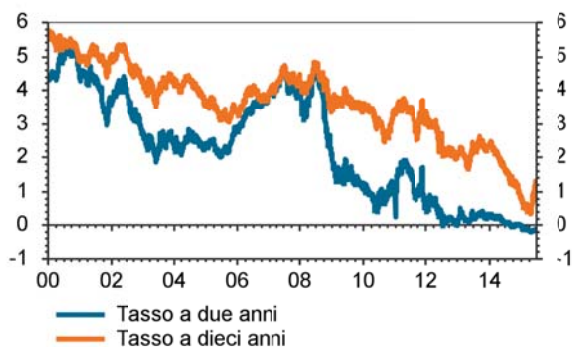
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Produzione industriale



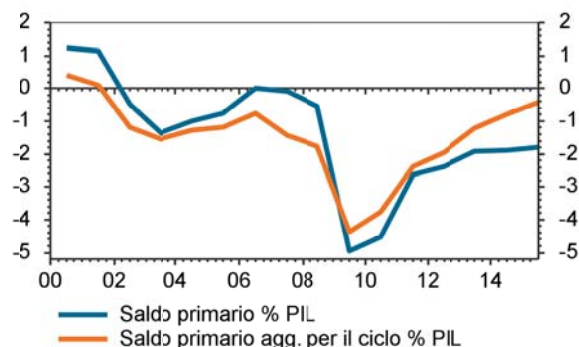
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Tassi governativi a due e a dieci anni



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

Saldo primario



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

Valore aggiunto nei servizi e andamento della fiducia



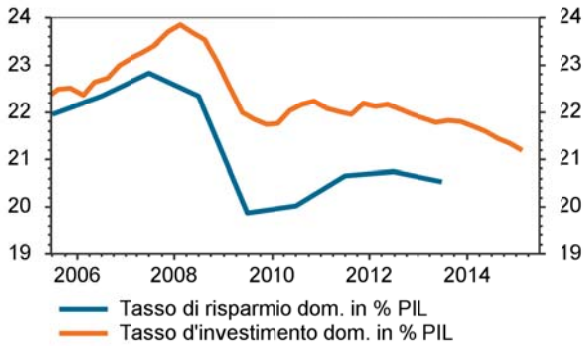
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Investimenti e fiducia nel settore edile



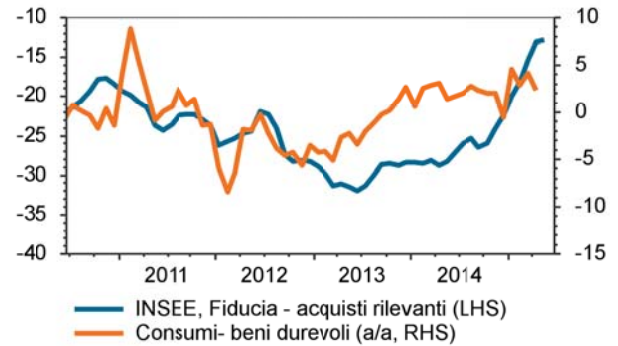
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Tassi di risparmio e d'investimento delle famiglie



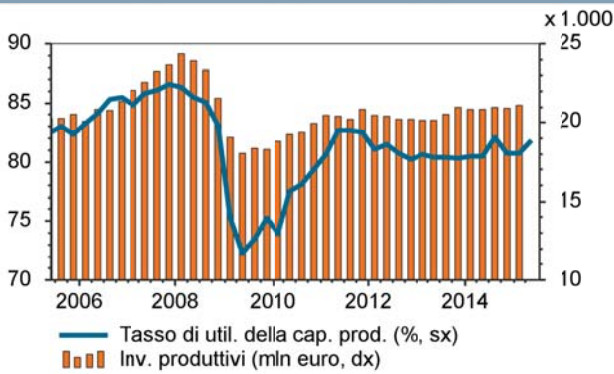
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Fiducia delle famiglie e acquisti di beni durevoli



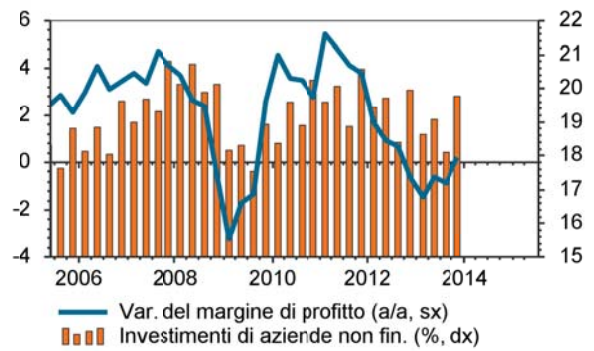
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Utilizzazione della capacità produttiva e investimenti produttivi



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

Variazione del margine di profitto, aziende non finanziarie



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

Italia: la ripresa è sostenibile, ma resta modesta e soggetta a rischi

Dopo l'incoraggiante dato sul 1° trimestre (+0,3% t/t), **l'economia italiana dovrebbe mantenere all'incirca lo stesso ritmo di crescita nel prosieguo dell'anno**. Anzi nel trimestre primaverile il rischio è quello di un lieve rallentamento a 0,2% t/t, per effetto di un minor apporto dalle scorte dopo il contributo di +0,5% t/t visto a inizio anno.

I **consumi** hanno deluso a inizio 2015 (-0,1% t/t: primo dato negativo dopo un anno e mezzo di pur lievi progressi), ma a nostro avviso nel resto dell'anno dovrebbero riprendere almeno il ritmo medio di +0,1% t/t visto dalla metà del 2013 alla fine del 2014, se non accelerare lievemente. Tuttavia, la debole partenza d'anno rischia di limitare la crescita dei consumi nel 2015 allo 0,5% (in accelerazione solo lieve rispetto all'anno scorso); d'altra parte, il 2015 dovrebbe essere solo il primo anno di crescita del potere d'acquisto dei consumatori dal 2007, pertanto è normale che le famiglie si mantengano caute; gioveranno, oltre agli effetti ritardati del minor costo dell'energia e al miglioramento delle condizioni sui prestiti (Figure 1 e 2), i miglioramenti sul fronte occupazionale.

Gli **investimenti** hanno invece sorpreso verso l'alto a inizio 2015 (+1,5% t/t: massimo dal 2006), ma principalmente per via degli investimenti in **mezzi di trasporto** (+28,7% t/t), una componente assai volatile e dal peso ridotto sul totale (circa il 5% degli investimenti totali e meno dell'1% del PIL). Il settore dei mezzi di trasporto in questa fase è nettamente il più trainante anche secondo i dati sulla produzione industriale (e uno dei più trainanti in base a fatturato e ordini all'industria: Figura 5); la domanda sembra attivata dall'estero, visto che le vendite di mezzi di trasporto (in particolare verso gli Stati Uniti) spiegano buona parte dell'incremento dell'export nei primi mesi del 2015 (vedi *infra*).

Viceversa, gli investimenti in **macchinari e attrezzature** sono calati a sorpresa a inizio anno (-0,9% t/t), dopo l'incoraggiante rimbalzo visto a fine 2014 (+0,3% t/t). Sembra pesare ancora, oltre all'incertezza sulla sostenibilità della ripresa, l'eredità della crisi in termini di basso livello dei profitti, della capacità produttiva (Figura 6) e del grado di utilizzo degli impianti (non a caso, gli investimenti a ripartire per primi sono stati quelli in mezzi di trasporto per i quali è più alto il grado di obsolescenza e più agevole la sostituzione). Tuttavia, il consolidarsi delle aspettative di ripresa e il miglioramento delle condizioni finanziarie (visibile sia dall'allentamento delle condizioni che dal calo dei tassi sui prestiti applicati alle imprese) segnalano che il recupero potrà estendersi gradualmente alla spesa in macchinari e attrezzature (Figure 7 e 8).

Un discorso a parte meritano gli investimenti in **costruzioni**, che nel 1° trimestre del 2015 hanno evidenziato il primo dato positivo (+0,5% t/t) da quasi 5 anni. La ripresa del comparto è la principale e più importante novità positiva dello scenario congiunturale degli ultimi mesi in Italia, visto che la recessione nel settore è durata in pratica ininterrottamente negli ultimi 7 anni. Altri segnali in tal senso sono venuti nel corso del 2015: il clima di fiducia delle imprese di costruzione ha finalmente imboccato una tendenza al rialzo (Figura 9), così come non solo la produzione nel settore, ma anche nei comparti industriali che forniscono i principali input alle imprese edili; anche i permessi di costruzione hanno registrato un modesto rialzo, soprattutto nel comparto residenziale. La stessa ripresa del numero di compravendite sul mercato immobiliare è coerente con il miglioramento della capacità di accesso da parte delle famiglie vista già a fine 2014 (Figura 10) e destinata ad accentuarsi ulteriormente nel corso del 2015 (con il calo del costo del servizio del debito e l'aumento del reddito disponibile). Tuttavia, visto il persistente eccesso di offerta (lo stock di abitazioni invendute, pur in lenta flessione dopo il picco toccato nel 2012, rimane su livelli elevati, intorno alle 200 mila unità), riteniamo che la ripresa nelle costruzioni sia destinata ad essere assai irregolare: è possibile che la variazione media annua degli investimenti nel comparto possa tornare in positivo solo nel 2016.

Paolo Mameli

I consumi hanno deluso, ma potranno avvantaggiarsi degli effetti ritardati (ancorché non pieni) del calo del costo dell'energia

Gli investimenti in mezzi di trasporto sono già ripartiti...

...mentre quelli in macchinari ancora stentano

Il recupero per le costruzioni è la principale novità dello scenario congiunturale

Il traino dall'**export** sembra essersi in qualche modo "inceppato" a inizio 2015. Tuttavia, riteniamo che non si sia ancora esaurita del tutto la spinta derivante da un euro relativamente debole (pur dopo il rimbalzo primaverile, il tasso di cambio effettivo dell'euro resta del 10% più competitivo rispetto alla media dello scorso anno). D'altra parte però l'export non è esente da rischi. Prima di tutto, i dati mensili mostrano come buona parte dell'incremento delle esportazioni nei primi 4 mesi dell'anno (+4,7%) venga dalle vendite verso gli **Stati Uniti** (+3,4%; in particolare le vendite di mezzi di trasporto verso gli USA spiegano oltre la metà della crescita dell'export totale). La performance dell'export italiano verso gli USA (+39% nei primi 4 mesi del 2015 rispetto allo stesso periodo del 2014) è risultata, a parità di shock sul tasso di cambio, migliore (soprattutto in termini di volumi) di quella registrata da Germania e Francia (Figure 11 e 12). Viceversa, pressoché nullo è stato il contributo dell'export verso gli altri Paesi dell'area euro (+0,3%), per via in particolare del calo delle vendite verso la **Francia**. Ha pesato, e probabilmente continuerà a pesare anche nei prossimi mesi, la flessione dell'export verso la **Russia** (-29%, per un contributo all'export totale di -0,5% nei primi 4 mesi dell'anno), che ha riguardato non solo l'alimentare (-42%), colpito dalle contro-sanzioni russe, ma anche tutti gli altri comparti, per l'effetto congiunto della pesante recessione dell'economia locale e del deprezzamento del rublo (da notare il -62% dei mezzi di trasporto e in particolare il -79% degli autoveicoli). Da notare invece che sta contribuendo positivamente l'export verso i Paesi **OPEC** (con incrementi a due cifre per elettronica, alimentari, mobili, chimica e farmaceutici, articoli in pelle, meccanica), verso i quali la maggiore competitività in termini di tasso di cambio ha prevalso sul minor dinamismo della domanda.

In prospettiva, continuerà a pesare la questione **russe**, e non si vede una significativa ripresa delle vendite verso gli altri Paesi dell'eurozona (con l'eccezione della Spagna) visto che il ciclo nel resto dell'area euro non mostra un'apprezzabile accelerazione. D'altra parte, continueranno ad essere premianti le vendite verso gli Stati Uniti e in generale i Paesi dell'area del dollaro; anche i Paesi europei al di fuori dell'eurozona (Regno Unito, Svizzera e Paesi dell'Est Europa, Polonia *in primis*) dovrebbero continuare a contribuire positivamente (Figura 13). Non è da escludere invece un'inversione di tendenza nelle vendite verso la **Turchia** (dopo il contributo positivo di 0,1% visto nel 1° quadrimestre) se dovesse continuare a pesare l'incertezza politica. Anche l'export verso la **Cina** e altre economie asiatiche potrebbero frenare per via del rallentamento ciclico, mentre l'incertezza geopolitica in tutta l'area mediorientale dovrebbe continuare ad avere un impatto tutto sommato contenuto sull'export italiano. Le esportazioni verso la **Grecia**, risultano evidentemente a forte rischio di un calo ben più pronunciato del -4,4% visto nel 2015T1 nel caso di introduzione temporanea di forme di controllo dei capitali o ancor più nel caso di uscita dall'Unione Monetaria; d'altra parte, anche un calo del 30% delle vendite verso la Grecia è in grado di togliere al massimo tre decimi all'export totale e un decimo al PIL (Figura 14).

In sintesi, **riteniamo che la ripresa vista a inizio 2015 possa proseguire nel resto dell'anno** (per una crescita media allo 0,6% nel 2015 e all'1,2% nel 2016), principalmente perché continua l'effetto congiunto dei "venti di poppa" che indicavamo come i fattori in grado di "innescare" la ripresa da inizio 2015 (calo del prezzo dell'energia, deprezzamento del tasso di cambio, effetti del *Quantitative Easing* della BCE, politica fiscale moderatamente espansiva). Tuttavia, non ci aspettiamo una significativa accelerazione su base congiunturale rispetto al ritmo di 0,3% t/t visto a inizio anno, in quanto:

- 1) **la forza propulsiva dei fattori di spinatasi è in parte attenuata**, visti i recenti movimenti sui mercati finanziari (risalita dei prezzi delle materie prime, del tasso di cambio dell'euro e dei rendimenti sui titoli governativi) e visto che anche i margini espansivi per la politica fiscale vanno riducendosi;
- 2) **è aumentata, rispetto a 3 mesi fa, la portata dei rischi** sullo scenario (vedi *infra*).

L'export non è stato brillante a inizio anno, ma tornerà a sostenere la crescita...

..sebbene non manchino i rischi, soprattutto da Grecia e Russia

In sintesi, riteniamo che la ripresa sia sostenibile, ma non ci attendiamo una significativa accelerazione del tasso di crescita congiunturale

In sintesi, se la forza dei “venti di poppa”, che indicavamo 3 mesi fa come i fattori in grado di innescare la ripresa, si è attenuata, tuttavia essa resta significativa soprattutto sull’anno in corso. Il combinato disposto di calo del prezzo dell’energia, deprezzamento del tasso di cambio, effetti del QE e dalla politica fiscale è in grado, a nostro avviso, di avere un **impatto positivo sul PIL 2015 dell’ordine di 0,7-0,8%** (rispetto a un 1,3% di impatto massimo stimato a inizio anno); l’effetto maggiore viene dal deprezzamento del tasso di cambio (Tabella 1).

Per l’anno prossimo, l’affievolirsi dell’impatto degli *shock* positivi dovrebbe essere più che compensato dalla **riaccelerazione della domanda mondiale** (almeno di quella proveniente dai maggiori *partner* commerciali dell’Italia). Il mix di tutti questi fattori determina una **crescita del PIL italiano di 0,6% quest’anno e di 1,2% il prossimo**. Su tale previsione i rischi appaiono ad oggi bilanciati. Lo scenario di base non incorpora i rischi di cui *infra*.

I rischi principali gravanti sullo scenario sono due:

1) **il rischio esogeno derivante dalle ripercussioni di una evoluzione “estrema” della vicenda greca**: probabilmente, il persistere dell’*impasse* o qualche forma di *default* all’interno dell’eurozona avrebbero un impatto sostanzialmente trascurabile sul PIL italiano; solo un’uscita “disordinata” della Grecia dall’eurozona (evento che nel momento in cui si scrive non è possibile escludere dallo scenario) potrebbe avere un impatto significativo, sia pure assai difficile da stimare. Le ovvie tensioni in termini di **allargamento del premio per il rischio** su tutti i Paesi della periferia potrebbero essere contrastate efficacemente da un’**accelerazione nel ritmo di acquisto di titoli di Stato da parte della BCE**. Il principale impatto sarebbe attraverso un peggioramento del clima di fiducia, mentre i **canali di contagio economico diretto sono limitati**, visto che:

- a. l’**export italiano verso la Grecia** rappresenta meno dell’1% del totale e meno dello 0,3% del PIL (Figura 14);
- b. l’**esposizione del settore finanziario** privato era stimata a circa 1 miliardo (meno dello 0,1% del PIL) secondo i dati BRI a fine 2014 (era pari a quasi 7 miliardi a fine 2009), ma è assai probabile che tale esposizione si sia ulteriormente ridotta negli ultimi mesi sino a divenire sostanzialmente trascurabile;
- c. la maggiore conseguenza finanziaria sarebbe sugli oltre **40 miliardi di esposizione statale** (attraverso il prestito bilaterale, le garanzie date al fondo Efsf e la quota implicita dei titoli greci comprati dalla BCE col programma SMP), che peraltro si tradurrebbero in perdite solo nel momento in cui si realizzassero (in gran parte dal 2023 in poi).

2) **il rischio, tutto endogeno, derivante da una perdita di slancio dell’agenda governativa sulle riforme**: la recente perdita di consensi del Governo, nonché l’aumento del tasso di litigiosità all’interno della maggioranza e in particolare del maggior partito, ci spingono a non escludere del tutto questo scenario. Se a nostro avviso il rischio politico in termini di probabilità di caduta del governo e ritorno alle urne rimane contenuto, tuttavia le spinte centrifughe all’interno della maggioranza potrebbero annacquare il processo di riforme: archiviata la riforma elettorale e quella del mercato del lavoro, sembrano a rischio al momento sia il completamento delle riforme istituzionali (necessario per l’entrata in vigore della legge elettorale visto che essa si applica a una sola delle due camere oggi esistenti) sia altre riforme, *in primis* quella della scuola. Non è da escludere che ciò possa impedire, almeno per il momento, un miglioramento del *rating* e degli indici di rischio-Paese.

Continuano a soffiare, ma sono diminuiti di intensità, i “venti favorevoli” per la ripresa...

...tuttavia non si possono sottovalutare i rischi, sia di natura esogena che endogena

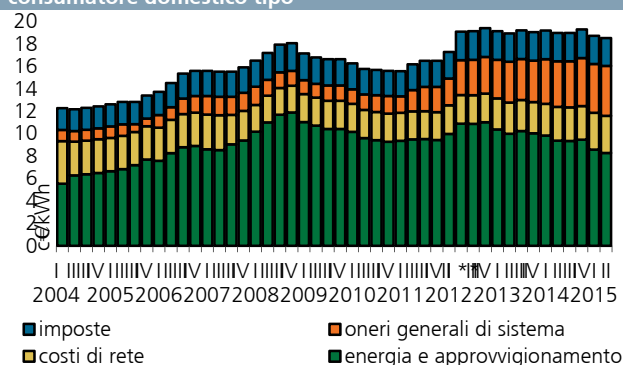
Scenario Macroeconomico

Giugno 2015

Previsioni	2014	2015	2016	2014		2015				2016	
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	-0.4	0.6	1.2	-0.5	-0.4	0.1	0.5	0.8	1.1	1.1	1.2
t/t				-0.1	0.0	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
Consumi delle famiglie	0.3	0.5	1.1	0.2	0.1	-0.1	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2
Investimenti fissi lordi	-3.2	1.3	2.1	-0.7	0.2	1.5	-0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
Consumi collettivi	-1.0	0.2	-0.2	0.2	0.4	0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1
Esportazioni	2.4	3.7	4.1	0.4	1.8	0.0	1.5	1.0	0.8	1.1	1.0
Importazioni	1.7	3.7	3.9	0.8	0.5	1.4	0.7	0.9	1.0	1.0	0.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.6	0.5	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	1.9	2.7	3.1	2.6	3.6	1.4	2.3	3.6	3.7	1.6	2.5
Deficit (% PIL)	-3.0	-2.7	-2.1								
Debito (% PIL)	132.0	133.2	132.2								
CPI (a/a)	0.2	0.2	1.2	-0.1	0.1	-0.2	0.1	0.3	0.7	1.1	1.1
Produzione Industriale	-0.5	0.6	1.2	-0.5	0.1	0.4	0.4	0.3	0.5	0.1	0.6
Disoccupazione (%)	12.7	12.3	11.9	12.7	12.7	12.4	12.4	12.3	12.2	12.1	12.0
Tasso a 10 anni	2.89	1.95	2.11	2.61	2.23	1.53	1.78	2.42	2.07	2.04	2.03
Cambio effett. (2010=100)	99.8	95.7	96.5	99.4	98.9	96.2	95.7	95.3	95.6	96.2	96.4

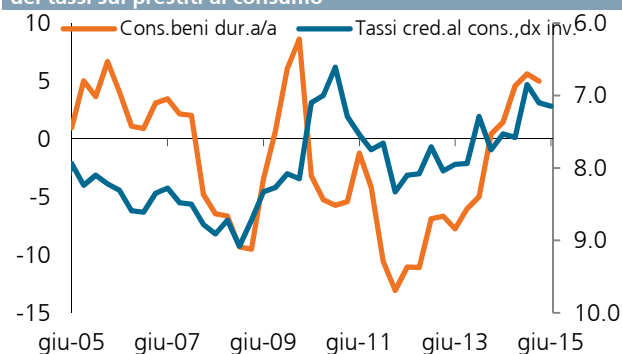
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Andamento del prezzo dell'energia elettrica per un consumatore domestico tipo



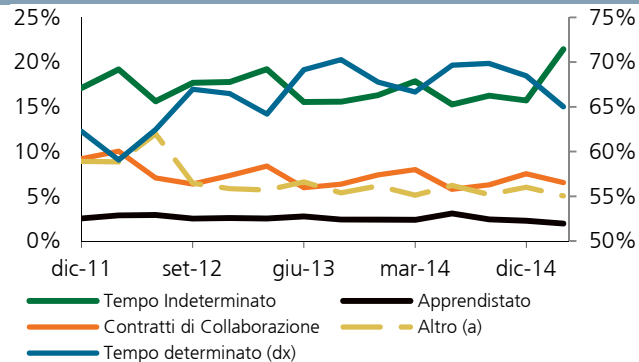
Nota: condizioni economiche di fornitura per una famiglia con 3 kW di potenza impegnata e 2.700 kWh di consumo annuo. Fonte: Autorità per l'Energia

Fig. 2 – I consumi di beni durevoli stanno beneficiando del calo dei tassi sui prestiti al consumo



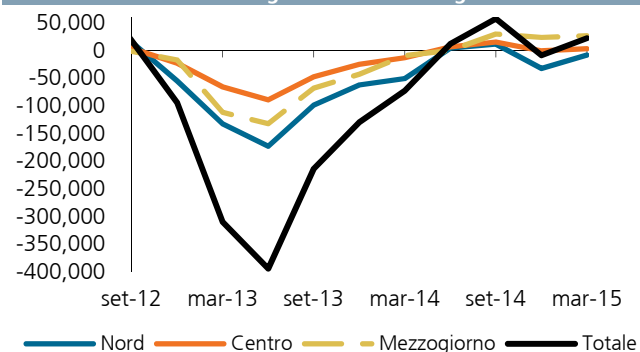
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISTAT, BCE

Fig. 3 – E' in aumento la quota di nuovi contratti a tempo indeterminato



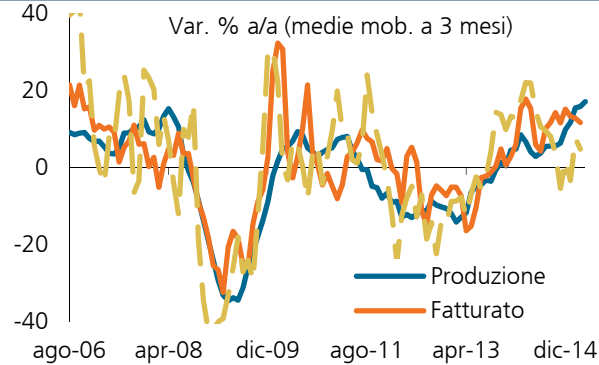
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Ministero del Lavoro

Fig. 4 – Il ritorno in positivo nel saldo tra nuovi rapporti di lavoro attivati e cessati è guidato dal Mezzogiorno



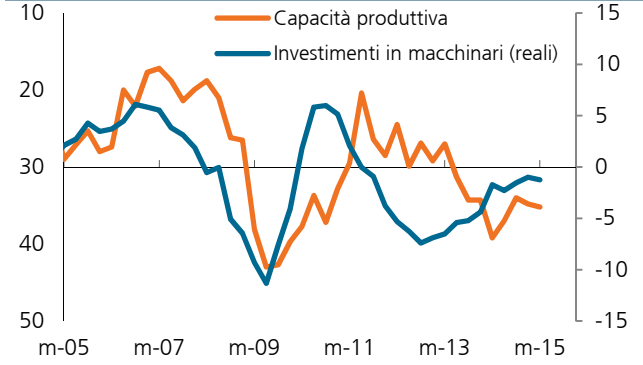
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Ministero del Lavoro

Fig. 5 – Il settore dei mezzi di trasporto appare trainante in questa fase



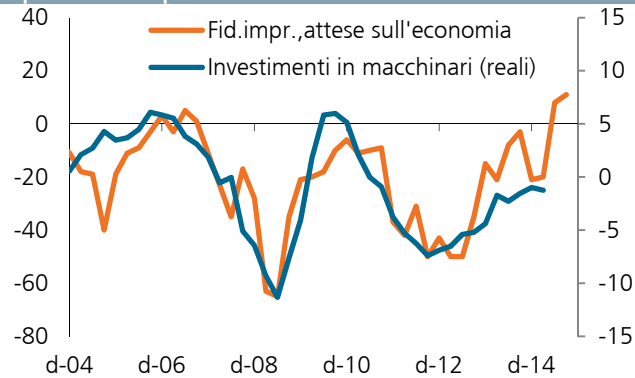
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISTAT

Fig. 6 – Gli investimenti in macchinari restano al palo, zavorrati dalla bassa capacità produttiva...



