

Scenario Macroeconomico

Servizio Studi e Ricerche
Giugno 2013

Indice

Ultima stagione per le politiche monetarie ultra-espansive?	2
Il quadro per area in sintesi	4
Materie prime: ritorno ai fondamentali	6
Petrolio	9
Stati Uniti – La ripresa prosegue, nonostante la restrizione fiscale	13
La ripresa è solida: domanda privata in aumento, nonostante il freno fiscale	14
Area euro – L’economia è a un punto di svolta, ma la ripresa sarà lenta	19
L’attività economica è ancora debole, ma il ritorno alla crescita sembra imminente	20
Inflazione ancora in calo, ma il rischio di deflazione rimane contenuto	24
BCE: lo stimolo aggiuntivo “per ora rimane sullo scaffale”	28
Germania: in attesa della domanda estera, politica fiscale più accomodante	31
Francia: rischio recessione	36
Italia: la recessione più lunga sta per finire	39
Spagna: la correzione degli squilibri è ancora lunga	46
Grecia: nuovi problemi all’orizzonte	51
Cipro: inizio del programma di salvataggio	52
Irlanda: conclusione del programma imminente, probabile un ritorno assistito al mercato	53
Portogallo: sempre più pesante il completamento del piano di austerità	54
Focus: <i>Crash course</i> sulle regole fiscali dell’Eurozona	55
Regno Unito - Ripresa: con ulteriore stimolo sarebbe meglio	62
Asia	63
Giappone - La luna di miele è finita: Governo e BoJ alla ricerca di strumenti per gestire gli effetti del rialzo delle aspettative di inflazione	63
Cina: la ripresa sfugge	69
India: crescita piatta	74
 Mercati valutari - La svolta della Fed favorisce il dollaro	79

Giugno 2013

Nota trimestrale

Intesa Sanpaolo
Servizio Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

Macroeconomic Research
Team

Luca Mezzomo
Responsabile

Guido Valerio Ceoloni
Economista - Area Euro

Daniela Corsini
Economista – Materie Prime

Anna Maria Grimaldi
Economista - Area Euro

Asmara Jamaleh
Economista – Mercati Valutari

Paolo Mameli
Economista - Area Euro

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

International Economics

Silvia Guizzo
Economista Macro - Asia
Emergenti

Ultima stagione per le politiche monetarie ultra-espansive?

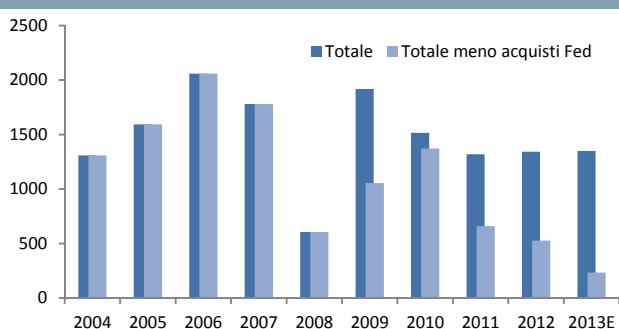
La tendenza all'espansione attiva della base monetaria sta diventando meno diffusa. Primi segnali di svolta del ciclo di politica monetaria si sono affacciati anche negli Stati Uniti. La crescita mondiale non decolla, frenata dall'asincronia dei cicli economici locali e, soprattutto, dai problemi dell'Eurozona. Il quadro dovrebbe migliorare un po' nei prossimi trimestri.

Luca Mezzomo

I commenti del presidente della Federal Reserve, Bernanke, sulla probabile chiusura del programma di stimolo quantitativo nel corso del 2014 rientrano tra quelli che marcano un punto di svolta per l'andamento dei mercati – un po' come è avvenuto nel luglio 2012 con il discorso di Draghi a Londra. Ascoltando Bernanke, i mercati hanno capito che la stagione pluriennale dei tassi zero e della liquidità sovrabbondante sta entrando nella sua fase finale. Per quanto i tempi del rialzo dei tassi siano ancora molto lontani (2015), e gli acquisti siano destinati a rimanere massicci per molti mesi (almeno sei, ma sicuramente di più), ciò ha riportato lo scenario di normalizzazione entro l'orizzonte operativo dei mercati, scatenando una prima fase di aumento dei tassi a medio e lungo termine. Che ciò possa aver generato momenti di confusione è comprensibile: negli Stati Uniti da tre anni la Federal Reserve assorbe più emissioni nette di obbligazioni che tutti gli altri investitori messi assieme (v. Fig. 1).

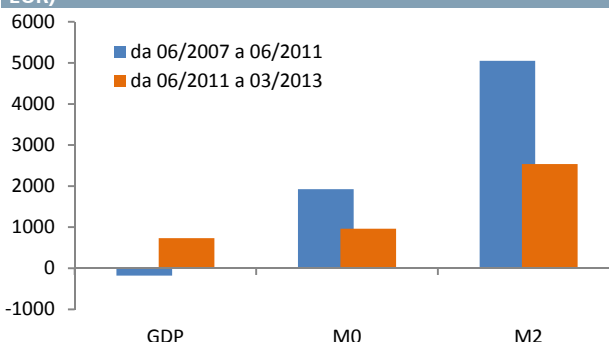
Per l'economia americana, i rischi di tale svolta sono limitati: il ritorno dei tassi reali a medio e lungo termine su livelli positivi non rende le condizioni finanziarie in alcun modo restrittive, ed è improbabile che la mossa possa compromettere la tenuta dell'espansione economica. Inoltre, la minor crescita della base monetaria (e il suo calo, quando inizieranno le scadenze dei titoli in portafoglio) sarà probabilmente compensato da un rialzo dei moltiplicatori monetari, così come l'iniezione si è accompagnata a un calo degli stessi. E non va dimenticato che la Fed non ha mai difettato di prudenza negli ultimi anni, sicché eventuali segnali ciclici negativi porterebbero inevitabilmente a una proroga dello stimolo. D'altro canto, non ci sono ancora segnali che l'eccesso di stimolo monetario stia compromettendo la stabilità monetaria, e lo scopo del preavviso è più quello di spingere gli investitori a considerare lo scenario di una futura normalizzazione dei tassi nominali e reali.

Fig. 1 - Stati Uniti – emissioni nette di obbligazioni (mld di USD)



Fonte: FMI, *Global Financial Stability Report*, Aprile 2013, grafico 1.48 (adattato)

Fig. 2 - Variazione cumulata di PIL, M0 ed M2 nei G-7 (mld di EUR)



Nota: conversione monetaria a cambi correnti. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nel resto del mondo, la futura svolta di politica monetaria degli Stati Uniti avrà due effetti opposti: da una parte, il rafforzamento del dollaro dovrebbe rendere la produzione estera più competitiva; dall'altra, però, vi saranno effetti negativi sulle componenti di domanda sensibili ai tassi di interesse, come effetto della correlazione fra curve dei tassi: da inizio maggio, il rendimento del decennale tedesco è salito di oltre 50pb, contro gli 88 del decennale statunitense. E, come si è visto nelle ultime settimane, è improbabile che nei paesi della periferia europea il rialzo dei tassi sia automaticamente compensato da un calo dei premi al rischio.

Come reagiranno le altre autorità monetarie? Nell'Eurozona, il calo della base monetaria è già in corso, e rappresenta il principale motivo per cui l'aggregato per il G-7 si è stabilizzato. La peculiarità della situazione europea è che la riduzione non avviene per una scelta deliberata della Banca centrale di drenare liquidità, ma per un calo della domanda di riserve da parte delle banche. Queste ultime stanno restituendo spontaneamente riserve in eccesso accumulate con le operazioni di rifinanziamento a lungo termine del 2011 e 2012, e il calo della base monetaria è compensato da un aumento dei moltiplicatori; la dinamica del credito, in effetti, è frenata da carenza di domanda e dalla volontà di non creare sofferenze, e non più da problemi di liquidità o capitale. In altre aree, lo stimolo quantitativo è destinato a continuare ben più a lungo. Tale è il caso del Giappone, dove è appena iniziato un programma biennale di acquisto di titoli che ha come obiettivo intermedio il raddoppio della base monetaria ed obiettivo finale dichiarato un tasso di inflazione del 2%. Se l'obiettivo dichiarato sia anche quello ufficiale, lo si potrà verificare se e quando l'inflazione arriverà in zona critica: allora emergerà il contrasto fra gli obiettivi di politica monetaria e l'esigenza di garantire la sostenibilità del debito pubblico. Lo stimolo quantitativo giapponese non è però un perfetto surrogato di quello statunitense, come si è visto anche nelle ultime settimane. Per quanto sia ragionevole attendersi una tendenza ad aumentare l'esposizione verso i mercati esteri da parte degli investitori nipponici, è improbabile che sui mercati europei ciò possa compensare l'effetto restrittivo del rialzo dei tassi americani.

La crescita economica per area geografica					
	2010	2011	2012	2013p	2014p
Stati Uniti	2.4	1.8	2.2	1.9	3.1
Giappone	4.7	-0.5	1.9	1.8	2.3
Area euro	1.9	1.5	-0.5	-0.7	0.9
Europa Orientale	3.6	3.7	2.8	1.9	3.1
America Latina	5.8	4.1	2.6	2.5	3.9
OPEC	3.8	4.8	5.4	4.0	4.8
Asia Orientale	9.1	7.0	6.2	5.6	6.1
Africa	3.8	3.4	2.7	3.8	4.4
Crescita mondiale	5.2	4.0	3.2	3.2	3.8

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Mentre la marea della liquidità comincia a calare, il ciclo economico internazionale non decolla. Diversamente da altre fasi storiche, persiste l'asincronia dei cicli economici locali. I ritmi di espansione del commercio mondiale, sebbene in ripresa, rimangono modesti, soprattutto per la contrazione delle importazioni europee. Fra gli emergenti, stanno aumentando i problemi di controllo macroeconomico in Brasile e Cina. Le previsioni di crescita cinese sono state tagliate, come riflesso dell'incerto andamento di questi mesi e dell'adozione di misure restrittive sul fronte della liquidità. Per i Paesi emergenti, la prospettiva di un aumento dei tassi sul dollaro è negativa. Tuttavia, il drastico miglioramento della struttura finanziaria rende poco probabili crisi come quelle che accompagnarono il ciclo di rialzo dei tassi Fed degli anni Novanta, anche se molta attenzione dovrà essere dedicata ai fondamentali specifici.

Proiezioni sui prezzi delle materie prime					
	2010	2011	2012	2013p	2014p
Petrolio (Brent, \$/barile)	79.5	111.3	112.0	106.7	111.4
	+29.2	+40.0	+0.6	-4.7	+4.4
Materie prime escl. combustibili (1990=100)	160.9	189.5	170.9	168.7	173.5
	+26.4	+17.8	-9.8	-1.3	+2.9
Metalli (1990=100)	202.3	229.7	191.0	185.8	190.6
	+48.2	+13.5	-16.8	-2.7	+2.5
Agricole (1990=100)	125.1	153.5	134.0	127.0	123.9
	+33.2	+22.7	-12.7	-5.2	-2.4

Nota: livelli e variazioni medie annue

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il quadro per area in sintesi

La crescita USA prosegue, con un sentiero volatile, ma in media soddisfacente. Fra inizio 2011 e metà 2013, la crescita media è stata del 2%. Nella seconda metà del 2013 e nel 2014 prevediamo un'accelerazione verso il 2,5-3,0%. **La previsione per il 2013 è di 1,9%, in aumento a 3,1% nel 2014, con rischi verso l'alto.** Il punto chiave dello scenario è che la domanda privata cresce e accelera (soprattutto i consumi), pur in presenza di un rilevante freno fiscale. Dal 2° semestre 2013, il contributo negativo della spesa pubblica si ridurrà, lasciando spazio a un'accelerazione della crescita complessiva.

La Fed ha acceso i riflettori sull'uscita, indicando che se il sentiero della crescita e dell'occupazione proseguiranno come atteso, il FOMC potrebbe iniziare a ridurre il ritmo degli acquisti di titoli "più tardi quest'anno" e se le condizioni resteranno favorevoli, la Fed continuerà poi a ridurre il flusso di acquisti "a passi misurati" nel 2014, terminando gli interventi "intorno a metà anno". Il FOMC segnala la volontà di non vendere i titoli in portafoglio, e di attuare la riduzione futura del bilancio attraverso le scadenze delle obbligazioni dal 2016 in poi. Per quanto riguarda i tassi, il FOMC mantiene la previsione che restino invariati fino al 2015. La Fed ha sottolineato che fino a quando proseguiranno gli acquisti, lo stimolo continuerà ad aumentare e in ogni caso la politica monetaria resterà dipendente dagli sviluppi dello scenario macroeconomico. La politica fiscale è ampiamente restrittiva nell'a.f. 2013, con un calo del deficit atteso al 4% del PIL; la restrizione sarà meno marcata nel 2014-15.

Per quanto la crisi del debito non possa ancora dirsi superata, il progressivo "spegnersi" dei focolai di crisi che via via hanno colpito i diversi Paesi nell'occhio del ciclone (il completamento delle negoziazioni sul *bail-in* a Cipro, lo sblocco dell'*impasse* politica in Italia, l'allungamento delle scadenze sui prestiti concessi a Irlanda e Portogallo, oltre alla concessione di più tempo per la correzione fiscale a diversi altri Paesi) ha consentito un deciso calo della probabilità di evoluzione in senso "estremo" della crisi.

Il 1° trimestre del 2013 dovrebbe aver rappresentato il punto di minimo del ciclo economico nell'Eurozona. L'economia dovrebbe essersi stabilizzata in primavera, e si attende che torni a crescere nella seconda metà dell'anno, trainata prima dall'export e poi dagli investimenti delle imprese, in presenza di una spesa per consumi e investimenti in costruzioni ancora assai fragili. Peraltro, il debole inizio d'anno fa sì che la contrazione del PIL nel 2013 possa risultare lievemente più accentuata che nel 2012 (-0,7% da -0,5%). Tuttavia, nel nostro scenario centrale **l'allentamento delle tensioni sui mercati finanziari e l'evoluzione in senso meno restrittivo della politica fiscale consentiranno all'economia di tornare a crescere, stimiamo di 0,9%, l'anno prossimo. In ogni caso, la ripresa sarà a nostro avviso molto lenta,** in quanto: 1) la politica fiscale, se va diventando via via più "flessibile", ancora non è in grado di fornire un apprezzabile stimolo all'economia; 2) gli indicatori sull'evoluzione e la qualità del credito restano in territorio recessivo, e il miglioramento degli indici di rischio sui mercati finanziari non si è ancora riflesso in un sostanziale allentamento delle condizioni sui prestiti soprattutto alle imprese; 3) almeno in parte il deciso deterioramento del mercato del lavoro potrebbe riflettersi in un aumento della disoccupazione strutturale.

L'inflazione è rallentata all'1,4% a maggio dal 2,6% a/a di fine estate. Tra fine estate e marzo del 2014 un effetto base favorevole dalla componente energia spingerà l'inflazione verso l'1,0%. Le informazioni disponibili suggeriscono che le pressioni a monte sono del tutto rientrate. La dinamica dell'*output gap* e l'elevato tasso di disoccupazione metteranno ulteriori pressioni verso il basso sull'inflazione *core* almeno fino a metà 2014. Il rischio di deflazione ci sembra contenuto, al massimo presente in alcuni Paesi, dal momento che la risposta dell'inflazione ciclica all'eccesso di offerta nell'economia potrebbe essere limitata. Tuttavia, pensiamo che i rischi per la dinamica inflazionistica nei prossimi 18 mesi siano prevalentemente verso il basso.

Stati Uniti: verso un rafforzamento della crescita, malgrado la futura riduzione dello stimolo monetario

Area euro: prospettive di moderata ripresa dal secondo semestre 2013, con inflazione in calo e politica monetaria probabilmente ferma

Da parte sua, la **Banca Centrale Europea** potrebbe ancora limare il tasso sulle operazioni principali di rifinanziamento, anche se ciò avrebbe scarsa rilevanza per l'economia e i mercati. Di contro, un taglio del tasso sui depositi, ora a zero, appare più improbabile. Non ci attendiamo interventi sul fronte delle misure non convenzionali, a parte il mantenimento del quadro esistente (piena allocazione, OMT).

La svolta dell'economia giapponese, iniziata in autunno con il nuovo Governo e l'annuncio di cambiamenti radicali alla strategia di politica monetaria, prosegue. La **crescita nel 2013 è prevista a +1,8% in accelerazione nel 2014 a +2,4%**. La ripresa è ormai consolidata: la crescita è forte già da inizio 2013 grazie al sostegno dei consumi e dell'edilizia residenziale. L'**inflazione** rimane negativa, ma le previsioni sono di graduale ritorno a un aumento dei prezzi nella parte finale del 2013.

La **politica monetaria** ha imboccato un sentiero aggressivamente espansivo, e determinato un netto rialzo delle aspettative di inflazione che si è riflesso in ampia volatilità sul mercato obbligazionario. La BoJ rimane impegnata a mantenere un ampio stimolo monetario fino al raggiungimento dell'obiettivo di inflazione del 2%, previsto entro il 2015. L'inflazione dovrebbe tornare in territorio positivo da fine 2013 ma, al netto del rialzo delle imposte indirette, dovrebbe raggiungere il 2% dopo il 2015. Questo implica un **periodo prolungato di espansione monetaria attraverso acquisti massicci di JGB**. La **politica fiscale** nel 2013 resterà espansiva, con aumento degli investimenti pubblici e misure di stimolo per gli investimenti fissi delle imprese. In autunno verranno annunciati i dettagli del piano di sostegno della crescita, che dovrebbero includere la riduzione delle imposte per le imprese. **Dal 2014 in poi la politica fiscale svolterà:** l'imposta sui consumi dovrebbe aumentare a 8% dall'attuale 5% ad aprile 2014; il successivo rialzo dell'aliquota al 10% è previsto per ottobre 2015. Queste misure avranno effetti significativi sul sentiero della crescita e dell'inflazione fra inizio 2014 e fine 2015.

In Cina, ci aspettiamo che la crescita possa accelerare moderatamente nella seconda parte dell'anno, guidata dall'accelerazione degli investimenti in particolare nelle infrastrutture e nei trasporti. L'accelerazione dei consumi sarà modesta, data il peggioramento della fiducia dei consumatori negli ultimi mesi e la moderazione degli indicatori relativi al mercato del lavoro. La Banca Centrale si sta rivelando orientata a una più cauta gestione della liquidità, dimostrandosi meno disponibile che in passato ad assecondare l'aumento del credito. L'espansione di forme di finanziamento alternative a quelle del settore bancario (*shadow banking*), l'innalzamento del livello dei crediti incagliati e del livello del debito degli enti locali rimangono fonte di preoccupazione sia per le Autorità sia per le agenzie di Rating, e sono fonte di rischi per lo scenario di crescita del Paese. Il rallentamento atteso degli aggregati creditizi nei prossimi trimestri influenzerà maggiormente la dinamica della crescita nel prossimo anno. Rivediamo quindi al ribasso la previsione di **crescita** per il 2014 da 8,2% a 7,5% e abbassiamo marginalmente quella per il 2013 a 7,8%.

In India, le prospettive per gli investimenti nel breve termine sono ancora deboli; tuttavia il lieve aumento dei progetti di investimento e la velocizzazione delle procedure, uniti agli effetti dei tagli dei tassi dovrebbero favorirne una ripresa, timida nell'ultima parte dell'anno ma più sostenuta nel 2014. Rivediamo al ribasso le nostre previsioni di crescita dal 5,4% al 5,0% nel 2013 e dal 6,9% al 6,0% per il 2014. I rischi sullo scenario di crescita rimangono al ribasso. Sul fronte interno i progressi nel campo delle riforme strutturali e fiscali appaiono ancora troppo timidi per favorire una forte e veloce ripresa del clima imprenditoriale. A questo si aggiunge il rischio di una discesa dell'inflazione più lenta delle attese con un impatto frenante sui consumi. Sul fronte esterno la fragilità della domanda internazionale e la volatilità dei mercati continueranno a pesare sul già elevato saldo delle partite correnti, esacerbando i rischi di finanziamento e incidendo sul cambio.

Asia:

Giappone: le politiche economiche espansive gonfiano la crescita 2013

Cina: modesta accelerazione nel secondo semestre, in uno scenario finanziario che diventa più complesso da gestire

India: stime di crescita ridotte, inflazione difficile da ridurre, squilibri esterni in aumento

Materie prime: ritorno ai fondamentali

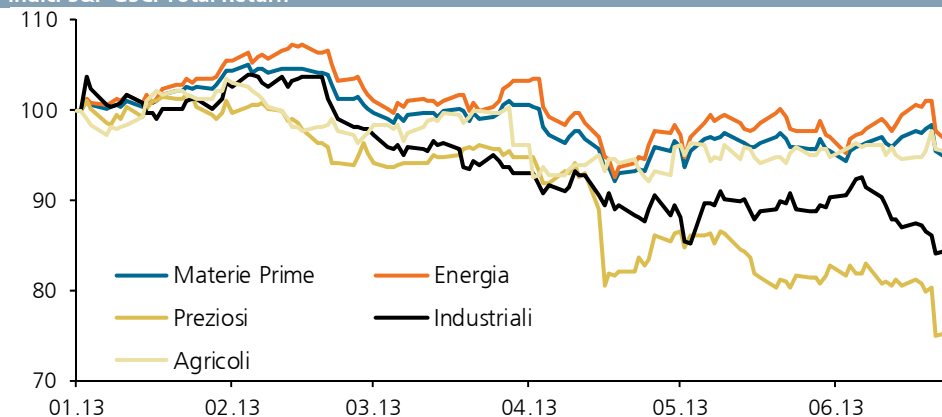
Sulla base del nostro scenario macroeconomico di riferimento e dei fondamentali di domanda e offerta, ci attendiamo che i prezzi delle materie prime si manterranno relativamente stabili nei prossimi mesi e si avvieranno verso un leggero rialzo dal 2014 per l'atteso miglioramento della domanda mondiale. Tuttavia, i mercati resteranno nervosi e si manterranno ampi spazi per importanti movimenti speculativi. In particolare, le commodity saranno estremamente vulnerabili a notizie riguardo l'evoluzione del programma di acquisto di titoli della Fed, al rischio di rafforzamento del dollaro americano e a sorprese nei dati macroeconomici pubblicati in Cina.

Daniela Corsini

Rendimenti negativi da inizio anno

Da inizio anno, tutti i comparti che costituiscono l'universo *commodity* sono in territorio negativo. I comparti di energia e agricoli sono comunque riusciti a difendere quotazioni abbastanza stabili nel 2013, mantenendosi in un *trading range* relativamente contenuto. Al contrario, metalli industriali e preziosi hanno registrato perdite molto più marcate da inizio anno, seppur per motivazioni differenti. I metalli industriali hanno sofferto per i dati macroeconomici pubblicati in Cina, che hanno ripetutamente deluso le attese e che attualmente indicano tassi di crescita più deboli di quanto stimato a fine 2012. I preziosi, guidati da oro e argento, sono stati colpiti dal crollo della domanda per investimento data l'attesa che la Federal Reserve (Fed) possa iniziare nei prossimi mesi ad implementare l'*exit strategy* dal programma di *quantitative easing* (QE).

Indici S&P GSCI Total Return

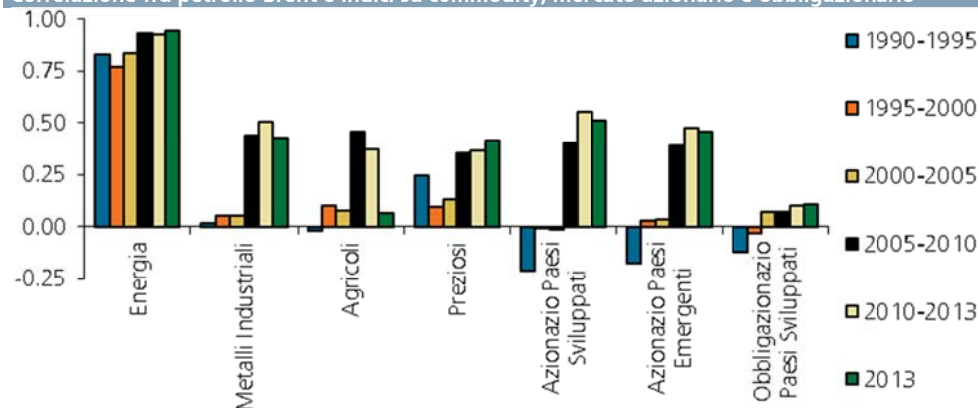


Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Ritorno ai fondamentali

Negli ultimi dieci anni abbiamo assistito ad un marcato aumento delle correlazioni sia fra diverse commodity, grazie all'impetuoso aumento della domanda nei paesi emergenti per i processi di crescita demografica, urbanizzazione e sviluppo economico, sia fra commodity e altre *asset class*, a seguito dell'adozione delle materie prime in portafogli di investimento. La finanziarizzazione dell'universo commodity ha alimentato l'influenza su questo comparto di variabili finanziarie, speculazione e avversione/propensione al rischio.

Correlazione fra petrolio Brent e indici su commodity, mercato azionario e obbligazionario

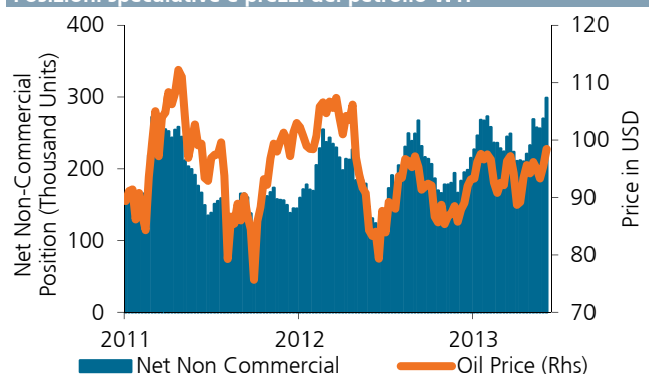


Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg. Indici S&P GSCI, MSCI World, MSCI Emerging Markets, JPM Global Bond

Tuttavia, nel 2013 stiamo assistendo a importanti cambiamenti nella matrice delle correlazioni e in particolare notiamo un generalizzato indebolimento nella forza delle relazioni sia fra diverse commodity sia fra commodity e altre *asset class*. A nostro avviso, questo fenomeno è spiegato dall'avvio di un processo di "normalizzazione", inteso come "ritorno ai fondamentali" di domanda e offerta come principale criterio nel guidare i prezzi. Infatti, riteniamo che i mercati stiano iniziando ad incorporare nuove aspettative su crescita dei paesi emergenti e ruolo dei mercati finanziari.

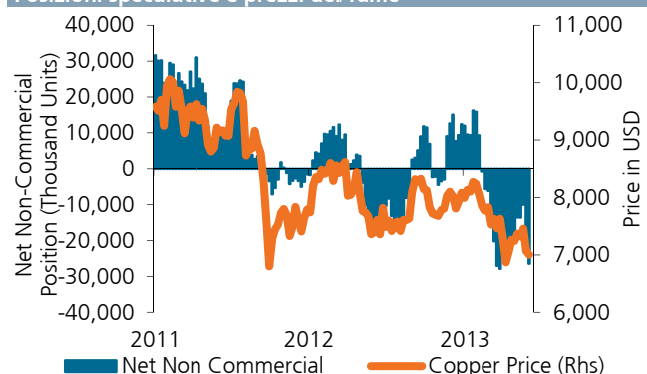
- Da un lato, i mercati hanno riconosciuto l'evidenza che i tassi di crescita nei principali paesi emergenti stiano tornando verso livelli più sostenibili nel lungo periodo. Questo implica che non rivedremo più nel prossimo futuro una crescita esponenziale nel consumo (e di conseguenza nelle quotazioni) di tutte le commodity, ma la domanda di materie prime sarà più diversificata e di conseguenza i prezzi risponderanno di volta in volta ai segnali derivanti dal bilancio atteso sul mercato fisico mondiale.
- Dall'altro lato, i mercati hanno iniziato a scontare l'attesa che la liquidità non ricoprirà più il ruolo di primo piano assunto negli ultimi anni, restituendo ai fondamentali lo scettro di principale *driver* di mercato. Inoltre, riteniamo che attualmente gli investimenti in commodity siano principalmente guidati dalla ricerca di rendimento, non più dalla ricerca di diversificazione in nuove *asset class*. A dimostrazione di ciò, sottolineiamo come ultimamente le posizioni speculative abbiano seguito i prezzi (utilizziamo come *proxy* le posizioni non commerciali nette pubblicate dall'U.S. Commodity Futures Trading Commission, CFTC, che riportano le esposizioni di *money manager* e investitori) e come l'avvio di nuovi strumenti finanziari con materie prime come sottostante non abbia avuto impatto sulle quotazioni.

Posizioni speculative e prezzi del petrolio WTI



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati CFTC

Posizioni speculative e prezzi del rame



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati CFTC

Le nostre previsioni per l'universo *commodity*

Le nostre previsioni per l'universo *commodity* nel 2013 incorporano le attese di una persistente debolezza del ciclo economico mondiale su cui gravano importanti rischi al ribasso, principalmente legati all'evoluzione della crisi del debito in Europa e alle difficoltà che stanno attraversando varie economie emergenti.

In particolare, in Cina, negli ultimi mesi i prezzi immobiliari hanno continuato a salire, suggerendo la necessità che il Governo intervenga con più rigore sul settore, e le esportazioni si sono rivelate particolarmente deboli. Inoltre, i dati macroeconomici hanno spesso deluso le attese, nonostante la crescita economica rimanga al di sopra del target ufficiale del 7,5%, l'inflazione sia sotto controllo e investimenti, produzione industriale e vendite al dettaglio siano robusti (cresciuti nei primi cinque mesi dell'anno di: +20,4% a/a, +9,4% a/a e +12,6% a/a, rispettivamente). Nei prossimi mesi, i mercati delle commodity, e principalmente i metalli industriali, saranno profondamente influenzati dall'evoluzione dello scenario cinese. Infatti, un *sentiment* negativo su questa economia si rifletterebbe in revisioni al ribasso della domanda attesa di materie prime e potrebbe innescare profondi storni delle quotazioni.

Tuttavia, ricordiamo che la volontà del Governo di accettare tassi di crescita di breve periodo inferiori a quanto registrato in media negli ultimi dieci anni a favore di uno sviluppo più equilibrato e sostenibile e di maggiori tutele ambientali e sociali (riduzione del divario di benessere fra popolazione urbana e rurale, maggiore attenzione ai temi di sanità e previdenza, riforma del sistema di permessi di residenza *hukou*) sarà molto positiva poiché a nostro avviso dovrebbe limitare i futuri rischi di surriscaldamento eccessivo dell'economia e contribuire alla stabilità sociale.

Sulla base dell'analisi di ciclo macroeconomico e fondamentali di domanda e offerta, ci attendiamo che nel corso dell'anno i prezzi delle materie prime si manterranno su livelli relativamente stabili. Tuttavia, a causa dei significativi *downside risk* che ancora minacciano la ripresa del ciclo economico globale, i mercati resteranno nervosi e si manterranno ampi spazi per importanti movimenti speculativi. In particolare, le commodity saranno estremamente vulnerabili a notizie di un'accelerazione nella riduzione o di una sospensione del programma di acquisto di titoli della Fed, al rischio di rafforzamento del dollaro americano e a sorprese nei dati macroeconomici pubblicati in Cina.

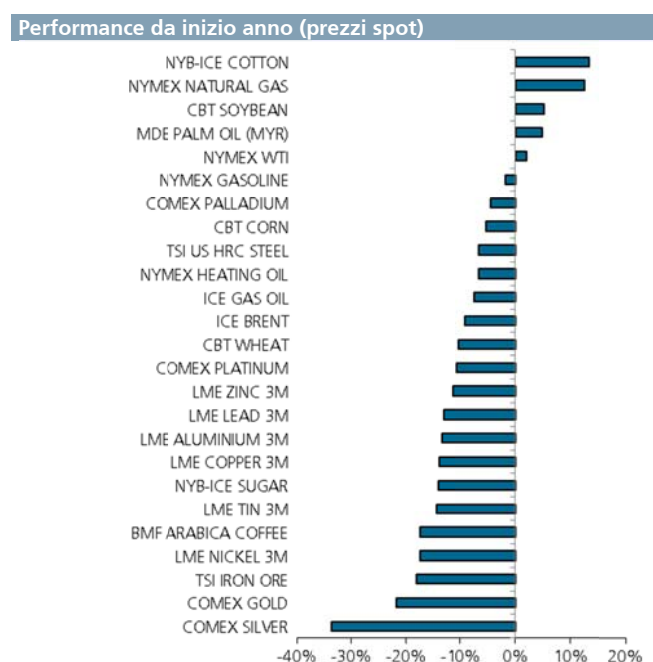
Per quanto riguarda i preziosi, ci attendiamo nei prossimi mesi una persistente debolezza per oro e argento, che dovrebbero recuperare terreno nell'ultimo trimestre, grazie al contributo positivo della domanda stagionale di oro fisico in Asia e all'atteso rallentamento dei flussi di disinvestimento da parte degli investitori occidentali. Manteniamo la nostra stima di una migliore performance relativa di platino e palladio sul comparto, grazie all'esposizione a domanda industriale e vendite di autoveicoli e ai problemi endemici che ne caratterizzano la produzione mineraria.

Per i metalli industriali, complessivamente ci attendiamo prezzi stabili nel 3° trimestre e in leggero recupero nel 4° trimestre, guidati dall'atteso miglioramento del ciclo economico mondiale. Tuttavia, i fondamentali di domanda e offerta limiteranno l'ampiezza dei movimenti di prezzo sia al rialzo (per le elevate scorte mondiali, l'abbondante offerta e la debole domanda), che al ribasso (per il supporto fornito a gran parte dei metalli da costi marginali di produzione e per eventuali acquisti in Cina da parte dello State Reserve Bureau, che potrebbe intervenire sul mercato in occasione di quotazioni particolarmente depresse).

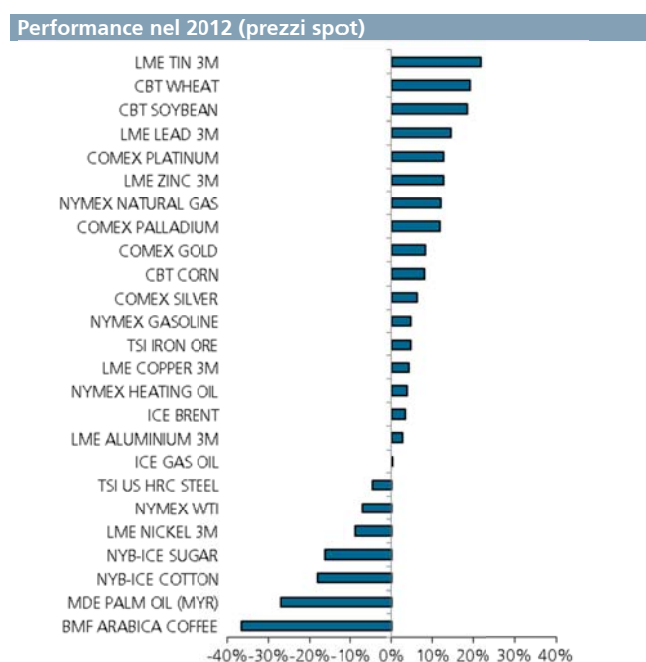
Per quanto riguarda gli agricoli, i rendimenti saranno molto eterogenei, in linea con i diversi fondamentali di domanda e offerta e le peculiari esposizioni a fattori di rischio. In particolare, il

mercato monitorerà con attenzione le stime di produzione e consumo mondiali per ciascuna *commodity*. I principali fattori esogeni che potrebbero alterare significativamente il bilancio dei singoli mercati sono rischi politici e soprattutto climatici, data l'aumentata frequenza negli ultimi anni di eventi meteorologici estremi.

Infine, per quanto riguarda il petrolio prevediamo prezzi stabili nei prossimi mesi e in leggero rialzo dal 2014 per l'atteso miglioramento della domanda mondiale. Le tensioni geopolitiche rimarranno in primo piano e contribuiranno a mantenere nervosi i mercati, ma nel nostro scenario centrale non ci attendiamo un persistente allontanamento delle quotazioni del petrolio Brent dall'intervallo di 100-120 dollari al barile.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Petrolio

Manteniamo la nostra previsione di un petrolio Brent in *trading range*. Il livello di supporto è fissato da: rischi geopolitici, costi di produzione e problemi tecnici che mantengono l'offerta inferiore al potenziale. Il livello di resistenza è principalmente determinato dalla debolezza della ripresa mondiale e dall'abbondante produzione in Nord America.

Rispetto al precedente scenario, delineato a marzo 2013, le previsioni sul prezzo del petrolio per gli anni 2013-14 sono rimaste quasi invariate, poiché i principali *driver* di mercato non si sono allontanati troppo da quanto atteso e non si sono significativamente modificate le nostre aspettative su scenario macroeconomico, fondamentali di domanda e offerta e rischi geopolitici.

Il nostro modello stima per il Brent un prezzo medio di 107 dollari per il 2013 e 111 dollari per il 2014. Quindi, rispetto alle quotazioni medie registrate in maggio e giugno, nei prossimi mesi dovremmo assistere ad un leggero recupero per l'attesa che la crescita economica mondiale riprenda progressivamente slancio. Per il petrolio WTI stimiamo un prezzo medio di 95 dollari per il 2013 e 101 dollari per il 2014. Ci attendiamo quindi che lo spread fra Brent e WTI rimanga ampio per l'abbondante produzione americana e le limitazioni tecniche di rete di trasporto e infrastrutture. Non ipotizziamo la chiusura completa del differenziale nel corso del nostro orizzonte di previsione a causa della crescente rilevanza sul totale della produzione americana di

Scenario Macroeconomico

Giugno 2013

petroli prodotti con metodi non convenzionali di estrazione (*shale oil*), caratterizzati da costi di trasporto strutturalmente più elevati.

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

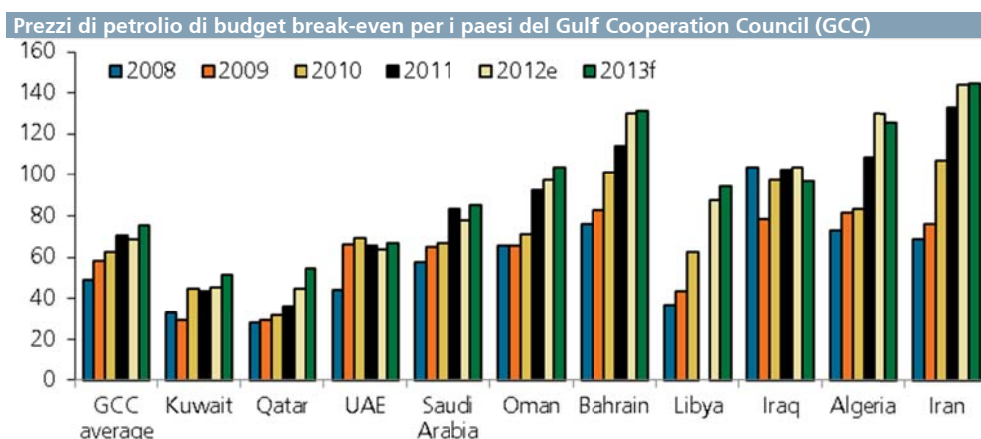
Stime di prezzo del petrolio Brent

al 25.06.2013	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	2013	2014	2015	2016
Stima	105.2	107.1	108.2	110.4	107.1	111.3	113.0	114.9
Mediana Bloomberg	105.0	107.2	109.0	110.0	108.0	107.5	110.0	101.5
Contratti Forward	103.3	100.6	99.6	98.7	103.9	97.2	93.5	90.7

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Inoltre, manteniamo la nostra previsione di un petrolio Brent in *trading range* fra i 100 e i 120 dollari al barile. Il livello di supporto è fissato da vari fattori, fra cui: rischi geopolitici, elevati costi di produzione da metodi di estrazione non convenzionali e problemi tecnici a giacimenti o infrastrutture, che mantengono l'offerta inferiore al potenziale. Il livello di resistenza è principalmente determinato dalla debolezza della ripresa mondiale, dall'abbondante produzione in Nord America e dal rischio di un rilascio di riserve di emergenza.

In particolare, sottolineiamo come vari membri dell'OPEC, fra cui l'Arabia Saudita, abbiano più volte ribadito che un prezzo di 100 dollari al barile sarebbe adeguato sia per paesi produttori che consumatori. Queste dichiarazioni sono particolarmente rilevanti, dato il rischio potenziale di tagli alla produzione. Infatti, nonostante la scarsa volontà della maggior parte dei membri dell'OPEC di ridurre il proprio output, sinora l'Arabia Saudita ha dimostrato la propria abilità di adeguare la produzione allo stato di salute della domanda mondiale, grazie alla flessibilità del sistema produttivo. Riteniamo che la probabilità di assistere a eventuali tagli all'offerta sia molto elevata a causa dell'alta spesa fiscale dei paesi mediorientali, inclusi importanti paesi produttori. Infatti, negli ultimi anni la persistente instabilità politica dell'area mediorientale e nordafricana ha portato ad un aumento vertiginoso della spesa fiscale e ad un conseguente aumento del prezzo del petrolio di *budget break-even* (il prezzo necessario a pareggiare il saldo di bilancio). Come è evidenziato nel grafico successivo, attualmente i paesi del Gulf Cooperation Council (GCC) sono ancora più vulnerabili a crolli nel prezzo del petrolio per la crescente spesa pubblica e l'attesa di esportazioni petrolifere in calo, in termini di volumi.



Fonte: stime formulate da Intesa Sanpaolo. Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati dell'Institute of International Finance (IIF)

Secondo i dati dell'Institute of International Finance (IIF), per i paesi GCC il prezzo di petrolio di *budget break-even* salirà in media a 75,1 dollari al barile da 68,6 nel 2012 e 62,3 nel 2010. Per l'Arabia Saudita il prezzo di *budget break-even* salirà a 85,5 dollari nel 2013, da 77,7 dollari nel 2012 e 66,8 dollari nel 2010. Inoltre, secondo varie stime, i prezzi di *budget break-even* sarebbero ben superiori ai 115 dollari al barile per importanti paesi produttori come Nigeria e Russia.

Fondamentali di domanda e offerta ancora deboli

Rispetto al precedente scenario trimestrale, l'analisi dei fondamentali non ha portato a novità di rilievo: per il 2013, l'offerta non-OPEC dovrebbe crescere più velocemente rispetto alla domanda mondiale di petrolio, a causa del rapido aumento della produzione in Nord America. Per questo motivo, per bilanciare i mercati, l'OPEC dovrebbe ridurre la propria produzione e riavvicinarsi al target produttivo di 30 milioni di barili al giorno (Mb/g).

Inoltre, la capacità produttiva in eccesso (*spare capacity*), attualmente concentrata quasi interamente in Arabia Saudita, dovrebbe aumentare progressivamente sino a 4,6 Mb/g nel 4° trimestre 2014 da 2,7 Mb/g registrati in media nel 1° trimestre 2013 (e da 2,1 nel 1° trimestre 2012), secondo le stime dell'U.S. Energy Information Administration (EIA).

Le scorte commerciali nei paesi OCSE sono abbondanti, ma dovrebbero contrarsi leggermente nel corso di quest'anno rispetto al livello di 2,65 Mb registrato a fine 2012 (pari a 57,7 giorni di consumo). L'EIA stima che a fine 2013 le scorte commerciali nei paesi OCSE dovrebbero ammontare a 2,64 Mb (57,3 giorni di consumo), per risalire a 2,68 Mb (58,3 giorni) a fine 2014.

Stime di domanda e offerta pubblicate da OPEC, IEA e EIA, aggiornate a giugno 2013

Stime, Milioni di Barili	Domanda Totale	Offerta Non-OPEC	Offerta OPEC di LNG	Call on OPEC Crude
OPEC	89,6	54,0	5,9	29,8
vs. 2012	+0,8	+1,0	+0,2	-0,4
IEA	90,6	54,5	6,3	29,8
vs. 2012	+0,8	+1,1	+0,2	-0,6
EIA	90,0	53,9	5,8	30,2
vs. 2012	+0,9	+1,2	+0,2	-0,7

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

Rischi geopolitici in moderazione

Considerando i rischi geopolitici, i focolari di crisi restano Iran, Siria, Nigeria, Sudan e Sudan del Sud. In particolare, gli sviluppi positivi di allentamento nelle tensioni fra Sudan e Sudan del Sud, registrati a partire da marzo grazie all'accordo di cooperazione firmato dai due Stati, rischiano di essere vanificati dopo che l'8 giugno il Presidente del Sudan ha minacciato di bloccare il flusso di petrolio proveniente dal Sudan del Sud come ritorsione a fronte di evidenze che mostrerebbero come questo paese starebbe appoggiando gruppi di ribelli negli stati occidentali e meridionali. Tuttavia, il Presidente del Sudan del Sud ha smentito ogni appoggio a ribelli nei paesi confinanti e dichiarato che la minaccia del Sudan è paragonabile a una dichiarazione di guerra.

In Iran, le elezioni presidenziali tenutesi a metà giugno hanno portato alla vittoria di Hassan Rohani, una figura moderata, con una buona reputazione nell'establishment, nonché ex-capo negoziatore per le politiche nucleari, che a sorpresa ha raggiunto la maggioranza assoluta al primo turno con circa il 51% dei voti. Il nuovo Presidente iraniano ha promesso che perseguirà una politica di moderazione per migliorare le relazioni dell'Iran nella regione e con le potenze occidentali e che renderà il programma nucleare più trasparente per alleviare le tensioni con gli Stati Uniti e ridurre l'impatto economico delle sanzioni internazionali. Se mantenute, queste promesse potrebbero portare ad un minore premio al rischio incorporato nei prezzi del petrolio Brent. Tuttavia, sarà necessario attendere l'insediamento del nuovo Presidente in agosto per valutare se a questi annunci seguiranno reali mutamenti nelle politiche iraniane e soprattutto se porteranno ad un effettivo allentamento delle tensioni internazionali.

Nel nostro scenario centrale continuiamo ad incorporare alle stime di prezzo un moderato premio al rischio geopolitico. Infatti, se da un lato le elezioni presidenziali iraniane hanno potenzialmente ridotto la probabilità di ulteriori improvvisi deterioramenti nelle relazioni diplomatiche del paese, dall'altro le recenti dichiarazioni di un crescente appoggio da parte delle potenze occidentali ai ribelli in Siria dovrebbero mantenere elevato il rischio di una propagazione dei conflitti nell'area mediorientale. Attualmente, escludiamo l'ipotesi di attacchi militari diretti contro Iran o Siria e di blocchi anche temporanei dello Stretto di Hormuz da parte dell'Iran. Nell'ipotesi di interventi militari nell'area, il Brent potrebbe risalire velocemente sopra i 130 dollari, seppure per un periodo limitato di tempo, dato che interverrebbero rilasci di riserve di emergenza e fenomeni di razionamento della domanda.

Stati Uniti – La ripresa prosegue, nonostante la restrizione fiscale

Giovanna Mossetti

- La crescita USA prosegue, con un sentiero volatile, ma in media soddisfacente. Fra inizio 2011 e metà 2013, la crescita media è stata del 2%. Nella seconda metà del 2013 e nel 2014 prevediamo un'accelerazione verso il 2,5-3%. **La previsione per il 2013 è di 1,9%, in aumento a 3,1% nel 2014, con rischi verso l'alto.**
- Il punto chiave dello scenario è che la domanda privata cresce e accelera (soprattutto i consumi), pur in presenza di un rilevante freno fiscale. Dal 2° semestre 2013, il contributo negativo della spesa pubblica si ridurrà, lasciando spazio a un'accelerazione della crescita complessiva.
- Il miglioramento sostanziale dello scenario economico deriva dal **risanamento** dei due settori travolti durante la crisi: **edilizia residenziale e bilanci delle famiglie**. Nel settore delle costruzioni, prezzi delle case, vendite, nuove costruzioni sono in aumento. L'aumento dei prezzi delle case e della ricchezza (totale e netta) sostiene i consumi correnti e futuri.
- L'**inflazione** è prevista stabile su bassi livelli almeno fino a inizio 2014.
- Politica monetaria** - La Fed ha acceso i riflettori sull'uscita, indicando che se il sentiero della crescita e dell'occupazione proseguiranno come atteso, il FOMC potrebbe iniziare a ridurre il ritmo degli acquisti di titoli "più tardi quest'anno" e se le condizioni resteranno favorevoli, la Fed continuerà poi a ridurre il flusso di acquisti "a passi misurati" nel 2014, terminando gli interventi "intorno a metà anno". Probabilmente i titoli in portafoglio non verranno venduti, ma lasciati scadere. Il FOMC ritiene che gli MBS in portafoglio non verranno venduti come parte dell'*exit strategy*. Per quanto riguarda i tassi, il FOMC mantiene la previsione che restino invariati fino al 2015. Tuttavia, la distribuzione del livello atteso dei tassi si è spostata verso l'alto alla riunione di giugno.
- Politica fiscale** – Deficit federale in netto miglioramento nel 2013 (4% del PIL), in calo verso il 2% nel 2015. Il calo del deficit è dovuto all'aumento delle entrate (aliquote in rialzo da inizio 2013), accelerazione della crescita e rallentamento della dinamica delle spese. Il deficit strutturale dovrebbe calare dal 4,3% del PIL nel 2012 a -0,4% nel 2015. Il miglioramento dei saldi fiscali implica una pausa nei negoziati per la correzione strutturale, anche se rimane da risolvere la questione del limite del debito, che sarà vincolante intorno a ottobre 2013.