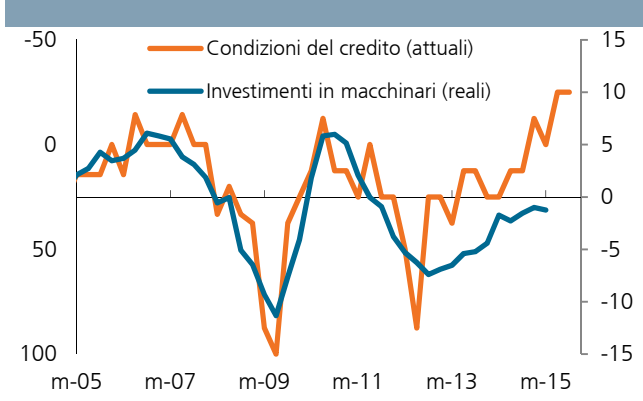
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISTAT

Fig. 7 – ..ma gioverà il rafforzamento delle aspettative di ripresa delle imprese...



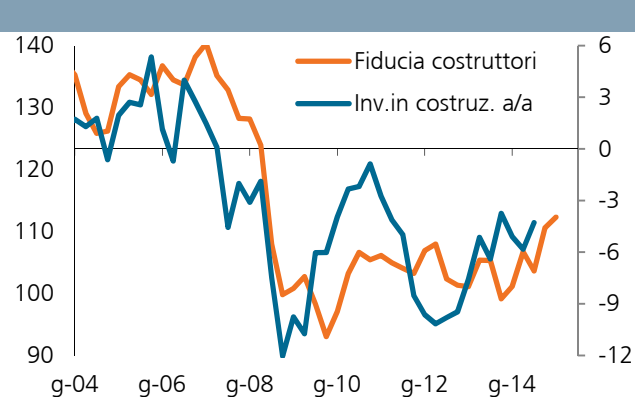
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 8 –...e l'allentamento in corso delle condizioni finanziarie



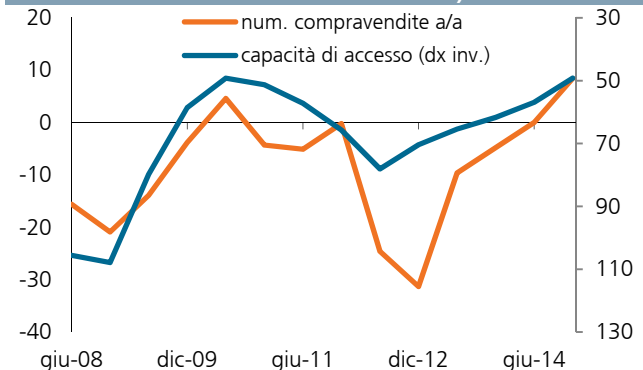
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, BCE

Fig. 9 – La fiducia dei costruttori è in ripresa, ma uno stabile ritorno alla crescita degli investimenti in costruzioni è ancora lontano



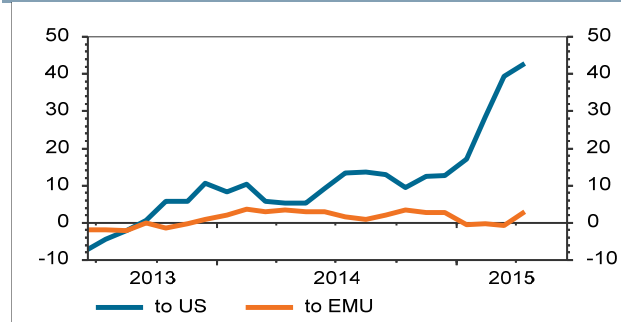
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISTAT

Fig. 10 – La ripresa del numero di compravendite sul mercato immobiliare è coerente con il miglioramento della capacità di accesso al mercato da parte delle famiglie (che dovrebbe accentuarsi ulteriormente nel corso del 2015)



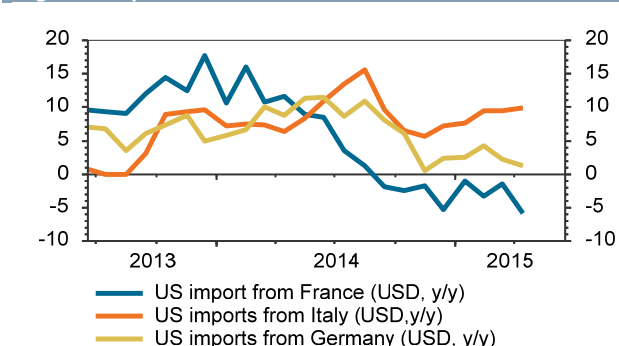
Nota: l'indicatore sulla "capacità di accesso" al mercato immobiliare è dato dal rapporto tra il servizio dei nuovi mutui ipotecari (approssimato dal prodotto tra quotazioni e tassi di interesse) e il reddito disponibile delle famiglie; un calo segnala un miglioramento della capacità di accesso al mercato delle abitazioni da parte delle famiglie. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Banca d'Italia

Fig. 11 – L'export è trainato dalle vendite verso gli Stati Uniti (mentre modesto è il contributo dal resto dell'eurozona)



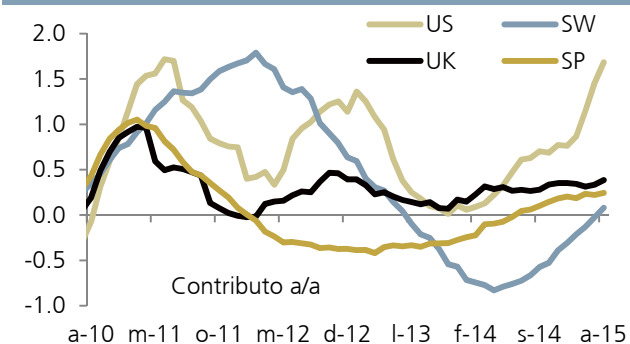
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 12 – La performance dell'export italiano verso gli USA è migliore di quella di Germania e Francia



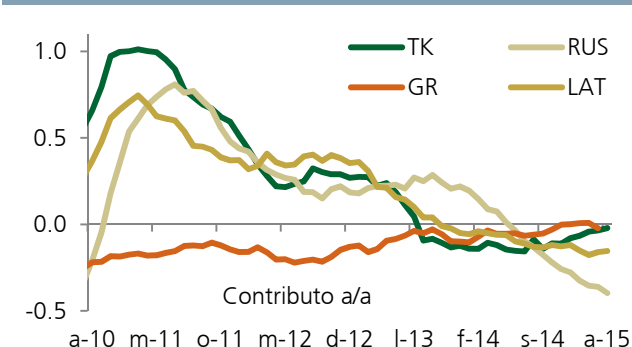
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 13 – Oltre che verso gli Usa, dovrebbe continuare ad essere premiante l'export verso il Regno Unito, la Spagna e la Svizzera...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISTAT

Fig. 14 – ...mentre sono a rischio le esportazioni verso Russia, Turchia, America Latina e Grecia



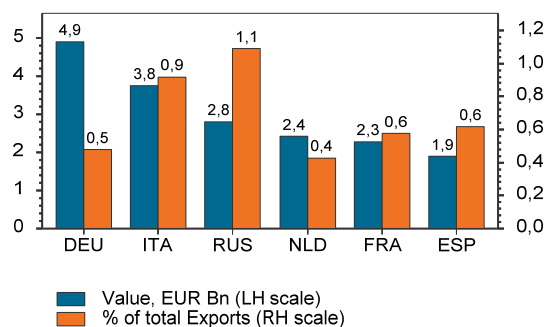
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISTAT

Tab. 1 – Scomposizione della stima Intesa Sanpaolo sul PIL italiano 2015-16 in base ai diversi fattori aventi un impatto sul ciclo

	2015	2016
Calo del prezzo del petrolio	0.2	0.2
Deprezzamento del tasso di cambio	0.3	0.3
Calo dei tassi di interesse	0.1	0.0
Politica fiscale	0.1	0.0
Domanda estera	0.0	0.6
Rischi esogeni (Grecia+tensioni geopolitiche)	-0.2	0.0
Previsione PIL	0.6	1.2

Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 15 – L'export verso la Grecia per l'Italia come per gli altri principali Paesi europei vale meno dell'1% dell'export totale (per l'Italia, circa lo 0,3% del PIL)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Spagna: per ora in vetta, ma i rischi non mancano

La Spagna è tornata a crescere dalla seconda metà del 2013; prima a un ritmo assai blando, poi dal 2° trimestre dello scorso anno tra il 2% e il 2,8% annualizzato. Il 2015 si è aperto con una sorpresa ulteriore: il PIL è balzato dello 0,9% t/t (3,6% ann.) nel 1° trimestre. La sorpresa di inizio 2015 alza la nostra stima per l'anno in corso al 2,8%. Per il 2016 ci aspettiamo una crescita del 2,3%, ancora in eccesso rispetto al potenziale stimato dalla Commissione UE (0,2%). Il ritorno a tassi di crescita così sostenuti è il frutto sia del processo di riforme messo in atto negli anni di crisi, sia di una politica fiscale meno restrittiva nel 2013-14 (variazione del saldo strutturale -1,3 punti da -2,7 punti nel 2012) e moderatamente espansiva nel 2015 (variazione del saldo strutturale +0,4 punti). Il Paese ha inoltre beneficiato di condizioni finanziarie progressivamente più accomodanti⁹. Non va trascurato, inoltre, il calo del prezzo del greggio di oltre il 60%, che nel caso della Spagna è particolarmente rilevante (+0,7% di PIL dopo un anno), data l'elevata dipendenza energetica del Paese. **Rischi per lo scenario.** Per quanto positivi sul Paese, rimaniamo cauti: il processo di *deleveraging* deve continuare, i guadagni di competitività degli ultimi anni si sono in parte fermati; sono necessari sforzi di riforma ulteriori per il mercato del lavoro, dei prodotti e del regime di tassazione. L'elevato debito pubblico (100,8% nel 2015) è un potenziale elemento di vulnerabilità in caso di svolta dei mercati, ma il principale rischio per il 2015 è indubbiamente politico. Una simulazione fatta da *El País*, sulla base dei risultati delle elezioni regionali dello scorso 24 maggio, indica che alle elezioni nazionali di fine 2015 il PP otterrebbe solo 120 seggi (da 132 nel 2011), il PSOE 108 (da 119), *Podemos* 37 e *Ciudadanos* 18. Dunque, dopo le elezioni nazionali, per la prima volta dal 1978, il Paese potrebbe essere governato da una larga coalizione, che rischia di essere l'unica possibile.

Anna Maria Grimaldi

Prospettive di breve termine. Il PMI composito si è aggirato in media a 58,7 tra aprile e maggio 2015 dal 56,6 del 1° trimestre di quest'anno e dal 54,5 di fine 2014 (v. Fig. 1) ed è coerente con una crescita del PIL intorno a 0,7% t/t anche nei mesi centrali dell'anno. La produzione industriale è rimasta invariata ad aprile dopo i forti aumenti dei due mesi precedenti ed è in rotta per una crescita dell'1,1% t/t a giugno, come a marzo. L'aumento sarà trainato per lo più dalla domanda interna, che ci aspettiamo contribuisca alla dinamica del PIL per 2,4 punti dal +2,0% del 2014. In particolare i **consumi** sono visti in crescita del 2,7% nel 2015, dopo il 2,4% del 2014. Gli indici di fiducia sono sui massimi dal 1993, il reddito disponibile reale è tornato a crescere di oltre l'1,5% nel 2014, sostenuto dai tagli fiscali, dal calo dei prezzi delle benzine, e da una crescita dell'occupazione superiore alle attese e da condizioni finanziarie più favorevoli. Gli accordi collettivi per il 2015 hanno comportato aumenti salariali di 0,6%, dallo 0,5% del 2014. I salari reali si stima continueranno a crescere di circa 0,8% nel 2015. **La spesa in macchinari** è attesa in aumento del 6,0% dopo il 5,8% del 2014, sostenuta dal ritorno su livelli di utilizzo della capacità produttiva in linea con la media storica, dall'ampio recupero dei margini operativi lordi (v. Figg. 5-17), da condizioni di finanziamento più favorevoli, dalla graduale svolta dei prestiti e da prospettive di crescita della domanda interna ed estera più solide. Dopo sette anni di cali a filo di piombo, il comparto delle costruzioni residenziali sembra aver toccato il fondo ed essere vicino a una svolta molto graduale. La quota delle **costruzioni** residenziali in rapporto al PIL è tornata al 3,8% nel 2014 da un picco dell'8,8% nel 2010 (v. Fig. 9). Inoltre, i prezzi delle case sono calati del 2,2%, in termini reali, dal -7,3% del 2013. La svolta del comparto residenziale sarà comunque lenta. Sebbene le vendite di case siano ripartite, rimane assai elevato lo stock di case invendute (v. Fig. 10) il che farà da freno ai nuovi investimenti residenziali. Nei mesi invernali, il manifatturiero ha guadagnato quota più velocemente rispetto a fine 2014. Notiamo che il manifatturiero è stato sostenuto da una decisa accelerazione dell'export verso gli Stati Uniti fino a dicembre e quando la domanda negli USA è rallentata, l'America Latina e in parte la ripresa europea hanno sostenuto l'export. L'orientamento

Consumi e macchinari in
crescita a ritmi pre-crisi ...

... anche le costruzioni hanno
svoltato

⁹ Prima con la risoluzione della crisi bancaria nel 2012 e, successivamente, con il progressivo calo dei tassi a breve e più lungo termine e il deprezzamento del cambio, accentuatosi con il PSPP.

verso mercati di sbocco dinamici, e meno verso l'Est-Europa, dovrebbe in parte isolare l'export spagnolo dalle tensioni geopolitiche in Est-Europa. Il PMI globale indica un andamento più blando delle esportazioni nei prossimi mesi (v. Fig. 11). In teoria, ulteriore sostegno ai flussi commerciali dovrebbe venire dal deprezzamento del cambio (v. Fig. 13). Nel complesso, ci aspettiamo una crescita dell'**export** del 5,1% nel 2015, dal 4,2% del 2014. Le **importazioni** dovrebbero crescere del 5,0% dopo la forte accelerazione del 2014 (+7,6%), in linea con le elasticità storiche rispetto alla domanda interna. I rischi tuttavia nel breve periodo sono verso l'alto data la risposta piuttosto rapida dell'import a variazioni del tasso di cambio (v. Fig. 13).

La ripresa si è estesa al **mercato del lavoro**: l'occupazione totale su base annua è cresciuta in media del 2,1% nel 2014 dopo il calo dell'1,9% nel 2013. In media sono stati creati a trimestre 150 mila posti di lavoro tra giugno 2014 e marzo 2015. Il settore privato ha creato 468 mila posti di lavoro (nel periodo marzo 2014-marzo 2015). La crescita degli occupati è stata anche superiore alle indicazioni dalle indagini di clima sulle intenzioni ad assumere (v. Fig. 5). Il **tasso di disoccupazione** è sceso più rapidamente di quello che ci aspettavamo fino al 22,7% ad aprile dal picco del 27% a marzo 2013 per poi rimanere invariato negli ultimi mesi. Il calo è in parte dovuto alla discesa del tasso di partecipazione fino al 59,5% dal 60,2% per effetto di un aumento degli inattivi. Sull'orizzonte di previsione ci aspettiamo un calo contenuto della disoccupazione fino al 21,2% a fine 2016.

Finanze pubbliche. Il deficit ha chiuso a -5,8% del PIL in linea con le nostre stime (-5,7%) e le previsioni della Commissione UE di un anno fa (-5,6%). Il calo del deficit di un punto rispetto al 2013 ha beneficiato di dinamiche cicliche più favorevoli. Il saldo strutturale è rimasto pressoché invariato nel 2014 al -2,0%. Per il 2015, ci aspettiamo una discesa del deficit intorno al 4,7% del PIL. Nel 2016 il deficit è atteso diminuire ancora di circa un punto fino al 3,7% del PIL. La nuova lettura del Patto di Stabilità ha significativamente ridotto lo sforzo fiscale da attuare per l'anno in corso dall'1,0% allo 0,5%, dato l'ancora ampio *output gap* (-3,8% nelle stime di primavera). Tuttavia, anche con la nuova interpretazione del Patto di Stabilità, la Spagna sarebbe non rispondente, dal momento che la Commissione UE prevede un peggioramento del saldo strutturale a 0,4%. La Commissione UE ha dato il via libera alla Spagna per il 2015 in parte per l'elevato tasso di riforme ma anche in vista delle elezioni politiche di fine anno. Il Paese dovrà tornare a correggere nel 2016, quando l'*output gap* è stimato stringere fino all'1,8%. Come si è già verificato negli anni scorsi rimane però aperto il dibattito tra la Commissione UE e il Governo spagnolo sul livello del saldo strutturale e quindi sulla correzione strutturale di medio termine.

Performance del manifatturiero sostenuta dalla diversificazione dell'export verso economie più dinamiche

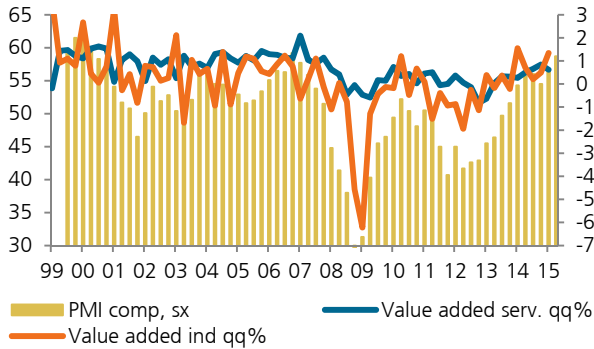
L'elevato tasso di disoccupazione è una delle principali sfide nel medio periodo

Ritorna la vecchia querelle tra Governo e Commissione UE sul livello del saldo strutturale

Previsioni	2014	2015	2016	2014		2015				2016	
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a) t/t	1.4	2.7	2.3	1.6	2.1	2.7	2.8	2.8	2.7	2.4	2.3
Consumi delle famiglie	2.4	2.7	1.9	0.8	0.9	0.7	0.5	0.4	0.4	0.7	0.4
Investimenti fissi lordi	1.8	3.6	2.3	3.0	0.8	0.5	0.4	0.6	0.8	0.4	0.8
Deficit (% PIL)	-5.8	-4.7	-3.7								
Debito (% PIL)	97.2	99.3	102.6								
CPI (a/a)	-0.2	0.0	1.3	-0.3	-0.5	-1.0	-0.4	0.0	1.5	1.6	1.5
Disoccupazione (%)	25.4	21.7	20.3	25.6	25.4	25.2	22.5	22.1	21.7	21.3	20.9
Cambio effett. (2005=100)	99.4	96.2	96.7	99.1	98.7	96.6	96.2	95.8	96.0	96.5	96.6

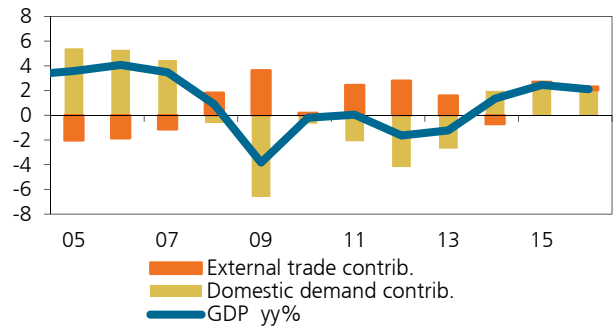
Nota: Variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – La ripresa rimarrà solida anche in primavera/estate. L'industria sta accelerando



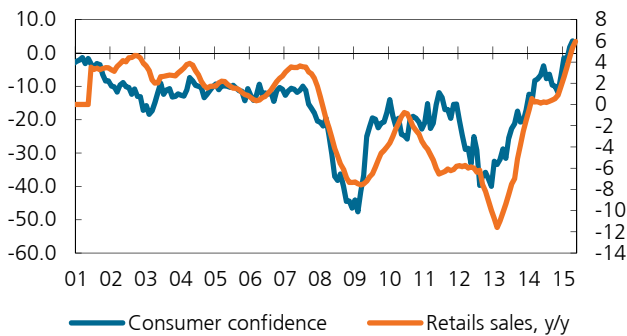
Fonte: INE, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Sull'orizzonte di previsione, la crescita sarà sostenuta più dalla domanda interna che dal commercio estero



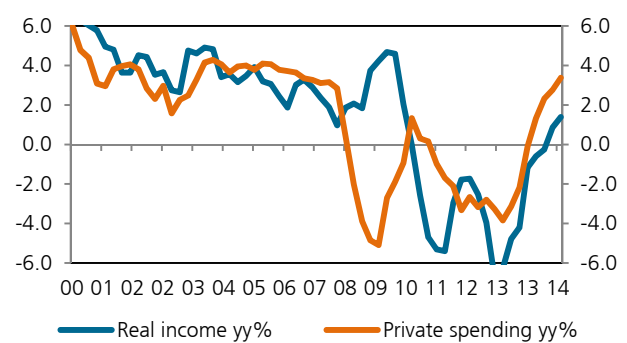
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Consumi privati in recupero, fiducia sui massimi degli ultimi 15 anni



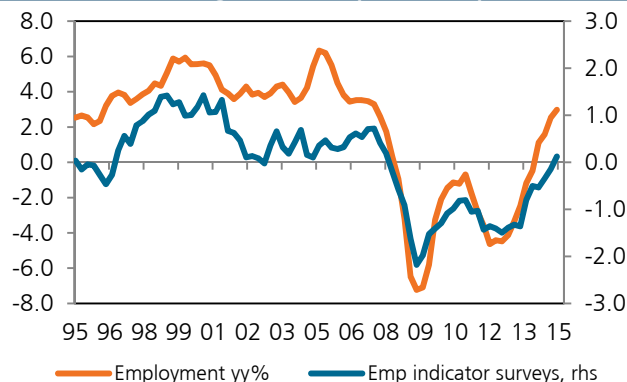
Fonte: Eurostat, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Ampio supporto alla spesa dalla dinamica del reddito disponibile che beneficia di una ...