Previsioni macro	2012	2013	2014	2012			2013			2014	
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (US\$ 1996, a/a)	2.2	1.9	3.1	2.6	1.7	1.6	1.7	1.7	2.4	2.8	3.2
- trim./trim. annualizzato				3.1	0.4	1.8	1.7	3.0	3.1	3.3	3.3
Consumi privati	1.9	2.3	2.8	1.6	1.8	2.6	2.6	2.8	2.9	2.8	2.6
IFL - privati non residenziali	8.0	4.5	6.8	-1.8	13.1	0.4	4.4	6.1	6.4	6.3	7.6
IFL - privati residenziali	12.1	13.6	9.1	13.6	17.5	14.0	13.5	11.7	9.6	8.2	7.9
Consumi e inv. pubblici	-1.7	-3.1	0.1	3.9	-7.0	-4.8	-4.9	-0.1	-1.0	1.0	1.2
Esportazioni	3.4	1.4	6.8	1.9	-2.8	-1.1	3.3	5.0	6.5	7.6	7.6
Importazioni	2.4	0.8	5.1	-0.6	-4.2	-0.4	4.4	4.2	4.4	4.9	5.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	0.0	0.0	0.1	-0.3	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	-3.0	-2.8	-2.6	-2.9	-2.8	-3.1	-2.7	-2.8	-2.8	-2.7	-2.6
Deficit Federale (% PIL)	-7.5	-5.3	-4.6								
Debito pubblico (% PIL)	106.5	109.8	109.8								
CPI (a/a)	2.1	1.4	1.7	1.7	1.9	1.7	1.3	1.4	1.3	1.3	1.8
Produzione Industriale	3.6	2.5	3.9	0.4	2.4	4.6	0.8	2.7	4.0	4.5	4.2
Disoccupazione (%)	8.1	7.3	6.8	8.0	7.8	7.7	7.6	7.1	7.0	7.0	6.8
Federal Funds (%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Cambio effettivo	73.5	76.6	76.1	74.0	73.1	74.8	76.3	77.8	77.4	76.3	76.0

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

Fonte: Ecwin, Intesa Sanpaolo

La ripresa è solida: domanda privata in aumento, nonostante il freno fiscale

La **crescita USA** prosegue, con un sentiero volatile, ma mediamente soddisfacente. Fra inizio 2011 e metà 2013, la crescita media è stata del 2%; nello stesso periodo, il tasso di disoccupazione è sceso di circa 1,5pp. Il calo del tasso di disoccupazione è stato più rapido del previsto considerando la crescita relativamente modesta registrata dalla fine della recessione. La dinamica del PIL ha sorpreso verso il basso dal 2010 in poi: nonostante ciò, il tasso di disoccupazione ha seguito un sentiero di correzione molto più veloce rispetto a quello coerente con la relazione storica fra le due variabili. Complessivamente, i punti cruciali dello scenario sono due: 1) la **domanda privata** cresce a un ritmo relativamente solido, e i settori colpiti dalla crisi (famiglie e immobiliare residenziale) sono risanati; 2) il **freno fiscale** è ampio, soprattutto nel 2013, e sottrae circa 1,5pp alla crescita quest'anno, ma dal prossimo anno dovrebbe dare un contributo meno negativo alla crescita della domanda aggregata.

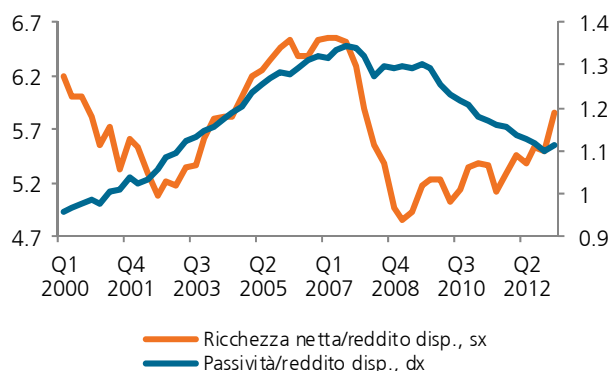
L'ampio stimolo monetario, insieme al risanamento delle finanze delle famiglie e delle costruzioni residenziali, ha più che controbilanciato la stretta fiscale. Inoltre, l'effetto ricchezza derivante dall'ampio aumento del valore degli immobili e l'allentamento delle condizioni finanziarie atteso ancora per gran parte del 2013 avranno **effetti espansivi sul 2014**, dando supporto alla previsione di accelerazione della crescita nella seconda metà di quest'anno e l'anno prossimo. La nostra previsione è che **la crescita acceleri verso il 3% fra il 2° semestre 2013 e l'inizio del 2014**, sostenuta dalla dinamica della domanda privata, soprattutto consumi e investimenti residenziali.

1. Domanda privata: crescita trainata da consumi e case. La principale sorpresa della prima metà del 2013 è stata la tenuta della crescita dei **consumi** pur in presenza di un massiccio aumento di restrizione fiscale. I consumi nel 1° trimestre sono aumentati del 2,6% t/t ann. Probabilmente il 2° trimestre vedrà una dinamica analoga, e in media la crescita nella seconda parte dell'anno dovrebbe essere di poco inferiore al 3%. I consumi sono sostenuti dalla ripresa ormai consolidata dei **prezzi delle case**, dal miglioramento del **mercato del lavoro** e dalle **condizioni finanziarie espansive, i quali più che compensano la crescente restrizione fiscale**. L'ultimo aggiornamento dei dati dei flussi dei fondi ha mostrato un nuovo aumento della ricchezza netta delle famiglie (v. fig. 1), sui massimi da quando esiste la serie (1945) e un incremento del rapporto ricchezza netta/reddito disponibile a 5,9, sui livelli di inizio 2008. La ricchezza continua ad aumentare sostenuta dal rialzo dei prezzi delle case (v. fig. 3) e delle attività finanziarie: secondo la San Francisco Fed l'aumento di ricchezza di 3mila miliardi nel 1° trimestre ha aumentato la spesa di circa 90 mld (0,8%). Il rapporto passività/reddito disponibile, intorno a 1,1 dalla seconda metà del 2012, è su livelli che non si vedevano dal 2003, grazie al costante calo dei mutui. Il mercato del lavoro è su un sentiero di miglioramento stabile, nonostante gli effetti dei tagli automatici della spesa pubblica. La crescita degli occupati non agricoli ha accelerato, da 152 mila del 3° trimestre 2012 (prima dell'introduzione del nuovo stimolo della Fed), a 192 mila nei primi 5 mesi del 2013; il tasso di disoccupazione è sceso dall'8,2% di luglio 2012 al 7,6% a maggio 2013. Tutti gli indicatori del mercato del lavoro puntano a un miglioramento, graduale ma ininterrotto e soprattutto più rapido nei mesi recenti, nonostante la fase di pausa della crescita nel manifatturiero nel 2° trimestre. Le prospettive per salari e occupazione sono migliorate in modo "sostanziale". Reddito da lavoro ed effetto ricchezza (soprattutto immobiliare) sostengono quindi le attese di accelerazione dei consumi, previsti in crescita di 2,8% nel 2° semestre e nel 2014 (da 2,5% previsto per il 2013 nel suo complesso).

Edilizia residenziale: la marcia verso l'alto prosegue. Il settore delle costruzioni residenziali continua a espandersi a un ritmo solido, sostenuto dall'aumento dei prezzi delle case e dal livello contenuto delle scorte di invenduto. Tutti gli indicatori del settore sono omogeneamente positivi: gli investimenti residenziali sono previsti in aumento di 13,6% nel 2013 e di 9,1% nel 2014 (con rischi verso l'alto).

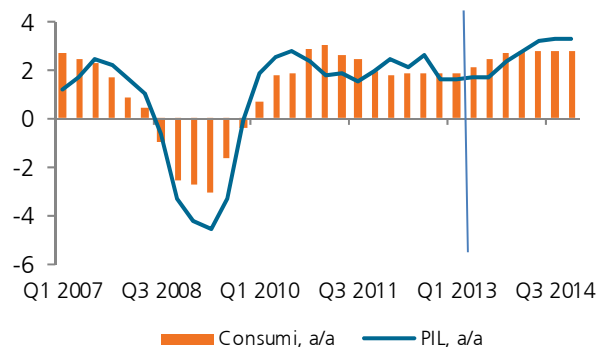
Investimenti fissi delle imprese. Nella parte centrale del 2013 l'anello debole della ripresa della domanda privata sono state le imprese. L'aumento delle imposte, l'incertezza fiscale e i tagli automatici della spesa pubblica (con effetti massicci sulla difesa) hanno frenato l'attività nel manifatturiero. Le indicazioni degli ordini e il probabile ridimensionamento dei tagli fiscali, insieme alla buona tenuta dei consumi, fanno prevedere una riaccelerazione nel 2° semestre, con un ampio contributo del settore auto. La **previsione è di un aumento del 4,5% nel 2013** (da 8% del 2012), seguito da una dinamica moderatamente più forte nel 2014 (+6,8%).

Fig. 1 - Andata e ritorno dal picco del debito e dai minimi della ricchezza netta: bilanci delle famiglie verso la normalità, e oltre



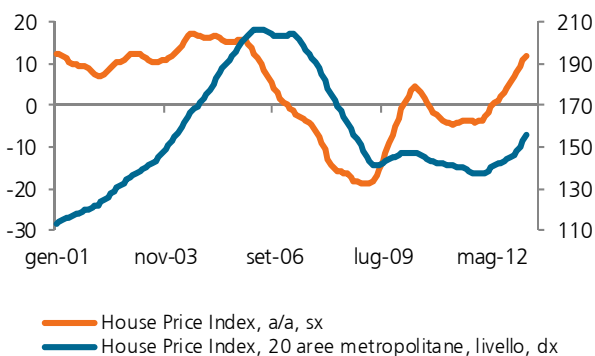
Fonte: Flow of Funds, Federal Reserve Board

Fig. 2 - Consumi e PIL: attesa un'accelerazione da metà 2013 in poi



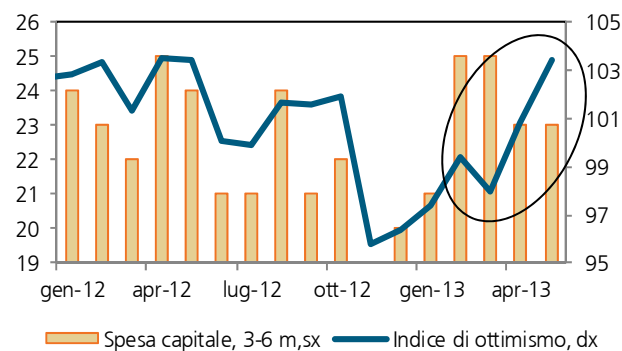
Fonte: Thomson Reuters Datastream. Var. a/a. Dal 2° trimestre 2013, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 - I prezzi delle case hanno definitivamente svoltato



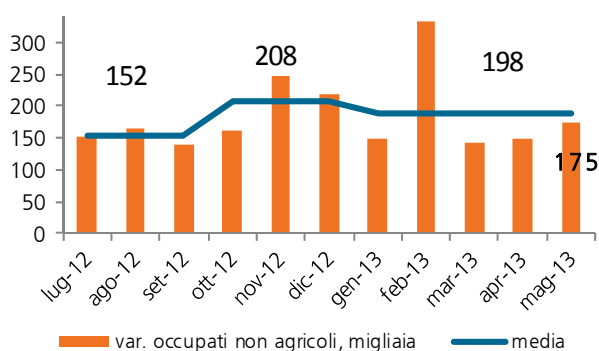
Fonte: Thomson Reuters Datastream. House Price Index Case-Shiller, mensile, 20 principali aree metropolitane

Fig. 4 - Indagine piccole imprese NFIB: l'effetto *fiscal cliff* è finito, le imprese tornano ottimiste



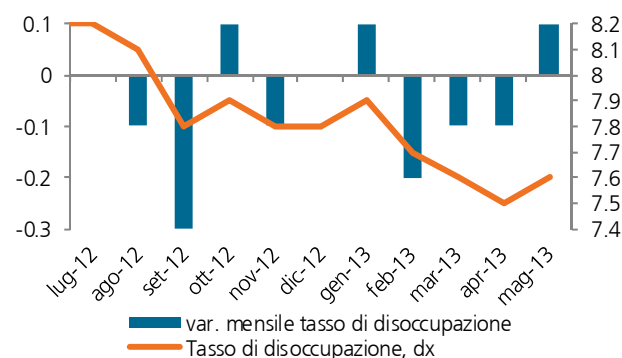
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 5 - Variazione degli occupati verso un ritmo più solido



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 6 - Tasso di disoccupazione: un chiaro trend verso il basso



Fonte: Thomson Reuters Datastream. Variazioni mensili in migliaia

2. Politica fiscale: deficit in calo più rapido del previsto grazie all'aumento delle entrate, al taglio delle spese e alla crescita del PIL. Il CBO ha pubblicato l'aggiornamento delle proiezioni di crescita e budget per il decennio 2013-23: lo scenario è più roseo del febbraio 2013, in gran parte per via del miglioramento delle entrate fra il 2013 e il 2015. Nel 2013, le entrate sono in crescita del 15% rispetto al 2012, con un incremento del 4% rispetto alle proiezioni del CBO di febbraio 2013. In particolare, le maggiori entrate del 2013 sono dovute in parte a fattori straordinari, come il pagamento di dividendi speciali da parte di Fannie Mae e Freddie Mac per 95 mld di dollari, in parte a entrate tributarie più elevate (+69 mld) sia per via del rialzo delle aliquote e per il pagamento di dividendi straordinari in autunno, e a un aumento delle imposte pagate dalle imprese (+40 mld) grazie al miglioramento della crescita. Fra il 2014 e il 2017, lo scenario migliora non solo grazie a un sentiero più sostenuto delle entrate tributarie. Anche dal lato della spesa, rispetto allo scenario di febbraio, si registra una significativa riduzione della dinamica della spesa previdenziale e sanitaria: la revisione del trend della spesa sanitaria è legata all'andamento più contenuto del previsto registrato in questi anni.

Il nuovo scenario del CBO mostra un **deficit nel 2013 di 642 mld di dollari (4% del PIL)**, più che dimezzato rispetto al 10,1% del PIL del 2009; a febbraio 2013, il CBO proiettava un deficit di circa 200 mld al di sopra della proiezione rivista a maggio (845 mld di dollari). Il deficit si dovrebbe ridurre fino a toccare il 2,1% del PIL nel 2015, per poi tornare ad aumentare negli anni successivi verso il 3,5% del PIL nel 2023, spinto dalla crescita della spesa sanitaria e dall'invecchiamento della popolazione. Il debito detenuto dal pubblico è previsto in temporaneo calo, dal 76% del PIL nel 2014 al 71% nel 2018. Successivamente, il rapporto debito/PIL tornerebbe su un trend di aumento (74% nel 2023, senza stabilizzazione se rimane in vigore la legislazione corrente), anche in seguito alla normalizzazione attesa del costo degli interessi. Il **miglioramento del quadro fiscale**, anche se di natura transitoria, **riduce la pressione per l'adozione di misure di consolidamento fiscale**, allontana la data in cui il limite del debito tornerà a mordere e prospetta, almeno nel breve periodo, possibili riduzioni delle emissioni del Tesoro.

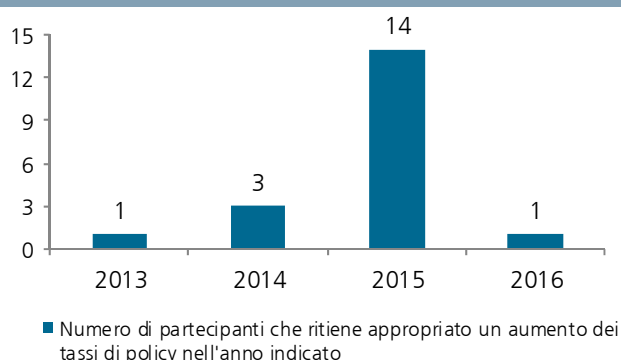
3. Politica monetaria: la Fed ha accesso i riflettori sull'uscita. La riunione del FOMC di giugno ha segnalato che "i rischi verso il basso per lo scenario economico e del mercato del lavoro sono diminuiti dall'autunno", e le condizioni del mercato del lavoro sono ulteriormente migliorate. Nella conferenza stampa, Bernanke ha indicato che, se il sentiero della crescita e dell'occupazione proseguiranno come atteso, il FOMC potrebbe iniziare a ridurre il ritmo degli acquisti di titoli "più tardi quest'anno".

Se le condizioni resteranno favorevoli, la Fed continuerà a ridurre il flusso di acquisti "a passi misurati" nel 2014, terminando gli interventi "intorno a metà anno". Bernanke ha aggiunto che una "forte maggioranza" nel FOMC ritiene che gli MBS in portafoglio non verranno venduti come parte dell'*exit strategy*. Il FOMC ribadisce che la politica monetaria resterà molto accomodante a lungo e il processo sarà dipendente dagli sviluppi economici. Il *chairman* ha ripetuto che la futura riduzione del ritmo di acquisti non è una mossa restrittiva, ma semplicemente un rallentamento dell'introduzione di nuovo stimolo monetario. La politica monetaria non convenzionale, secondo la Fed, agisce attraverso effetti di portafoglio, quindi attraverso gli stock. Con bilancio in aumento, aumenta lo stimolo, con bilancio fermo, lo stimolo è invariato; in sostanza, il piede resta sull'acceleratore, anche se preme di meno.

Più rilevante per la valutazione che i mercati danno dello scenario di *policy* è però l'indicazione relativa ai tassi ufficiali, che sarebbe invece un'effettiva pressione sul freno. Secondo Bernanke, la svolta «è lontana nel futuro», con 14 partecipanti al FOMC (su 19) che ritengono appropriato il primo rialzo dei fed funds entro la fine del 2015 (a marzo erano 13). La distribuzione del livello dei tassi dà un messaggio più *hawkish* rispetto a marzo, con uno spostamento verso l'alto dei tassi attesi (v. fig. 9). Questo, più che l'indicazione di rallentamento del ritmo degli acquisti, spiega la forte correzione del mercato dopo la riunione.

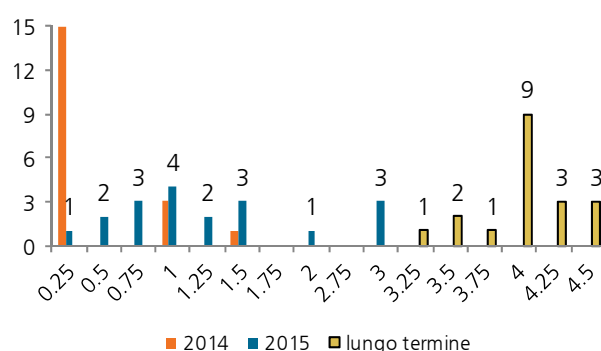
La strada verso l'uscita è comunque ancora lunga, e la Fed di Bernanke, come sarà quella (probabilmente) di Yellen dal 2014, ha un *bias* espansivo: Yellen ha affermato (dic. 2012) che è ottimale seguire una regola più accomodante prima ed eventualmente più restrittiva dopo. I **passi che preparano l'uscita** sono: 1) riduzione del ritmo di acquisti, da definire riunione per riunione, dagli attuali 85 mld al mese a circa 65-70 mld al mese (cioè aumento di stimolo per 6-9 mesi dall'annuncio); 2) bilancio stabile (cioè stimolo non convenzionale stabile) fino a fine 2015. **L'uscita vera e propria** (cioè l'inizio della restrizione) sarà data da: 1) rialzo dei tassi di policy nel 2015, dopo che il tasso di disoccupazione sarà sceso sotto il 6,5% (circa fine 2014); 2) riduzione della dimensione del bilancio attraverso scadenze dei titoli.

Fig. 7 – Ampio consenso sui tempi della svolta...



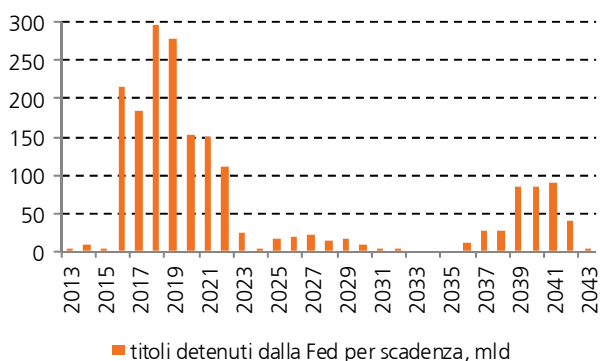
Fonte: Federal Reserve Board

Fig. 8 - ... ma ampia dispersione di opinioni sul livello appropriato



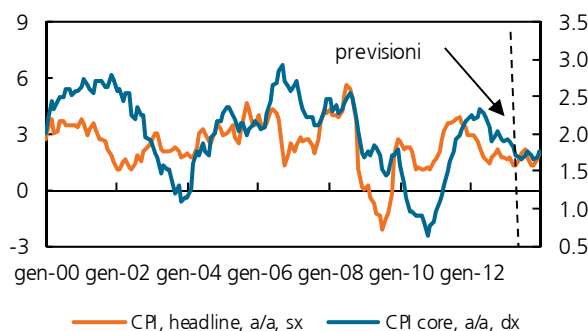
Fonte: Mld di dollari. Federal Reserve Board

Fig. 9 - Titoli per scadenza nel portafoglio della Fed (6/3/2013)



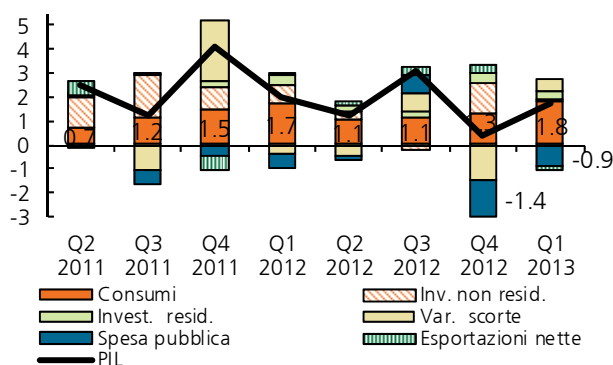
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Fig. 10 – Tutto tranquillo sul fronte dell'inflazione



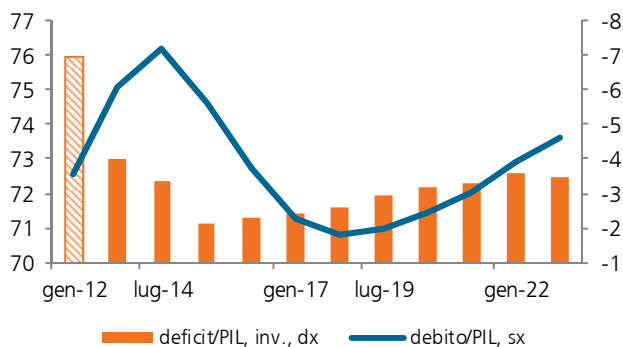
Fonte: Congressional Budget Office

Fig. 11 – La spesa pubblica frena la crescita



Fonte: Thomson Reuters Datastream. Contributi alla crescita e var. PIL t/t ann.

Fig. 12 – Deficit/PIL: correzione rapidissima fino al 2015

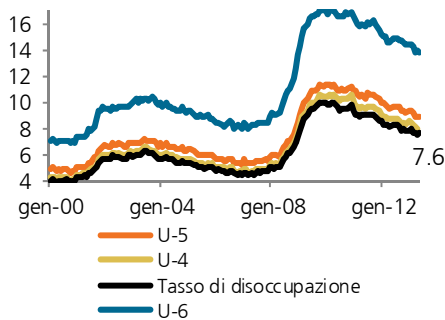


Fonte: Congressional Budget Office

Il cruscotto della Fed

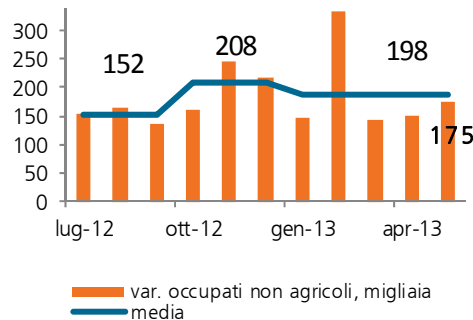
Questo "quadro" riassume gli indicatori che la Fed segue per valutare il "miglioramento sostanziale delle prospettive del mercato del lavoro".