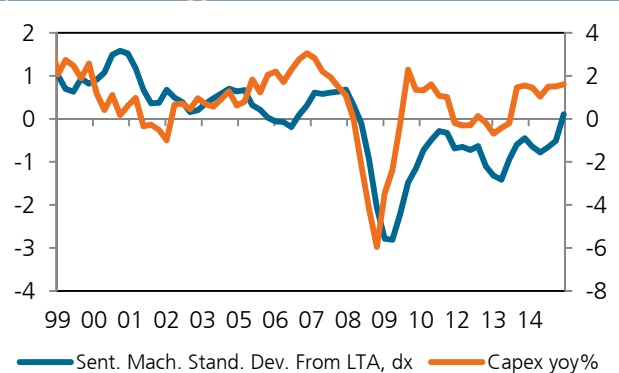
Fonte: Eurostat, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – ... dinamica occupazionale anche più forte rispetto alle indicazioni delle indagini di fiducia presso le imprese



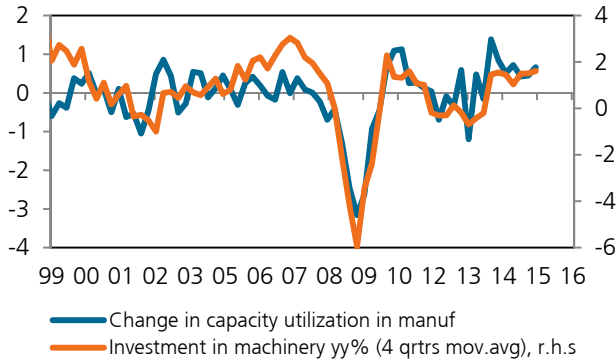
Fonte: Commissione UE, INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – Gli investimenti in macchinari sono cresciuti più di quanto avrebbe suggerito la dinamica della fiducia ...



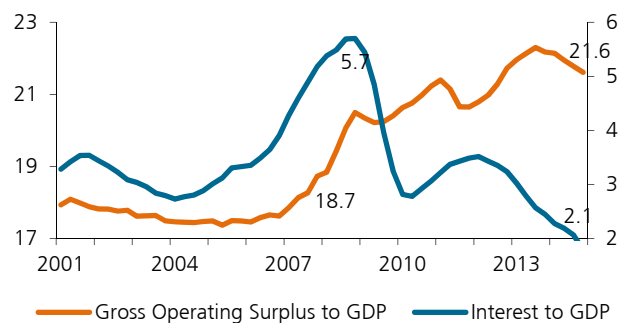
Fonte: INE elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – ...ma in linea con l'aumento di utilizzo della capacità produttiva che è tornata alla norma storica e ...



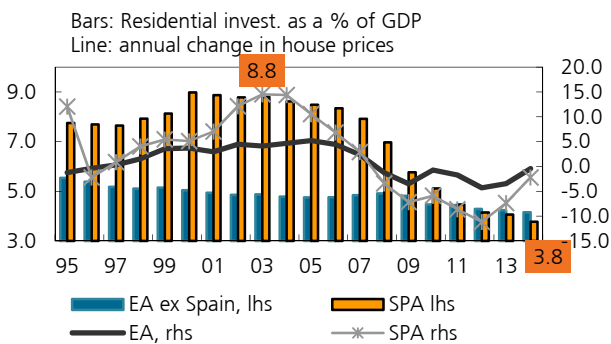
Fonte: Eurostat, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – ...investimenti sostenuti dall'aumento dei margini operativi lordi e dal calo della spesa per interessi



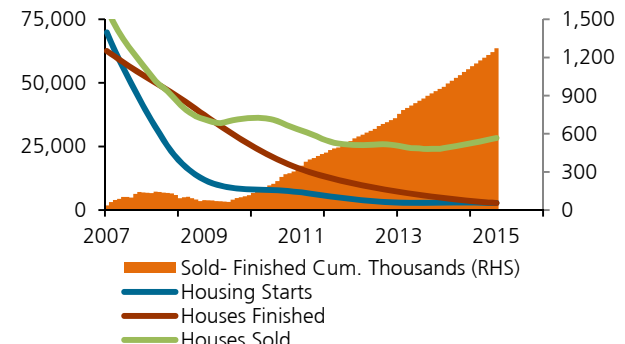
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – Anche le costruzioni hanno svolto: gli investimenti residenziali in rapporto al PIL sono tornati al di sotto della media UE, i prezzi cominciano a risalire ma ...



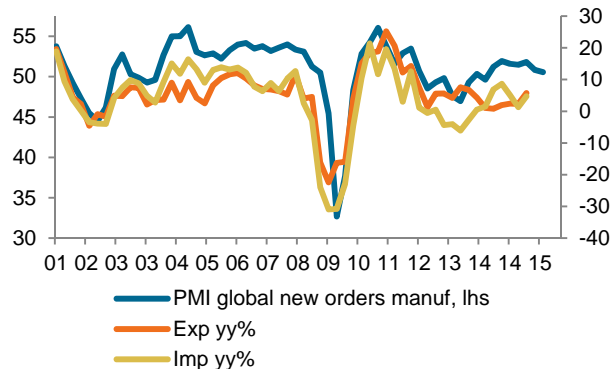
Fonte: INE, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – ... ci aspettiamo una crescita solo marginalmente positiva delle costruzioni, dato l'elevato stock di case invendute



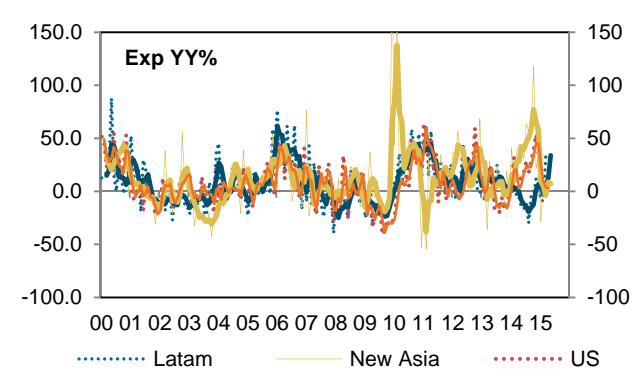
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 11 – Il PMI Markit ordini globali suggerisce una stabilizzazione del commercio estero



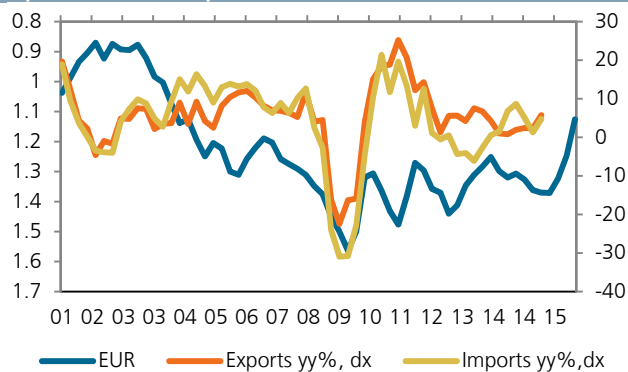
Fonte: INE, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – Export sostenuto dalla diversificazione dei mercati di sbocco verso economie più dinamiche e dal ...



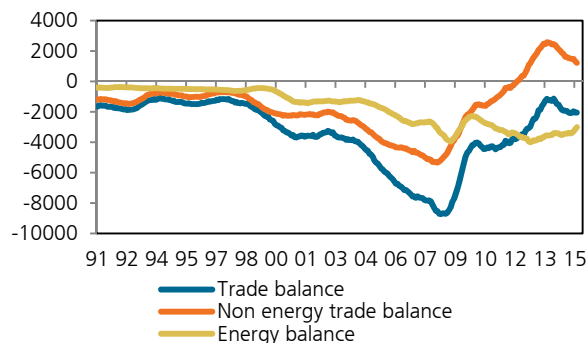
Fonte: INE, ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 13 – ...deprezzamento del cambio. L'import risponde più rapidamente dell'export alla dinamica del cambio



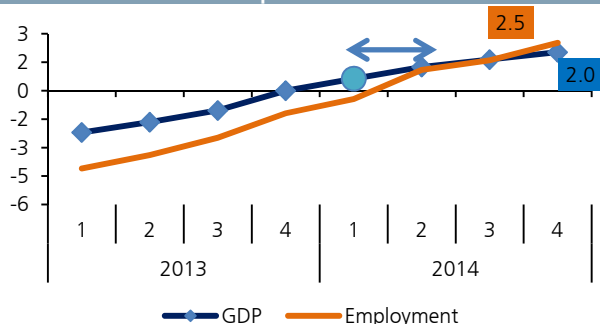
Fonte: INE, ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 14 – Questo potrebbe portare a un peggioramento ulteriore del saldo beni non energetici



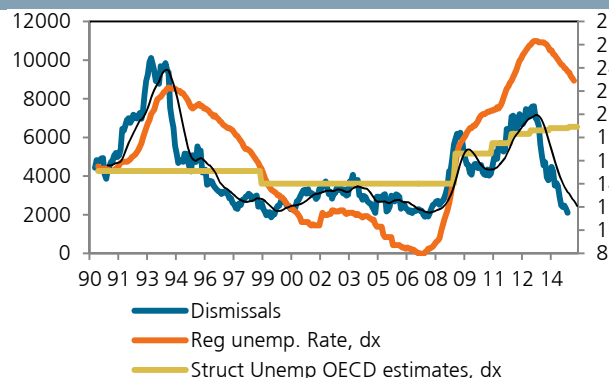
Fonte: INE, ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 15 – Si è ridotto il lag tra crescita del PIL e dell'occupazione. Nel 1993-94 era di 4T, ma nel periodo più recente è di 1-2T. Effetto riforme o rimbalzo post crisi?



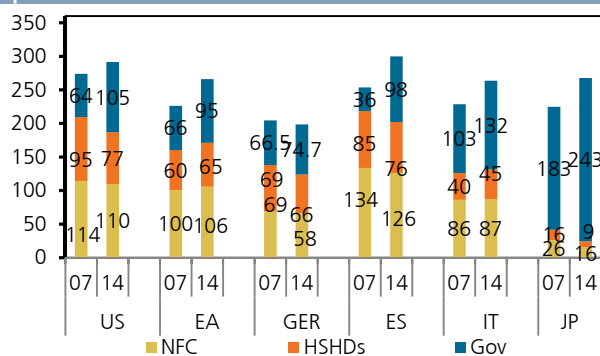
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 16 - Le sfide che restano: l'elevato tasso di disoccupazione rimane una sfida non da poco per il Paese



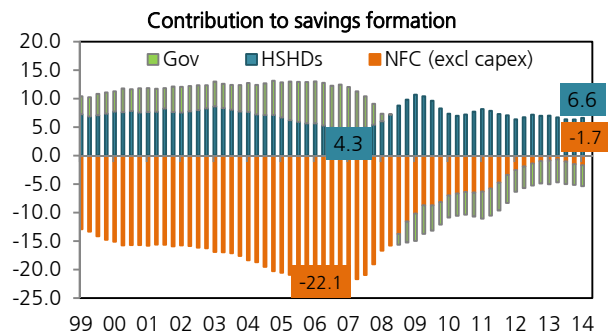
Fonte: INE, OECD ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 17 – Sfida 2: continuare a crescere con un debito ad alta quota



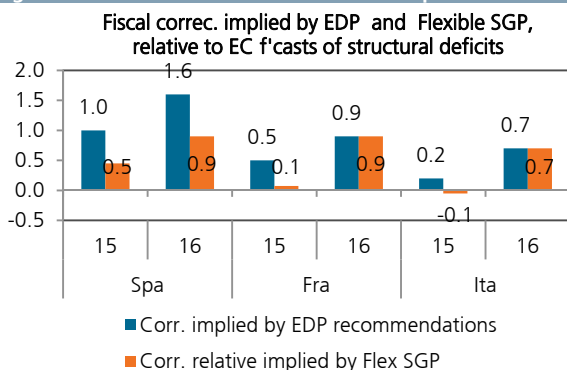
Fonte: BCE, conti nazionali ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 18 – L'aumento di risparmio si è avuto per lo più grazie al contributo di imprese e famiglie negli ultimi due anni



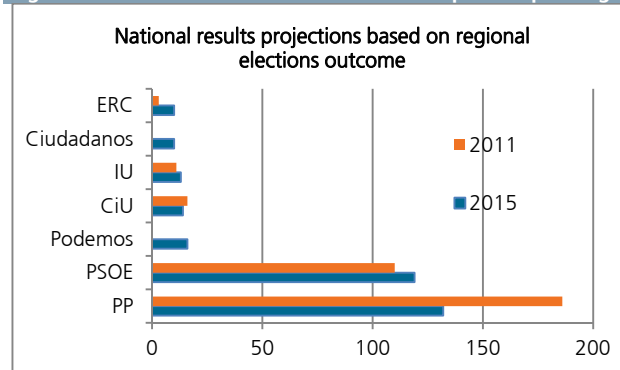
Fonte: INE conti nazionali ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 19 – La correzione che resta da fare dopo il 2015



Fonte: Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 20 – Rischio elevato di frammentazione politica prolungata



Fonte: Metroscopia per EL Pais ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Paesi Bassi: la crescita si stabilizza

L'economia dei Paesi Bassi (633 miliardi di euro, circa un terzo di quella francese) dovrebbe mostrare quest'anno una dinamicità superiore alla media dell'Eurozona: le sue esportazioni dovrebbero beneficiare ampiamente della debolezza dell'euro, mentre la domanda interna rimarrà positiva ma ancora non troppo tonica. Nel complesso il Paese non presenta criticità, con un saldo di bilancia commerciale nettamente positivo, conti pubblici in ordine e disoccupazione già prossima al livello di lungo periodo. Unico punto di attenzione il livello di indebitamento delle famiglie, che rimane elevato.

Guido Valerio Ceoloni

Rispetto alla media dell'Eurozona, i Paesi Bassi dovrebbero vedere quest'anno **una crescita soddisfacente attorno al 2,0% in media annua da 0,9% del 2014**. Nella prima metà dell'anno in corso si dovrebbe vedere un rallentamento complessivo dell'*output* dopo l'inatteso risultato di fine 2014 più forte delle attese di consenso (+0,8% t/t, miglior risultato da quattro anni). Il discreto ingresso del 1° trimestre (0,6% t/t nella seconda lettura da 0,4% t/t della prima stima) aveva visto un contributo parimente positivo di esportazioni nette e domanda interna, con un brusco e inusuale (il massimo da cinque anni) decumulo delle scorte a controbilanciare. La dinamica del 2° trimestre dovrebbe vedere le esportazioni nette quasi stabili, mentre la domanda interna dovrebbe sperimentare un rallentamento dopo l'inatteso aumento degli investimenti fissi nel 1° trimestre: nel complesso nel secondo quarto l'*output* è atteso a +0,3% t/t da 0,6% t/t.

I **veicoli della crescita per il 2015 dovrebbero essere ben distribuiti e diffusi tra le varie componenti del PIL**, con un avanzamento dei consumi, delle spese in conto capitale e un miglioramento della componente estera, sostenuta, fattore comune nell'Eurozona, dalla debolezza dell'euro. I rischi alla previsione sono misti e particolarmente legati al comparto estero che ha un peso determinante nell'economia olandese (oltre 50% del PIL): se si dovesse verificare un impatto più forte delle attese dall'euro debole, le esportazioni nette potrebbero riceverne un ulteriore beneficio; al contrario, un rallentamento della domanda mondiale potrebbe essere un forte freno alla crescita.

La **domanda interna** dovrebbe essere sostenuta in pari misura dai consumi, stabilmente positivi ma non particolarmente forti, dalla spesa in conto capitale e dal settore pubblico. Gli indicatori di fiducia ad aprile e maggio vedevano ai massimi il morale di consumatori e aziende. La spesa per consumi rimarrà stabile nel corso dell'anno, sorretta da un'inflazione assai debole. Incoraggiata dalle **condizioni finanziarie accomodanti** promosse dalla BCE, la componente investimenti è attesa invece venire principalmente dal comparto produttivo, anche se non ci aspettiamo ritmi molto alti su investimenti in macchinari visto il gap di capacità produttiva inutilizzata ancora consistente (attualmente all'82%). La componente di investimenti delle

famiglie (immobili) è attesa al contrario in frenata dopo il boom di fine anno (+20% del mercato immobiliare) che era stato spinto dagli incentivi statali a supporto del mercato residenziale. In questo senso il principale fattore di attenzione nel quadro complessivo rimane **il crescente livello di indebitamento delle famiglie**, che potrebbe costituire sia una fragilità da monitorare sia un freno a una salda espansione dei consumi. Il settore pubblico è atteso contribuire positivamente nel 2015, dopo un 2014 in cui i tagli alla spesa avevano zavorrato la crescita.

Le **esportazioni** continueranno a beneficiare dell'euro debole e della ripresa dell'Eurozona, mantenendo quindi positivo il saldo netto per tutto l'anno e garantendo pertanto un paio di decimi in media alla crescita, trimestre dopo trimestre. Le **importazioni**, a loro volta, hanno ampiamente beneficiato da inizio anno del calo del prezzo del petrolio, effetto in parte rientrato nel trimestre in corso ma che comunque avrà un riscontro positivo in media annua visto il prezzo storicamente basso del Brent. La bilancia commerciale è attesa migliorare al ritmo di circa 14 miliardi al trimestre nel 2015, dopo essere passata da 67,5 miliardi a fine 2014 a 84 miliardi di marzo; il saldo delle partite correnti è anch'esso atteso in espansione dal +10,3% del PIL nel 2014 al +13,5% di quest'anno. La quota di export globale dei Paesi Bassi rimarrà stabile mantenendo il suo livello attuale, attorno al 4%.

La **disoccupazione** potrebbe calare di un ulteriore decimo nel 2° trimestre, toccando 6,9% da 7,0% di marzo. Non ci aspettiamo tuttavia ampi cali, visto il consueto ritardo rispetto al ciclo; sebbene la disoccupazione sia ben al di sopra dei livelli pre-2011, al momento rimane comunque tra i più bassi d'Europa. In media annua si dovrebbe vedere un calo a 7,0% da 7,4% del 2014. Nel 2015 la disoccupazione è attesa scendere marginalmente a 6,7%.

Il percorso dell'**inflazione** è atteso accelerare nel 2° trimestre (0,7%) rispetto al livello visto nel 1° trimestre (media 0,2%), per rallentare leggermente nel quarto estivo e poi riprendere a salire in fine d'anno. In media annua, il CPI è atteso a 0,5% quest'anno, la metà rispetto al 2014. Dal 2016 l'inflazione dovrebbe invece tornare nettamente sopra l'1% (media annua 1,4%).

Sul versante **dei conti pubblici** non emergono criticità di sorta, con il deficit atteso a 1,7% del PIL quest'anno da 2,3% del 2014 e a 1,2% nel 2016 grazie sia al miglioramento dello scenario economico, che dovrebbe sostenere l'erario, sia alle misure di contenimento della spesa messe in atto appieno, anche sul fronte della spesa pensionistica e della spesa sanitaria. L'obiettivo di correzione del deficit strutturale è fissato a 0,3% quest'anno e a 0,2% l'anno prossimo. Il debito pubblico è atteso in aumento quest'anno a 70% da 68,8% del 2014, per calare già a 69% nel 2016.

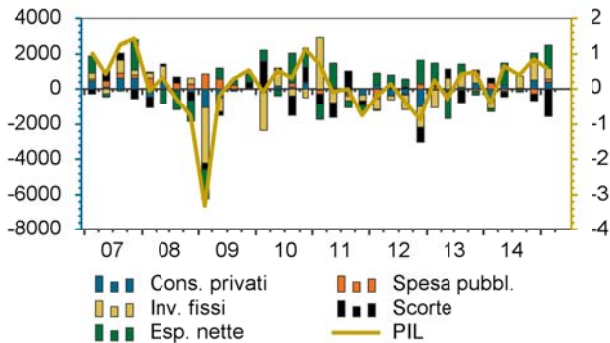
Previsioni	2014	2015	2016	2014		2015			2016		
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.0	2.1	1.5	1.1	1.5	2.5	2.2	2.2	1.5	1.2	1.3
t/t				0.4	0.9	0.6	0.3	0.4	0.2	0.3	0.4
Consumi delle famiglie	0.0	1.9	1.6	0.1	0.8	0.6	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
Investimenti fissi lordi	3.5	5.4	2.9	2.2	3.3	2.1	-0.8	0.5	0.3	2.5	-0.6
Deficit (% PIL)	-2.3	-1.7	-1.2								
Debito (% PIL)	68.8	70.0	68.9								
CPI (a/a)	1.0	0.5	1.4	0.9	0.9	0.2	0.7	0.1	1.1	1.6	1.5
Disoccupazione (%)	7.4	7.0	6.7	7.2	7.1	7.0	7.0	6.9	6.9	6.8	6.7
Cambio effett. (2005=100)	112.1	107.7	108.8	111.7	111.1	108.4	107.8	107.2	107.6	108.4	108.7

Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Valori medi di periodo. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Scenario Macroeconomic

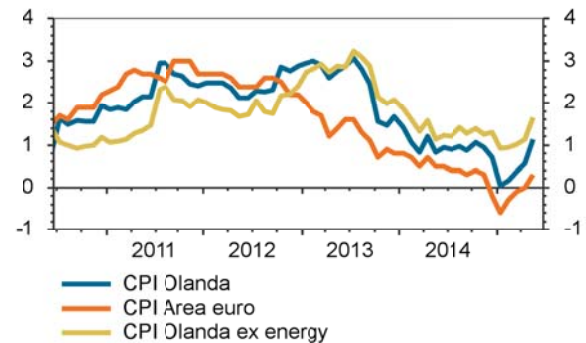
Giugno 2015

Contributi alla formazione del PIL



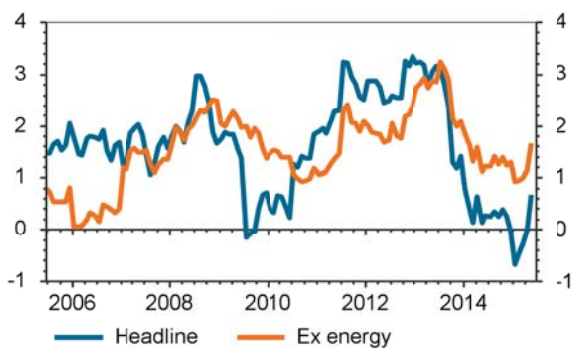
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

CPI



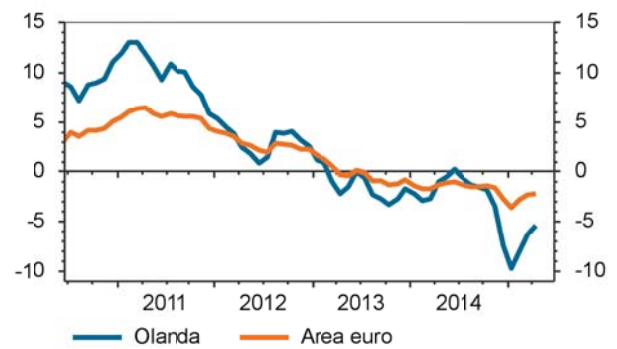
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

CPI ex energia



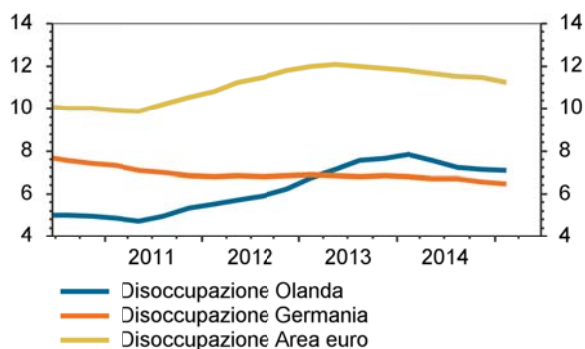
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

PPI



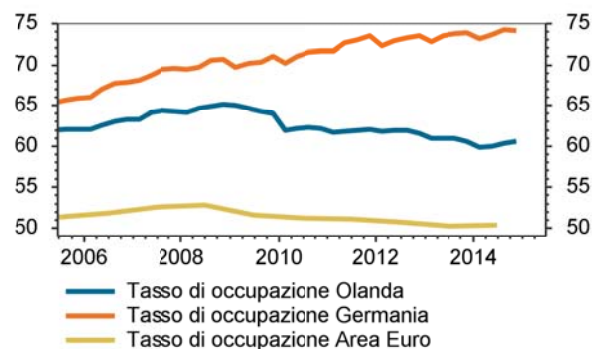
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Disoccupazione



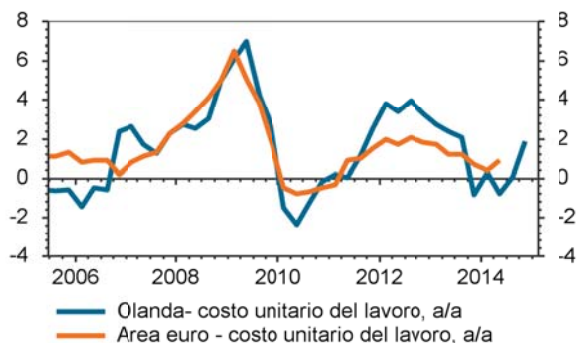
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Occupazione



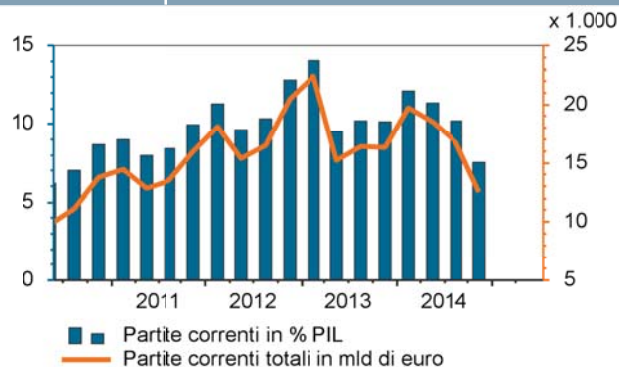
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Costo unitario del lavoro



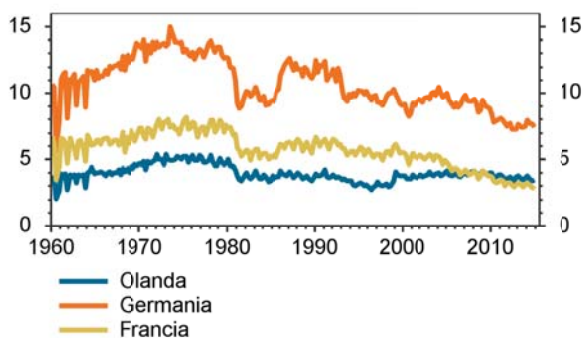
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Andamento delle partite correnti



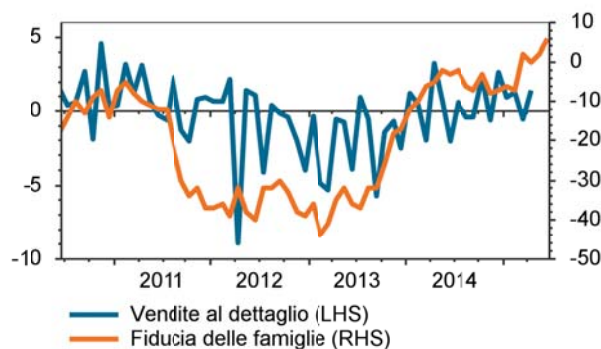
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Quota delle esportazioni globali



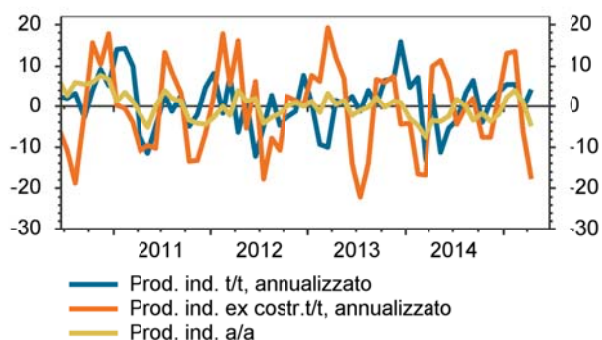
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Andamento vendite al dettaglio e fiducia delle famiglie



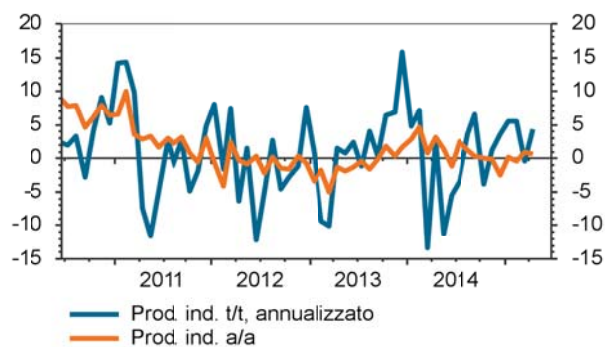
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Produzione industriale (ex costruzioni)



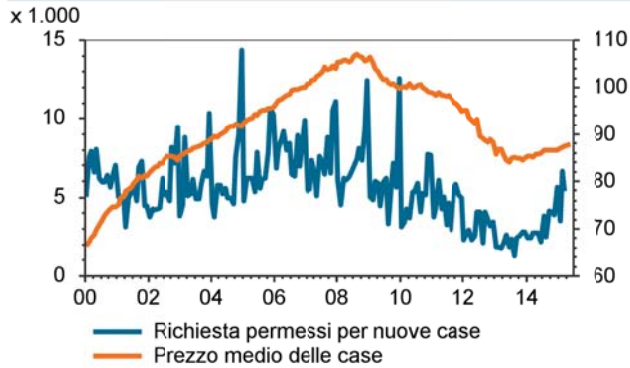
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Produzione industriale (manifatturiero)



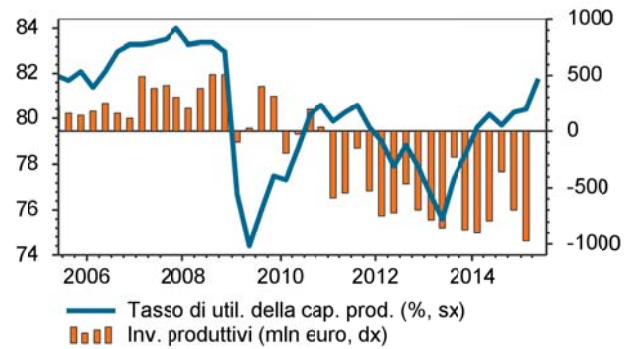
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Edilizia residenziale: nuove case e prezzo medio delle abitazioni



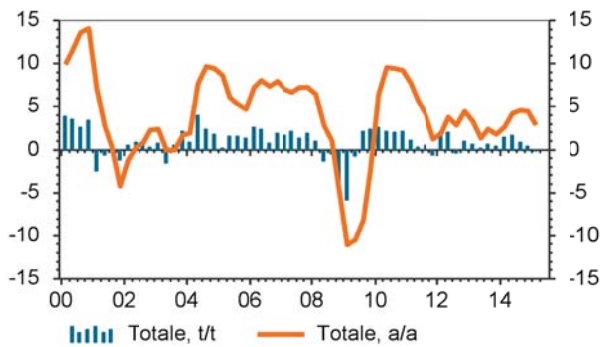
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Tasso di utilizzazione della capacità produttiva



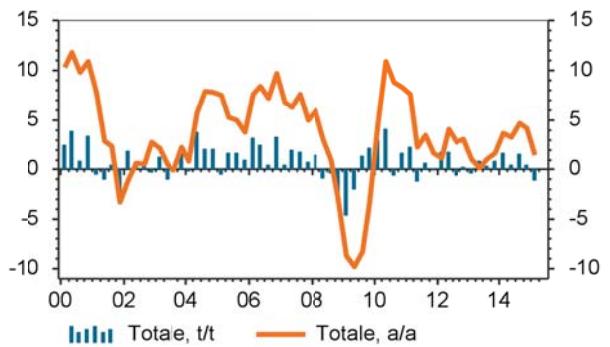
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Esportazioni di beni e servizi



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

Importazioni di beni e servizi



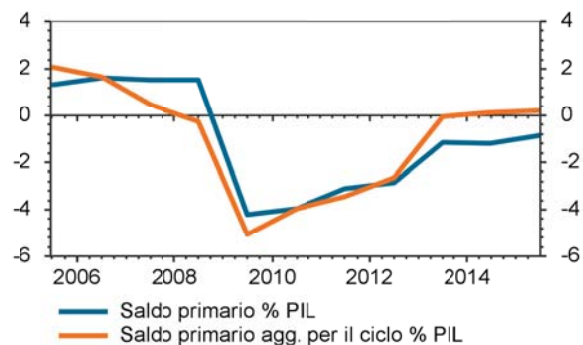
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Tassi governativi a due e a dieci anni



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

Saldo primario



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

Grecia: governo Tsipras a tutta velocità contro il muro

Mentre scriviamo non è ancora noto l'esito di quest'ultimo round negoziale. Ma che cosa dobbiamo aspettarci? Che cosa servirebbe alla Grecia? E che accadrebbe se abbandonasse l'Unione Monetaria?

Luca Mezzomo

Lo stato dei negoziati

Dopo le elezioni del 25 gennaio, il nuovo governo greco guidato da Alexis Tsipras ha inizialmente rifiutato di estendere il secondo programma di assistenza finanziaria, pretendendo invece una ristrutturazione del debito e il rifinanziamento con fondi ESM e BCE delle scadenze nei confronti del FMI e delle obbligazioni in scadenza detenute dalle BCE stessa. Il 20 febbraio una dichiarazione dell'Eurogruppo ha indirettamente escluso ogni ipotesi di misura finanziaria straordinaria e ribadito che il sostegno finanziario sarebbe stato possibile soltanto nell'ambito del secondo programma, che avrebbe dovuto essere completato dalla Grecia. In seguito, le posizioni negoziali sono rimaste pressoché congelate fino a inizio giugno: il governo greco ha tentato più volte di spostare la discussione a livello di capi di governo europei, ma in ogni occasione è stata ribadita dai creditori la priorità dell'accordo tecnico con le "tre istituzioni" (FMI, Commissione Europea e BCE) e la volontà di continuare a coinvolgere il FMI. Nel frattempo, il governo Tsipras ha fronteggiato l'emergenza finanziaria (aggravata dal calo delle entrate tributarie) mediante il taglio della spesa in conto capitale (con dirottamento ad altri fini dei fondi europei), la sospensione dei pagamenti ai fornitori dell'amministrazione pubblica e misure di accentramento della liquidità degli enti locali e di altri enti pubblici.

Il 3 giugno, i creditori hanno presentato alla Grecia una serie di condizioni come base ineludibile per la conclusione di un accordo, acconsentendo a una drastica riduzione degli obiettivi di saldo primario (da 2,5 a 1,0% sul 2015), ma chiedendo di garantire l'equilibrio del sistema previdenziale, di non procedere all'abrogazione della riforma del mercato del lavoro e di riorganizzare l'IVA per garantire la correzione di bilancio richiesta. Il governo greco non ha modificato la sua posizione fino al 17 giugno, apparentemente nella convinzione che il timore delle conseguenze sui mercati finanziari e sulla stabilità di altri paesi europei inducessero i creditori a concessioni. Inoltre, ha chiesto e ottenuto di accorpare tutti i pagamenti al FMI in un'unica scadenza a fine mese, guadagnando così tempo.

A metà giugno, tuttavia, dopo un'altra riunione europea fallita, la popolazione ha iniziato a percepire che il rischio di crisi di liquidità si faceva più concreto e il ritiro dei depositi bancari è accelerato repentinamente: quasi 4 miliardi sono stati ritirati nella settimana fra il 15 e il 19 giugno, di cui circa due fra giovedì e venerdì. Giovedì 18 i creditori hanno inviato un ultimatum al governo greco, dando tempo fino a lunedì per accettare le condizioni poste o per formulare una controproposta coerente con esse; a rinforzo del messaggio, la BCE ha iniziato ad autorizzare l'aumento della liquidità di emergenza su base giornaliera e non più settimanale, mentre il FMI ha avvisato che non avrebbe concesso "periodi di grazia" in caso di mancato pagamento della tranche da 1,5 miliardi di euro il 30 giugno. La reazione piuttosto contenuta dei mercati ha ulteriormente evidenziato che l'orologio si muoveva molto più velocemente per la Grecia che per i suoi creditori.

Lunedì 22, poche ore prima dell'incontro con i creditori, il governo greco ha presentato una proposta giudicata ormai molto vicina alle richieste, in cui si accettava l'obiettivo di avanzo primario dell'1% e si proponevano misure correttive coerenti. In totale, la correzione ammontava a 7,9 miliardi fra 2015 e 2016, quasi interamente provenienti da aumenti di entrate. Tuttavia, mancando il tempo per un esame approfondito, tutto è stato rinviato a un altro Eurogruppo straordinario il 24 giugno e all'Euro Summit del 25 giugno. L'esame nel frattempo eseguito dai tecnici ha evidenziato il superamento di alcune "linee rosse" dei creditori, in particolare del FMI, e hanno portato a richieste di modifica degli impegni. I negoziati risultano ancora in corso il 25 giugno.

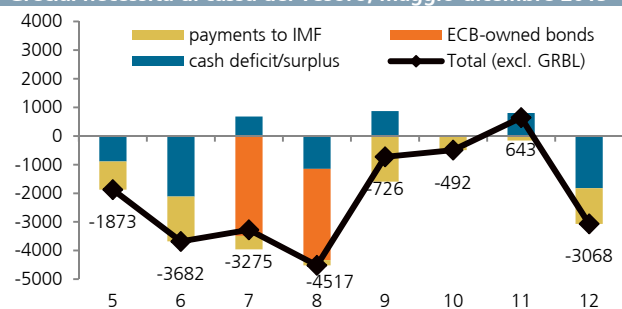
Che cosa serve alla Grecia?

La Grecia fronteggia un problema di sostenibilità a lungo termine del debito (in particolare dal 2023), più un problema di squilibrio finanziario di breve e medio termine legato soprattutto (ma non solo) ai rimborsi dei crediti FMI e delle obbligazioni detenute da BCE (in realtà la Grecia deve anche finanziare un deficit di bilancio, tornato a peggiorare dall'inizio della crisi politica, che appare ancora più cospicuo considerando la notevole dimensione dei trasferimenti dal bilancio della UE di cui è beneficiaria).

1. Assumendo il pieno rinnovo dei GRBL in scadenza e misure che portino l'avanzo primario all'1% del PIL, stimiamo un fabbisogno fra giugno e dicembre di 15 miliardi, di cui circa 3 miliardi dovuti al deficit dei conti pubblici e 12,3 miliardi per rimborsi di debito. La copertura del *gap* finanziario potrebbe venire dallo sblocco dei fondi residui del 2° programma (circa 7 miliardi), e dal reimpiego di risorse originariamente allocate alla ricapitalizzazione delle banche e non utilizzate, che sono valutate in quasi 11 miliardi. Il meccanismo previsto è il classico *reforms for cash*, con lo sblocco graduale di fondi in cambio dell'implementazione di misure di correzione fiscale e riforme. Tale meccanismo appare irrinunciabile alla luce della scarsa affidabilità del nuovo esecutivo.

2. Su un orizzonte pluriennale 2016-20, il fabbisogno complessivo potrebbe andare da 73 a 93 miliardi a seconda che l'avanzo primario sia portato o no al 3% del PIL come programmato. La parte dovuta al deficit potrebbe andare infatti da 16 a oltre 30 miliardi in base allo scenario. A questa si aggiungono 12,5 miliardi di rimborsi di prestiti e 44,5 miliardi di obbligazioni in scadenza (fra le quali anche quelle detenute dall'Eurosistema). Contrariamente a quanto afferma il governo Syriza, il rifinanziamento potrà avvenire soltanto con l'aiuto di ESM, BCE e FMI, e cioè nell'ambito di un nuovo programma. Il programma potrebbe prevedere nuovi prestiti per almeno 50 miliardi, il rifinanziamento integrale del GRBL in scadenza (ca 15 mld) e ricorso al mercato per circa 10 miliardi. In realtà il programma potrebbe poi attivare una serie di circuiti positivi, fra i quali un aumento del tetto alle emissioni di GRBL e il ripristino dell'accesso al mercato, che potrebbero rendere meno necessario il sostegno di ESM e FMI, come già avvenuto in Portogallo. Di contro, obiettivi troppo ambiziosi di avanzo primario e misure di politica economica ostili agli investimenti potrebbero aumentare le necessità di cassa.

Grecia: necessità di cassa del Tesoro, maggio-dicembre 2015



Fonte: Intesa Sanpaolo.

Grecia: servizio del debito verso istituzioni



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

3. L'attivazione di circuiti virtuosi è più probabile se il debito viene ristrutturato in modo da produrre un profilo di scadenze sostenibile dopo il 2022, in particolare fra il 2023 e il 2032. Anche senza ricorrere alla riduzione del valore nominale, si possono immaginare una rimodulazione delle scadenze e dei tassi pagati (peraltro già molto bassi) che garantiscano un servizio del debito tollerabile. Tuttavia, la sostenibilità di lungo termine dipende anche dalla capacità del paese di garantirsi ritmi di sviluppo adeguati, migliorando la propria struttura istituzionale e rendendo il paese attraente per le imprese.

Scenari di default e conseguenze per la Grecia

In assenza di un accordo con i creditori, la Grecia non sarebbe in grado di onorare i pagamenti al FMI del 30 giugno e il rimborso delle obbligazioni il 20 luglio. Una crisi potrebbe essere scatenata anche dopo un accordo se la Grecia non fosse in grado di garantire il rispetto delle condizioni. Come hanno testimoniato gli eventi di metà giugno, la crisi finanziaria si svilupperebbe ancor prima della dichiarazione di insolvenza a causa dell'intreccio fra corsa agli sportelli e probabile congelamento della liquidità di emergenza erogata alle banche. La chiusura delle banche e l'introduzione di controlli sui movimenti di capitale consentirebbe di guadagnare forse qualche settimana, ma tale situazione ammette soltanto due sbocchi: o una resa incondizionata ai creditori per ripristinare l'afflusso di liquidità o il ripristino della sovranità monetaria.

Il ripristino della sovranità monetaria potrebbe avvenire mediante l'introduzione di una nuova moneta in sostituzione dell'euro, con contestuale ridenominazione dei contratti, mediante l'introduzione di una nuova moneta parallela. Uno scenario ancora più clamoroso è quello in cui la Grecia mantiene l'euro ma impone alla Banca di Grecia di non rispettare più gli obblighi del Trattato, di non rispondere più alla BCE, ma di fornire liquidità al sistema bancario e di sottoscrivere emissioni del Tesoro. Non è questa la sede per discutere i pro e i contro delle varie opzioni. Tuttavia, gli scenari intermedi dovrebbero presto o tardi sfociare in una ridenominazione monetaria completa.

Facendo *tabula rasa* del debito verso gli organismi ufficiali e avendo ripreso il controllo sulla creazione di base monetaria, **la situazione debitoria dello Stato greco tornerebbe a essere sostenibile**. Il rifinanziamento del debito dovrebbe avvenire a costi di mercato, sicuramente superiori a quelli del programma, ma non si può escludere che il controllo sulla Banca centrale induca il Governo a imporre qualche forma di finanziamento in base monetaria delle emissioni.

Una combinazione di default sui debiti ufficiali e di ripristino della sovranità monetaria, perciò, affronterebbe adeguatamente tutti e tre gli aspetti della crisi. Inoltre, avendo già conseguito un attivo delle partite correnti, con la sospensione del servizio sul debito del settore pubblico **la Grecia non avrebbe neppure seri problemi di riequilibrio della bilancia dei pagamenti**. Il debito estero lordo si ridurrebbe da 425 miliardi di euro a poco più di 200 miliardi. Da questo punto di vista, potrebbe non essere necessaria un'ampia svalutazione della nuova moneta rispetto all'euro.

Per quanto riguarda la partecipazione alle istituzioni dell'Unione Europea, la Grecia continuerebbe a farne parte fino al completamento della procedura prevista dall'art. 50 del Trattato, che si conclude con un accordo di uscita soggetto a ratifica di tutti gli Stati membri; in teoria, quindi, continuerebbe a essere soggetta agli obblighi e doveri del Trattato per tutta la fase di transizione. Dopo la fase di transizione, però, cesserebbe di essere rappresentata negli organismi comunitari e la legislazione comunitaria perderebbe efficacia in Grecia. Il Paese potrebbe mantenere l'accesso al mercato unico, se previsto dall'accordo di uscita, mentre perderebbe il rilevante flusso di trasferimenti dal bilancio dell'Unione Europea di cui beneficia oggi (2,94% del reddito nazionale nel 2013, al netto dei pagamenti) e previsto per i prossimi anni (2,2 mld annui in media fra il 2014 e il 2020).

Ciò nonostante, le conseguenze economiche di questo scenario rimangono difficili da valutare, in quanto pone **notevoli criticità riguardo alla gestione dei pagamenti internazionali e al rischio di fuga dei capitali**. **Nell'immediato, è prevedibile un crollo dell'attività economica a causa del congelamento dell'attività bancaria e del commercio internazionale**, e dei problemi di transizione dei sistemi di pagamento. Il regolamento dei flussi commerciali potrebbe rappresentare un serio problema, dato che la Banca centrale partirebbe senza riserve valutarie adeguate. Sarebbe

necessario accentrare immediatamente le attività in valuta estera del sistema bancario, per costituire un adeguato buffer di riserve in grado di garantire la prosecuzione dei flussi di import-export. Presumibilmente, la Banca centrale dovrà mantenere, per un periodo molto lungo, un rigido controllo sugli investimenti esteri dei residenti. A fine marzo, a fronte di un controvalore annuale delle importazioni di circa 36 miliardi di euro, il complesso delle istituzioni monetarie e finanziarie greche (inclusa la Banca centrale) disponeva di attività su non residenti pari a 119 miliardi di euro, di cui 63,5 miliardi di obbligazioni emesse da residenti di altri paesi dell'Eurozona, più circa 30 miliardi di crediti verso banche di altri paesi e 5 miliardi di riserve auree. Fra le passività, i 96 miliardi legati allo sbilancio di Target 2 non dovrebbero drenare riserve, ma non si può escludere che rallentino l'accumulo di riserve valutarie a fronte di saldi attivi nella bilancia dei pagamenti¹⁰.

Inoltre, bisogna fare i conti con il *gap* di credibilità accumulato dal nuovo Governo in questi mesi e con la sua matrice politica, poco attraente per gli investitori esteri. Il timore che, venuto meno il controllo internazionale, l'attuazione della piattaforma elettorale subisca un'accelerazione, potrebbe portare a un ulteriore incremento dell'evasione fiscale e della fuga di capitali; a sua volta, la fuga di capitali potrebbe imprimere un'ulteriore accelerazione dirigista alla politica economica. Il contesto post-Grexit non si presenterà attraente per gli investitori esteri e – fatta salva la possibilità di afflussi di capitale motivati da considerazioni geopolitiche – è improbabile che i flussi netti di capitali straniero siano positivi. **Alla fine, nonostante l'attivo di parte corrente, è probabile che si verifichi ugualmente una svalutazione importante del cambio.** Poi, la svalutazione sarebbe seguita da aumenti dei prezzi e dei salari (il Governo Syriza punterebbe probabilmente alla difesa del potere di acquisto dei lavoratori), che scaricherebbero gran parte del guadagno competitivo conseguito con la svalutazione. Peraltro, la struttura della bilancia commerciale della Grecia vede fra le esportazioni una prevalenza di prodotti agro-alimentari e prodotti petroliferi raffinati che presumibilmente beneficerebbero poco di un'eventuale svalutazione. Poiché anche le entrate valutarie derivanti dai noli marittimi non beneficerebbero molto della svalutazione, toccherebbe al turismo compensare l'incremento in valore delle importazioni. Queste considerazioni spiegano perché l'idea di abbandonare l'Unione Monetaria è rimasta finora confinata all'ala più radicale di Syriza.

Conseguenze per l'Eurozona

Le conseguenze dello scenario di Grexit per gli altri paesi dell'Eurozona sono molteplici:

1. certezza del mancato rimborso dei crediti erogati mediante la GLF e i prestiti EFSF e perdita sicura del relativo flusso di interessi. Ciò ha anche conseguenze di cassa per gli Stati membri, che dovranno onorare le garanzie prestate (già contabilizzate nel debito, ma non finanziate). Tuttavia, tale costo deve essere confrontato con la necessità nello scenario alternativo di erogare nuovi aiuti e/o di ristrutturare il debito esistente. Il bilancio netto dipende dalla fiducia nella volontà/capacità della Grecia di rispettare un eventuale accordo condizionato. Ipotizzando che venga concesso un alleggerimento del debito equivalente a 100 miliardi di euro correnti e che siano necessarie erogazioni nette per altri 30 miliardi, infatti, il costo sarebbe pari a 90 miliardi di euro correnti;
2. di contro, con l'uscita dall'Unione Europea la Grecia perderebbe l'accesso ai fondi europei: per il solo periodo 2014-20 sono stati allocati 15,2 miliardi di euro, e la Grecia è fra i paesi che ricevono abitualmente più di quanto paghino (nel 2013, il saldo attivo era pari al 2,94% del reddito nazionale). Il risparmio medio per l'UE sarebbe di 2-3 miliardi di euro annui, e compenserebbe gran parte del mancato flusso di rimborso dei prestiti;

¹⁰ V. nota 5. Gli accrediti nei rapporti con altre Banche centrali della zona euro potrebbero andare a riduzione delle passività accumulate durante la crisi.