Fig. 1 - Misure di disoccupazione



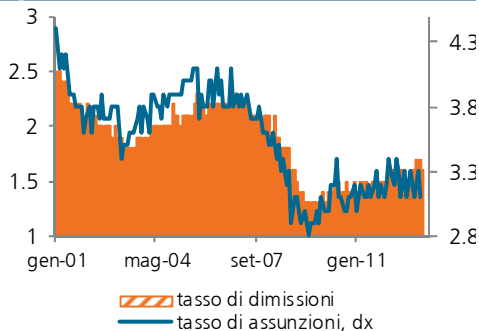
Fonte: Bureau of Labor Statistics. Per le definizioni delle variabili v. nota sotto

Fig. 2 - Variazione occupati non agricoli



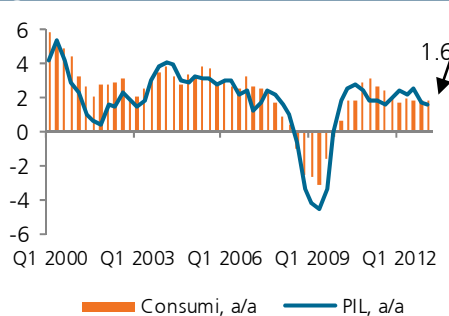
Fonte: Bureau of Labor Statistics

Fig. 3 - Flussi lordi di lavoro



Fonte: Bureau of Labor Statistics, JOLTS

Fig. 4 - Crescita della domanda: consumi e PIL



Fonte: Thomson Reuters-Datastream. Consumi e PIL reali, a/a

Note Figura 1: U-4: disoccupati totali + lavoratori scoraggiati in percentuale della forza lavoro più lavoratori scoraggiati. U-5=disoccupati totali + tutti gli individui marginalmente attaccati alla forza lavoro in percentuale della forza lavoro più gli individui marginalmente attaccati alla forza lavoro. U-6= U-5 più occupati part-time per motivi economici in percentuale della forza lavoro più tutti gli individui marginalmente attaccati alla forza lavoro. Gli individui marginalmente attaccati alla forza lavoro non sono parte della forza lavoro, vorrebbero un lavoro, sarebbero disponibili a lavorare e hanno cercato un'occupazione negli ultimi 12 mesi.

Nota figura 3: tasso di assunzioni=assunzioni in percentuale degli occupati totali. Tasso di dimissioni=dimissioni volontarie in percentuale delle separazioni totali (dimissioni, licenziamenti, esuberanti da fusioni, ecc.).

Area euro – L'economia è a un punto di svolta, ma la ripresa sarà lenta

- Il 1° trimestre del 2013 dovrebbe aver rappresentato il punto di minimo del ciclo economico nell'Eurozona. L'economia dovrebbe essersi stabilizzata in primavera e tornerà a crescere nella seconda metà dell'anno, trainata prima dall'export e poi dagli investimenti delle imprese. Il debole inizio d'anno fa sì che la contrazione del PIL nel 2013 possa risultare lievemente più accentuata che nel 2012 (-0,7% da -0,5%). Tuttavia, nel nostro scenario centrale l'allentamento delle tensioni sui mercati finanziari e una minore restrizione fiscale consentiranno all'economia di tornare a crescere, stimiamo di 0,9%, nel 2014.
- In ogni caso, la ripresa sarà a nostro avviso molto lenta, in quanto: 1) il sentiero per la finanza pubblica è molto stretto: la politica fiscale, se va diventando via via più "flessibile", ancora non è in grado di fornire un apprezzabile stimolo all'economia; 2) gli indicatori sull'evoluzione e la qualità del credito restano in territorio recessivo, e il miglioramento degli indici di rischio sui mercati finanziari non si è ancora riflesso in un sostanziale allentamento delle condizioni sui prestiti soprattutto alle imprese; 3) almeno in parte il deciso deterioramento del mercato del lavoro potrebbe riflettersi in un aumento della disoccupazione strutturale. I tre fattori elencati costituiscono anche i principali rischi gravanti sullo scenario, ai quali si aggiungono: i) una eventuale recrudescenza della crisi finanziaria (sempre possibile ma attenuata nei suoi effetti dalla predisposizione della rete di sicurezza costituita congiuntamente da ESM e BCE); ii) un'eventuale inversione del ciclo economico mondiale (sia pure a nostro avviso poco probabile, visto che l'impostazione delle politiche monetarie su scala mondiale resta ultra-espansiva).
- L'inflazione è rallentata all'1,4% a maggio. Nei prossimi mesi, un effetto base favorevole relativo alla componente energia spingerà l'inflazione verso l'1,0%. Le informazioni disponibili suggeriscono che le pressioni a monte sono del tutto rientrate. La dinamica dell'output gap e l'elevato tasso di disoccupazione deprimeranno l'inflazione core almeno fino a metà 2014. Il rischio di deflazione nella media area euro ci sembra contenuto.
- Se nei mesi estivi dovesse vedersi un rallentamento del ciclo ed un ulteriore aumento della volatilità sui mercati è possibile che la BCE tagli il refi di 25 punti base. Il tanto discusso taglio del tasso sui depositi rimarrà nel menù di strumenti indicato dalla BCE ma non è scontato che venga implementato. Le OMTs, per quanto osteggiate dalla Bundesbank, rimangono una rete di sicurezza nel caso in cui dovesse perdurare o acuirsi la correzione dei rendimenti innescata dall'annuncio della svolta della Fed.

Previsioni

				2012		2013			2014		
	2012	2013	2014	3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	-0.5	-0.7	0.9	-0.7	-1.0	-1.1	-0.9	-0.7	0.0	0.5	0.8
- t/t				-0.1	-0.6	-0.2	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3
Consumi privati	-1.3	-0.5	0.6	-0.2	-0.6	0.1	-0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
Investimenti fissi	-4.2	-3.2	2.0	-0.9	-1.4	-1.6	-0.1	0.4	0.6	0.5	0.5
Consumi pubblici	-0.4	-0.2	0.4	-0.2	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	2.9	1.0	4.4	0.8	-0.9	-0.8	1.0	1.3	1.1	1.0	1.1
Importazioni	-0.7	-0.4	4.3	0.2	-1.2	-1.1	0.8	0.8	1.2	1.2	1.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	-0.4	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.3	-0.2	0.1	0.1
Partite correnti (% PIL)	1.3	1.8	1.8	1.3	1.6	2.5	1.7	1.5	1.5	2.8	1.7
Deficit pubblico (% PIL)	-3.7	-3.2	-3.0								
Debito pubblico (% PIL)	90.6	93.6	94.0								
Prezzi al consumo (a/a)	2.5	1.4	1.4	2.5	2.3	1.9	1.4	1.2	1.1	1.1	1.5
Produzione industriale	-2.4	-0.4	2.0	0.1	-2.0	0.1	1.1	0.5	0.2	0.4	0.7
Disoccupazione (%)	11.4	12.3	12.1	11.5	11.8	12.0	12.3	12.4	12.4	12.4	12.3
Euribor 3 mesi	0.57	0.16	0.15	0.36	0.20	0.17	0.20	0.15	0.12	0.10	0.10

Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato

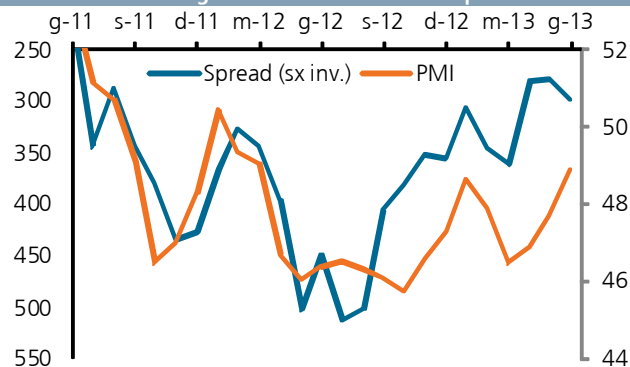
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

L'attività economica è ancora debole, ma il ritorno alla crescita sembra imminente

Le ultime indicazioni sul ciclo economico nell'area dell'euro mostrano che il movimento di significativo allentamento delle tensioni sui mercati finanziari iniziato già alla fine dell'estate scorsa non si è per ora riflesso in un miglioramento sostanziale del quadro sull'attività economica reale. Solo nei mesi primaverili la fiducia (sintetizzata dal PMI composito) ha evidenziato spunti di miglioramento, toccando un livello di 48,9 nel mese di giugno, per il diciassettesimo mese al di sotto del valore-soglia ma ai massimi da 15 mesi. Più in generale tuttavia il livello dei principali indici anticipatori (anche nell'industria, dove pure si è verificato un sostanziale recupero della produzione a cavallo tra 1° e 2° trimestre) resta coerente con una lieve contrazione dell'attività economica.

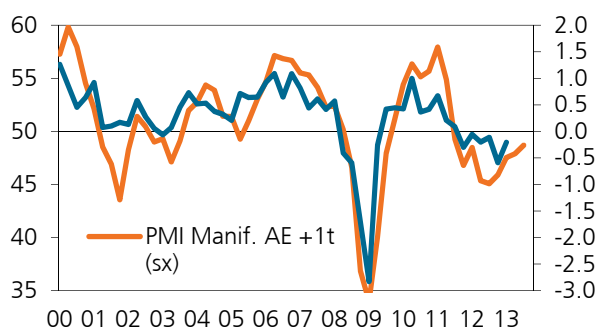
Paolo Mameli

L'allentamento delle tensioni finanziarie si è riflesso solo in misura modesta sugli indici di fiducia delle imprese...



Fonte: Markit Economics, Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

... che restano coerenti con una crescita ancora in territorio lievemente negativo



Fonte: Eurostat, Markit Economics ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

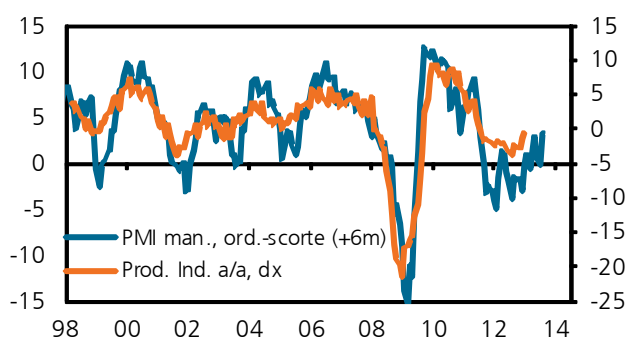
Tuttavia, riteniamo che sia solo questione di tempo affinché l'evoluzione in senso positivo della crisi finanziaria, che tanta parte ha avuto (attraverso l'impatto su fiducia e andamento del credito) nello spingere l'economia reale nell'attuale recessione, si rifletta in un recupero del morale degli operatori economici e per questa via dell'attività reale. Per un miglioramento delle condizioni del credito occorrerà aspettare il 2014, visto che esse permangono in territorio restrittivo non più a causa di fattori dal lato dell'offerta di credito ma piuttosto della debolezza del ciclo economico con conseguente aumento del tasso di insolvenza di famiglie e soprattutto imprese. Tuttavia, non è dall'andamento del credito, tradizionalmente una variabile ritardata del ciclo, che si osserveranno le prime avvisaglie della ripresa.

Se la fiducia e la spesa dei consumatori rimangono affossate dalla debolezza del mercato del lavoro (che ha spinto la disoccupazione ai massimi storici e continua a comprimere il reddito disponibile delle famiglie), la ripresa come al solito arriverà dal lato delle imprese, attraverso il canale dell'export. Infatti, la riaccelerazione degli indici di commercio mondiale e della domanda da parte dei principali partner commerciali si è riflessa in un miglioramento degli ordini dall'estero per le imprese del settore manifatturiero, che segnala una accelerazione delle esportazioni dell'area euro nei prossimi mesi. Se, come nel nostro scenario centrale, l'economia mondiale, dopo il rallentamento ad un ritmo di crescita di poco superiore al 3% fatto segnare nel biennio 2012-13, dovesse riaccelerare nel 2014 ad una velocità di crociera più vicina al 4%, l'Eurozona (diventata di recente, proprio in conseguenza della crisi che ha colpito la domanda interna, decisamente più *export-led*) non potrebbe che beneficiarne. L'effetto positivo sui profitti delle imprese derivante dalle vendite all'estero dovrebbe trasmettersi con ritardo in una ripresa degli investimenti delle imprese. Già la combinazione della ripresa degli ordini e del calo delle scorte, segnalato dalle imprese nelle indagini, segnala che il punto di minimo del ciclo potrebbe essere alle spalle nel settore più anticipatore, l'industria. Il rimbalzo della produzione industriale

avutosi tra febbraio e aprile appare confortante in tal senso, anche se potrebbe essere dovuto in parte a fattori *una tantum* destinati a rientrare verosimilmente già a partire dal dato di maggio.

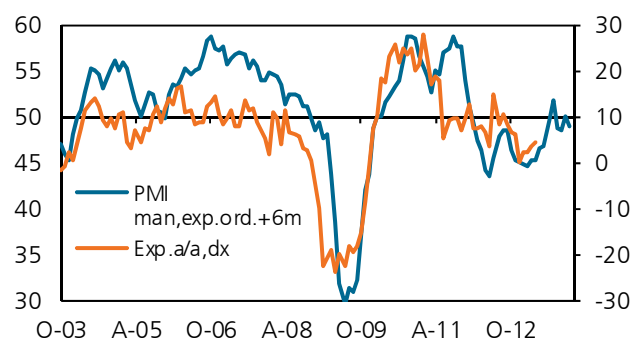
Non è infine dalle costruzioni che è lecito attendersi una ripresa, visto che la correzione dei passati squilibri è ancora in corso nella maggior parte dei Paesi periferici.

Il peggio sembra passato nell'industria...



Fonte: Eurostat, Markit Economics ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... e la ripresa ancora una volta sarà trainata dall'export



Fonte: Eurostat, Markit Economics ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tuttavia, la ripresa sarà a nostro avviso molto lenta, in quanto: 1) il sentiero per la finanza pubblica è molto stretto, per cui la politica fiscale, se va diventando via via più "flessibile", ancora non è in grado di fornire un apprezzabile stimolo all'economia; 2) gli indicatori sull'evoluzione e la qualità del credito restano in territorio recessivo, e il miglioramento degli indici sui mercati finanziari non si è ancora riflesso in un sostanziale allentamento delle condizioni sui prestiti soprattutto alle imprese; 3) almeno in parte il deciso deterioramento del mercato del lavoro potrebbe riflettersi in un aumento della disoccupazione strutturale: la quota di disoccupati di lungo termine (oltre i 12 mesi) è andata crescendo ininterrottamente a partire dalla metà del 2009 e ha raggiunto ormai quasi la metà del totale; la percentuale di giovani disoccupati che non stanno partecipando a programmi né di studio né di formazione è elevata; le stesse stime del NAWRU (*nonaccelerating wage rate of unemployment*) fornite dalla Commissione UE mostrano un netto aumento a partire dal 2008 (oltre che un peggioramento degli indicatori di *mismatch* sul mercato del lavoro). I tre fattori elencati costituiscono anche i principali rischi gravanti sullo scenario, ai quali è d'uopo aggiungere: i) una eventuale recrudescenza della crisi finanziaria (la cui probabilità si è peraltro ridotta e i cui effetti sono mitigati dalla presenza della rete di sicurezza costituita da ESM e OMT); ii) un'eventuale inversione del ciclo economico mondiale (a nostro avviso poco probabile).

Dopo sei trimestri consecutivi di contrazione (record negli oltre vent'anni di rilevazione delle serie), l'attività economica nell'Eurozona dovrebbe essersi almeno stabilizzata nel trimestre primaverile, che potrebbe quindi rappresentare il punto di svolta inferiore del ciclo economico (anche su base tendenziale il PIL è visto invertire la rotta, a -0,9% da -1,1%). Il miglioramento è atteso consolidarsi nella seconda metà dell'anno, quando il tasso di crescita del PIL è atteso tornare in territorio lievemente positivo. Tuttavia, i dati peggiori del previsto sulla parte finale del 2012 e quella iniziale del 2013 fanno sì che la contrazione del PIL quest'anno possa risultare lievemente più accentuata di quella registrata l'anno scorso (-0,7% da -0,5%). Rispetto a tre mesi fa, da un lato i dati reali relativi ai primi mesi dell'anno si sono rivelati peggiori del previsto, dall'altro lato le prospettive per la parte restante dell'anno appaiono migliorate grazie a due fattori:

- 1) la diminuzione dei rischi di natura finanziaria, grazie alla piena entrata in vigore della "rete di sicurezza" costituita da ESM e meccanismo delle OMT predisposto dalla BCE, e al progressivo "spegnersi" dei focolai di crisi che via via hanno colpito i diversi Paesi nell'occhio del ciclone (il completamento delle negoziazioni sul *bail-in* a Cipro, lo sblocco dell'*impasse*

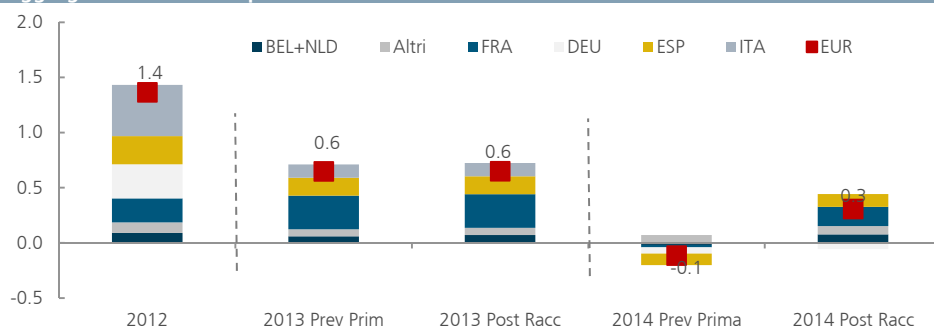
L'economia dovrebbe tornare a crescere tra la primavera e l'estate

politica in Italia, l'allungamento delle scadenze sui prestiti concessi a Irlanda e Portogallo, oltre alla concessione di più tempo per la correzione fiscale a diversi altri Paesi). Se tanta parte i fattori di natura finanziaria hanno avuto nel causare la recessione dell'ultimo anno e mezzo, è lecito attendersi che sostanziale possa essere anche il contributo all'economia reale in caso di rientro di tali rischi. Peraltro, tale contributo potrebbe essere comunque inferiore: in letteratura diversi studi¹ dimostrano una asimmetria dell'impatto del ciclo finanziario sull'economia reale. Finora, la ripresa degli indici di propensione per il rischio sui mercati finanziari non si è finora riflessa in un sostanziale miglioramento delle indagini di fiducia delle imprese, e per questa via degli indicatori di natura reale, ma riteniamo che un trend in tal senso possa presto avviarsi;

- 2) **un orientamento meno restrittivo della politica fiscale**, in due forme: a) una revisione in senso meno restrittivo dei saldi di finanza pubblica, visibile sia dal confronto dei target contenuti nei Programmi di Stabilità 2013 con quelli dell'anno precedente (particolarmente accentuato per Italia, Spagna, Portogallo ma anche Belgio e Paesi Bassi) sia dalla concessione di più tempo a diversi Paesi (Spagna, Francia, Olanda, Portogallo e Slovenia) per la correzione del deficit eccessivo; b) una ricomposizione della correzione fiscale (a parità di saldi) in senso meno dannoso per la crescita: in tal senso si possono leggere le misure adottate in Italia per il pagamento dei debiti arretrati della PA (che impatta solo in misura limitata sul disavanzo 2013) e quelle contenute nel cosiddetto "decreto del fare" (tra queste, l'allargamento dell'accesso al credito e del credito d'imposta per le imprese, un bonus fiscale per l'investimento in macchinari, la rateizzazione dei debiti fiscali, lo sblocco di alcuni cantieri, l'accelerazione dei processi civili) e in Francia le misure contenute nel Patto Nazionale per la Crescita, la Competitività e l'Occupazione in Francia (che includono sgravi fiscali per le imprese e un miglioramento dell'accesso al finanziamento per le piccole imprese).

Peraltro, l'approccio più flessibile all'aggiustamento fiscale non toglie che la Commissione Europea, esaminati i Programmi di Stabilità 2013-16, abbia raccomandato una correzione fiscale strutturale aggiuntiva in particolare per Francia e Spagna. Di riflesso, **nel 2014, la politica fiscale peserà per lo 0,3% di PIL** mentre le previsioni della Commissione di primavera indicavano un'espansione di 0,1%. In ogni caso, il freno al ciclo dalla politica fiscale già nel 2013 risulta pari allo 0,6% del PIL, pari a meno della metà di quello avutosi l'anno prima, e diverrà poco rilevante l'anno prossimo. Pertanto, **una volta assorbiti gli effetti della correzione fiscale, e dato che le tensioni finanziarie già hanno mostrato un significativo allentamento, l'economia potrebbe tornare a crescere nel 2014** (stimiamo di 0,9%, dopo il -0,7% di quest'anno).

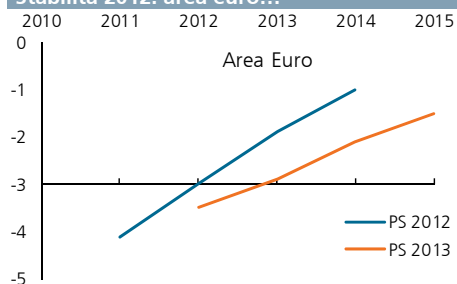
Variazione del saldo primario strutturale dopo le raccomandazioni della Commissione Europea: aggregato e contributo per Paese



Nota: Altri = PRT, IRL, GRC, SLJ, SLK. Fonte: Commissione Europea previsioni di primavera e raccomandazioni della Commissione Europea del 29/05/2013

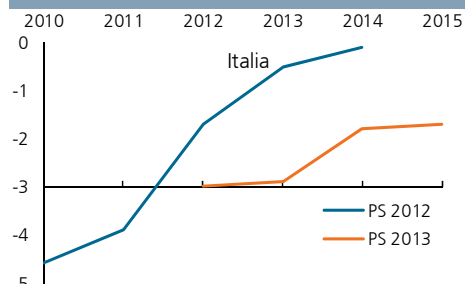
¹ Aizenman, J., B. Pinto e V. Sushko, "Financial sector ups and downs and the real economy: Up by the stairs, down by the parachute", BIS Working Papers, No. 411, April 2013.

La revisione dei target fiscali nel Programma di Stabilità 2013 rispetto al Programma di Stabilità 2012: area euro...



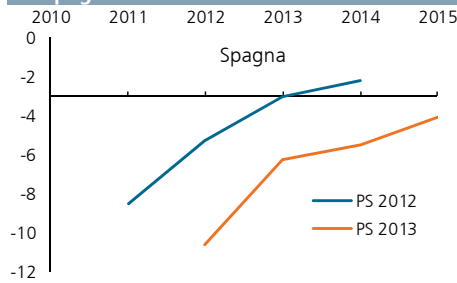
Fonte: Programmi di Stabilità nazionali 2012 e 2013

... Italia...



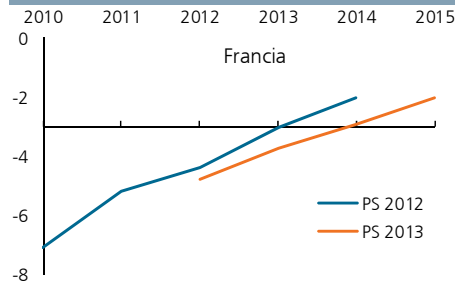
Fonte: Programmi di Stabilità nazionali 2012 e 2013

... Spagna...



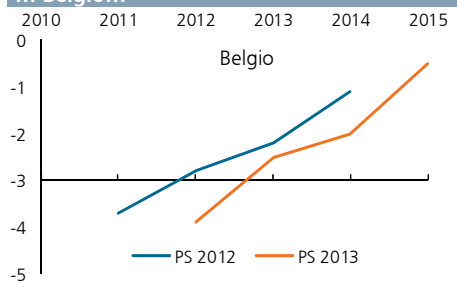
Fonte: Programmi di Stabilità nazionali 2012 e 2013

... Francia...



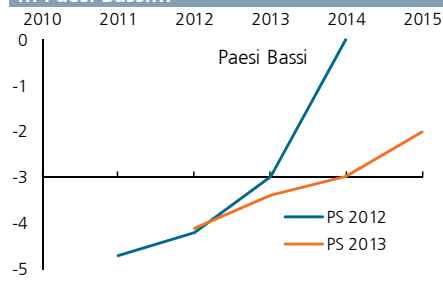
Fonte: Programmi di Stabilità nazionali 2012 e 2013

... Belgio...



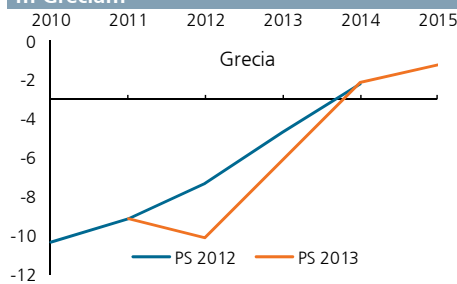
Fonte: Programmi di Stabilità nazionali 2012 e 2013

... Paesi Bassi...



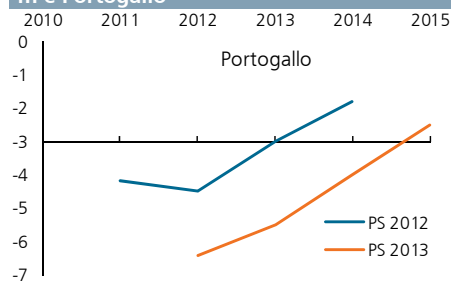
Fonte: Programmi di Stabilità nazionali 2012 e 2013

... Grecia...