3. certezza che lo sbilancio nei saldi di Target 2 (98,7 miliardi a fine aprile) non sarà riassorbito. Nel momento in cui i crediti nel bilancio delle altre BCN saranno svalutati, ciò ridurrebbe il flusso di profitti versato dalle banche centrali agli Stati. Nello scenario "virtuoso", la dipendenza delle banche greche verso l'Eurosistema si normalizza nel tempo, consentendo anche di ridurre lo sbilancio fra la Banca di Grecia e il resto dell'Eurosistema;
4. impatto negativo sui flussi commerciali, per quanto limitato dalla piccola dimensione dell'economia greca (nessun paese dell'Eurozona manda più dell'1% del suo export in Grecia);
5. peggioramento transitorio del clima di fiducia, come ha evidenziato il calo degli indici nelle indagini congiunturali nei mesi di maggio e giugno;
6. tensioni sui mercati dei titoli di Stato, con allargamento dei premi al rischio sugli emittenti della periferia. Il differenziale BTP-Bund è salito dai 100-110pb di marzo a oltre 150pb il 18 giugno, per poi crollare a circa 130pb con la schiarita del 22 giugno. Tale reazione piuttosto contenuta può riflettere o l'assenza di significative preoccupazioni riguardo al rischio di contagio o uno scenario ottimistico di evoluzione della crisi. Eventuali tensioni non transitorie e segnali di panico sarebbero probabilmente contrastate dalla BCE mediante un'accelerazione degli acquisti di titoli di Stato nell'ambito del programma PSPP;
7. maggiore volatilità strutturale dei premi al rischio, in quanto l'uscita della Grecia smentirebbe la tesi dell'irrevocabilità dell'Unione Monetaria¹¹. Se una Grecia fuori dall'Unione Monetaria dimostrasse di riprendersi, l'instabilità potrebbe aumentare. Di contro, una transizione difficile potrebbe indebolire le istanze di sganciamento dall'euro presenti in altri paesi;
8. rischio di ulteriore destabilizzazione del Mediterraneo.

In conclusione, quello di insolvenza della Grecia non rappresenta uno scenario desiderabile se non in un contesto di elevato rischio che il Governo greco opti comunque per un default negli anni seguenti. Tuttavia, appare uno scenario perfettamente gestibile dall'Europa, che dispone oggi degli strumenti per mitigarne l'impatto.

¹¹ Questa tesi, per quanto popolare, è comunque discutibile. Il programma OMT della BCE, la presunta arma finale per garantire l'irrevocabilità, è sempre stato subordinato a un programma condizionato ESM. Perciò il rischio di rottura dell'unione monetaria a cause dell'inadempienza dello Stato membro in difficoltà è sempre stato presente nel meccanismo di gestione della crisi.

Asia

Giappone: ripresa nel 2015-16, ma l'obiettivo di inflazione resta un miraggio

La ripresa in Giappone appare consolidata, con due trimestri consecutivi di crescita guidata dalla domanda domestica privata. Le indicazioni per il resto del 2015 e per il 2016 sono positive, con previsioni di moderata accelerazione della domanda domestica e di miglioramento dell'export. La **crescita è prevista a 1,1% nel 2015 e a 1,8% nel 2016**, dopo -0,1% del 2014. Il 2017 sarà di nuovo soggetto a volatilità e rischi per il secondo rialzo dell'imposta sui consumi. La dinamica dell'inflazione dovrebbe però rimanere al di sotto dell'obiettivo del 2% anche nel 2016. La BoJ potrebbe aumentare lo stimolo monetario nel 2016 a scopo "precauzionale" per dare un solido abbrivio all'economia alla vigilia dello *shock* fiscale del 2017.

Crescita moderata. Il 1° trimestre ha segnato un aumento di 1% t/t, dopo +0,3% t/t a fine 2014. Le indicazioni congiunturali più recenti sono incoraggianti e l'ampio stimolo monetario dovrebbe sostenere l'attuale fase di reflazione. Dal 2° trimestre in poi si dovrebbe registrare una crescita media intorno a 0,5% t/t, con consumi e investimenti più solidi. Il **PIL del 1° trimestre** rivela una buona dinamica della domanda domestica privata, con ripresa di consumi, investimenti fissi delle imprese e investimenti residenziali. Un elemento di rischio per lo scenario è l'elevato contributo delle scorte (+0,6pp), che potrebbe pesare sulla dinamica dell'output in primavera. Le informazioni dalle indagini sono moderatamente positive. Anche la BoJ ha rivisto verso l'alto la valutazione dello scenario economico.

Nel 4° trimestre 2014 e nel 1° 2015 **consumi** sono aumentati di 0,4% t/t, sulla scia del buon andamento del mercato del lavoro (fig. 4). Il tasso di disoccupazione è di nuovo in calo (3,3% ad aprile). Il costante aumento di posizioni aperte a fronte di un trend sempre in calo della forza lavoro (anche se su ritmi più contenuti rispetto a quanto visto nel 2014) mantiene il **mercato del lavoro in una situazione di eccesso di domanda**. Insieme al continuo aumento degli occupati, si registra finalmente una ripresa dei **salari orari** e delle **retribuzioni** (v. figg. 3 e 5). Il calo dei prezzi energetici e la fine degli effetti del rialzo dell'imposta sui consumi contribuiscono al trend positivo dei salari reali. I consumi privati continueranno a sostenere la domanda nel 2015, con una crescita media di 0,5% t/t e una variazione annua di 0,3%. Lo scenario 2016 sarà nuovamente volatile, per via della seconda *tranche* del rialzo dell'imposta dei consumi.

Anche gli **investimenti fissi** delle imprese sono in ripresa, grazie a cambio debole, utili societari in forte crescita e miglioramento della domanda domestica e internazionale. I prestiti alle imprese hanno accelerato nella parte finale del 2014 e crescono ora intorno al 2,5% a/a, in continuo miglioramento dal 2011. Gli utili, dopo una flessione a metà 2014, sono tornati a crescere (11,6% a/a a fine 2014). La ripresa attesa dell'export e l'arrivo del secondo rialzo dell'imposta sui consumi (aprile 2017) dovrebbero mantenere la crescita della spesa in conto capitale delle imprese in espansione moderata fino a fine 2016. Successivamente è probabile una correzione come nel 2014: il rafforzamento atteso della domanda globale dovrebbe mitigare almeno in parte la volatilità domestica. Alla luce dell'esperienza del 2014, i rischi sono comunque ampi.

Il **canale estero** nel 1° trimestre ha contribuito negativamente alla crescita (-0,2pp), dopo tre trimestri di contributi positivi. I flussi commerciali mostrano una ripresa delle esportazioni, in aumento ad aprile di 8% a/a, le importazioni di 4% a/a. Il saldo commerciale ad aprile è stato negativo per la prima volta dopo due mesi consecutivi di avanzi (che avevano interrotto un periodo prolungato di deficit, da febbraio 2011). In termini reali, le esportazioni sono cresciute di 3,2% t/t nel 1° trimestre 2015, anche se aprile ha dato un segnale di debolezza: il deprezzamento dello yen e la ripresa della crescita USA dovrebbero essere fattori positivi nel resto dell'anno (crescita export reale verso gli Stati Uniti +7,1% a/a ad aprile). Ad aprile la crescita dell'export reale mensile è stata positiva verso tutte le aree tranne che verso l'UE. Anche le importazioni reali sono in ripresa, sulla scia dell'accelerazione della domanda domestica. Il **canale estero dovrebbe dare un modesto contributo negativo** alla crescita nell'anno.

Giovanna Mossetti

Crescita di occupazione e salari sosterranno la dinamica dei consumi

Investimenti fissi spinti dallo yen, dalla ripresa della domanda e dall'arrivo del secondo rialzo dell'imposta sui consumi

Esportazioni in ripresa

L'**inflazione core** al netto dell'imposta sui consumi è intorno a zero da inizio anno e la BoJ prevede stabilità "per il momento". Da metà 2014, i prezzi dei beni sono stati in ampio calo per via della correzione dei prezzi energetici e per la debolezza dei consumi nel comparto dei beni durevoli dopo il rialzo dell'imposta sui consumi. Tuttavia, si registrano due elementi positivi: da un lato la ripresa dei consumi in atto da fine 2014 dovrebbe mettere pressioni verso l'alto sui prezzi, dall'altra i prezzi dei servizi restano in rialzo dal 2013. La variazione dei prezzi dei servizi al netto degli affitti e dell'imposta sui consumi è intorno a 1% a/a da inizio anno, mentre nelle fasi di deflazione la debolezza dei prezzi riguardava sia beni, sia servizi. **L'inflazione dovrebbe essere intorno a 1% a/a a inizio 2016.**

Prezzi: la deflazione è finita ma il 2% resta un miraggio

La **BoJ** a fine aprile ha rivisto verso il basso le proiezioni di inflazione per il prossimo biennio e **ha spostato in avanti il momento in cui prevede di raggiungere l'obiettivo di inflazione del 2%**, dal "periodo centrato sull'a.f. 2015" a "intorno alla prima metà dell'a.f. 2016". Nonostante ciò, **per ora la Banca centrale ritiene appropriato l'attuale stimolo monetario** (aumento di base monetaria di 80 tln di yen nel 2015). La BoJ si manterrà in attesa: nel rapporto mensile di maggio, la valutazione dello scenario è più positiva alla luce delle indicazioni di ripresa di domanda domestica e internazionale. Tuttavia, riteniamo che nel secondo semestre aumenteranno i segnali di difficoltà a raggiungere l'obiettivo del 2% entro l'a.f. 2016, soprattutto con il rialzo dell'imposta sui consumi di aprile 2017. A nostro avviso rimane aperta **la possibilità di un aumento di stimolo monetario "preventivo"**, da annunciare a novembre e **da attuare a partire da inizio 2016**, per aumentare la credibilità dell'obiettivo del 2%.

La BoJ ha spostato in avanti la data in cui prevede di raggiungere l'obiettivo del 2%

Probabile un aumento di stimolo monetario per il 2016

La **politica fiscale** mantiene come obiettivo il consolidamento dei conti pubblici. Nell'a.f. 2015 il deficit è previsto a -7,3% del PIL, e il saldo primario a -2,7% del PIL. Il Governo mira a raggiungere un **avanzo primario entro il 2020**, grazie a maggiori entrate e a riforme strutturali. Sulle entrate gli obiettivi sono credibili, ma per le riforme strutturali continuano a mancare dettagli attuativi. In particolare, la riforma del mercato del lavoro per aumentare la partecipazione femminile, resta bloccata. I passi avanti sull'accordo Trans-Pacific Partnership sono invece positivi per l'apertura degli scambi commerciali. Il Governo si è dato l'obiettivo di presentare il piano di consolidamento fiscale entro l'estate. La ripresa della **crecita nominale** a inizio 2015 (+1,9% a/a) e i bassi tassi di interesse contribuiscono a mitigare i rischi per la credibilità degli obiettivi fiscali, ma non eliminano i dubbi sulla sostenibilità del debito.

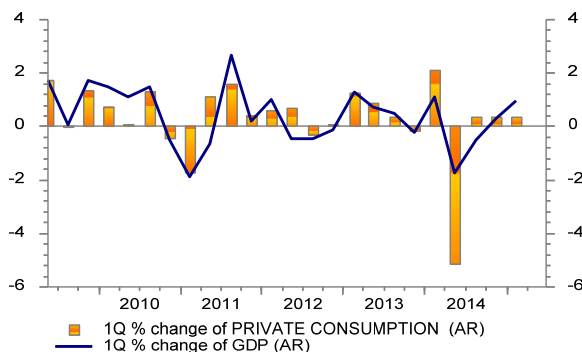
Politica fiscale poco incisiva sulle riforme

Obiettivi ambiziosi, ma i rischi per la sostenibilità restano

Previsioni	2014	2015	2016	2014			2015			2016	
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	-0.1	0.9	1.7	-1.4	-0.9	-1.0	1.0	1.8	1.9	1.4	1.7
- trim/trim annualizzato				-2.0	1.2	3.9	1.0	1.0	1.8	2.0	2.0
Consumi privati	-1.3	0.3	2.0	1.4	1.5	1.5	2.0	2.4	2.4	1.6	1.6
IFL - priv. non residenziali	3.6	1.6	2.3	0.3	1.0	11.0	-3.2	3.2	3.2	2.4	2.4
IFL - priv. residenziali	-4.9	-0.9	3.3	-23.3	-2.5	7.0	19.5	8.2	0.0	0.4	0.4
Investim. pubblici	3.8	-1.9	-3.6	6.6	0.4	-5.9	-4.3	-3.6	-3.6	-3.6	-3.7
Consumi pubblici	0.3	0.5	0.0	0.8	1.1	0.3	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
Esportazioni	8.4	6.8	3.4	6.5	13.5	9.9	4.1	2.0	2.0	4.1	4.1
Importazioni	7.4	5.7	4.0	4.3	5.8	12.2	8.1	6.1	4.1	3.2	3.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	0.2	0.3	-0.7	-0.3	0.4	0.1	-0.1	0.1	0.2	0.2
Partite correnti (% PIL)	0.5	1.7	1.2	0.4	2.2	3.1	1.5	1.3	1.2	1.1	1.2
Deficit (% PIL)	-8.5	-7.1	-6.4								
Debito/PIL (% PIL)	229.7	232.6	235.6								
CPI (a/a)	2.7	0.1	1.1	3.3	2.5	0.0	0.1	0.0	0.4	0.9	1.2
Produzione Industriale	2.1	1.2	2.3	-5.3	3.0	6.4	0.3	2.4	2.4	2.4	2.4
Disoccupazione (%)	3.6	3.5	3.6	3.6	3.5	3.5	3.4	3.5	3.5	3.6	3.6
Dollaro/Yen (Yen)	105.8	124.0	127.3	104.0	114.5	119.2	121.4	126.3	129.3	129.0	127.5
Cambio effettivo (1990=100)	134.0	123.0	117.8	136.1	127.0	127.1	125.3	121.6	118.3	117.1	117.9

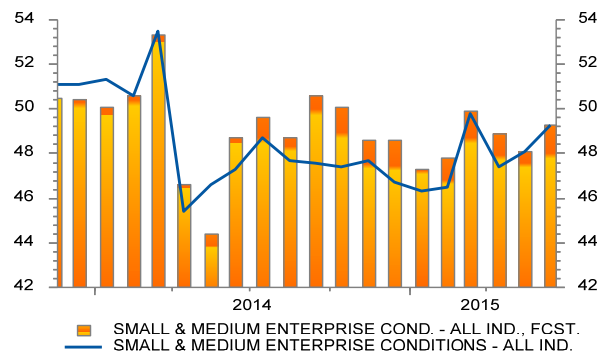
Nota: variazioni percentuali annualizzate sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Valori medi di periodo. Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – La crescita si riprende



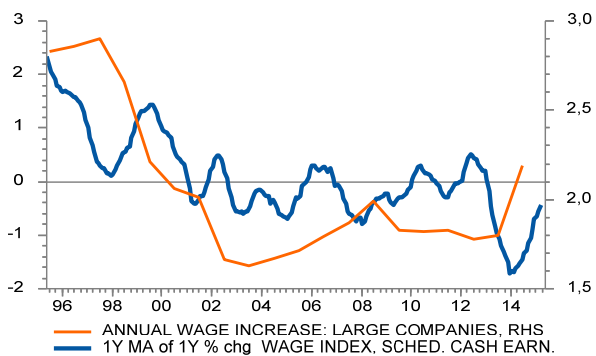
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Le imprese vedono miglioramenti



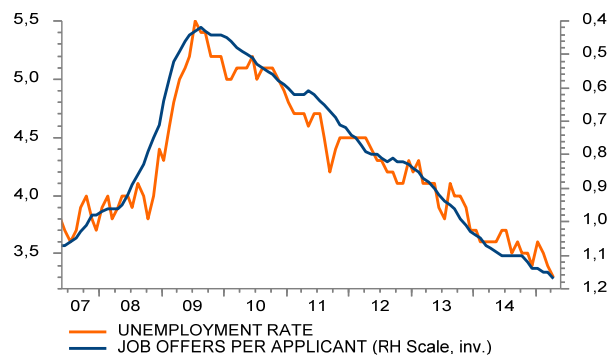
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – I negoziati salariali danno indicazioni positive



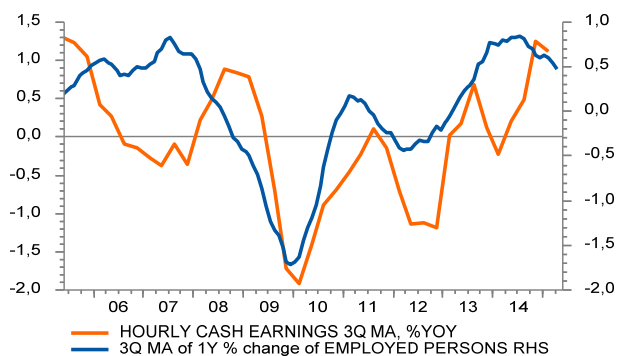
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – La disoccupazione cala



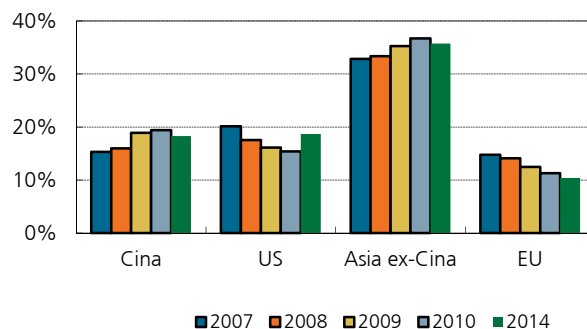
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 5 – Salari orari e occupazione in rialzo



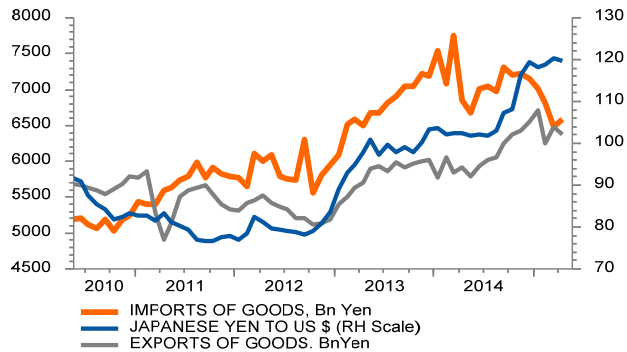
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 6 – Quote di esportazioni sul totale



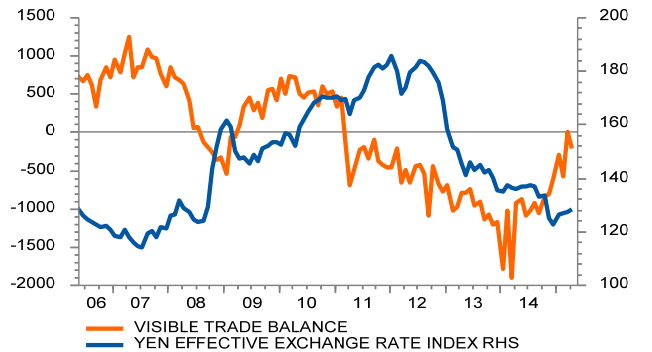
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Cabinet Office

Fig. 7 – Ripresa graduale dell'export



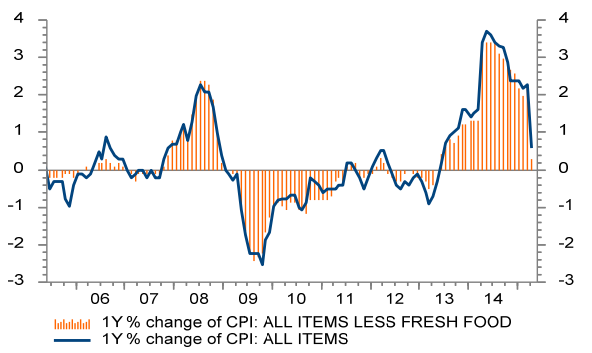
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – Gli effetti dello yen cominciano a farsi sentire



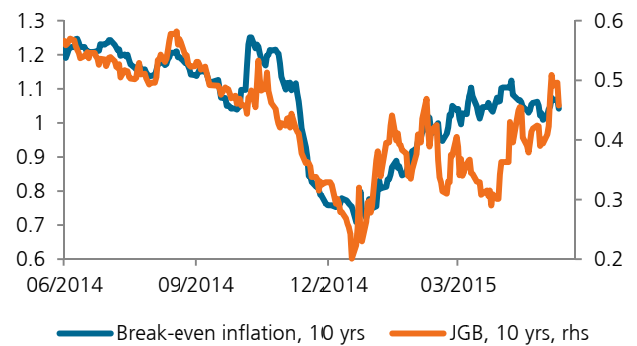
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 – Inflazione al netto del rialzo dell'imposta sui consumi sempre lontana dal 2%



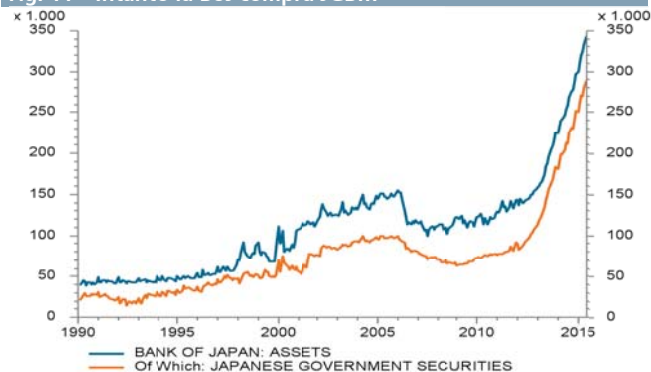
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 - Nessuno crede all'obiettivo del 2%



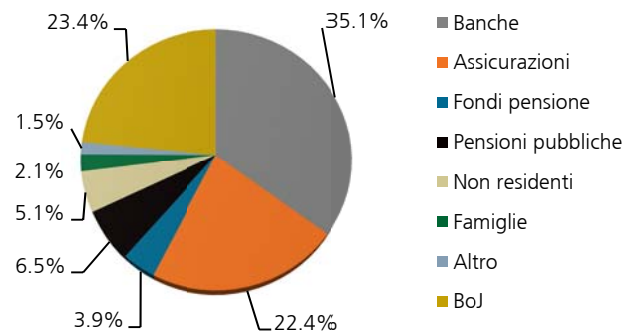
Fonte: Bloomberg

Fig. 11 – Intanto la BoJ compra JGB...



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 12 – ... e libera i bilanci delle banche



Dati a fine dicembre 2014; totale JGB: 885,2 tln di yen
Fonte: Ministry of Finance

Cina: il quadro generale rimane debole

- Nel 1° trimestre del 2015 il tasso di crescita del PIL è sceso ulteriormente al 7% a/a, dal 7,3% registrato negli ultimi due trimestri del 2014, con una variazione congiunturale dell'1,3% t/t, la più bassa dal 2011. Il rallentamento ha riguardato in misura maggiore il settore industriale e quello agricolo e, dal lato della domanda, gli investimenti. I consumi privati dovrebbero, invece, aver registrato un tasso di crescita invariato rispetto al 4° trimestre come segnala la dinamica della spesa pro-capite reale delle famiglie urbane. I dati mensili di aprile e maggio hanno registrato una stabilità delle vendite al dettaglio e un miglioramento della produzione industriale rispetto ai minimi di marzo (fig. 1 e 7). La dinamica del commercio estero è rimasta invece in calo, in particolare quella delle importazioni (fig. 3), a testimonianza della debolezza della domanda interna. Le importazioni di macchinari e componenti elettrici hanno continuato a decelerare fino a registrare una diminuzione del -7,2% 3m a/a a maggio, prefigurando un ulteriore rallentamento degli investimenti (fig. 6). Nonostante i timidi segnali di miglioramento congiunturale negli ultimi due mesi le esportazioni restano in sensibile calo (-7,7% 3m a/a a maggio, fig. 5) e la marcata discesa della componente ordini dall'estero dell'indice PMI HSBC (sceso a 46,7 in maggio da 50,3 in aprile), la debolezza di quello dell'Ufficio Statistico e l'apprezzamento del cambio effettivo lasciano ancora fragili le prospettive nei prossimi mesi.
- Gli investimenti fissi totali hanno continuato a decelerare fino a 11,4% a/a in maggio da 13,5% in marzo, guidati soprattutto dal rallentamento degli investimenti statali, in particolare del governo centrale, e del settore immobiliare (fig. 2). Il tasso di crescita degli investimenti nel settore immobiliare è sceso fino a 5,1% cum a/a nei primi cinque mesi dell'anno toccando il minimo dal 2009, anche se in termini tendenziali è probabile che si sia registrato un timido miglioramento tra marzo e maggio. Il mercato immobiliare ha dato segnali di miglioramento (fig. 8) tra marzo e maggio soprattutto nelle città di prima fascia, dove si è registrato in media un sensibile aumento dei prezzi, grazie all'ulteriore allentamento della politica monetaria nella prima metà dell'anno e delle misure anti-speculative deciso in aprile.
- L'inflazione è scesa fino a 1,2% a/a in maggio dal massimo di 1,5% in aprile (fig. 9) in parte a causa di un effetto base favorevole e in parte a causa del rallentamento dei prezzi nel comparto alimentare, fattori, a nostro avviso, entrambi destinati ad invertirsi nella seconda parte dell'anno. L'inflazione *core* è invece tornata all'1,6% a/a dopo due mesi all'1,5%, guidata dagli aumenti nel comparto dell'abitazione, delle spese sanitarie, dell'abbigliamento e dell'imposta sulle sigarette in vigore da metà maggio. Nonostante i prezzi alla produzione continuino a scendere (-4,6% a/a a maggio) ci aspettiamo che l'inflazione dei prezzi al consumo ritorni a salire nei prossimi mesi per arrivare poco sopra il 2% a fine anno, rimanendo in media annua all'1,5% nel 2015, al di sotto del 2% registrato nel 2014.
- La PBOC ha effettuato un secondo taglio di 100pb del coefficiente di riserva obbligatoria il 20 aprile dopo quello di febbraio, e un altro taglio dei tassi di 25pb a inizio maggio. All'inizio di giugno la PBOC ha rivisto lievemente al ribasso le previsioni di crescita per il 2015 da 7,1% a 7,0% e più marcatamente quelle d'inflazione, dal 2,2% all'1,4%. La Banca centrale si aspetta un miglioramento della crescita tendenziale nella seconda parte dell'anno ma sottolinea il peggioramento della dinamica economica, dovuto soprattutto alla debolezza dell'export. Ci aspettiamo dunque che la PBOC effettui almeno altri due tagli del coefficiente di riserva obbligatoria e due tagli dei tassi nella seconda metà dell'anno. Data l'entrata in vigore dell'assicurazione sui depositi da maggio e la corsa per entrare nel paniere degli SDRs (Special Drawing Rights o Diritti Speciali di Prelievo) in occasione della revisione di ottobre (vedi Focus) ci aspettiamo che la PBOC elimini del tutto il limite sui depositi entro fine anno inoltre riteniamo possibile che la PBOC possa anche ritoccare il limite minimo in vigore sui mutui immobiliari¹² in linea con l'obiettivo di completa liberalizzazione dei tassi.

Silvia Guizzo

¹² Attualmente 70% del benchmark per la prima casa e 110% del benchmark per la seconda casa.

- Il Governo continua a sostenere gli investimenti in infrastrutture, con l'approvazione di progetti per ferrovie (243 miliardi di CNY) e per le linee metropolitane (215 miliardi di CNY), e quelli in compartecipazione pubblico-privato, in particolare nei trasporti e nella conservazione dell'acqua, per i quali ha pubblicato una lista a cui dovrebbero partecipare 25 province per un importo complessivo di 1,97 trilioni di CNY. Sono inoltre state prese misure a sostegno dei consumi quali il dimezzamento delle aliquote dei dazi d'importazione per molti beni di consumo, dall'abbigliamento ai cosmetici dal 1° giugno, e la creazione di un programma pilota per sviluppare servizi di credito al consumo, in particolare per famiglie a basso reddito.
- Il Ministero delle Finanze, la PBOC e la China Banking Regulatory Commission (CBRC) hanno emanato il regolamento del programma di swap del debito dei governi locali annunciato a marzo. Il programma prevede la sostituzione del debito bancario dei veicoli finanziari dei governi locali generalmente a scadenze brevi o medie, con titoli emessi e garantiti dai governi locali con scadenze più lunghe e tassi d'interesse minori. Nonostante il basso entusiasmo delle banche per il programma, al quale sembra siano state spinte a partecipare, all'inizio di giugno le Autorità hanno aggiunto una ulteriore *tranche* di un altro trilione a quello inizialmente stanziato. Per le banche i termini non sono, infatti, troppo vantaggiosi, ad eccezione dell'uso dei titoli come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento: i titoli non sono scambiabili sul mercato e i rendimenti sono piuttosto bassi e indifferenziati rispetto al rischio, come risulta dalle prime emissioni. Il programma resta comunque positivo per la gestione del debito e per la sensibile riduzione del rischio di restrizione fiscale a livello locale, materializzatosi con l'entrata in vigore della nuova legge di bilancio da gennaio, data la limitata possibilità dei governi locali di accedere al mercato per finanziarsi.
- La dinamica del PIL potrebbe vedere il minimo nel 2° trimestre e l'allentamento della politica monetaria e le misure a sostegno dei consumi dovrebbero favorire una marginale accelerazione della crescita nella seconda parte dell'anno che continuerà ad essere guidata soprattutto dagli investimenti in infrastrutture. L'aumento dei crediti deteriorati (in rapporto al totale dei crediti pari a 1,39% e in aumento del 52% a/a nel 1° trimestre, fig. 12) continuerà a frenare il credito (fig. 11) anche in caso di ulteriori tagli dei tassi. L'andamento ancora debole del settore immobiliare finirà per avere effetti più tangibili sull'economia, limitando la dinamica dei consumi in particolare nel 2016. Inoltre, dato l'andamento deludente delle esportazioni, il contributo del canale estero potrebbe essere minore delle nostre precedenti attese. Rivediamo pertanto le nostre previsioni per il 2015 da 7,1% a 6,8% e manteniamo invariate quelle per il 2016 a 6,5%. I rischi al ribasso sullo scenario rimangono invariati.

Previsioni	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
PIL (prezzi costanti)	10.6	9.5	7.7	7.7	7.4	6.8	6.5
Consumi privati	8.2	10.3	9.4	8	7.7	7.4	7.2
Consumi pubblici	11.5	12.2	5.8	7.2	7.1	6.5	6.8
Investimenti fissi	11.3	8.7	9	9.2	8.3	5.6	5
Esportazioni	26.1	4.1	3.2	5.8	5.9	1.7	5.7
Importazioni	19.8	6.3	4.3	8.3	7	-2.7	5.2
Produzione industriale	12.7	10.6	8.2	7.9	7.3	6.1	5.7
Inflazione (CPI)	3.3	5.4	2.6	2.6	2	1.5	1.5
Tasso di disoccupazione (%)	4.2	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
Salari medi	14.1	16.8	14.4	11.8	10.8	9.2	8.7
Tasso interbancario a 90gg (media) (%)	2.7	5.3	4.6	5	5.1	4.3	3.5
Cambio USD/CNY (media)	6.77	6.46	6.31	6.15	6.16	6.25	6.13
Saldo delle partite correnti (md di CNY)	1603.7	874.1	1360.1	911.9	1357.5	2559.2	2523.7
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	3.9	1.8	2.5	1.6	2.1	3.8	3.5
Saldo di bilancio* (% del PIL)	-1.7	-1.1	-1.6	-1.8	-1.8	-3.0	-4.3

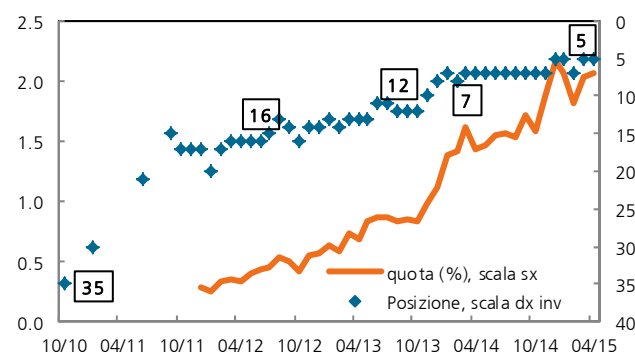
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato; *Stime IMF Article IV 2014 Fonte: Oxford Economic Forecasting e Intesa Sanpaolo

Focus: il renminbi e la revisione del paniere degli SDRs

Nel comunicato riguardante la conclusione delle consultazioni per l'Article IV¹³ a fine maggio il Fondo Monetario Internazionale ha ribadito che lo yuan, dopo il sensibile apprezzamento in termini reali dell'ultimo anno non risulta più sottovalutato. La posizione patrimoniale sull'estero della Cina risulta tuttavia ancora troppo forte rispetto ai fondamentali, pertanto il FMI auspica che le Autorità cinesi proseguano con le riforme necessarie a portarla più in linea con l'equilibrio di lungo periodo e a ridurre l'eccesso di risparmio. Il Fondo rileva la necessità che il cambio effettivo evolva con i fondamentali (per esempio che si apprezzi in linea con l'aumento del differenziale di produttività rispetto ai partner commerciali) e che il tasso di cambio diventi liberamente determinato dal mercato entro 2 o 3 anni con interventi limitati solo a ridurre la volatilità in eccesso.

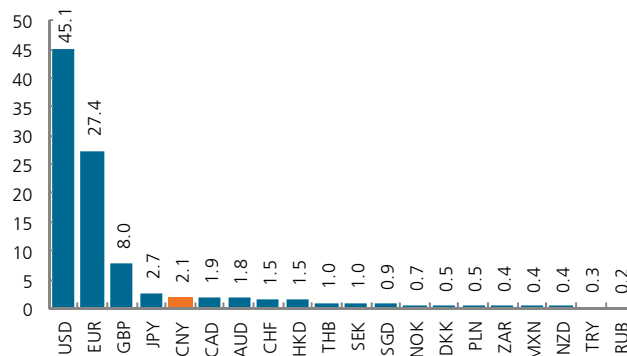
La spedita internazionalizzazione del renminbi e il suo utilizzo, seppur in misura ancora marginale, come moneta di riserva da parte di alcune banche centrali, nonché l'aumento della convertibilità del conto finanziario della Cina, hanno aumentato sensibilmente le attese di ammissione della moneta cinese nel paniere degli SDRs¹⁴. Il FMI già nel 2010¹⁵ aveva riconosciuto che la dimensione dell'economia e dell'interscambio commerciale della Cina imponevano il renminbi come possibile candidato in vista di una riconsiderazione della composizione del basket delle monete degli SDRs, ma aveva allora rigettato l'ipotesi di una sua entrata ritenendo che non tutte le condizioni necessarie fossero rispettate. Più recentemente¹⁶, anche a fronte dell'interesse della Cina - espresso pubblicamente in aprile dal Governatore della PBOC¹⁷ - a far entrare lo yuan nel paniere degli SDRs in vista della revisione quinquennale prevista per ottobre, il Fondo Monetario ha dichiarato di voler lavorare con le Autorità cinesi per raggiungere questo obiettivo, apparendo più possibilista. Non è infatti in discussione se il renminbi entrerà nel paniere, ma solo quando.

Fig. 1 - Scalata del renminbi come moneta di pagamento nelle transazioni internazionali



Fonte: SWIFT

Fig. 2 - Scomposizione dei pagamenti mondiali per valuta (in % del totale, aprile 2015)



Nota: Sono coinvolte due valute in ogni transazione pertanto la somma delle quote percentuali individuali è 200% e non 100%. Fonte: SWIFT

¹³ IMF Staff Completes the 2015 Article IV Consultation Mission to China, Press Release No. 15/237, May 26, 2015.

¹⁴ "Per maggiori dettagli vedi nota Cina: L'internazionalizzazione del renminbi: a che punto siamo?" del 12.06.2014.

¹⁵ IMF, Review of the Method of Valuation of the SDR Prepared by the Finance Department In consultation with the Legal and Other Departments Approved by Andrew Tweedie, October 26, 2010.

¹⁶ Vedi nota 1.

¹⁷ IMF and Financial Committee, 31st meeting, April 18, 2015, Statement by Zhou Xiaochuan, Governor, People's Republic of China.

Le Autorità cinesi nell'ultimo anno hanno emanato nuove misure per liberalizzare ulteriormente il conto finanziario e dei capitali ed aumentare maggiormente il grado di convertibilità della moneta. Le misure vanno da nuovi accordi o rinnovo di accordi di swap, all'aumento delle quote dei programmi QFII e RQFII (*Qualified Foreign Institutional Investors* e *Renminbi Qualified Foreign Institutional Investors*), alla nomina di nuove banche di *clearing* in diversi paesi, nonché all'avvio del programma Hong Kong Shanghai Connect a novembre 2014. A queste si sono aggiunte la recente approvazione del mutuo riconoscimento dei fondi comuni di investimento tra Hong Kong e la Cina, con un programma pilota che entrerà in vigore dal 1° luglio, l'apertura del mercato repo interbancario alle banche straniere che partecipano già al mercato interbancario delle obbligazioni e l'emissione di certificati di deposito a individui e imprese annunciate a inizio giugno.

Lo stesso governatore Zhou ha ribadito che la convertibilità del conto capitale non è completa ma è molto vicina ad esserlo. La convertibilità manca in 5 dei 40 elementi elencati dal FMI: in particolare non sono ancora permessi gli investimenti *cross border* delle persone fisiche e l'emissione di azioni e di altri strumenti finanziari da parte dei non residenti nel territorio nazionale. Il Governatore ha dichiarato che la Cina attuerà diverse misure nei prossimi mesi per raggiungere la convertibilità su questi fronti, in particolare con un programma pilota per investitori singoli (*Qualified Domestic Individual Investor Program, QDII2*) in sei città, con l'introduzione del Programma Shenzhen Hong Kong Connect, simile al Shanghai Hong Kong Connect, con il permesso di emettere azioni per gli investitori esteri (ad eccezione dei derivati), e con ulteriori misure volte a facilitare l'entrata degli investitori stranieri nel mercato domestico dei capitali. La parziale convertibilità del conto finanziario ha impedito finora che i maggiori indici azionari (FTSE e MSCI) potessero inserire le azioni cinesi scambiate nel mercato interno (azioni A) nei propri indici benchmark per gli emergenti, se non in alcuni indici di transizione e solo in percentuali che riflettono le quote dei QFII e RQFII.

Le notevoli misure di liberalizzazione del conto dei capitali sono comunque in gran parte dei programmi pilota e/o soggetti a quote, o in alcuni casi sono limitate alle Zone Speciali di Libero Scambio come quella di Shanghai, e non riguardano ancora l'intero mercato. Un'apertura del conto dei capitali più ampia e veloce di quella già in atto potrebbe, però, non essere conveniente per la stessa Cina in un momento di rallentamento dell'economia e dell'avvicinarsi dei rialzi Fed. La Cina ha comunque ribadito che non mira a raggiungere una convertibilità completa ma, data l'esperienza della crisi finanziaria del 2008, mira invece ad una convertibilità "gestita" (*managed convertibility*), intendendo con ciò di voler aumentare la convertibilità del conto dei capitali ma continuando ad utilizzare misure macro-prudenziali per limitare i rischi derivanti dai flussi di capitali in entrata e in uscita (per esempio per quanto riguarda il debito in valuta estera delle imprese), per mantenere la stabilità del cambio e la sicurezza del sistema finanziario. Questo non sarà sicuramente un ostacolo per l'approvazione del FMI dato che il dibattito internazionale, anche con il contributo di esponenti del Fondo e governatori di banche centrali, recentemente appare sempre più orientato in questo senso¹⁸.

La maggiore apertura del conto finanziario e dei capitali con la contemporanea liberalizzazione dei tassi d'interesse non può però prescindere dallo sviluppo di un solido sistema bancario insieme a un mercato finanziario interno ampio, liquido e ben regolamentato. Queste condizioni sono infatti molto più importanti affinché lo yuan si diffonda largamente come moneta di riserva rispetto all'entrata nel paniere degli SDRs, per quanto l'*imprimatur* del Fondo sarebbe apprezzabile sia per la Cina sia, politicamente a livello internazionale, per il Fondo stesso, visto lo stallo della riforma per aumentare il peso dei paesi emergenti nella sua gestione, osteggiato in

¹⁸ Vedi ad esempio: "Going Bust for Growth" Remarks by Dr. Raghuram Rajan, Governor of the Reserve Bank of India on May 19, 2015 to the Economic Club of New York, e "Monetary spillovers? Boom and bust? Currency wars? The international monetary system strikes back", Dinner Speech by Fabrizio Saccomanni, BIS Special Governors' Meeting, Manila, 6 February 2015.

particolare dagli USA¹⁹. In Cina la liberalizzazione, lo sviluppo e la supervisione del mercato finanziario interno, nonché il rafforzamento del sistema bancario, sono di fatto ancora lontani da quelli dei paesi industrializzati. Le riforme necessarie per raggiungerli richiedono tempo e sono di difficile implementazione, in particolare nella congiuntura economica attuale, anche per le non sottili resistenze politiche rispetto al cambiamento del regime economico che comportano.

La completa convertibilità del conto finanziario, seppur valutata positivamente, non è comunque necessaria per l'entrata nel paniere degli SDRs. A tal fine la valuta deve essere, invece, considerata dal FMI "liberamente utilizzabile" o "*freely usable*"²⁰. Ossia la valuta deve essere ampiamente utilizzata come valuta di pagamento nelle transazioni internazionali e attivamente scambiata nel mercato spot dei cambi. Deve essere inoltre utilizzata come moneta di riserva e come moneta di denominazione di strumenti di debito internazionali (titoli obbligazionari e passività bancarie). Il Paese della valuta candidata deve inoltre rientrare tra i primi cinque esportatori mondiali di beni e servizi, criterio quantitativo utilizzato fin dagli anni '80 a cui poi, dal 2000, è stato affiancato quello della "libera utilizzabilità".

L'attuale paniere degli SDRs è composto per il 41,9% da dollari, per il 37,4% da euro, per l'11,3% da sterline e per il 9,4% da yen²¹. Nella discussione dei criteri per l'entrata nel paniere il FMI dichiara che, anche se il numero delle valute non è prestabilito, esso deve rimanere contenuto (massimo 5 o 6) per preservarne la stabilità e la rappresentabilità delle transazioni internazionali, nonché per ridurre i costi e facilitare le operazioni di copertura dei cambi. Nelle simulazioni di scenario proposte²² si ritiene ragionevole confrontare i parametri di una nuova moneta con quella che ha la quarta quota nel paniere attuale o che aveva raggiunto la quinta posizione in fase di valutazione, ossia la prima valuta non entrata nel paniere.

Il requisito di maggiore esportatore mondiale è sicuramente rispettato, visto che la Cina era il quarto esportatore mondiale già nel quinquennio 2006-2010, ed è ora il secondo dopo l'area euro (25,3%), con una quota del 10,5%. Nel 2014 il 22,1% nelle transazioni commerciali *cross border* di beni e servizi con la Cina è stato regolato in renminbi rispetto al 2,4% nel 2010, anno a cui risale la precedente rivalutazione del paniere degli SDRs. Il renminbi ha ormai raggiunto la quinta posizione²³ nella classifica SWIFT delle valute più utilizzate nei pagamenti internazionali con una quota di utilizzo del 2,07% ad aprile 2015, poco al di sotto dello yen (quarta moneta che compone il paniere degli SDRs) che ha una quota del 2,73% (fig. 1 e 2).

Secondo i dati della BIS²⁴ la quota di turnover giornaliero dello yuan sul mercato globale dei cambi era dello 0,9% ad aprile 2010 ed ha raggiunto il 2,2% nello stesso mese del 2013. Di contro lo yen deteneva una quota del 23% e la sterlina dell'11,8%²⁵. La quota era di 1,7% per il

¹⁹ Ricordiamo che gli Stati Uniti non hanno ancora ratificato la riforma delle quote di rappresentanza e del governo del Fondo Monetario approvata nel 2010.

²⁰ IMF Executive Board Discusses the Criteria for Broadening the SDR Currency Basket, Public Information Notice No. 11/137, November 11, 2011.

²¹ IMF Determines New Currency Weights for SDR Valuation Basket Press Release No. 10/434 November 15, 2010.

²² IMF, Criteria for Broadening the SDR Currency Basket Prepared by the Finance and Strategy, Policy, and Review Departments (In consultation with other departments) Approved by Andrew Tweedie and Reza Moghadam, September 23, 2011.

²³ Dalla trentacinquesima nell'ottobre del 2010 e dalla tredicesima nell'aprile del 2013.

²⁴ BIS, Triennial Central Bank Survey, Foreign Exchange Turnover 2013.

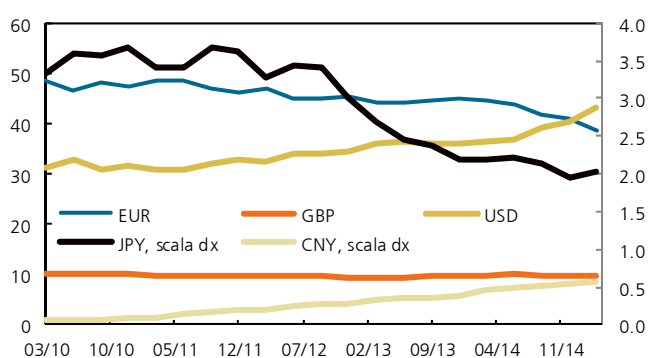
²⁵ Sono coinvolte due valute in ogni transazione pertanto la somma delle quote percentuali individuali è 200% e non 100%. Per maggiore comprensione si possono dividere per 2.

mercato spot ma più alta per alcuni tipi di derivati (ad esempio 5,1% per le opzioni). Anche ipotizzando che l'utilizzo sul mercato spot dei cambi si sia evoluto in maniera simile a quello per le transazioni commerciali, in cui la quota è triplicata tra aprile 2013 (0,69%) e aprile 2015 (2,07%), difficilmente esso potrebbe aver raggiunto la sterlina (11,1%) e tantomeno lo yen (29,9%), ma più facilmente potrebbe aver raggiunto altre monete di riserva fuori dal paniere, come il franco svizzero o il dollaro canadese che avevano nel 2013 una quota di utilizzo al 4,1% e 4,6% rispettivamente.

L'utilizzo come moneta di denominazione di strumenti di debito internazionali, nonostante gli enormi passi avanti soprattutto con l'emissione di titoli off-shore, rimane invece ancora basso rispetto a quello delle altre valute (fig. 3). Secondo i dati della BIS che riguardano le emissioni di titoli obbligazionari e strumenti di mercato monetario, l'ammontare in renminbi è pari allo 0,6% del totale circolante nel 1° trimestre del 2015, in aumento dallo 0,1% del 4° trimestre 2010, ma lontano da quello dello yen, pari al 2,2% del totale.