Fonte: Programmi di Stabilità nazionali 2012 e 2013

... e Portogallo



Fonte: Programmi di Stabilità nazionali 2012 e 2013

Inflazione ancora in calo, ma il rischio di deflazione rimane contenuto

Nell'area euro l'inflazione è calata dal 2,6% a/a di agosto scorso all'1,2% a/a ad aprile per poi risalire all'1,4% a/a a maggio. Il calo dell'inflazione è più accentuato di quanto atteso a settembre scorso (consenso: 1,6%, BCE: 1,9%) ed è in larga misura riconducibile alla dinamica della componente energia, che ha frenato dal 9,0% a/a di fine estate a -0,25% a/a in maggio. Il capitolo alimentari ha avuto un impatto modesto sulla dinamica complessiva dei prezzi al consumo dal momento che il calo dei prezzi dei prodotti lavorati ha bilanciato l'aumento dei prodotti freschi. Ma non hanno frenato solo le componenti volatili, anche i prezzi *core* sono rallentati rapidamente negli ultimi mesi. L'inflazione al netto di energia ed alimentari freschi, misura preferita dalla BCE, ha frenato all'1,3% a/a dall'1,7% a/a di agosto scorso. L'inflazione al netto di energia, alimentari, prezzi amministrati e tasse, che definiamo inflazione ciclica, è crollata dal 2,0% di agosto scorso a 0,8% a/a in maggio, minimo da quando hanno inizio le serie sui prezzi amministrati e sui prezzi al consumo a tassazione costante (2004). Inutile dire che la media nasconde ampie divergenze all'interno dell'area, con la dinamica dell'inflazione ciclica nella Periferia che è calata più rapidamente che al Centro. L'inflazione ciclica in Grecia è negativa dal marzo 2010, in Irlanda e Portogallo è tornata in territorio positivo da un anno. La dinamica dell'inflazione *core* in particolare nella periferia comincia a sollevare preoccupazioni che si possa entrare in territorio deflazionistico. All'ultima conferenza stampa Draghi ha dichiarato di non vedere rischi di deflazione dal momento che la contrazione dei prezzi interni su base annua è confinata solo ad alcuni paesi e alcune categorie di beni. Inoltre, ha aggiunto, le attese d'inflazione nel medio termine rimangono saldamente ancorate. Nel complesso la BCE ritiene che i rischi per la dinamica dei prezzi al consumo siano ancora bilanciati e che le revisioni al ribasso alle stime d'inflazione siano legate a sorprese dalla componente energia.

Anna Maria Grimaldi

Il nostro scenario di previsione incorpora un temporaneo aumento dell'inflazione area euro all'1,5% in estate e quindi un calo verso l'1,0% in autunno, in larga misura riconducibile a un effetto base dalla componente energia. In generale, il profilo dell'inflazione rimane fortemente dipendente dalla dinamica dell'energia, soggetta alla volatilità in parte imprevedibile dei prezzi petroliferi. La nostra ipotesi di riferimento è che il prezzo del petrolio sia in media di 107,7 dollari al barile nella seconda metà di quest'anno, contro i 109 dollari dei primi sei mesi, e che poi la media salga a 111 dollari al barile nel 2014. Il tasso di cambio medio euro/dollaro dovrebbe deprezzarsi marginalmente in area 1,28-1,29. La dinamica del capitolo alimentari dovrebbe apportare un contributo marginalmente decrescente nella seconda parte di quest'anno, al venir meno dalla dinamica annua dello shock sui prezzi delle *commodity* agricole. Inoltre la dinamica dei prezzi alla produzione dei beni alimentari è rallentata negli ultimi sei mesi. Nel complesso vediamo l'inflazione in media all'1,4% sia quest'anno, sia il prossimo.

Cosa aspettarsi per l'inflazione area euro?

In generale, le informazioni disponibili segnalano ormai pressioni verso il basso dai prezzi a monte della catena produttiva: gli indici PMI composito prezzi pagati e prezzi praticati a maggio hanno toccato un minimo da metà 2009 per poi risalire a giugno rispettivamente a 50,4 e 48,1. Anche le attese sui prezzi praticati dall'indagine della Commissione Europea sono calate costantemente da settembre, e a maggio erano sul minimo da fine 2010. Il calo delle attese di prezzo è particolarmente marcato nei servizi più legati alla dinamica della domanda interna. Nel manifatturiero, l'indice PMI dei prezzi pagati (44,6) segnalava una contrazione dei prezzi alla produzione al netto dell'energia nei prossimi mesi. La dinamica dei prezzi alla produzione per i beni di consumo è in frenata dall'estate scorsa e suggerisce un ulteriore rallentamento della dinamica dei prezzi al consumo dei beni non energetici. I fattori esogeni e la dinamica dei prezzi a monte, quindi, spingeranno verso il basso la dinamica dei prezzi al consumo nei prossimi mesi. Come sempre la dinamica dei prezzi a monte è fortemente dipendente da eventuali sorprese sui prezzi delle materie prime.

Attese di inflazione in calo

Il vero nodo per la dinamica dei prezzi al consumo è quanto ancora l'inflazione *core* può calare nei prossimi mesi. La letteratura economica e l'esperienza storica suggeriscono che la variazione dell'inflazione *core* è correlata con la dinamica ritardata dell'*output gap*². Il FMI, nel *World Economic Outlook* dello scorso aprile³, notava che negli ultimi dieci anni la reattività dell'inflazione *core* alla dinamica dell'*output gap* nei paesi avanzati è diminuita significativamente⁴ dal momento che la stabilità delle attese d'inflazione, associata a politiche monetarie più credibili e ad un obiettivo, più o meno esplicito, di inflazione di medio periodo, ha contribuito a mantenere sotto controllo la dinamica inflazionistica. L'esistenza di una curva di Phillips per la zona area euro rimane controversa⁵.

Quanto ancora può calare l'inflazione *core*?

La BCE nel bollettino di gennaio 2011 indicava che nel caso dell'area euro la risposta dell'inflazione *core* alla capacità inutilizzata nell'economia è piuttosto contenuta a meno di ampie variazioni dell'*output gap*, o almeno lo era nel periodo 2006-2010. La BCE adduceva tra le spiegazioni un peso crescente della stabilità delle attese d'inflazione ma non escludeva che la scarsa reattività dell'inflazione area euro all'*output gap* fosse in parte riconducibile alla rigidità verso il basso di salari e prezzi. Gli studi, che evidenziano il calo della pendenza della curva di Phillips nel tempo, inducono a ritenere che il rischio di un calo marcato dell'inflazione *core* nell'area euro sia contenuto.

Tuttavia, vi è un altro problema nel cercare di cogliere l'effetto dell'*output gap* sulla dinamica dell'inflazione *core*. Le stime dell'*output gap* sono tipicamente soggette ad un ampio margine d'incertezza, e dunque è difficile quantificare a priori l'impatto sull'inflazione *core*. L'OCSE, nell'*Economic Outlook* di maggio 2013, stima l'*output gap* a -4% ancora nel 2014, circa invariato rispetto al 2013 (-4,2%). La Commissione Europea a maggio scorso stimava un *output gap* pari alla metà (-2,2% nel 2014 dal -2,9% del 2013). Le stime della Commissione dell'*output gap* si discostano da quelle dell'OCSE perché stimano che la recessione degli ultimi anni abbia determinato un aumento della disoccupazione strutturale e quindi un calo della crescita potenziale⁶. Chiaramente con un *output gap* meno ampio, il calo dell'inflazione prospettico è più contenuto. Allo stesso tempo, se l'eccesso di offerta nell'economia è più ridotto, in fase di accelerazione della crescita al di sopra del potenziale è più contenuto il rischio di inflazione eccessiva.

Al di là delle difficoltà di stima e dei possibili cambiamenti strutturali, è difficile credere che un tasso di disoccupazione sui massimi dal 1992 non deprima la dinamica del costo del lavoro e dei prezzi interni. Il costo del lavoro orario ha frenato all'1,2% a/a a dicembre 2012 dal 2,4% del 2011 per poi risalire all'1,6% a marzo, ma il rimbalzo è legato alla dinamica delle retribuzioni in Germania e a fattori *una tantum* che hanno gonfiato la componente non salariale delle retribuzioni italiane. Pensiamo che la tendenza di fondo di rallentamento del costo del lavoro nell'area euro e in particolare nella periferia della zona euro sia ancora in atto. Le riforme degli ultimi anni potrebbero aver accentuato la risposta dei salari, in particolare nella periferia, all'ampio *output gap*. La stessa BCE nel bollettino di maggio scorso segnalava che i tagli ai salari dei dipendenti pubblici nella periferia hanno contribuito a esercitare pressioni verso il basso sulla dinamica dei salari negoziali. Il costo del lavoro nella periferia è, difatti, rallentato negli ultimi quattro anni mentre è accelerato al centro, in particolare in Germania. La tendenza è confermata anche per il costo del lavoro per unità di prodotto. Il rischio di deflazione nella periferia (si noti che la Grecia è già in deflazione e l'Irlanda ne sta uscendo) non è trascurabile.

² Si veda IMF working paper no 189, Agosto 2010.

³ Si veda il WEO, aprile 2013 capitolo 3.

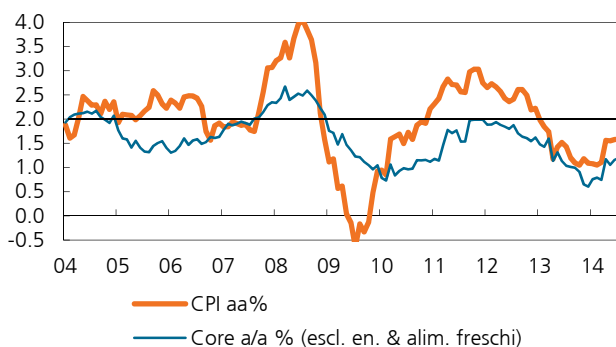
⁴ Si veda inoltre Anderton et al. "Key elements of global inflation" Reserve bank of Australia Volume 2010

⁵ Si veda A. Musso, L. Stracca, D. van Dijk ECB working paper no. 811, Settembre 2007

⁶ Si veda EC *Spring forecasts* Box 1.1, pp 11 - 13

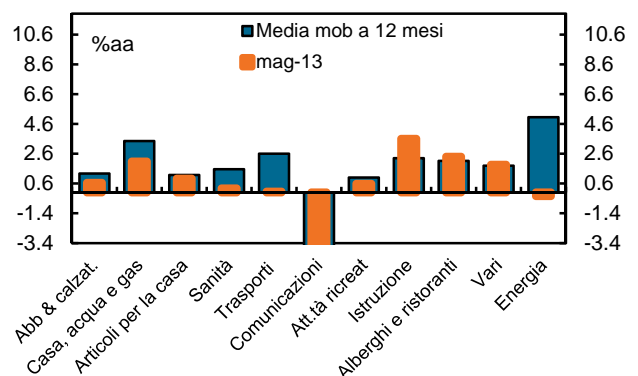
Nella media area euro il rischio di deflazione sembra contenuto data la dinamica dei salari e costo del lavoro al Centro e dal momento che il *trade-off* tra disoccupazione e inflazione potrebbe essere divenuto più blando. In un'ottica di previsione, il grosso del peggioramento del mercato del lavoro dovrebbe essere alle spalle, almeno al Centro, e l'*output gap* dovrebbe cominciare a chiudersi dalla seconda metà di quest'anno. Dunque le pressioni verso il basso sulla dinamica dei prezzi interni dovrebbero progressivamente rientrare, se si tornerà crescere da fine 2013. Nel complesso ci aspettiamo che l'inflazione *core* al netto di energia e alimentari freschi sia mediamente pari all'1,1% a/a sia nel 2013 che nel 2014 dall'1,8% del 2012.

L'inflazione rimarrà significativamente sotto il 2% fino a giugno 2014



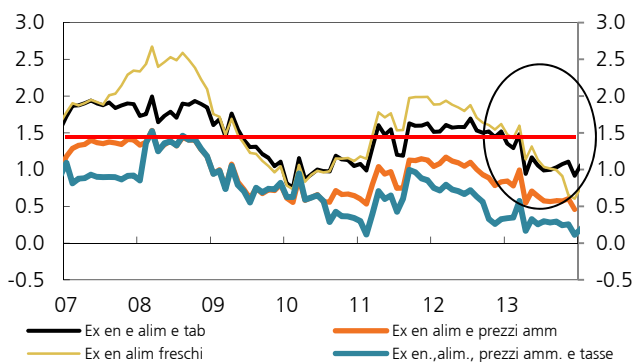
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il calo dell'inflazione negli ultimi nove mesi è spiegato in larga misura dall'energia



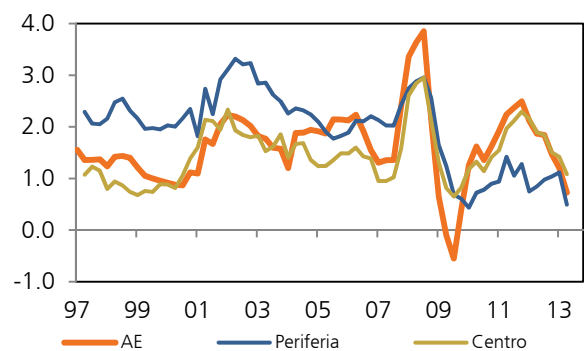
Fonte: Eurostat, ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Ma anche la dinamica dei prezzi *core* ha frenato sensibilmente in particolare se si esclude il contributo di tasse e prezzi amministrati



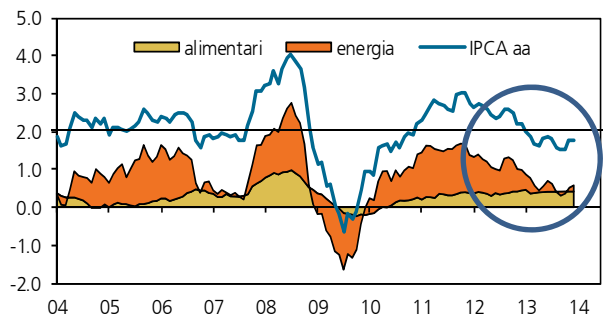
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il calo dell'inflazione *core* al netto di tasse e prezzi amministrati (inflazione ciclica) è particolarmente accentuato nella periferia



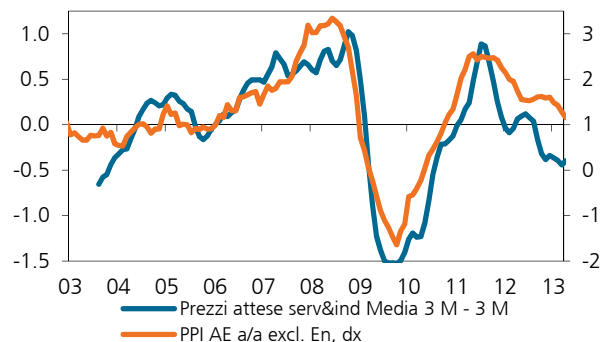
Nota: Centro (Ger, Fra, Olanda, Belg) e Periferia (ita, Spa, Port, Irl, Grec) i pesi sono i pesi paesi nell'IPCA area euro. Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo.

Profilo dell'inflazione ancora dipendente dalla dinamica di energia e alimentari freschi



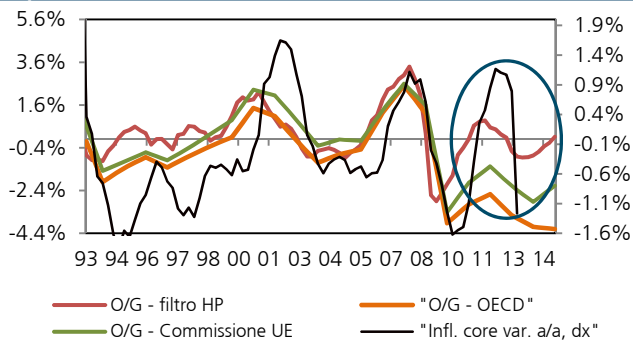
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Sono del tutto rientrate le pressioni a monte della catena produttiva



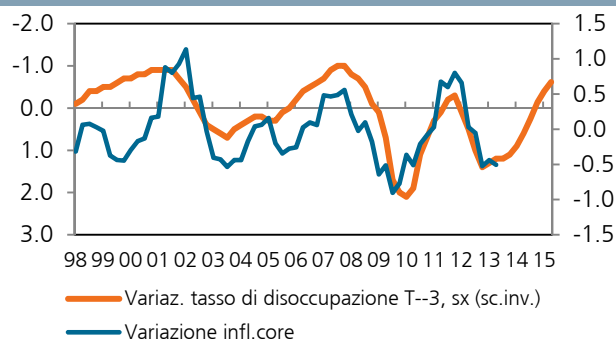
Fonte: Commissione UE, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rimane incertezza sull'ampiezza dell'output gap e sulla risposta dell'inflazione core



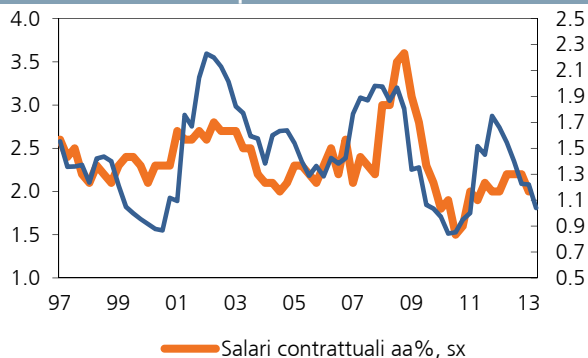
Fonte: OCSE, Commissione UE, Eurostat e Intesa Sanpaolo

Ma è difficile pensare che l'elevato tasso di disoccupazione...



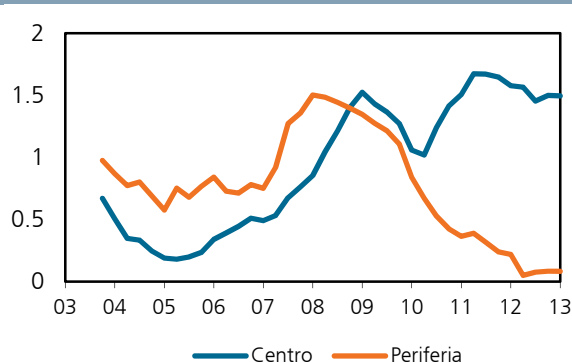
Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

... e il rallentamento dei salari contrattuali non mettano sotto pressione la dinamica dei prezzi core fino a metà 2014



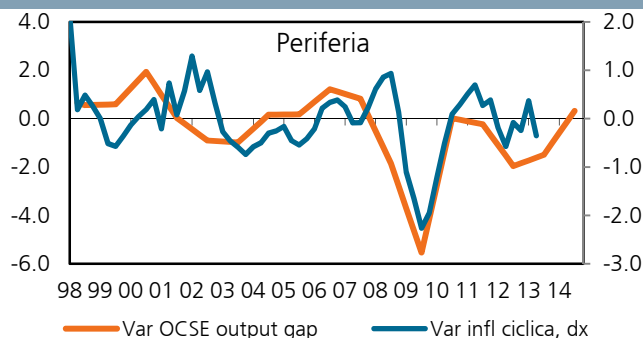
Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

Il costo del lavoro è calato più nella periferia che al Centro



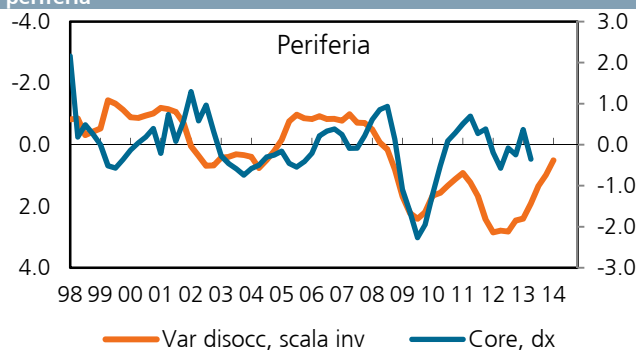
Nota: Centro (Ger, Fra, Olanda, Belg) e Periferia (ita, Spa, Port, Irl, Grec) i pesi nel PIL AE. Fonte: Eurostat (Indici del costo del lavoro orario) e Intesa Sanpaolo

L'output gap ancora ampio nella periferia suggerisce che l'inflazione ciclica potrebbe entrare in territorio deflattivo



Nota: Periferia (ita, Spa, Port, Irl, Grec) per l'aggregazione dell'output gap usiamo i pesi nel PIL AE e l'aggregazione dell'inflazione i pesi paesi nell'IPCA AE.
Fonte: Eurostat e Intesa Sanpaolo

Tuttavia, il grosso del peggioramento del mercato del lavoro dovrebbe essere alle spalle non solo al Centro ma anche nella periferia



Periferia (ita, Spa, Port, Irl, Grec) i pesi per la disoccupazione è la percentuale di disoccupati sul totale dei senza lavoro AE.
Fonte: Eurostat (Indici del costo del lavoro orario) e Intesa Sanpaolo

BCE: lo stimolo aggiuntivo "per ora rimane sullo scaffale"

Alla riunione di giugno, la BCE ha elencato in dettaglio il menù di strumenti di politica monetaria che potrebbe utilizzare in caso di necessità. Pensiamo che per il momento tali strumenti rimarranno ancora "sullo scaffale" e che la BCE prenderà altro tempo per meglio valutare gli sviluppi sul fronte dei dati e dei mercati, prima di intervenire con nuovo stimolo monetario. D'altro canto, la BCE manterrà sicuramente un *easing bias*. Draghi, lo scorso 26 giugno, ha assicurato che "la BCE è pronta ad agire di nuovo se necessario" e che in ogni caso "l'uscita è lontana e la politica monetaria rimarrà accomodante fin quando sarà necessario". La BCE manterrà toni accomodanti e **non è escluso che, se i dati dovessero deludere, in estate possa tagliare il refi ancora di 25 punti base motivando la mossa con una revisione delle stime di crescita**. I rischi per la dinamica inflazionistica rimangono verso il basso (v. sopra). Ciò detto, un taglio del refi avrebbe comunque un effetto limitato sull'economia reale, dal momento che il tasso guida rimane il tasso sui depositi, e avrebbe più un effetto dimostrativo.

Un taglio del tasso sui depositi al di sotto di zero rimane un'opzione per la BCE. Draghi ha dichiarato, nelle ultime due riunioni, che la BCE è pronta a gestire le conseguenze non intenzionali associate ad un tasso negativo sui depositi nel caso in cui dovesse ritenere necessaria una tale mossa. Un tasso sui depositi al di sotto di zero dovrebbe rispondere allo scopo di incentivare la circolazione della liquidità sul mercato interbancario. La misura dovrebbe agire sul moltiplicatore della base monetaria riducendo la preferenza per le riserve e facendo aumentare gli impieghi. Tuttavia, il principale effetto positivo si avrebbe tramite il calo dei tassi governativi a breve termine e una probabile redistribuzione delle riserve in eccesso verso la periferia, più che tramite un aumento dei volumi sull'interbancario. Al di là delle considerazioni sull'efficacia della misura, la decisione se tagliare o meno al di sotto di zero il tasso sui depositi dipende dal grado di frammentazione dei mercati all'interno dell'area euro. Per il momento i saldi TARGET-II continuano a migliorare (Fig. 1), e con il tempo dovrebbe vedersi anche un effetto sulla circolazione dei capitali all'interno dell'area. La BCE ha dichiarato che avrebbe monitorato attentamente tutti gli sviluppi di mercato monetario e agito di conseguenza. Presumibilmente, se si dovesse vedere un rialzo dei tassi a breve termine, dovrebbe salire la probabilità di un taglio del tasso sui depositi.

Anna Maria Grimaldi

Un tasso sui depositi al di sotto di zero rimane un evento poco probabile

È possibile che la reazione dei mercati europei innescata dall'esito del FOMC, rientri in parte nelle prossime settimane. In ogni caso, le OMTs rappresentano una valvola di sicurezza nel caso in cui il nervosismo sui mercati dovesse persistere o acuirsi. Condividiamo a pieno la valutazione di Draghi che "grazie alle OMTs l'area euro è più stabile ed attira maggiori investimenti rispetto ad un anno fa". L'opposizione della Bundesbank e la *querelle* di Karlsruhe non dovrebbero impedire alla BCE di intervenire se dovesse ritenerlo opportuno. La Corte tedesca si pronuncerà a fine settembre ma non è competente a giudicare l'operato della BCE. La BCE, come indicato da Asmussen responsabile degli affari legali BCE, ritiene di aver agito nel pieno del suo mandato e in accordo con i Trattati. Draghi ha continuato a difendere strenuamente la legittimità e la necessità delle OMTs sottolineando gli indiscutibili effetti benefici. Draghi, lo scorso 25 giugno, ha dichiarato che la BCE ha sì recepito lo stesso obiettivo della Bundesbank, la stabilità dei prezzi, ma che non necessariamente tale obiettivo va perseguito con gli stessi strumenti; affinché la BCE possa svolgere a pieno il suo mandato, deve essere utilizzata un'ampia gamma di strumenti; alcuni standard e altri no, tutti rientranti nei limiti dello statuto BCE. Draghi ha ribadito che "la condizionalità associata alle OMTs potenzia l'indipendenza e l'efficacia della politica monetaria".