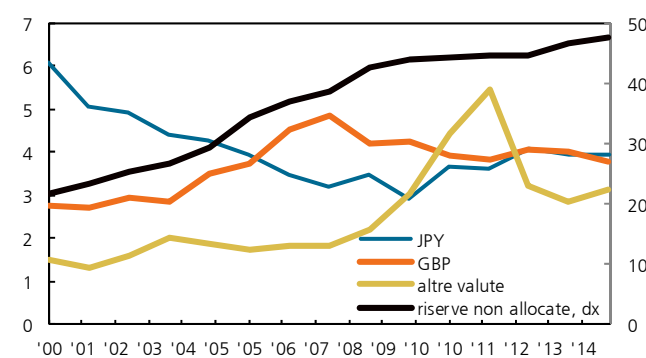
Molto più difficile risulta valutare l'utilizzo del renminbi come moneta di denominazione di passività bancarie internazionali e come moneta di riserva in quanto le statistiche disponibili della BIS e del FMI non forniscono la scomposizione per tutte le valute ma solo per le principali. Tuttavia, è ragionevole aspettarsi che l'aumento della quota della voce "altre valute" nelle passività bancarie, passata da 5,6% a fine 2010 a 7,1% del totale a fine 2014 (sterlina e yen hanno una quota rispettivamente del 5,4% e 2,7%, seguiti dal franco svizzero con 1,6%), sia dovuto a un maggior utilizzo del renminbi. Un discorso simile vale per l'aumento della quota della voce "altre valute" nelle riserve allocate nonché per l'aumento della quota di riserve non allocate, ormai salita al 47,5% del totale delle riserve in valuta estera nel 2014 (fig. 4). Ciò è dovuto quasi esclusivamente all'aumento di tale quota tra i paesi emergenti: da metà degli anni Duemila essa ha, infatti, superato quella delle riserve allocate fino ad arrivare a 65,7% a fine 2014.

Fig. 3 - Titoli di debito internazionali – scomposizione del circolante per valuta (in % del totale)



Fonte: BIS – Debt Securities Statistics Tav. 13A e 13B ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 - Sale la quota di "altre valute" nelle riserve allocate (in % del totale delle riserve allocate)



NB: riserve non allocate in % del totale delle riserve. Fonte: IMF COFER ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Oltre al criterio della "libera utilizzabilità", il FMI aveva discusso il possibile utilizzo di un altro criterio di entrata nel paniere degli SDRs in occasione della revisione del 2011²⁶ e lo aveva valutato positivamente come complementare a quello della "libera utilizzabilità" per meglio giudicare quest'ultima²⁷. Secondo questo criterio complementare, denominato "di attività di riserva" o *reserve asset criterion* (RAC), la moneta candidata, oltre che ad essere attivamente

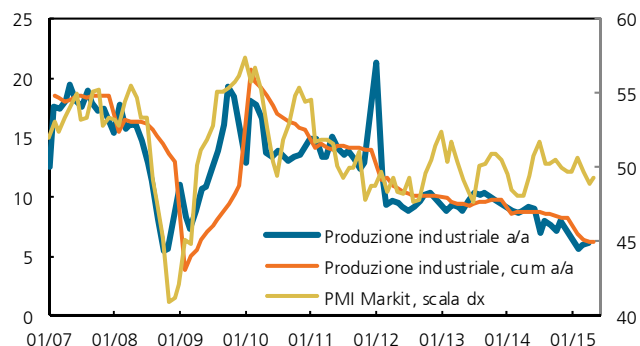
²⁶ Vedi nota 11.

²⁷ Vedi nota 9.

scambiata nel mercato spot dei cambi, deve essere scambiata attivamente anche nel mercato dei derivati di cambio. Inoltre deve essere utilizzata come moneta di riserva e il paese della valuta in questione deve disporre di strumenti finanziari scambiati sui mercati internazionali basati su tassi d'interesse liberamente determinati dal mercato.

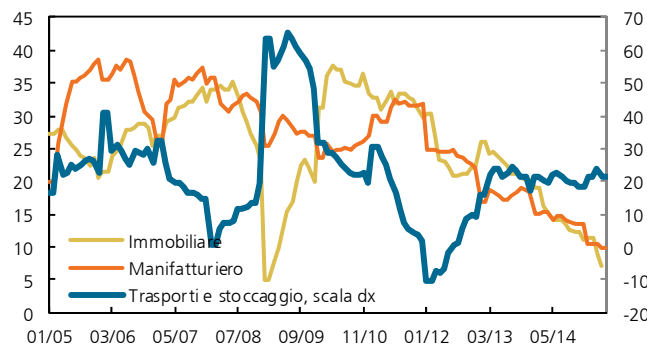
Strettamente parlando riteniamo che il renminbi non rispetti ancora completamente i parametri per essere definito *freely usable*, né tutti quelli del criterio complementare RAC, ma vi sia molto vicino. Il criterio RAC di fatto risponde alle esigenze di una maggiore pluralità del sistema monetario internazionale dato che lo sviluppo delle economie emergenti nell'ultimo decennio non è ancora riflesso né nelle quote del Fondo né nel paniere degli SDRs. Non è da escludere che queste considerazioni possano alla fine prevalere nella decisione del FMI, tenuto conto della discrezionalità che circonda i criteri di valutazione, da un lato per riconoscere alla Cina sia il peso che ha ormai raggiunto nell'economia mondiale sia i progressi nel processo di liberalizzazione del conto finanziario, e dall'altro per favorire un'evoluzione graduale del sistema monetario internazionale.

Fig. 1 - La produzione industriale si stabilizza



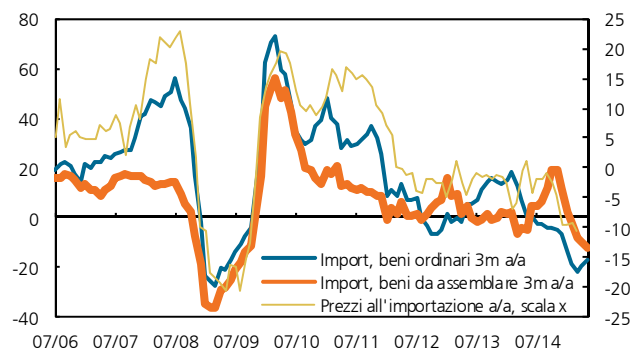
Fonte: CEIC, Markit

Fig. 2 - Investimenti immobiliari ancora in rallentamento



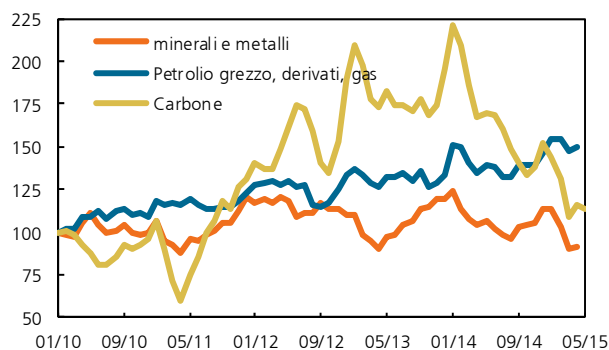
N.B. Investimenti nominali cumulati, var a/a. Fonte: CIEC

Fig. 3 - Importazioni influenzate dal calo dei prezzi



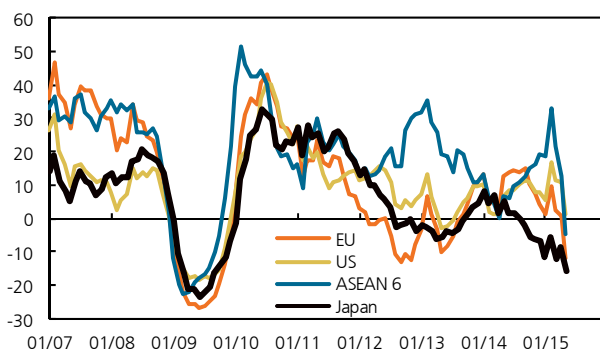
Fonte: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Markit

Fig. 4 - Importazioni di materie prime in quantità



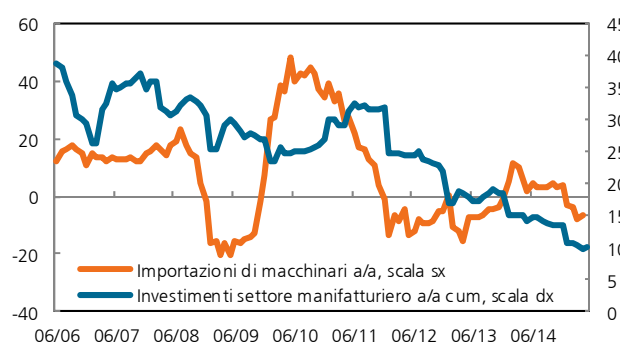
Nota: importazioni in tonnellate, ribasate a 01/01/2010= 100. Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 - Le esportazioni rallentano



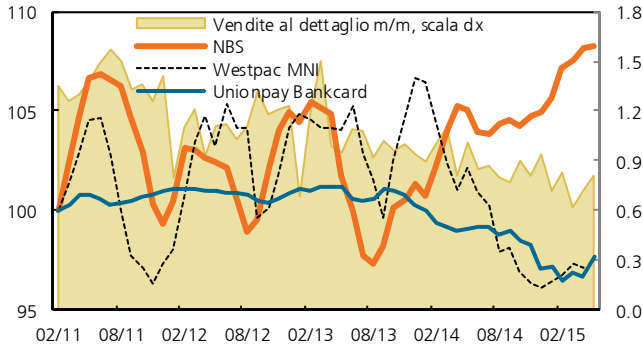
Fonte: Bloomberg; var % 3m a/a

Fig. 6 - Investimenti del settore manifatturiero



Fonte: CEIC

Fig. 7 - Indici di fiducia in risalita



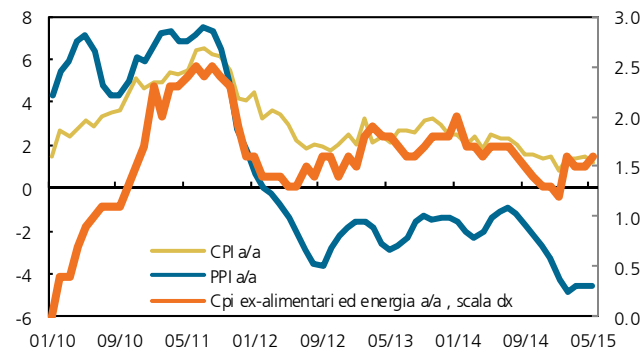
N.B. Indici di fiducia in media mobile a 3 mesi ribasati a febbraio 2011=100.
Fonte: CEIC

Fig. 8 - Segnali di miglioramento nel mercato immobiliare con un balzo dei prezzi nelle città di prima fascia



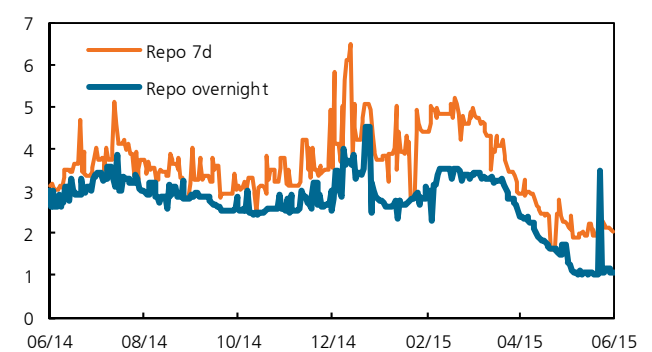
Nota: medie delle variazioni % di prezzo m/m. Immobili residenziali di nuova costruzione. Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 - Inflazione core in aumento



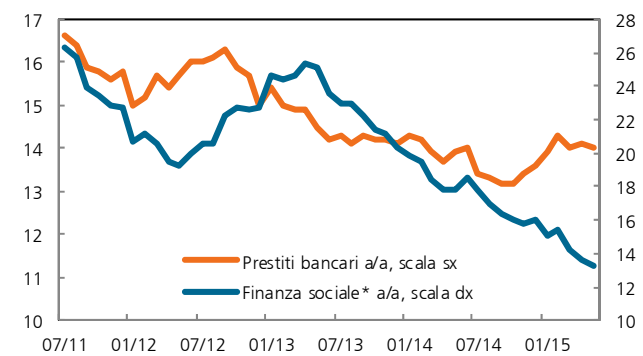
Fonte: CEIC, Bloomberg

Fig. 10 - Tassi monetari in calo



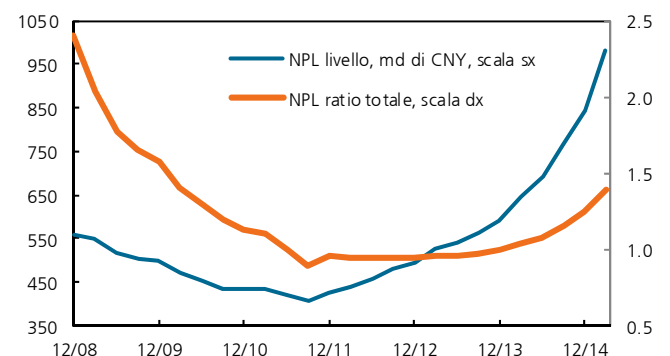
Fonte: Bloomberg

Fig. 11 - Il credito bancario si stabilizza



Nota: stock, dati mensili, variazioni % a/a. Fonte: CEIC e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 12 - I crediti incagliati continuano a salire



Nota: Non Performing Loan (NPL) delle banche commerciali. Fonte: CEIC

India: ripresa in atto ma non ancora omogenea

Silvia Guizzo

- Il PIL è salito del 7,5% a/a nel 1° trimestre del 2015 portando così la crescita dell'anno fiscale 2014-2015 (AF2014-2015) al 7,3% a/a vs 6,9% dell'AF 2013-2014. Il 1° trimestre ha beneficiato dell'accelerazione di consumi privati e investimenti che ha bilanciato il calo della spesa pubblica. Il contributo del canale estero è stato positivo per la performance peggiore delle importazioni. Dal lato dell'offerta la riaccelerazione del settore manifatturiero ha compensato il contenuto rallentamento dei servizi e il sensibile calo del settore agricolo. I dati mensili tra marzo e maggio segnalano che la ripresa in atto non è ancora omogenea.
- Le prospettive per i consumi privati, che sono saliti del 7,9% nel 1° trimestre, rimangono solide. Sono, infatti, supportate dal miglioramento delle aspettative dei consumatori, balzate ai massimi della serie dopo due trimestri di stabilità, e dell'andamento ancora positivo del mercato del lavoro segnalato dalla permanenza vicino a 50 della componente PMI (sia nel settore dei servizi sia in quello manifatturiero) e dalla intenzioni di assunzione dell'indagine Manpower che, pur in marginale riduzione per il 3° trimestre, sono rimaste stabili nei trimestri precedenti su valori elevati. A ciò si aggiunge, infine, la ripresa delle vendite di automobili. Languono ancora, invece, le vendite di veicoli commerciali, soprattutto a tre ruote, che potrebbero segnalare una difficoltà dei consumi nelle zone rurali.
- Gli investimenti fissi sono saliti del 4,1% a/a nel 1° trimestre vs 2,4% del 4° trimestre 2014, aiutati anche da un sensibile effetto base favorevole. Le proposte di investimenti industriali in attesa di approvazione al Ministero dell'Industria, seppur ancora in calo tendenziale nel numero rispetto all'anno scorso, stanno lentamente migliorando rispetto ai minimi a cavallo d'anno e hanno registrato aumenti nel valore dei progetti anche tra marzo e maggio. Le esportazioni totali sono scese sensibilmente negli ultimi mesi più delle importazioni, anche causa del calo del prezzo del petrolio (fig. 5), tanto che il contributo del canale estero potrebbe non essere più positivo nel 2° trimestre. Le esportazioni continuano a contrarsi anche al netto del petrolio in linea con la debolezza degli ordini esteri, mentre le importazioni, seppur in rallentamento rispetto a fine 2014, sono rimaste positive (+6,9% 3m a/a in maggio) supportate, secondo i dati preliminari, da oro e metalli industriali. Resta ancora negativa la dinamica delle importazioni di macchinari (-6,8% 3m a/a in maggio) prefigurando una ripresa ancora lenta degli investimenti.
- La produzione industriale è accelerata tra marzo e aprile (+4,1% a/a in aprile) grazie al contenuto miglioramento della dinamica della produzione di beni capitali, ma anche dei beni intermedi e dei beni di consumo durevoli che hanno registrato la prima variazione tendenziale positiva (+1,3% a/a) da giugno del 2014. Al contrario, è decelerata sensibilmente la produzione di materiali per le infrastrutture fino a calare dello 0,4% a/a in aprile. L'aumento non lineare della componente nuovi ordini dell'indice PMI negli ultimi tre mesi (risalito a 54,3 a maggio, fig. 2), il calo della componente della capacità utilizzata insieme alla marginale diminuzione delle aspettative sugli ordini nel 2° trimestre nell'indagine sulla fiducia delle imprese della RBI (Reserve Bank of India), prefigurano un miglioramento solo contenuto della produzione industriale nei prossimi mesi. L'indagine sulla fiducia delle imprese industriali rileva infatti aspettative stabili per il 2° trimestre, dopo aver toccato il massimo nel 4° trimestre del 2014, e un peggioramento marginale per quanto riguarda produzione e ordini (fig. 3).
- Segnali misti arrivano dal settore dei servizi. La crescita del 1° trimestre è stata elevata nonostante il rallentamento (+9,2% a/a vs 12,5% nel 4° trimestre 2014) ma l'indice PMI dei servizi è sceso velocemente negli ultimi mesi passando da 53 a marzo a 49,6 in maggio (fig. 7) a causa del marcato calo dei nuovi ordini. Segnali ancora negativi arrivano, invece, dal settore agricolo che potrebbe risentire, anche nel 2° trimestre, della diminuzione del raccolto estivo (*rabi*) dovuto alle forti piogge e uragani che hanno colpito il Nord del Paese a marzo. Le stime del Ministero dell'Agricoltura puntano ad un calo del 5% rispetto all'anno scorso. I rischi restano al ribasso anche per il raccolto autunnale (*Kharif*) viste le previsioni dell'Ufficio Meteorologico Indiano di piogge minori del 7% rispetto alla media stagionale e la conferma di inizio del fenomeno de El Niño da parte dell'Ufficio Meteorologico Australiano.

Scenario Macroeconomico

Giugno 2015

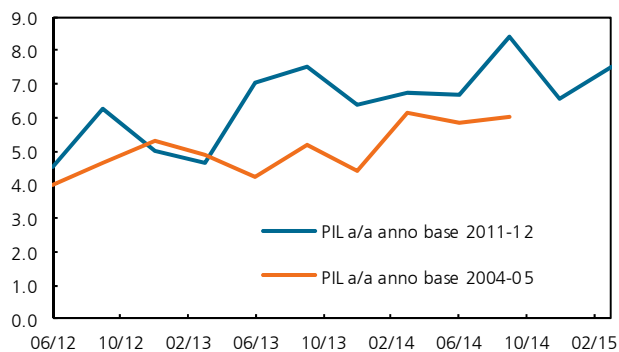
- L'inflazione dei prezzi al consumo è scesa da 5,4% in febbraio fino a 5% in maggio, guidata dal rallentamento dei prezzi degli alimentari e supportata da un effetto base favorevole che continuerà fino ad agosto. L'inflazione *core* è lievemente accelerata per gli aumenti nei comparti della spesa sanitaria e dei tabacchi (fig. 4). L'inflazione dovrebbe risalire da settembre per arrivare quasi al 6% a fine anno, rimanendo in media annua a 5,0% nel 2014 e salendo a 5,4% nel 2016, nell'ipotesi di una gestione pubblica oculata delle scorte di cereali che mantenga contenuta la dinamica dei prezzi degli alimentari. Le previste condizioni meteorologiche, la stabilizzazione del prezzo del greggio e gli aumenti dei prezzi dei carburanti, nonché gli effetti dell'entrata in vigore dell'aumento dell'imposta sui servizi dal 1° giugno (da 12,36% a 14%) lasciano i rischi sull'inflazione verso l'alto.
- La liquidità del sistema resta ampia e le Autorità monetarie hanno preso diverse misure per la gestione dei crediti incagliati e per favorire la concessione di credito a medio lungo termine ai progetti infrastrutturali, inoltre la RBI ha introdotto nuove regole per la ristrutturazione del debito delle imprese. Nonostante queste misure e i tagli dei tassi la dinamica del credito rimane tuttavia ancora stabile sui minimi della serie (fig. 8). La RBI ha rivisto al ribasso le previsioni di crescita per l'AF2015-2016 da 7,8% in aprile al 7,6% in giugno e ha preferito agire con un taglio dei tassi a inizio giugno, portando il tasso repo al 7,25%, in attesa che i dati dei prossimi mesi chiariscano l'entità dei rischi sull'inflazione. Riteniamo che la RBI porterà il tasso repo al 7% entro l'autunno solo se si dissiperanno questi rischi.
- Il governo Modi ha intrapreso diverse riforme a sostegno dell'economia nel primo anno di mandato tuttavia non è ancora riuscito a far passare in Parlamento quelle fondamentali, quali la legge sull'acquisizione dei terreni, quella sull'imposta generale sui beni e servizi (GST, Goods and Service Tax) e alcune proposte di modifica a livello federale del mercato del lavoro, che confida però di riuscire ad approvare nella sessione di luglio. A ciò si aggiunge lo stallo della disputa legale sull'applicazione della Minimum Alternative Tax retroattiva per i guadagni in conto capitale degli investimenti di portafoglio esteri.
- L'impegno del Governo a ridurre i lacci burocratici e a sostenere gli investimenti e la politica monetaria accomodante dovrebbero continuare a favorire il consolidamento della crescita nel 2015. Il calo del prezzo del petrolio ha favorito un notevole miglioramento del deficit commerciale e del deficit delle partite correnti che si è ridotto fino a 1,4% del PIL nel 2014 vs 2,6% nel 2013. La performance delle esportazioni più debole delle attese potrebbe però impedirne un'ulteriore riduzione nel corso dell'anno, limitando il contributo del canale estero alla crescita. Rivediamo lievemente al ribasso le previsioni di accelerazione della crescita del PIL a 7,4% nel 2015 e a 7,6% nel 2016, sostenuta dalla buona dinamica dei consumi e dalla ripresa degli investimenti.