Le OMTs costituiscono la rete di sicurezza in caso di accresciuta volatilità sui mercati

Non ci aspettiamo nei mesi estivi l'annuncio di nuove operazioni di rifinanziamento a medio/lungo termine. La liquidità non sembra essere un problema più così urgente. Il rimborso di fondi triennali è arrivato a 303 miliardi di euro ed ha generato un calo dell'eccesso di riserve sistemico a 248 miliardi di euro. L'ultima indagine sul credito della BCE evidenzia sì una maggiore difficoltà di accesso al mercato per le banche della periferia rispetto a quelle del Centro, ma il gap si sta chiudendo (v. Fig. 6). Ci sembra quindi che politiche sulle garanzie mirate ad alleviare la carenza di fondi per alcune banche dell'Eurosistema (presumibilmente quelle di piccola dimensione) non siano così urgenti. L'attivazione di misure di questo tipo nel caso in cui la BCE dovesse riscontrarne la necessità non dovrebbe incontrare ostacoli all'interno del Consiglio, in particolare se il rischio associato alle modifiche delle garanzie rimarrà sul bilancio delle Banche centrali nazionali.

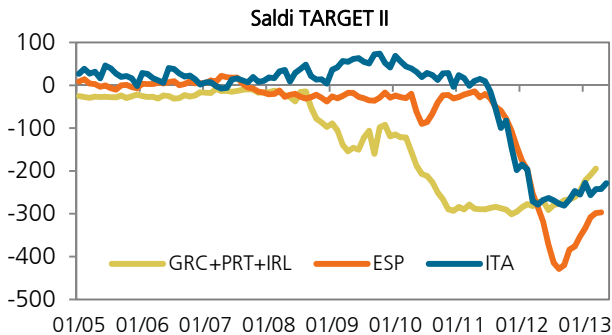
Nuove misure sulla liquidità non sembrano più così urgenti

Si noti che l'eccesso di riserve si sta avvicinando verso i 200 miliardi di euro (v. Fig. 5), un livello soglia secondo la BCE, al di sotto del quale l'EONIA potrebbe allontanarsi dal pavimento di oscillazione del refi. Il FRA 1x4 sull'EONIA è salito a 0,27 da 0,20 del 4/06/2013 ma rimane su livelli storicamente assai bassi e così il tasso swap sull'EONIA a tre mesi. Se pure i tassi di mercato monetario dovessero salire ulteriormente, la BCE potrebbe intervenire con un taglio del refi. In un regime d'asta ad assegnazione piena, il refi rappresenta un limite per i tassi monetari dal momento che a tassi significativamente più alti sarebbe più conveniente per le banche finanziarsi in BCE.

Nonostante il quadro più disteso sui mercati finanziari, la dinamica del credito rimane debole nei paesi *core* e continua a calare nella periferia, per effetto dell'elevato rischio di credito e settoriale (v. Fig. 3 e 4). La BCE ha indicato che è questione di tempo prima che le minori tensioni sui mercati si riflettano sull'economia reale e sulla dinamica degli impieghi. Secondo Reuters, Commissione Europea e BEI **stanno lavorando a un progetto finalizzato a sbloccare da 55 a 100 miliardi di euro di crediti alle imprese nell'Europa meridionale, impiegando a leva 10 miliardi di euro di bilancio di fondi strutturali dal bilancio UE**. Sembrerebbe che la BCE non sarà direttamente coinvolta nel progetto, del resto avevamo già segnalato che misure di *credit easing* avrebbero trovato un consenso sufficientemente ampio all'interno del Consiglio solo se il rischio di credito, ad esse associato, non fosse ricaduto direttamente sul bilancio della Banca centrale.

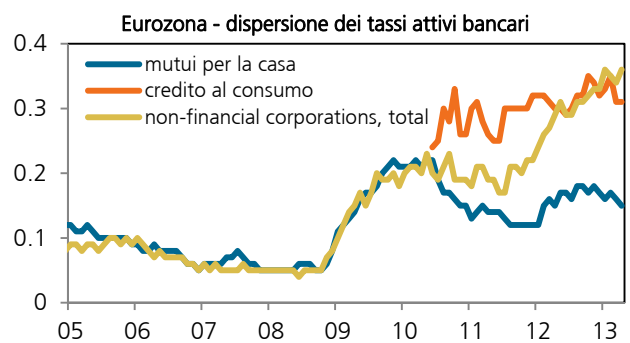
Le misure di *credit easing* ricadranno su BEI e Commissione Europea

Fig. 1 - Il continuo miglioramento dei saldi TARGET II suggerisce graduale normalizzazione degli squilibri all'interno dell'AE



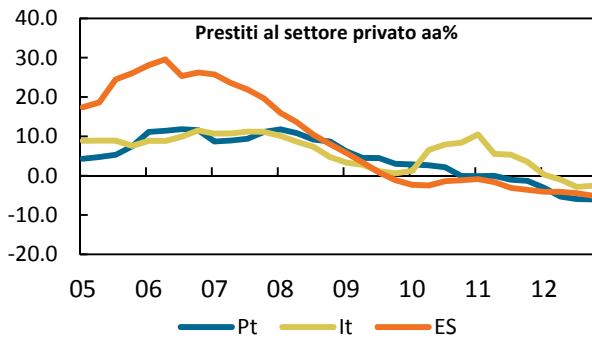
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 - Per il momento rimane ampia la dispersione dei tassi alla clientela all'interno dell'area euro



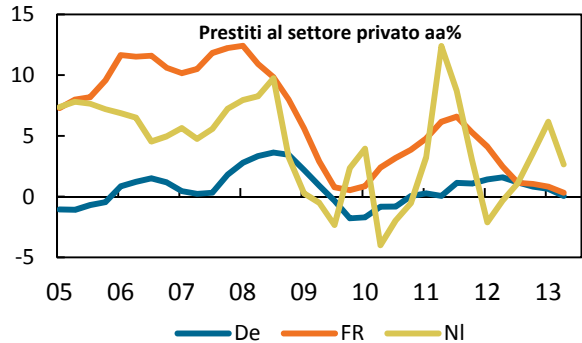
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 - Il credito nella periferia continua a fare peggio che...



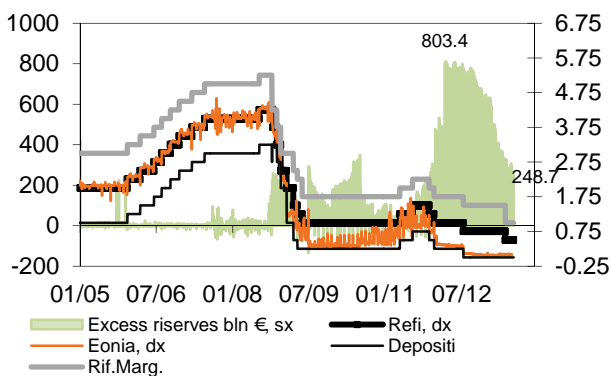
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 - ... al Centro



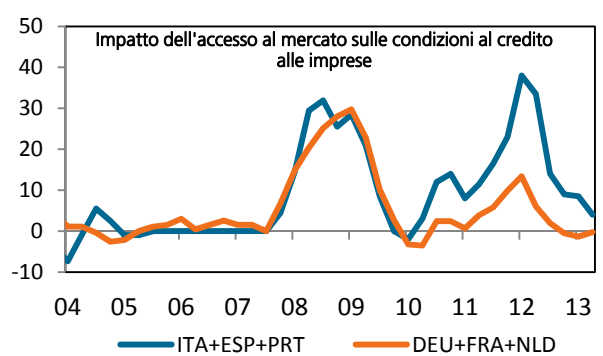
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 - Il rimborso dei fondi triennali ha lasciato l'eccesso di riserve a 248 miliardi a giugno



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 - Le condizioni di accesso al mercato rimangono un ostacolo (anche se decrescente) all'erogazione di credito nella periferia



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Germania: in attesa della domanda estera, politica fiscale più accomodante

La Germania crescerà di 0,4% nel 2013 dopo il +0,9% del 2012. La previsione per l'anno in corso, di solo un decimo inferiore alle stime di marzo, risente di un'uscita più debole del previsto del PIL dal 2012 (-0,7% t/t) e di un'apertura d'anno piuttosto fiacca (+0,1% t/t). La Germania non è rimasta immune dal calo di domanda dal resto della zona euro, solo in parte controbilanciato dall'export verso il resto del mondo e dall'accelerazione dei consumi domestici. L'economia tedesca dovrebbe tornare a crescere a un ritmo più sostenuto già in primavera, dal momento che ordini e output nell'industria e nelle costruzioni hanno più che recuperato tra marzo e aprile. Tuttavia, affinché la ripresa si consolidi, è necessario un più deciso rimbalzo delle esportazioni che pensiamo arrivi in estate. Da fine 2013, l'economia tedesca tornerà a crescere a pieno regime, sostenuta dalla domanda estera, da condizioni finanziarie ancora ampiamente favorevoli e da una politica fiscale leggermente espansiva. Se dalle elezioni del prossimo 22 settembre dovesse emergere una coalizione CDU e SPD (che ha fatto del tema della redistribuzione il fulcro della campagna elettorale) o Verdi, è possibile che il focus si sposti maggiormente su programmi di spesa sociale e su una riforma fiscale che renda la tassazione più progressiva, ma è improbabile che la politica fiscale diventi significativamente più espansiva.

Anna Maria Grimaldi

Il prossimo anno la crescita del PIL è vista all'1,7%, poco sopra le ultime stime di potenziale dell'OCSE. La composizione della crescita continuerà spostarsi dalle esportazioni nette alla domanda interna ma la chiusura del surplus di bilancia commerciale rimarrà comunque molto graduale. Nel complesso, la nostra valutazione dell'economia tedesca è invariata rispetto allo scenario di marzo e le stime incorporano soltanto la dinamica più debole del previsto a cavallo del nuovo anno. **I rischi per lo scenario di previsione sono ancora verso il basso** e derivano in particolare da una ripresa più blanda rispetto a quanto da noi assunto per il resto della zona euro e della domanda globale.

Gli indici di fiducia hanno seguito un andamento altalenante da inizio anno. A giugno, l'indice IFO (105,9) era ancora al di sotto del livello di febbraio (107,4) anche il PMI manifatturiero (48,6) rimaneva al di sotto del livello di inizio anno. Le attese per i prossimi mesi sono più caute rispetto all'inizio dell'anno, mentre la valutazione sulla situazione corrente è migliorata. Il forte rimbalzo di produzione industriale a marzo e aprile ha alzato la crescita a +2,5%t/t nel 2° trimestre, dopo lo stallo di inizio anno. L'industria offrirà, dunque, un largo contributo positivo (0,5%) alla crescita del PIL in primavera. Anche la produzione nelle costruzioni è in rotta per un recupero dopo i cali invernali legati al clima eccezionalmente rigido. I servizi potrebbero, però, vedere ancora una lieve contrazione di attività. Nel complesso ci aspettiamo, quindi, una crescita del PIL nel 2° trimestre di 0,4-0,5% t/t dopo il +0,1% t/t di inizio anno. Il peggio di questo ciclo dovrebbe quindi essere alle spalle.

Il PIL crescerà di 0,4% nel 2° trimestre, ma perché la ripresa si consolidi è fondamentale il rimbalzo dell'export

Tuttavia, va notato che la differenza fra PMI ordinativi e scorte suggerisce che il rimbalzo di produzione e PIL dei mesi primaverili potrebbe in parte rientrare in estate in assenza di una accelerazione della domanda. Una delle cause della crescita più debole delle attese a inizio 2013 (0,1% t/t rispetto ad attese di consenso di 0,2%-0,3% t/t) è stata il calo delle esportazioni, in particolare verso la zona euro. Continuiamo a pensare che una più decisa accelerazione della domanda estera arriverà in estate e che fino al 2014 la spinta verrà principalmente da Paesi al di fuori della zona euro. La crescita dell'export, come quella dell'import, sarà nulla in media 2013, per effetto della debole entrata nell'anno. Nel 2014, l'export accelererà al +4,4%. Le importazioni cresceranno di 5,8% nel 2014. Nel complesso, il commercio estero offrirà un contributo nullo alla crescita del PIL nel 2013 e sottrarrà 0,3 punti nel 2014. Si confermerà sull'orizzonte di previsione il maggior contributo alla crescita del PIL della domanda interna: 0,6% quest'anno e +1,9%, più del PIL, nel 2014.

La domanda interna offrirà un contributo maggiore rispetto all'export alla crescita del PIL, sostenuta da...

La dinamica della domanda interna sarà sostenuta da condizioni monetarie che sono attese rimanere ampiamente espansive sull'orizzonte di previsione e da una politica fiscale moderatamente espansiva in vista delle elezioni del prossimo 22 settembre.

... politiche economiche
espansive

I tassi attivi alla clientela sono calati negli ultimi tre mesi. È possibile che da fine 2013 il trend si inverta, ma **le condizioni sui prestiti rimarranno comunque favorevoli**. L'indagine sul credito della Bundesbank relativa al 1° trimestre di quest'anno ha evidenziato condizioni al credito più favorevoli nei primi tre mesi dell'anno e una stabilizzazione per il 2° trimestre. La percentuale di imprese che riporta difficoltà di accesso al credito rimane bassa. Tra le **misure di politica fiscale** la più significativa, in termini di impatto sul ciclo, è la riduzione dei contributi previdenziali dal 19,6% al 18,9%. Ulteriore stimolo verrà dall'innalzamento della soglia di esenzione, dall'introduzione di crediti per i figli nonché dall'abrogazione dei ticket sulle visite mediche.

L'accelerazione della domanda interna sull'orizzonte di previsione è spiegata in larga misura dal recupero degli **investimenti fissi** che sono visti in crescita di 4,7% nel 2014 dopo una contrazione del 2,0% nel 2013. Nei primi mesi del 2013, gli investimenti aziendali si sono contratti di 0,7% per effetto del clima ancora incerto e di una revisione al ribasso delle vendite, in particolare verso il resto della zona euro. Ci aspettiamo che il clima più disteso sui mercati e gli sviluppi positivi sul fronte della crisi del debito, unitamente a prospettive di accelerazione della domanda globale, inneschino un recupero della spesa in macchinari già dai mesi primaverili. Inizialmente la spesa sarà limitata alla sostituzione degli impianti esistenti, ma con l'aumentare dell'utilizzo della capacità produttiva dovrebbero ripartire anche gli investimenti di ampliamento. Nel complesso, gli investimenti aziendali sono visti in crescita del 4,9% nel 2014 dopo una contrazione del 2,4% nel 2013, spiegata dalla debolezza di fine 2012 / inizio 2013.

Ci aspettiamo un rimbalzo
degli investimenti fissi già nella
seconda metà di quest'anno

Gli **investimenti in costruzioni** sono attesi rimbalzare tra la primavera e l'estate dopo il calo più forte delle attese a inizio 2013 dovuto al clima eccezionalmente rigido. La spesa in costruzioni e in particolare gli investimenti residenziali, rimangono ben orientati sull'orizzonte di previsioni data la crescita dei premissi ancora al di sopra della norma storica anche se inferiore al 2010. Nel 2014 gli investimenti in costruzioni sono attesi in crescita del 2,8% dopo il -1,6% del 2013.

Gli **investimenti pubblici**, dopo il calo del 2012 associato al venir meno dei programmi di stimolo, dovrebbero rimbalzare nel 2013 dal momento che è previsto un temporaneo aumento della spesa in infrastrutture.

La **spesa per consumi** ha fatto meglio del previsto a inizio 2013 accelerando al +0,6% t/t dopo il +0,2% t/t osservato in media nella seconda metà dello scorso anno. Ci aspettiamo una crescita media dei consumi dell'1,1% nel 2013 e dell'1,4% nel 2014, grazie al clima più disteso sui salari alla crescita dell'occupazione, al calo dell'inflazione e alla politica fiscale. Il reddito disponibile da lavoro reale è atteso crescere di quasi l'1,0% quest'anno e accelerare all'1,6% il prossimo. La dinamica occupazionale ha fatto meglio del previsto tra la fine del 2012 e l'inizio del 2013. Il numero di occupati soggetti a contribuzione sociale è salito di 171 mila unità tra novembre e marzo, ad aprile si è vista una stabilizzazione. L'aggiustamento della domanda di lavoro al ciclo continua a passare per il numero di ore lavorate piuttosto che per il numero di occupati. La Bundesbank nel bollettino di maggio indicava come possibile spiegazione l'aumento delle assunzioni di lavoratori immigrati dall'Est Europa. Le indagini congiunturali indicano un rallentamento delle intenzioni ad assumere, ma rimangono su livelli coerenti ancora con una crescita degli occupati. È quindi possibile che la dinamica dell'occupazione rallenti soltanto su base annua dall'1,1% del 2012 allo 0,5% quest'anno. Il prossimo anno non ci aspettiamo un'accelerazione della dinamica occupazionale ma tutt'al più un aumento del numero di ore lavorate. Dato l'andamento migliore del previsto dell'occupazione non escludiamo che il tasso di disoccupazione possa salire solo di pochi decimi di qui all'autunno. In media annua il tasso di disoccupazione dovrebbe restare al 6,9% invariato rispetto al 2012. Non sono previsti cali

Spesa per consumi sostenuta
da una crescita del reddito
disponibile reale intorno
all'1,0-1,5%

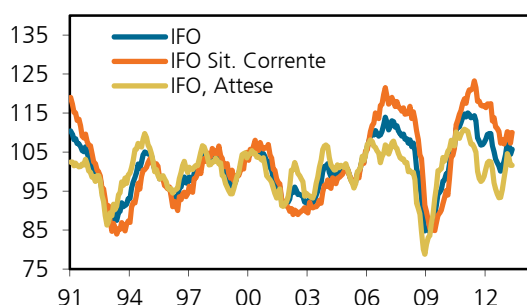
significativi dal 2014 in avanti, a meno di una forte accelerazione della forza lavoro che la Bundesbank ritiene improbabile anche assumendo flussi migratori di circa 300 mila unità all'anno. La dinamica del reddito disponibile sarà sostenuta da una crescita dei salari di poco inferiore al 3,0%, stando agli accordi stipulati tra fine 2012 e inizio 2013. Il salario base è rallentato al 2,6% a marzo dal 3,0% di dicembre. Le retribuzioni sono attese crescere meno dei salari per effetto del calo delle ore lavorate. Il costo del lavoro crescerà del 2,5% quest'anno e del 2,6% il prossimo, in parte per effetto dei minori oneri contributivi. La dinamica del costo unitario del lavoro sarà penalizzata da una crescita della produttività strisciante anche nel 2013 e nel 2014, mettendo pressioni sulla dinamica dei prezzi interni.

L'**inflazione** è calata all'1,5% a/a in maggio dal 2,0% di dicembre scorso, in parte grazie a minori pressioni della componente energia. In media annua l'inflazione è attesa all'1,7% sia quest'anno che il prossimo dal 2,1% del 2012. La dinamica sottostante potrebbe accelerare dall'1,6% all'1,8% nel 2014 per effetto dell'accelerazione del costo del lavoro.

Finanze pubbliche. Il saldo di bilancio ha chiuso in lieve surplus nel 2012: +0,2% del PIL in miglioramento dal -0,9% del 2011 e ben meglio del -0,9% del PS 2012. Il saldo strutturale ha chiuso in surplus già nel 2012 al +0,3% del PIL. Il debito è salito all'81,9% del PIL dall'80,5% del 2011 per effetto del pagamento dei contributi all'ESM (29 miliardi di garanzie da stanziare per l'EFSF e 27 miliardi per l'ESM), nonché per la liquidazione della Banca Regionale WestLB. Nel 2013, il saldo di bilancio potrebbe tornare in lieve deficit, -0,1%-0,2%. Il ciclo avrà difatti un peso al margine negativo sulla dinamica dei saldi, dato il rallentamento tra fine 2012 e inizio 2013. Inoltre la politica fiscale è attesa in lieve espansione per effetto delle misure di politica fiscale adottate dal Governo in vista delle elezioni d'autunno riduzione dei contributi previdenziali al 18,8% dal 19,6%; l'allargamento della base imponibile su cui si applicano deduzioni delle aliquote IRPEF; l'eliminazione del ticket sulle visite specialistiche; l'introduzione di incentivi fiscali sulle ristrutturazioni solo in parte bilanciate da tagli di spesa. I principali risparmi deriveranno dai minori oneri da interessi dal momento che il calo dei rendimenti si trasmette tipicamente con un ritardo. Ci aspettiamo un pareggio di bilancio nel 2014, quando l'effetto positivo del ciclo sarà controbilanciato da una *stance* di politica fiscale marginalmente più espansiva. Il saldo strutturale è atteso rimanere circa sul livello del 2012 sia nel 2013, sia nel 2014. Il debito è visto in calo al 78,8% del PIL nel 2014.

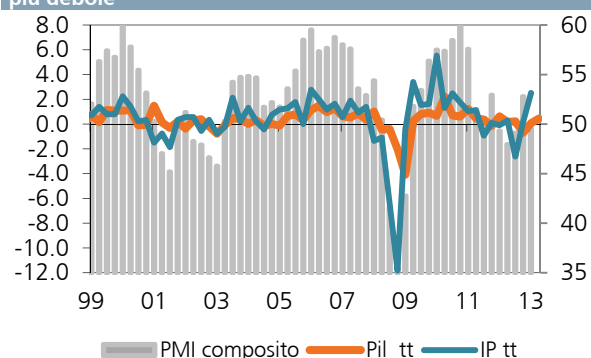
Misure espansive di politica fiscale sono già state approvate dal Governo

IFO - negli ultimi mesi è migliorata più la valutazione sulla situazione corrente che l'attesa per i prossimi mesi



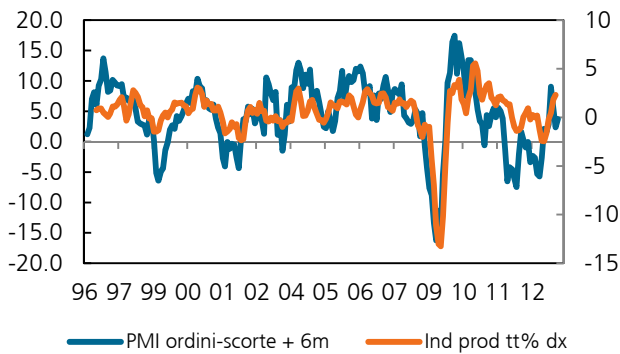
Fonte: IFO institut ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il rimbalzo di produzione è coerente con una crescita del PIL di 0,4% t/t in primavera ma il PMI composito segnala una crescita più debole



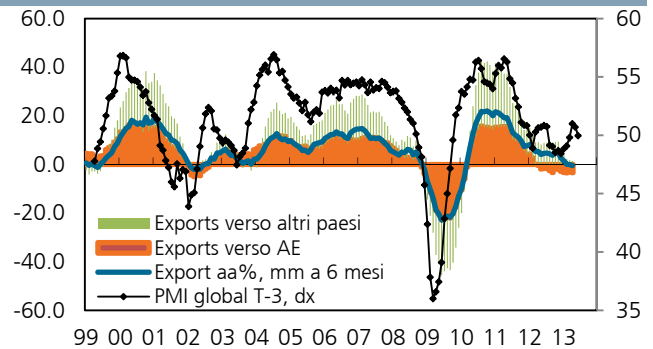
Fonte: Markit, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Ma la dinamica delle scorte suggerisce che a meno di un'accelerazione della domanda la produzione potrebbe in parte correggere in estate



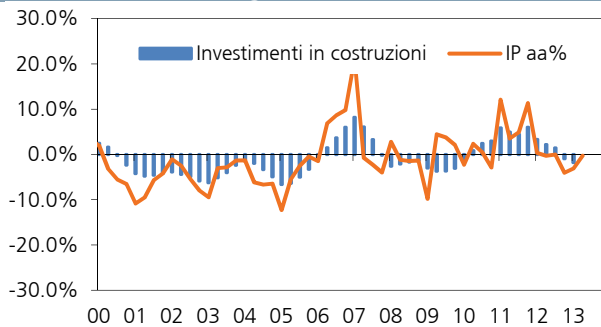
Fonte: IFO institut, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Si attende una più decisa accelerazione del commercio mondiale



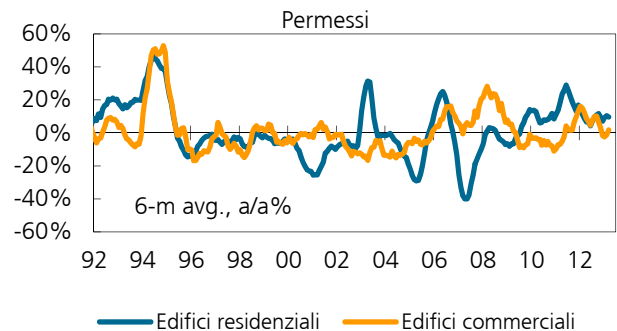
Fonte: Markit FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le costruzioni sono in rotta per un rimbalzo primaverile dopo il clima eccezionalmente rigido a inizio anno



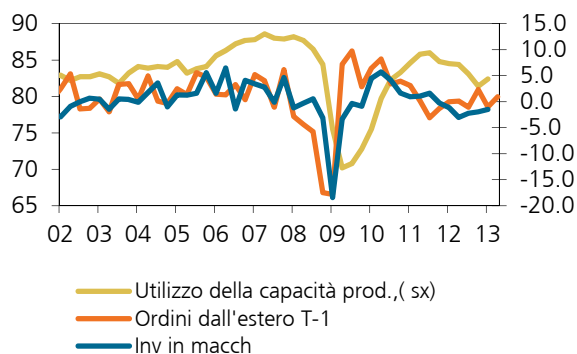
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I permessi nell'edilizia residenziale rimangono su livelli storicamente elevati



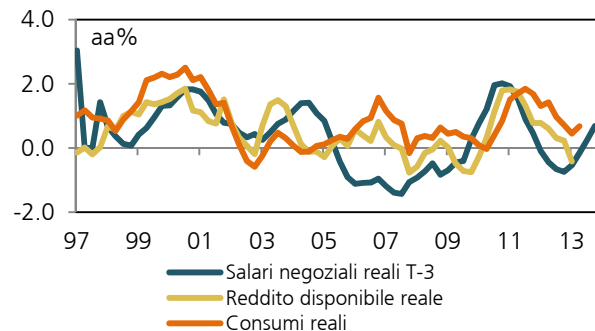
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Gli investimenti in macchinari dovrebbero accelerare già nella seconda metà del 2013



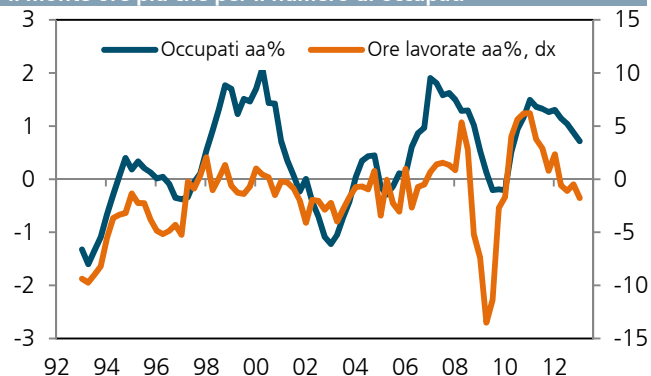
Fonte: Bundesbank, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Consumi a passo veloce, sostenuti da una crescita elevata dei salari



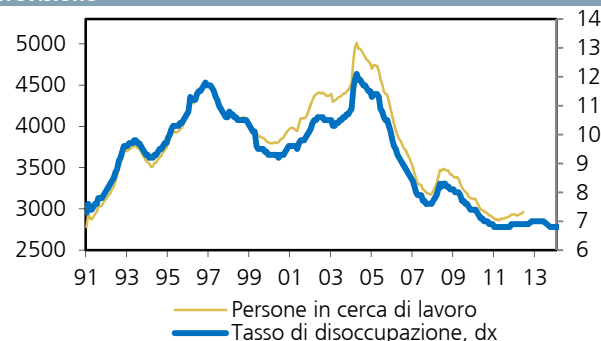
Fonte: Bundesbank, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'aggiustamento del mercato del lavoro continua a passare per il monte ore più che per il numero di occupati



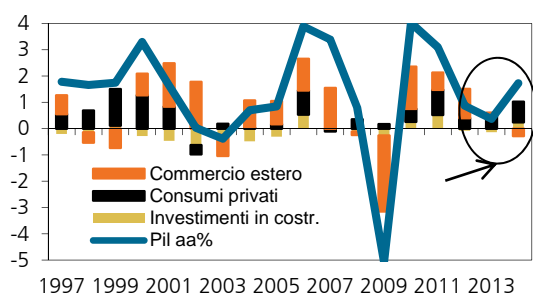
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il tasso di disoccupazione rimarrà stabile sull'orizzonte di previsione



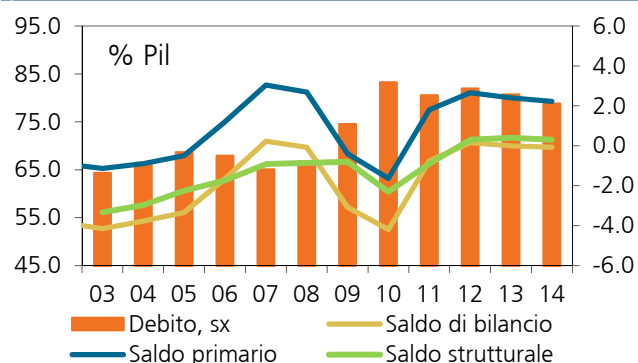
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Crescita del PIL progressivamente più trainata dalla domanda interna



Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il tasso di disoccupazione rimarrà stabile sull'orizzonte di previsione



Fonte: AMECO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Proiezioni

	2012	2013	2014	2012		2013				2014	
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.9	0.4	1.7	0.9	0.3	-0.3	0.0	0.3	1.4	1.8	1.8
t/t				0.2	-0.7	0.1	0.4	0.5	0.4	0.5	0.4
Consumi privati	0.7	1.1	1.4	0.1	-0.3	0.8	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3
Investimenti fissi lordi	-2.0	-2.0	3.9	-0.6	-1.1	-1.4	0.4	1.0	0.9	1.2	1.0
Consumi pubblici	1.2	0.9	1.7	0.7	0.1	-0.1	0.4	0.5	0.6	0.4	0.4
Esportazioni	4.5	0.0	4.4	1.4	-2.4	-1.8	1.4	2.0	0.8	0.8	1.1
Importazioni	2.6	0.0	5.8	0.6	-1.3	-2.1	1.8	1.4	1.0	1.7	1.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	-0.1	0.3	-0.3	0.3	-0.1	0.2	-0.3	-0.1	0.3	0.1
Partite correnti (% PIL)	7.1	7.3	6.2	7.6	6.9	7.1	7.4	7.6	7.2	6.6	6.4
Deficit (% PIL)	0.2	0.0	-0.1								
Debito (% PIL)	81.9	80.7	78.8								
CPI (a/a)	2.0	1.5	1.6	2.0	2.0	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.7
Produzione Industriale	-0.4	0.8	2.6	0.2	-2.6	0.2	2.5	1.1	0.2	0.0	1.0
Disoccupazione (%)	6.8	6.9	6.8	6.8	6.9	6.9	6.8	6.8	6.9	6.9	6.8

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

Francia: rischio recessione

Il bilancio del primo anno di Governo dall'insediamento all'Eliseo di François Hollande evidenzia come la Francia stia cercando di affrontare i nodi dei suoi problemi strutturali venuti ormai al pettine. La crisi, che ha fatto chiudere il 2012 con una crescita nulla, ha portato il Paese in recessione.

Guido Valerio Ceoloni

Le nostre stime per il 2013 mantengono uno scenario di crescita nulla, come l'anno scorso, anche se i rischi sono verso il basso. La debolezza della chiusura dell'anno scorso (-0,2 t/t a dicembre) si è protratta anche nel 1° trimestre dell'anno (-0,16 t/t). Il 2° trimestre è visto in leggera ripresa, mentre un miglioramento si dovrebbe vedere a partire dal 3° trimestre dell'anno come suggeriscono gli indicatori di fiducia. Siamo comunque lontani dalle stime di dicembre, +0,8% a/a per il 2013, su cui il Governo francese puntava. La minore incertezza relativa alla crisi del debito sovrano dovrebbe favorire l'attività reale anche se gli effetti delle manovre fiscali restrittive peseranno ancora sulla crescita economica della Francia. Più rosei scenari dovrebbero realizzarsi dal 2014, anno in cui il PIL dovrebbe tornare a crescere dell'1,2% a/a, mentre per il triennio 2015-17 la stima di crescita del PIL è del 2,0% annuo. La progressiva ripresa per il biennio 2013-14 sarà garantita da un miglioramento del contesto internazionale e dalla messa in atto delle riforme strutturali sull'impiego e la produttività promesse dal Governo e focalizzate principalmente sulla riduzione del costo del lavoro e sul sostegno degli investimenti produttivi, nonché a modernizzare il sistema di spesa pubblica principalmente attraverso l'importante e a lungo rimandata riforma del sistema pensionistico. Nel corso dell'estate le consultazioni tra le parti sociali riguardo al nodo pensioni (la cosiddetta *conférence sociale*, inaugurata il 20 giugno scorso) dovrebbero permettere di arrivare a settembre con una bozza di legge condivisa, in modo che entro la fine dell'anno sia possibile varare la riforma.

I **consumi privati** sono previsti in lieve ripresa a partire dal 2° trimestre dopo il difficile inizio d'anno (+0,2% t/t a giugno da -0,16% t/t di marzo). Su questa variabile comunque continueranno a pesare l'incremento della disoccupazione e, in minor misura, le manovre fiscali restrittive in atto, anche se il Governo ha deciso di distribuirne il peso in maggior misura sull'anno prossimo per non appesantire troppo la fase congiunturale depressa che il Paese sta attraversando.

Proiezioni	2012			2013			2014				
	2012	2013	2014	2012			2013			2014	
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.0	0.0	1.2	0.0	-0.3	-0.4	-0.1	0.0	0.5	1.0	1.2
t/t				0.1	-0.2	-0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
Consumi privati	-0.3	0.2	0.9	0.0	0.0	-0.1	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
Investimenti fissi lordi	-1.2	-1.7	1.3	-0.7	-0.8	-0.9	0.0	0.1	0.3	0.3	0.3
Consumi pubblici	1.4	1.2	1.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4
Esportazioni	2.5	0.9	4.3	0.5	-0.7	-0.5	1.0	0.9	1.0	1.1	1.6
Importazioni	-0.9	0.6	5.0	0.1	-1.3	0.1	0.6	0.8	2.0	1.4	1.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.8	-0.2	0.4	0.0	-0.3	0.1	-0.1	-0.1	0.4	0.2	0.0
Partite correnti (% PIL)	-2.3	-2.0	-2.1	-2.3	-1.6	-2.5	-1.9	-1.8	-2.0	-2.1	-2.0
Deficit (% PIL)	-4.8	-4.0	-4.2								
Debito (% PIL)	90.2	94.0	96.0								
CPI (a/a)	2.0	0.9	1.2	2.0	1.5	1.1	0.8	0.9	0.9	0.9	1.3
Produzione Industriale	-2.3	-0.3	1.7	0.6	-2.0	-0.1	2.0	0.0	-0.3	0.4	0.7
Disoccupazione (%)	9.9	10.8	10.9	9.9	10.2	10.5	10.9	10.9	10.9	10.9	10.9

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

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Anche gli **investimenti delle imprese** dovrebbero vedere un miglioramento dalla seconda metà dell'anno grazie anche alle riforme del Governo (in particolare la creazione della *Banque publique d'investissement* e la riforma del sistema bancario) miranti a favorire il credito alle piccole e medie imprese e a riformare l'impianto normativo del settore creditizio. In particolare

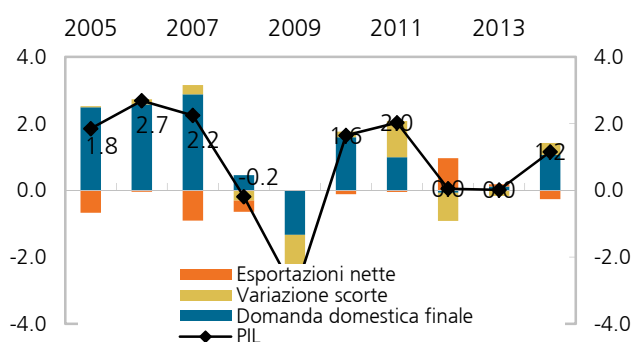
dopo la forte battuta d'arresto invernale (-0,7% t/t, -2,6% a/a) ci aspettiamo che il 2° trimestre sia di stagnazione, per poi registrare una ripresa nel 2° semestre, ma rimanendo comunque negativo (-1,7% a/a) in media annua.

Sebbene il Governo francese stimi la ripresa delle **esportazioni** attorno al 2% in media annua per il 2013, non crediamo verosimile che il loro incremento supererà lo 0,9%, tenuto conto che la quota più rilevante di esportazioni francesi è verso l'area euro, che quest'anno dovrebbe registrare una flessione complessiva media del PIL di -0,7% a/a. Il contributo delle **esportazioni nette** alla formazione del PIL in ogni caso ci aspettiamo che sarà comunque positivo (+0,1%) dato che ci attendiamo un contenimento delle **importazioni** come conseguenza della dinamica poco brillante prevista dalla domanda interna.

Il contributo della **variazione delle scorte** alla formazione del PIL rimarrà negativo anche quest'anno (-0,2% in media annua) a causa dell'effetto decumulo delle scorte di fine 2012.

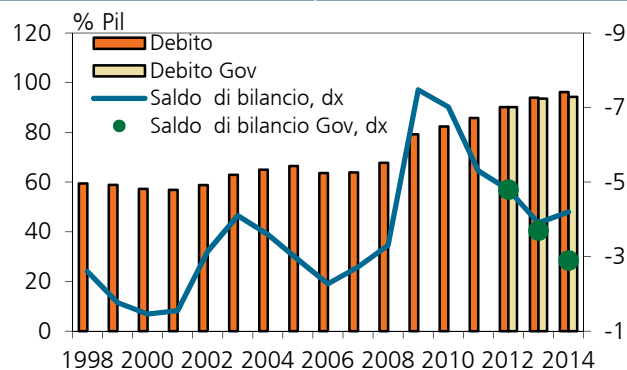
Oltre alla crescita stagnante, la **disoccupazione** rimane il principale problema che Hollande deve affrontare. Il tasso di disoccupazione è andato crescendo di anno in anno dal 2011 a oggi e ci aspettiamo che quest'anno salirà al 10,9%. La leggera ripresa della crescita nel 2° semestre dell'anno e le numerose misure di sostegno all'occupazione messe in atto dal Governo negli ultimi dieci mesi, in particolare la CICE (*Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi*) non ci attendiamo che avranno effetti positivi sulla disoccupazione quest'anno, ma soltanto a partire dal 2014, come del resto anche Noyer, il Governatore della Banque de France, ha recentemente confermato nel suo rapporto annuale.

Rischio recessione nel 2013



Fonte: Insee ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Andamento di deficit e debito pubblico



Fonte: France Trésor ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Per quanto riguarda la dinamica dei prezzi, l'**inflazione** ha visto un progressivo rallentamento dalla fine dell'anno scorso principalmente a causa dell'effetto combinato della riduzione dei prezzi dell'energia e della diminuzione della domanda interna. Ci aspettiamo che il trend in atto prosegua per la restante parte dell'anno, anche se negli ultimi due mesi si dovrebbe notare una leggera accelerazione dovuta a una ripresa dei consumi. L'inflazione è così prevista a 0,9% in media annua per quest'anno, mentre per il 2014 l'auspicata ripresa della crescita e il previsto aumento dell'IVA dovrebbero portare l'inflazione a salire all'1,2%. La componente *core* (al netto di energia e alimentari) nella prima metà dell'anno è in rotta per un livello medio di 0,8% a/a, in sensibile rallentamento rispetto al 2012 (1,6% media annua); ci attendiamo che acceleri di un decimo nella seconda metà dell'anno (media annua a 0,9%). Per il 2014 stimiamo che la componente *core* si porti in media attorno all'1,0% a/a.

Il **deficit pubblico** si è attestato al 4,8% a/a nel 2012 dal 5,3% a/a del 2011, un miglioramento di 0,5% che in un anno di crescita nulla ha significato un aggiustamento strutturale pari all'1,2% del PIL. Lo sforzo messo in atto l'anno scorso non verrà meno quest'anno, in cui

L'aggiustamento strutturale sarà pari all'1,9% del PIL e dovrebbe abbassare il rapporto deficit/PIL verosimilmente al 3,9% (contro una stima ufficiale di 3,7%). Il raggiungimento dell'obiettivo del 3,0% pertanto è rimandato al 2014, avendo la Francia ottenuto dall'Europa un anno in più a disposizione. L'ulteriore aggiustamento per il 2014 è valutato in un punto di PIL. Il saldo strutturale, invece, dovrebbe ridursi quest'anno al -2,2% dal -3,7% dell'anno scorso, principalmente grazie alla razionalizzazione del sistema fiscale (riduzione delle aree di esenzione fiscale e prelievi obbligatori) e controllo della spesa (che verrà uniformemente distribuito a tutti i livelli dell'Amministrazione pubblica, dal centro alla periferia), per risalire nel 2014 di un decimo al -2,3%. Le prestazioni sociali erogate dal Governo sono aumentate nel 2012 in ammontare del 3,5% rispetto al livello del 2011 (3,1%), in particolare a causa delle indennità di disoccupazione (+5,3% nel 2012 dal -0,6% del 2011). Si stima che nel corso del 2013 le spese rallenteranno, ma solo leggermente, al +3,3%: a fronte di una riduzione nell'erogazione delle pensioni di vecchiaia ci si aspetta un ulteriore aumento nell'erogazione delle indennità di disoccupazione. Nel 2014, le prestazioni sociali complessivamente erogate, si stima che diminuiranno sensibilmente al 2,4% grazie alla ripresa economica che dovrebbe ridurre il peso delle indennità di disoccupazione.

Italia: la recessione più lunga sta per finire

- A causa di una prima metà dell'anno peggiore del previsto, il PIL italiano quest'anno subirà una contrazione non molto diversa da quella subita nel 2012, pari al 2% circa. Tuttavia, pur concedendo che stabilità politica e un ciclo internazionale favorevole sono condizioni necessarie per evitare nuovi scossoni sui premi al rischio e uscire dalla recessione, i rischi sulla seconda metà dell'anno appaiono essersi in parte ridotti.** Anche alcuni dati congiunturali (tra i quali la ripresa degli ordini all'industria e della fiducia dei consumatori) segnalano che **è possibile una significativa attenuazione della recessione già a partire dal trimestre estivo; manteniamo per ora l'ipotesi di un ritorno alla crescita nell'ultimo trimestre dell'anno.** La recessione in corso sarà la più lunga dal 1981 (almeno 9 trimestri contro i 6 del 1992-93). Ancora per 1-2 trimestri, la dinamica delle esportazioni sarà troppo modesta per compensare il crollo della domanda interna, ma **una (piccola) ripresa** (anche della componente domestica di domanda) **è attesa realizzarsi nel 2014** (nell'ordine dello 0,5% nel nostro scenario centrale).
- L'attenuazione della recessione nella seconda metà del 2013 e la modesta ripresa del 2014 si spiegano con: 1) l'allentamento delle tensioni finanziarie,** che va già trasferendosi sulle indagini di fiducia di imprese e famiglie e, con ritardo, dovrebbe trasmettersi anche al circuito del credito; **2) l'evoluzione in senso meno restrittivo della politica fiscale:** la restrizione da implementare quest'anno è già meno della metà rispetto al 2012, e la politica fiscale sarà neutrale dal prossimo anno. Tale evoluzione sarà anche favorita dal **pagamento dei debiti arretrati della PA,** che sta procedendo con la tempistica prevista; i primi pagamenti alle imprese sono cominciati e i primi effetti sul ciclo economico si potrebbero vedere già dal trimestre estivo. Confermiamo la nostra idea che il pagamento di debiti arretrati per 40 miliardi potrebbe avere un impatto dello 0,8% del PIL sul biennio 2013-14; il grosso degli effetti sull'attività economica si vedrà comunque il prossimo anno.
- Il Governo Letta ha sinora coperto le esigenze più urgenti e preso tempo in attesa di reperire risorse adeguate per le misure annunciate nel discorso di insediamento. Permane incertezza circa l'orientamento definitivo su IVA e IMU. I nodi verranno in ogni caso al pettine in autunno. A nostro avviso, il sentiero per la finanza pubblica resta molto stretto:** per quest'anno l'obiettivo di un deficit al 3% del PIL è già a rischio; un margine di mezzo punto di PIL per misure espansive potrebbe crearsi (in teoria) solo il prossimo anno.

Paolo Mameli

Previsioni macro - Italia	2012	2013	2014	2012			2013			2014	
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi 2005, a/a) t/t	-2.4	-2.0	0.5	-2.6	-2.8	-2.4	-2.4	-2.2	-1.1	-0.3	0.5
Consumi privati	-4.3	-2.4	0.2	-1.2	-0.8	-0.5	-0.5	-0.3	0.1	0.1	0.2
Consumi pubblici	-2.9	-0.4	-0.4	-0.4	0.1	0.1	0.0	-0.3	-0.2	-0.1	0.0
Investimenti fissi lordi	-8.0	-7.4	0.1	-1.2	-1.8	-3.3	-2.3	-0.7	0.5	0.1	0.2
Importazioni	-7.8	-3.4	2.1	-1.8	-1.1	-1.6	0.2	-0.2	0.3	0.7	0.7
Esportazioni	2.2	-0.4	3.1	1.1	0.1	-1.9	0.5	0.5	0.6	0.8	0.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.6	0.0	0.1	0.0	-0.4	0.3	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	-0.6	0.3	0.6								
Deficit (% PIL)	-3.0	-3.3	-2.6								
Debito (% PIL)	127.0	133.0	134.5								
CPI (a/a)	3.0	1.4	1.8	3.2	2.5	1.9	1.2	1.1	1.4	1.5	1.9
Produzione Industriale	-6.3	-3.8	0.3	-0.5	-2.3	-0.5	-1.4	-0.1	0.0	0.0	0.5
Disoccupazione (%)	10.6	12.0	12.2	10.7	11.2	11.8	11.9	12.2	12.3	12.4	12.3

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

Il PIL italiano nel 2013: il -1,6% è "acquisito", ma è probabile che si arrivi ad almeno -2%

La revisione della stima sul PIL italiano 2013, a -2% dal -1,5% dello scorso mese di febbraio, deriva da:

- 1) un **andamento peggiore del previsto della crescita nel 1° trimestre del 2013** (il dato già comunicato dall'Istat è pari a -0,6% t/t, rivisto al ribasso da una prima stima di -0,5% t/t, già inferiore all'aspettativa di consenso di -0,4% t/t di poco prima dell'uscita del dato);
- 2) una **revisione al ribasso della stima sul 2° trimestre**, per il quale le indicazioni preliminari non segnalano un miglioramento rispetto a inizio anno; anzi la produzione industriale (tradizionalmente uno degli indicatori più affidabili per prevedere il PIL) è in rotta per una flessione di -1,4% t/t nel trimestre primaverile dopo il -0,5% t/t invernale, dunque l'industria in senso stretto mostrerà un calo del valore aggiunto più marcato rispetto al -0,7% t/t d'inizio anno; ipotizzando un contributo meno negativo da parte degli altri settori (tenendo conto del recupero di alcuni indicatori di fiducia visto nei mesi primaverili), assumiamo, per il trimestre che va concludendosi, una variazione congiunturale del PIL circa pari a quello appena trascorso (-0,6% t/t).

In sostanza, **la revisione al ribasso della stima sulla media 2013 deriva interamente da un andamento peggiore del previsto nel primo semestre**. Viceversa, lasciamo pressoché invariata, e anzi rivediamo leggermente al rialzo la previsione sui restanti trimestri dell'anno, tenendo conto del recupero fatto segnare da alcuni indicatori congiunturali (ordini industriali, fiducia delle imprese e dei consumatori), nonché del possibile impatto positivo di alcune misure governative (come il pagamento dei debiti della PA) e l'evoluzione in senso meno restrittivo della politica fiscale. Manteniamo in particolare l'idea di un ritorno a una (modesta) crescita congiunturale solo nel trimestre finale dell'anno.

Dopo il dato sul 1° trimestre, la variazione acquisita del PIL per il 2013 è pari a -1,6%, ovvero anche ipotizzando una variazione del PIL nulla in ciascuno dei restanti trimestri dell'anno la previsione di -1,5% è diventata ottimistica; inoltre, almeno per il secondo trimestre (e verosimilmente, per quanto in minor misura, anche per i mesi estivi) appare irrealistico ipotizzare che il PIL eviti un segno negativo. In particolare, **se il trimestre corrente risultasse in linea con il precedente, la sola crescita "acquisita" si attesterebbe a -2,1%**.