Previsioni	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
PIL (prezzi costanti)	11	6.2	4.4	6.4	7.1	7.4	7.6
Consumi privati	8.6	7.3	7.2	5.2	6.1	6.9	7.3
Consumi pubblici	8.4	7.9	5.5	8.5	6.5	5.6	8.4
Investimenti fissi	17.5	6.2	-1.3	5.2	3.1	4.8	7.8
Esportazioni	15.5	18.3	11.2	2.9	4.9	0	9.4
Importazioni	18.2	18.4	11.8	-6.7	-1.8	-0.6	8.6
Produzione industriale	9.7	4.8	0.7	0.6	1.8	4.9	6.6
Inflazione (CPI)	10.3	9.6	9.7	10.7	6.6	5	5.4
Tasso di disoccupazione (%)	6.1	5.8	5.6	5.6	5.6	5.5	5.5
Salari medi	19.4	13.5	20.2	11.2	10.7	10.3	9.6
Mibor 3 mesi (media) (%)	6.3	9.5	9.5	9.3	9.1	8.3	8.1
Cambio USD/INR (media)	45.74	46.69	53.47	58.57	61.04	63.25	62.60
Saldo delle partite correnti (md di INR)	-2498.0	-2945.1	-4893.2	-2779.6	-1665.5	-1488.6	-2318.2
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	-3.4	-3.4	-5.1	-2.5	-1.4	-1.1	-1.5
Saldo di bilancio (% del PIL)	-3.8	-6.8	-5.5	-5.5	-4.2	-4.3	-4.1

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

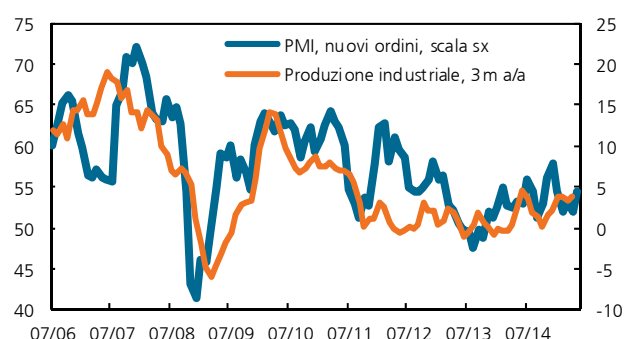
Fonte: Oxford Economics Forecasting e Intesa Sanpaolo

Fig. 1 - La revisione della serie del PIL porta una crescita più alta



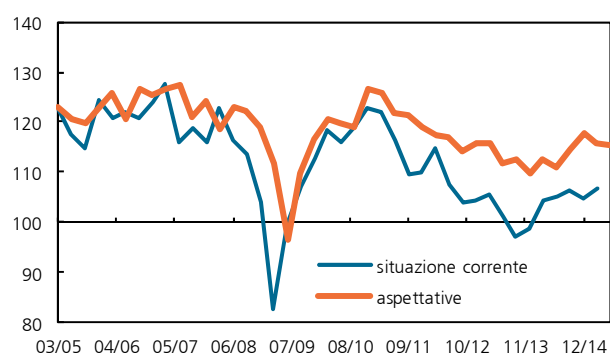
Fonte: CEIC

Fig. 2 - Gli ordini interni migliorano



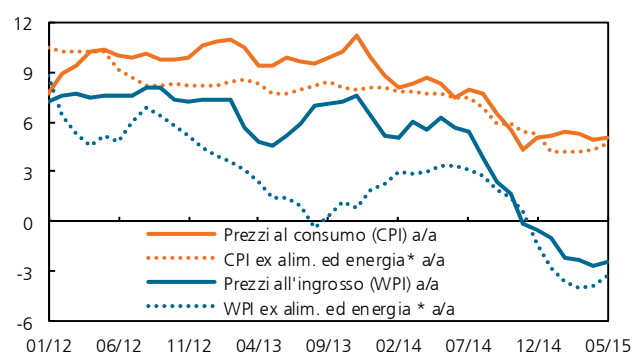
Fonte: Markit-HSBC, CEIC

Fig. 3 - Aspettative delle imprese



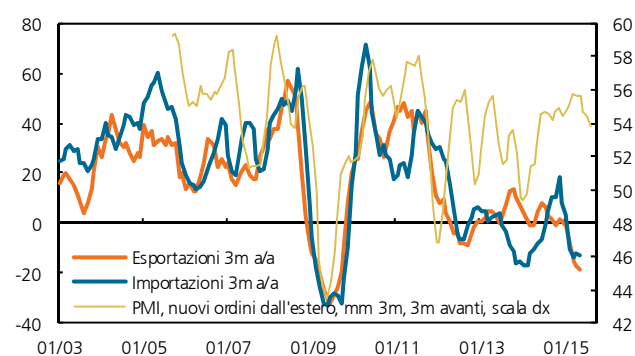
*Business Expectation Index, Industrial Outlook Survey. Fonte: Reserve Bank of India

Fig. 4 - L'inflazione si stabilizza, risale marginalmente la core



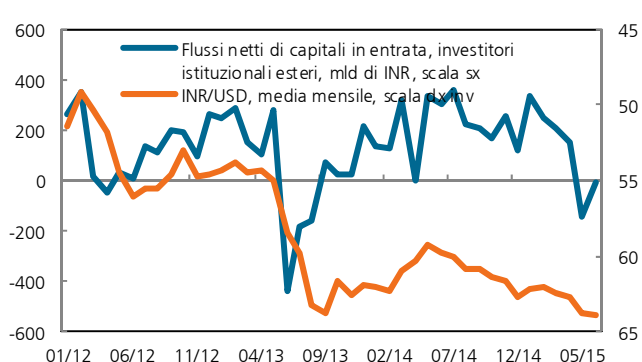
*Stima Intesa Sanpaolo. Fonte: CEIC

Fig. 5 - Il commercio estero resta in calo e rallentano gli ordini



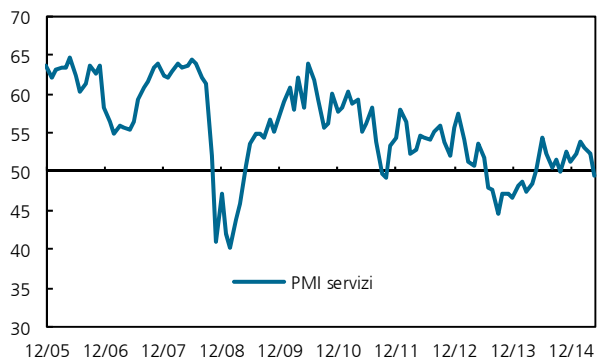
Fonte: Bloomberg, Markit

Fig. 6 - Il deprezzamento della rupia rimane contenuto



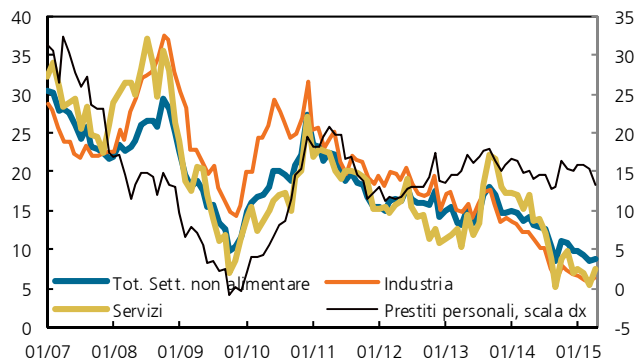
Fonte: CEIC

Fig. 7 - PMI servizi in calo



Fonte: Markit

Fig. 8 - Il credito non accelera (var. % a/a)



Fonte: CEIC

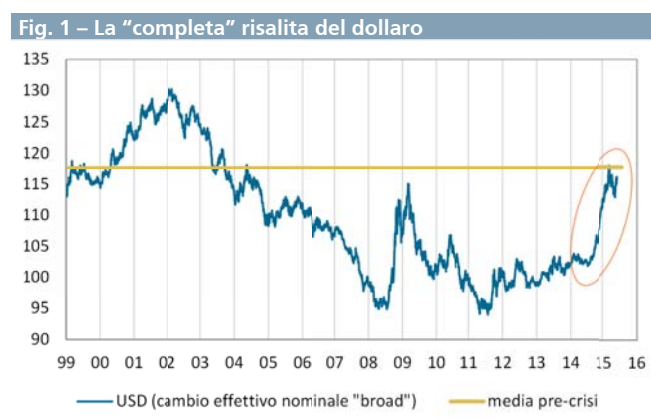
Mercati valutari

Dollaro USA: *upside* prossimo a esaurimento, ma non ancora esaurito. Mentre, infatti, la Fed rinvia il primo rialzo dei tassi (molte delle altre banche centrali li tagliano).

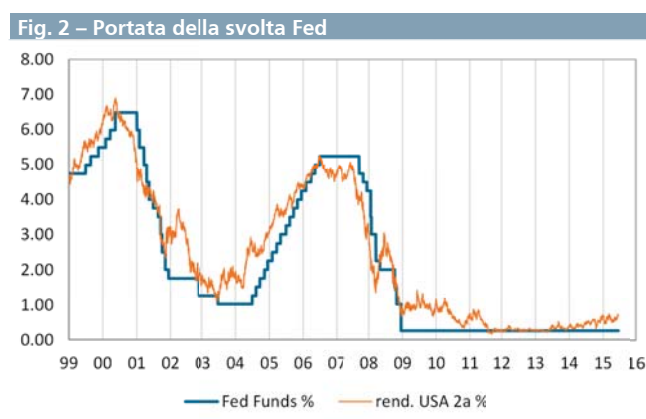
Asmara Jamaleh

DOLLARO

Dopo un inizio d'anno brillante, che in marzo l'ha visto raggiungere massimi abbandonati addirittura nel 2003 (Fig. 1), il dollaro ha fatto parziale marcia indietro nel 2° trimestre. La negativa performance dell'economia USA nel 1° trimestre ha, infatti, portato a rinviare il *timing* atteso del primo rialzo Fed, che in precedenza veniva collocato a giugno. Si tratta dunque di un ritracciamento coerente, a maggior ragione se lo si guarda in prospettiva dell'ampio macro-trend rialzista registrato dal biglietto verde nell'ultimo anno: +16% per il cambio effettivo nominale "broad" (Fig. 1), che sale a +23% per l'indice riferito alle sole "majors". Tale apprezzamento ha riportato il dollaro sulla media pre-crisi (Fig. 1), ovvero su livelli che possono essere considerati elevati e che, in quanto tali, potrebbero far pensare che almeno parte della svolta Fed sia già stata "prezzata" dal mercato valutario.



Fonte: Thomson Reuters-Datastream



Questo tuttavia non è sufficiente a concludere che i massimi siano alle spalle, principalmente per tre ragioni:

- (1) la svolta che la Fed sta per intraprendere è una svolta vera, senza precedenti, sia per il punto di partenza dei tassi – lo zero – sia per la durata molto ampia – sei anni – in cui questi sono stati tenuti fermi a zero (Fig. 2);
- (2) l'*upside* su tassi e rendimenti USA – dai livelli attuali – è molto elevato;
- (3) anche se la Fed ha posticipato – rispetto alle attese – il *timing* del primo rialzo, il *gap* (e quindi la divergenza) rispetto alle altre principali banche centrali non si è ridotto, perché nel frattempo la maggior parte di esse ha allentato ulteriormente la politica monetaria, in molti casi tagliando ancora i tassi, proprio mentre a breve la Fed inizierà ad alzarli.

Il dollaro potrebbe quindi riuscire a replicare i massimi di metà marzo – forse anche a superarli leggermente e temporaneamente – all'approssimarsi (effettivo) del primo rialzo Fed. La probabilità di rialzi importanti rischierebbe però di diminuire se la Fed temporeggiasse troppo, come sarebbe ad esempio se svoltasse nel 4° anziché nel 3° trimestre. I prossimi FOMC saranno il 29 luglio, il 17 settembre, il 28 ottobre e il 16 dicembre, e al momento l'ipotesi più accreditata per la svolta è settembre.

EURO

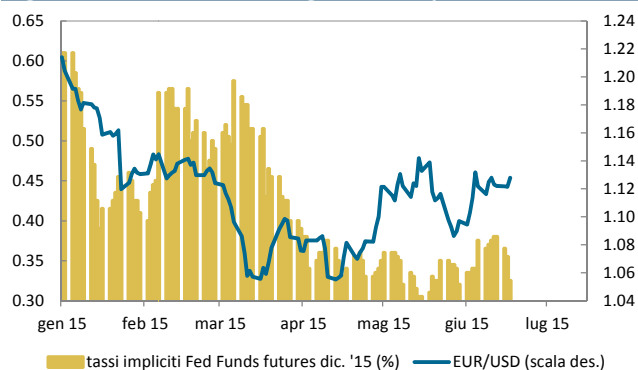
Il 2015 si era aperto con un ampio deprezzamento dell'euro da 1,21 a 1,04 EUR/USD, ma oltre metà del calo è stato recuperato nel 2° trimestre, e da 1,04 il cambio è riuscito a risalire fino a 1,14. Le condizioni in cui si è realizzato il rimbalzo sembrerebbero suggerire che la **probabilità di inaugurazione di nuovi minimi alla parità o sotto** si sia significativamente **ridotta**.

La ripresa della moneta unica è stata, infatti, favorita principalmente dal rinvio del *timing* atteso del primo rialzo Fed (Fig. 3). Un aiuto, secondario, è giunto poi dalla dinamica dei rendimenti europei, che sono diventati meno negativi sul tratto breve e sono saliti ripidamente sul lungo. Queste due variabili – tassi USA e tassi/rendimenti europei – giocheranno ancora un ruolo importante nei prossimi mesi, ma in periodi diversi.

Nel breve, infatti, **dovrebbe dominare l'avvicinarsi del primo rialzo Fed, ora atteso a settembre, che porta a ipotizzare in quel caso una nuova correzione dell'euro con ritorno verso – ma non sotto – i minimi di marzo a 1,05-1,04 EUR/USD.**

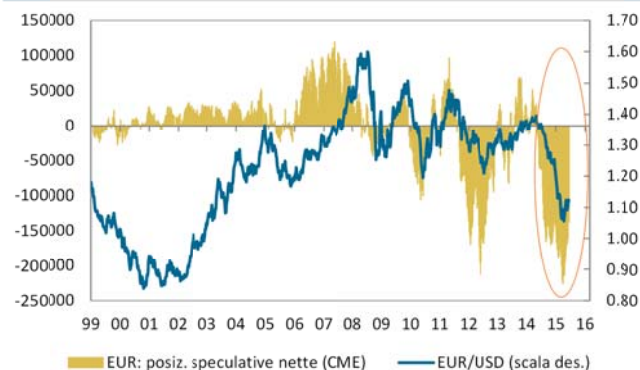
Successivamente invece, nel medio termine, dovrebbe prevalere il graduale aggiustamento atteso dei tassi/rendimenti europei che, soprattutto nel corso del prossimo anno, sarebbe anche coerente con l'evoluzione dei fondamentali macro, ovvero con il miglioramento atteso del quadro di inflazione e di crescita dell'area. Questo dovrebbe favorire la graduale rimonta dell'euro con ritorno verso 1,15-1,20 EUR/USD sull'orizzonte a 12m-24m. Anche la prospettiva che il sentiero dei rialzi Fed sia più graduale di quanto atteso precedentemente dovrebbe condurre in tale direzione.

Fig. 3 – Euro e rinvio del *timing* atteso del primo rialzo Fed



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – Minimi di corto speculativo (euro) alle spalle



Più complessa appare invece **la relazione tra cambio e crisi greca**. L'euro, infatti, sembra non essere stato minimamente intaccato dall'*escalation* negativa della crisi. Anche guardando al ridimensionamento del corto speculativo (in euro) – che aveva raggiunto il massimo storico a marzo (Fig. 4) – il rimbalzo della moneta unica appare, infatti, scorrelato dagli sviluppi della crisi e correlato invece al rinvio della svolta Fed. Questo in sé non è sufficiente a escludere che in caso di default/uscita della Grecia dall'UEM, l'euro corregga, ma potrebbe trattarsi di una reazione soltanto temporanea. È stata anche avanzata l'ipotesi che in caso di Grexit la moneta unica possa reagire positivamente apprezzandosi. Analogamente non è da escludersi che in caso di soluzione positiva della crisi la reazione di impatto, anziché essere "banalmente" rialzista, possa invece essere ribassista, alla luce dell'ampio corto speculativo che, se pure inferiore ai massimi storici di marzo, resta molto ampio. In realtà, quale che sia l'esito della crisi e qualche che sia la reazione di impatto, lo scenario che appare più probabile è che in tempi relativamente rapidi i mercati tornino a focalizzarsi sull'evoluzione del quadro macro in senso stretto nell'area euro e negli Stati Uniti e sulle decisioni di politica monetaria della Fed.

YEN

Il rinvio del *timing* atteso del primo rialzo Fed non rende meno probabile un ulteriore indebolimento dello yen nei confronti del dollaro, anche se negli ultimi tre anni si è già deprezzato molto arrivando, con 125 USD/JPY toccato di recente, vicinissimo ai minimi storici del 2002 a 135 USD/JPY (Fig. 5). Il "rinvio" della Fed, infatti, avvicina ancora di più nel tempo il primo rialzo dei Fed Funds all'eventuale ulteriore ampliamento del QQE da parte della BoJ, che potrebbe avvenire entro l'autunno.

Il rientro dell'inflazione a *target* nei tempi auspicati dalla Banca centrale appare un obiettivo arduo da raggiungere, il che suggerirebbe un aumento dello stimolo monetario. La BoJ è aperta a tale opzione ma ultimamente sembra essersi esposta meno esplicitamente su questo punto. Kuroda ha dichiarato che **gli effetti che la politica monetaria produce sul cambio dipendono da quanto il mercato prezza le future azioni di *policy***. In tal senso la cautela "verbale" della BoJ può "favorire" un maggiore impatto ribassista sullo yen qualora venisse elargito nuovo stimolo monetario. Secondo Kuroda "è difficile dire se il dollaro salirà quando la Fed alzerà i tassi" e quindi se lo yen scenderà. A nostro avviso il biglietto verde in quell'occasione dovrebbe rafforzarsi a livello generalizzato ma, rispetto allo yen, che è già sceso molto, un simultaneo aumento del QQE BoJ – e quindi il massimo della divergenza d'azione tra le due banche centrali – agevolerebbe un'ulteriore discesa della valuta nipponica nel *range* 125-130 USD/JPY.

L'anno scorso, quando era stata annunciata la prima espansione del QQE (31 ottobre 2014), lo yen si era deprezzato ampiamente (Fig. 5) sia contro dollaro (da 105 a oltre 120 USD/JPY) sia contro euro (da 135 a 150 EUR/JPY). Anche in questo caso lo yen dovrebbe scendere ancora contro euro, oltre i minimi recenti a 140 EUR/JPY, ma è possibile che debba prima passare per un ritracciamento rialzista verso 135-130 EUR/JPY, perché l'impatto ribassista iniziale di un rialzo Fed potrebbe essere maggiore per l'euro che per lo yen.

Fig. 5 – Svolta Fed più *bearish* per lo yen se la BoJ amplia il QQE

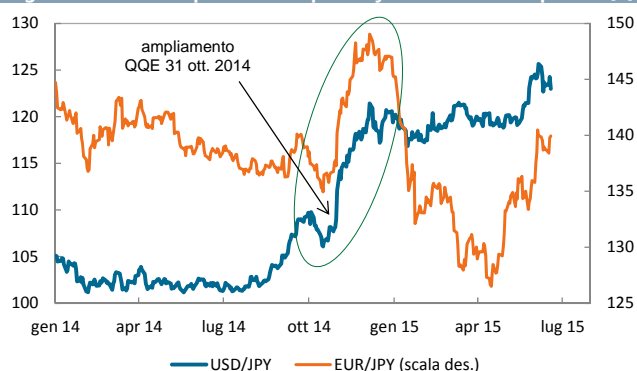
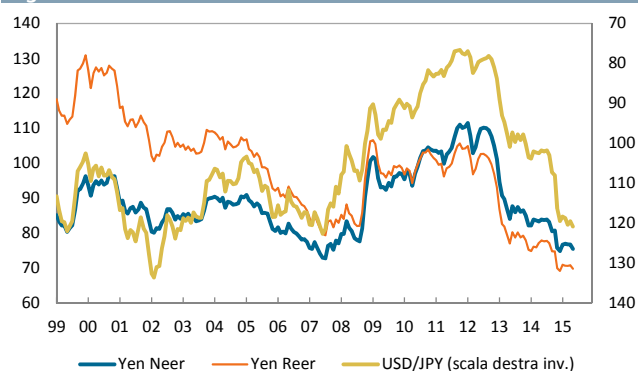


Fig. 6 – Yen ai minimi storici come cambio effettivo reale



Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Il *downside* residuo dello yen comunque, soprattutto contro dollaro, non è ampio. Kuroda ha dichiarato di recente che "è improbabile che lo yen si indebolisca ulteriormente in termini di **cambio effettivo reale** (REER)", che si trova già ora ai minimi storici (Fig. 6). Inizialmente tale dichiarazione di Kuroda è stata fraintesa dai mercati, come se il Governatore della BoJ avesse voluto segnalare che un cambio USD/JPY sopra quota 125 non è gradito. Kuroda ha però puntualizzato che il riferimento non era al bilaterale dello yen con il dollaro, ma al cambio effettivo (reale). Questo riporta velatamente l'attenzione su quello che potrebbe essere additato come un tentativo di svalutazione competitiva dello yen soprattutto rispetto alle altre economie asiatiche, Cina *in primis*. Negli ultimi tre anni, infatti, lo yuan cinese si è apprezzato del 40% rispetto allo yen, laddove per salire del 38% rispetto al dollaro la valuta cinese ha "impiegato" più del triplo (dieci anni).

STERLINA

La sterlina rimane un'eccezione rispetto alle altre valute G10 nei confronti del dollaro perché la Bank of England rimane l'unica banca centrale che non è in divergenza rispetto alla Fed e sarà la prima ad alzare i tassi dopo la Fed. In questo caso, infatti, il declino della sterlina rispetto al dollaro è iniziato (un anno fa: Fig. 7) quando il mercato ha cominciato a scontare che la Fed avrebbe avviato la svolta prima della BoE, laddove fino a quel momento ci si aspettava che sarebbe stata la BoE ad aprire le danze.

Nei primi mesi di quest'anno comunque la "non divergenza" tra BoE e Fed è stato l'elemento che ha permesso alla sterlina di apprezzarsi rispetto all'euro (da 0,80 a 0,70 EUR/GBP) mentre si deprezzava rispetto al dollaro (Fig. 7). E ancora la divergenza tra BoE e BCE dovrebbe permettere alla valuta britannica di inaugurare nuovi massimi rispetto alla moneta unica nei prossimi mesi tra 0,70 e 0,65 EUR/GBP. Un po' più irregolare potrebbe essere invece nella seconda metà d'anno la dinamica del cambio contro dollaro. Di recente il rinvio del *timing* atteso del primo rialzo Fed ha favorito in misura particolarmente accentuata la sterlina perché simultaneamente alcuni dati nel Regno Unito hanno sorpreso verso l'alto. È il caso di quelli del mercato del lavoro, pubblicati lo stesso giorno del FOMC (17 giugno). Anche l'impatto su tassi/rendimenti è stato molto ampio e il differenziale tra i tassi impliciti *futures* di BoE e Fed sulla scadenza dicembre 2015 si è allargato (Fig 8). Appare però improbabile che le attese di mercato possano capovolgersi e che la BoE sia in grado di avviare la svolta di politica monetaria prima della Fed.

Fig. 7 – Sterlina: dinamica divergente rispetto a euro e dollaro

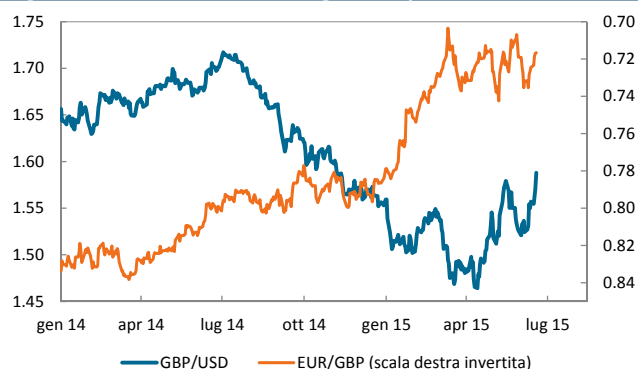
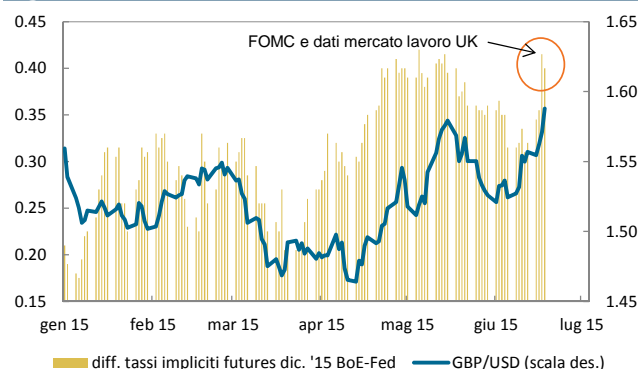


Fig. 8 – Attese di rialzo dei tassi: BoE vs Fed



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Per entrambe le banche centrali la variabile discriminante è la dinamica salariale, che nel Regno Unito ha iniziato a dare segnali incoraggianti solo nell'ultimo paio di mesi e probabilmente non sarebbe sufficiente un solo altro dato (consecutivo) positivo per indurre la BoE ad alzare i tassi in tempi rapidi. Alla Fed invece può probabilmente bastare un altro (solo) *employment report* molto positivo per alzare i tassi a settembre – purché non peggiori nel frattempo il quadro complessivo dei dati. In particolare, in entrambi i casi, la variabile cruciale rimane l'inflazione. Nel Regno Unito si trova sotto il limite inferiore della banda obiettivo (1,0%) per il sesto mese di fila, ma dopo essere scesa a -0,1% in aprile è già risalita a +0,1% in maggio e la BoE si aspetta che risalga significativamente verso la fine dell'anno. Se nel frattempo si saranno osservati altri progressi sul mercato del lavoro la BoE potrà iniziare ad alzare i tassi alla fine di quest'anno (novembre). Il mercato non ha ancora escluso tale ipotesi anche se di fatto colloca il primo rialzo con probabilità piena tra 1° e 2° trimestre 2016. Salvo nuove sorprese molto favorevoli dall'economia britannica la sterlina nel breve potrebbe quindi ritracciare rispetto al dollaro dal massimo recente di quasi 1,60 GBP/USD. Dovrebbe però trattarsi di un arretramento limitato nello spazio e nel tempo in attesa che – uno o due trimestri dopo la Fed – anche la BoE possa alzare i tassi.

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

Appendice

Certificazione degli analisti

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

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

Comunicazioni specifiche:

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

Comunicazioni importanti

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

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

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Metodologia di valutazione

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

Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

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