Le determinanti della revisione di -0,5% della stima sul PIL 2013 (a -2% dal -1,5% dello scorso febbraio)

	in %
Andamento del PIL nel 1° trimestre	-0.3
Stima sul trimestre corrente	-0.3
Previsione sul 2° semestre dell'anno	+0.1
TOTALE	-0.5

Nota: scomposizione della revisione del PIL medio 2013 da -1,5% a -2%. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo

La previsione di -2% è inferiore alla media del consenso di giugno (fonte: *Consensus Forecasts* di *Consensus Economics*) che, al netto della stima di Intesa Sanpaolo (peraltro già nei mesi scorsi più pessimistica della media dei previsori) si posizionava a -1,6%, oltre che inferiore anche alle stime dei principali previsori "ufficiali".

Tuttavia, **riteniamo che il trend di revisione verso il basso delle stime di consenso sul PIL 2013 non sia ancora terminato** e potrebbe proseguire sulla scia proprio della revisione dei dati sul PIL del 1° trimestre nonché di indicazioni non incoraggianti sul trimestre in corso. **Tra le revisioni più recenti** (diffuse dopo l'uscita del dato sul 1° trimestre), segnaliamo: **1) l'OCSE**, che ha tagliato (per la seconda volta in un mese) la stima sul PIL italiano a -1,8% nel *World Economic Outlook* del 29 maggio (l'ultima revisione era stata fatta da -1% a -1,5% nell'*Economic Survey* sull'Italia del 2 maggio); **2) Prometeia**, che, dopo aver tagliato la stima nel Rapporto di Previsione di aprile a -1,5%

La revisione della stima dipende interamente da un andamento peggiore del previsto nello scorcio di anno già trascorso; circa invariata la previsione sul secondo semestre

Il trend di revisione al ribasso delle stime di consenso sul PIL italiano è destinato a nostro avviso a continuare

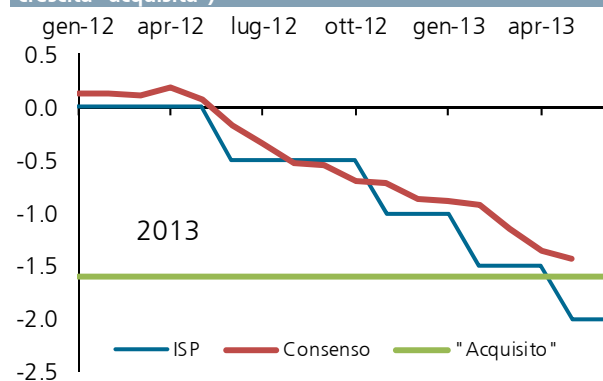
(da -0,6% del Rapporto precedente), l'ha ulteriormente limata a -1,9% nell'Aggiornamento del Rapporto di Previsione dello scorso 27 maggio (rivista anche da 0,7% a 0,6% la stima sul 2014); **3) altri previsori privati** tra cui il più recente è Barclays (-1,7% l'11 giugno, da un precedente -1,5%).

PIL Italia – Previsioni di consenso e altre previsioni rilevanti		
	2013	2014
ABI	-1.2	0.8
UBS	-1.2	0.3
HSBC	-1.4	0.6
Moody's Analytics	-1.4	0.8
Centro Europa Ricerche	-1.5	0.8
ING Financial Markets	-1.5	0.6
Goldman Sachs	-1.7	0.4
UniCredit	-1.7	0.6
Econ. Intelligence Unit	-1.8	0.3
Banca Nazionale del Lavoro	-1.8	0.3
Bank of America – Merrill Lynch	-1.9	-0.3
Citigroup	-1.9	-0.6
Prometeia	-1.9	0.6
IHS Global Insight	-2	0.6
Media	-1.6	0.4
PREVISIONI UFFICIALI		
Governo (Apr. 13)	-1.3	1.3
Banca d'Italia (Gen. 13)	-1	0.7
Istat (Mag. 13)	-1.4	0.7
FMI (Apr. 13)	-1.5	0.5
Commissione UE (Mag. 13)	-1.3	0.7
OCSE (Mag. 13)	-1.8	0.4

Fonte: *Consensus Economics* giugno, Governo, Banca d'Italia, Commissione UE, FMI, OCSE

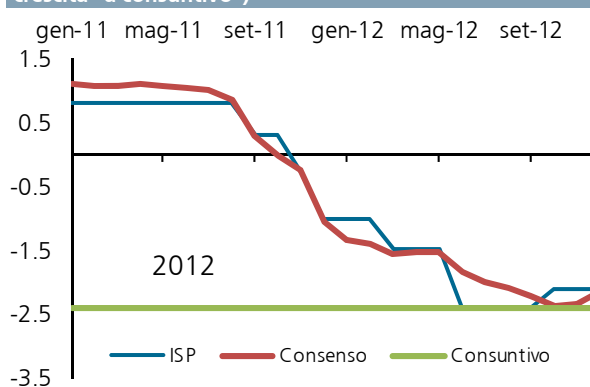
Più in generale, come evidenziano i grafici successivi, **storicamente negli ultimi due anni il consenso è sembrato muoversi con ritardo rispetto alle nostre previsioni**, che mediamente sono risultate più pessimistiche rispetto a quelle degli altri previsori; tale maggior pessimismo è stato confermato poi dai dati consuntivi.

Previsione sul PIL italiano 2013: Intesa Sanpaolo vs consenso (e crescita "acquisita")



Fonte: Istat e previsioni Intesa Sanpaolo vs *Consensus Forecasts*

Previsione sul PIL italiano 2012: Intesa Sanpaolo vs consenso (e crescita "a consuntivo")



Fonte: Istat e previsioni Intesa Sanpaolo vs *Consensus Forecasts*

Focus – Le prime mosse del Governo Letta

I principali provvedimenti di politica economica adottati sinora dal governo Letta insediatosi a fine aprile sono:

I principali provvedimenti adottati dal Governo Letta

- 1) il **decreto-legge 21 maggio 2013, n. 54⁷**, approvato dalla Camera il 18 giugno e attualmente in discussione al Senato (per l'approvazione definitiva della legge di conversione c'è tempo fino al 20 luglio), che contiene:
 - la **sospensione della prima rata dell'IMU sulla prima casa** (con l'esclusione di abitazioni di tipo signorile, ville, castelli o palazzi di pregio storico o artistico): si tratta per ora di un semplice rinvio in attesa di procedere a una riforma complessiva dell'imposizione fiscale sul patrimonio immobiliare, ricomprendendo nella nuova disciplina il tributo comunale sui rifiuti e sui servizi e la tassazione sugli immobili di impresa (al riguardo, il Governo ha promesso forme di deducibilità per capannoni e fabbricati industriali); il decreto prevede una clausola di salvaguardia tale per cui la riforma dovrà essere attuata (nel rispetto degli obiettivi programmatici indicati nel DEF approvato dal Parlamento e degli impegni assunti dall'Italia in ambito europeo) entro la data del 31 agosto 2013, altrimenti si procederà al pagamento della rata del 16 settembre; secondo quanto dichiarato dal ministro dell'Economia Saccomanni, il 50% del mancato gettito della prima rata dell'IMU sulla prima casa verrà dall'autorizzazione ad accrescere le anticipazioni di tesoreria per i comuni, con un costo a carico dello Stato (si tratta in ogni modo di una "copertura" temporanea dell'ammanco di cassa per i comuni);
 - il **rifinanziamento della cassa-integrazione in deroga** per il 2013, per un ulteriore miliardo oltre ai 990 milioni già stanziati dalla legge 92 del 2012; il Governo intende, con tali fondi, anche sbloccare le risorse per i contratti di solidarietà; la copertura viene per 250 milioni dal fondo per gli sgravi contributivi per i contratti di secondo livello per l'anno 2013 (fondi che non sarebbero stati utilizzati nel 2013 e che saranno reintegrati in un successivo momento); 288 milioni dalle risorse per il piano di azione e coesione attuando la prevista riprogrammazione dei fondi strutturali UE 2007-13; 246 milioni destinati alla formazione professionale; 100 dal fondo sviluppo e coesione (su bilancio per il 2016 ma non utilizzati); 100 milioni inutilizzati dall'accordo Italia-Libia; 19 dalle sanzioni Antitrust e infine 57 sbloccati per i contratti di solidarietà; peraltro, la cifra stanziata potrebbe non essere sufficiente per coprire le necessità della CIG in deroga fino a fine anno;
 - la **proroga dei contratti a termine della PA**: il decreto proroga dal 31 luglio al 31 dicembre 2013 la possibilità per le Amministrazioni pubbliche di avvalersi di lavoratori a tempo determinato (si stima che 115 mila siano i precari "salvati" dal provvedimento); al termine dell'ulteriore proroga, dovranno essere trovati tra 50 e 100 milioni per finanziare il provvedimento;
 - il **taglio degli stipendi di ministri e sottosegretari parlamentari** (simbolico, ma che non influisce in misura rilevanti sui saldi di finanza pubblica: appena 4 milioni a regime).

Secondo il Ministro dell'Economia, nel complesso il decreto non altera i saldi di finanza pubblica, anche se la copertura per alcune poste appare solo parziale; in ogni caso, si tratta solo di un rinvio in attesa di trovare adeguata copertura in particolare per l'eventuale minor gettito dall'imposta sugli immobili.

⁷ "interventi urgenti in tema di sospensione dell'imposta municipale propria, di rifinanziamento di ammortizzatori sociali in deroga, di proroga in materia di lavoro a tempo determinato presso le pubbliche amministrazioni e di eliminazione degli stipendi dei parlamentari membri del Governo"

- 2) il cosiddetto “**decreto del fare**” (decreto-legge 21 giugno 2013, n. 69, contenente “disposizioni urgenti per il rilancio dell’economia”), in attesa di approdare alla Camera, che tenta, accanto al disegno di legge sulle “misure di semplificazione degli adempimenti per i cittadini e le imprese e di riordino normativo” approvato dal CdM il 19 giugno, di rispondere alle 6 raccomandazioni rivolte all’Italia dalla Commissione Europea il 29 maggio 2013 nel quadro della procedura di coordinamento delle riforme economiche per la competitività (“semestre europeo”); il provvedimento include numerosi interventi nei seguenti settori:
- **infrastrutture:** costituzione di un fondo da 2 mld sul quadriennio 2013-17 per sbloccare diversi cantieri; programma di interventi di sicurezza stradale per 300 milioni di euro per la riqualificazione di ponti, viadotti e gallerie della rete stradale; rilancio porti e nautica attraverso riduzione delle tasse sulle imbarcazioni e semplificazioni delle procedure nei porti;
 - misure a favore delle **imprese:** potenziamento del fondo di garanzia e finanziamenti a tasso agevolato per l’acquisto di macchinari, impianti e attrezzature per le PMI; liberalizzazioni nel settore del gas naturale e riduzione delle bollette dell’elettricità; semplificazioni amministrative;
 - **liberalizzazione dell’accesso a Internet** e altre misure comprese nell’agenda digitale;
 - varie misure di **semplificazioni** fiscali e per la cittadinanza;
 - interventi in materia di **istruzione e ricerca:** ampliamento delle facoltà di assunzione per università ed enti ricerca e delle borse di mobilità per studenti capaci e meritevoli, semplificazione delle procedure di attribuzione delle risorse alle università, incentivi alla ricerca;
 - misure volte a ridurre i tempi della **giustizia civile** e migliorarne l’efficienza.

Nel complesso, si tratta di una serie di micro-misure che da un lato non dovrebbero impattare significativamente sui conti pubblici (la copertura viene per lo più dall’utilizzo di fondi già stanziati) ma dall’altro avranno a nostro avviso effetti non decisivi sull’attività economica.

- 3) il decreto-legge 4 giugno 2013, n. 63, contenente “disposizioni urgenti per l’attuazione di obblighi comunitari e per il recepimento della direttiva 2010/31/UE in materia di prestazione energetica nell’edilizia”, attualmente in discussione al Senato, che prevede **l’aumento dal 55% al 65% della detrazione per interventi di risparmio energetico** (il c.d. ecobonus) fino al 31 dicembre 2013 (o fino al 30 giugno 2014 per interventi di riqualificazione importanti), e la **proroga a fine anno anche della detrazione al 50% per lavori di ristrutturazione** (anzi allargata a includere anche un “bonus mobili”). Tali agevolazioni fiscali, altrimenti, sarebbero state “assorbite” dalla meno conveniente detrazione al 36% a partire dal 1° luglio 2013. La proroga dell’ecobonus per l’efficienza energetica e degli sgravi fiscali per le ristrutturazioni edilizie costa circa 200 milioni l’anno, coperti attraverso interventi di razionalizzazione delle aliquote IVA (l’aumento dal 4 al 21% dei prodotti non editoriali venduti assieme a quelli editoriali e dal 4% al 10% di bevande e alimenti venduti presso distributori automatici).
- 4) **la bozza di decreto approvata dal Consiglio dei Ministri il 26 giugno, che prevede:**
- **il rinvio di tre mesi**, dal 1° luglio al 1° ottobre, **dell’aumento dal 21% al 22% dell’aliquota ordinaria Iva**; il presidente del Consiglio Letta ha aggiunto che in sede di conversione in legge del decreto il Parlamento verificherà la possibilità di un ulteriore differimento; la copertura (circa un miliardo) viene dall’imposta sulle sigarette elettroniche e, in maggior misura, da un aumento degli acconti Irpef, Ires e Irap dovuti nel 2013;

- **il cosiddetto piano-lavoro, che prevede sgravi contributivi** (azzeramento totale dei contributi per i primi 18 mesi e per 12 mesi nei casi di trasformazione da contratti precari in contratti a tempo indeterminato) **per le nuove assunzioni di giovani** tra i 18 e i 29 anni (che siano privi di un diploma di scuola media superiore o professionale e vivano soli con una o più persone a carico, il che limita la platea a circa 200 mila persone), oltre a incentivi per l'assunzione di disabili, cassintegrati, ultracinquantenni e disoccupati di lunga durata; per il pacchetto-lavoro sono stati stanziati nel complesso 1,5 miliardi tra fondi europei e risorse nazionali sul periodo 2013-2016 (non sono ancora note nel dettaglio le coperture);
- la proroga fino a fine anno della "social card" per 425 mila persone, cui si aggiunge una nuova carta per l' "inclusione sociale" diretta a chi è in condizioni di povertà assoluta nel mezzogiorno (che riguarderebbe 170 mila soggetti).

Nel complesso, **l'insieme delle misure sin qui adottate, se da un lato non impatta negativamente sui saldi di finanza pubblica** (almeno in misura significativa), **dall'altro non sembra in grado di poter causare un'inversione del ciclo**. Inoltre, nella maggior parte dei casi, **il Governo ha semplicemente preso tempo in attesa di decisioni definitive, come nel caso dell'IMU** (ricordiamo che per abolire l'imposta sulla prima casa occorrono 4 miliardi di euro, ma con poco più di 2 miliardi di euro si può ottenere l'esenzione di oltre l'80% delle abitazioni principali) **e dell'IVA** (il cui mancato aumento costa 4 miliardi l'anno), in merito alle quali non vi sono certezze e decisioni (si spera) definitive dovrebbero essere prese solo in sede di Legge di Stabilità.

Impatto su finanza pubblica e ciclo economico

Appare a questo punto poco probabile che il governo possa proporre altre misure espansive quali: 1) qualche forma di "reddito garantito" come annunciato nel discorso di insediamento (costerebbe diversi miliardi e implicherebbe una più generale riforma degli ammortizzatori sociali); 2) una rinuncia all'inasprimento dei ticket sanitari dal 2014 (costo 2 mld) o un rinvio della Tares (il costo è di 1 miliardo l'anno nel biennio 2013-14), due misure non esplicitamente citate nel discorso di insediamento di Letta ma di cui si è discusso. Inoltre: 1) per quest'anno potrebbero esserci **residue necessità di rifinanziamento** di CIG, missioni militari (sarebbero coperte sino a settembre) e alcuni contratti di servizio e trasporto pubblico locale (in totale qualche centinaio di milioni); 2) per l'anno prossimo, le necessità di rifinanziamento di spese inderogabili (CIG in deroga, missioni di pace, contratti di servizio) potrebbero ammontare a circa 4 miliardi.

In teoria dunque **il Governo, se volesse realizzare interamente il suo programma, dovrebbe reperire risorse per almeno 4 miliardi quest'anno e almeno il doppio l'anno prossimo**. Le risorse finanziarie potrebbero in teoria essere reperite da:

Da dove le coperture finanziarie?

- 1) **risparmi dalla spesa per interessi**: le stime incluse nel DEF incorporano i tassi impliciti nella curva dei rendimenti a metà marzo; da allora a fine aprile si è verificato un trend di marcato ribasso dei rendimenti che proiettava un risparmio sulla spesa per interessi, rispetto alle stime incluse nel DEF, di circa 1 miliardo quest'anno (e 2 mld il prossimo); tuttavia, da allora il movimento dei rendimenti ha invertito e dunque il risparmio dovrebbe essersi ridotto significativamente (meno della metà) rispetto a quella cifra; in sostanza, non è sui risparmi sugli interessi che si può contare per finanziare misure espansive quali il taglio dell'IMU o dell'IVA;
- 2) **spending review**: auspicabile una accelerazione e un ampliamento del processo avviato da Monti; probabile che una terza fase venga avviata con la Legge di Stabilità; tuttavia, i risparmi di spesa raggiunti nelle prime due fasi sembrano esser stati di molto inferiori agli obiettivi annunciati ex-ante (3-4 mld per la prima tranche e 10-12 mld su base annua per la

seconda) e dunque il processo appare lento e non in grado di garantire economie di spesa tanto significative quanto le misure espansive annunciate;

- 3) **lotta all'evasione**: appare poco prudente utilizzare introiti incerti per la copertura di minori entrate certe; peraltro, il 2012 ha visto per la prima volta dopo molti anni un arretramento negli introiti da lotta all'evasione (12,5 mld contro i 12,7 del 2011);
- 4) una **riforma fiscale e contributiva**, anche in ottemperanza alla delega chiesta dal Governo nella scorsa legislatura, che riveda il sistema di detrazioni, deduzioni e incentivi a famiglie e imprese; in tal caso dunque si tratterebbe non di vera e propria svalutazione fiscale ma di rimodulazione delle entrate.

Difficilmente invece a nostro avviso il Governo potrà ottenere risorse finanziarie aggiuntive adeguate grazie al «negoziato» ingaggiato con l'Europa. Le uniche possibilità sono che sia concesso all'Italia di utilizzare interamente nel primo anno i fondi concessi dall'UE per l'occupazione giovanile, o pre-dedurre dal calcolo del disavanzo le spese di cofinanziamento nazionale dei fondi strutturali (più difficilmente le risorse per le grandi infrastrutture transfrontaliere e i progetti strategici di rilevanza europea). C'è anche la possibilità che, nel caso in cui *ex-post* si rilevi per il 2013 uno "sforamento" dell'ordine di mezzo punto di PIL rispetto al 3% di deficit, sia concesso all'Italia di utilizzare il pagamento dei debiti della PA come "circostanza attenuante" (proprio in quanto esso ha avuto un impatto "una tantum" pari a mezzo punto di PIL sul 2013). Tuttavia, **difficilmente a nostro avviso il Governo italiano otterrà dall'Europa, in seguito all'uscita dalla Procedura per Deficit Eccessivo, risorse finanziarie aggiuntive adeguate per realizzare interamente le misure espansive annunciate** nel suo programma.

Il punto è che **già oggi, senza ipotizzare manovre aggiuntive, l'obiettivo di non superare il limite del 3% del PIL sul deficit è pericolosamente a rischio**. Confermiamo dunque la nostra idea, espressa tre mesi fa su questa stessa pubblicazione, che non ci siano margini per una manovra di politica fiscale espansiva quest'anno; per l'anno prossimo in teoria c'è un margine pari a circa mezzo punto di PIL (nel caso si accetti di avere per il terzo anno consecutivo un deficit sostanzialmente in linea col 3% del PIL).

Spagna: la correzione degli squilibri è ancora lunga

Lo scenario in sintesi. La nostra valutazione del paese rimane molto cauta nonostante gli sviluppi positivi che si sono avuti nel corso del 2012. Ci aspettiamo che il PIL cali di 1,5% quest'anno e torni a crescere di 0,5% nel 2014, ma i rischi sono verso il basso. La Commissione Europea ha esteso al 2016 il termine per riportare il deficit pubblico al di sotto del 3%. Ma nonostante l'approccio più flessibile, la Spagna è il secondo paese, dopo Cipro, a dover attuare la più ampia correzione fiscale (3 punti di PIL) entro il 2016. L'ulteriore stretta fiscale partirà dal 2014 quando si spera che l'accelerazione della domanda globale avrà ridato impulso all'attività produttiva. Il rischio, però, di una spirale negativa di bassa crescita e mancato rispetto dei target di bilancio non può escludersi. La Spagna viene da cinque anni di severa recessione e la domanda interna è attesa in calo anche nel 2014. Il Paese rimane estremamente vulnerabile a fughe di capitali esteri. I flussi di capitale dall'estero sono tornati a settembre 2012 ma si sono poi indeboliti alla fine dello scorso anno. La posizione netta sull'estero (al netto del contributo della Banca di Spagna) rimane in debito ed è salita ancora a fine 2012. Deve, quindi, proseguire il *deleveraging* del settore finanziario e del settore privato. Il debito delle famiglie è sceso, a fine 2012, all'85% del PIL, ma è ancora significativamente al di sopra della media area euro. Anche l'indebitamento delle imprese non finanziarie al 134% del PIL rimane sopra la media dell'euro zona. La Commissione Europea nella *review* dettagliata sulla Spagna di aprile 2013 stimava che il debito delle famiglie deve calare ancora di 29 punti e quello delle imprese di 12 punti⁸. Il credito continuerà, quindi a contrarsi nei prossimi anni con ripercussioni negative sulla crescita. La correzione del settore immobiliare è ben avanzata: la quota degli investimenti residenziali in percentuale del PIL è tornata sul livello di fine anni Ottanta ed è al di sotto della media area euro, ma non può escludersi un ulteriore *undershooting*. Il mercato del lavoro versa in condizioni preoccupanti. Il tasso di disoccupazione ha toccato un nuovo massimo al 27,2% a maggio e pensiamo possa continuare a salire fino a fine 2013.

Anna Maria Grimaldi

In questo contesto di riferimento assai fragile va comunque notato che gli indicatori ciclici sembrano aver svoltato da livelli assai depressi. Il PMI manifatturiero e servizi si sono mossi su di un trend di recupero da fine 2012, anche se rimangono al di sotto di 50. Anche gli indici per il commercio al dettaglio e fiducia delle famiglie sono al di sopra del livello del 1° trimestre. I dati di commercio estero indicano che le esportazioni si muovono da febbraio su di un trend ascendente, mentre le importazioni sono ancora in calo. Anche la dinamica della produzione tra marzo e aprile suggerisce recupero di attività sia pure da livelli assai depressi. Ci aspettiamo dunque un calo del **PIL** nel 2° trimestre di -0,3% t/t, inferiore rispetto al -0,5% t/t di inizio anno e quindi un dato stabile nei mesi estivi. Solo da fine 2013 il PIL dovrebbe tornare a crescere molto gradualmente. La **domanda interna**, gravata dal processo di *deleveraging*, dalla politica fiscale restrittiva e da condizioni finanziarie che sono attese rimanere sfavorevoli, è attesa contrarsi più del PIL: -3,7% nel 2013 e -0,9% nel 2014. In particolare, ci aspettiamo che i **consumi delle famiglie** calino del 2,8% quest'anno e di -0,4% il prossimo, dal -2,1% del 2012. Gli **investimenti aziendali** sono attesi in calo di -4,2% nel 2013 a fronte di prospettive di domanda ancora deboli e data la difficoltà di accesso al credito. Nel 2014 dovrebbero ripartire gradualmente gli investimenti di sostituzione. Il calo continuato dei permessi edilizi suggerisce che il processo di aggiustamento del settore immobiliare proseguirà almeno fino al 2015. Di riflesso, ci attendiamo una contrazione degli **investimenti in costruzioni** sia quest'anno che il prossimo.

**Prospettive di breve termine:
appare qualche segnale di
miglioramento**

Le **esportazioni nette** saranno l'unico motore di crescita sull'orizzonte di previsione. Le **esportazioni** sono attese in crescita del 2,9% nel 2013 e del 5,6% nel 2014. A fronte di un calo dell'**import** del 3,8% quest'anno e di un aumento del 2,7% il prossimo, ci aspettiamo un

⁸ Si veda: http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/nd/idr2013_spain_en.pdf

ulteriore miglioramento del saldo di parte corrente, dal -1% del 2012 ad un surplus nel 2013 di 1,4 punti di PIL. La chiusura del deficit di parte corrente è da ricondursi in larga parte a un miglioramento del saldo merci al netto dell'energia che ci aspettiamo prosegua sia per fattori ciclici (dinamica delle importazioni frenata dalla domanda interna) che strutturali (accelerazione dell'export grazie a recuperi di competitività). I dati BCE mostrano che negli ultimi cinque anni il costo del lavoro unitario è rallentato più che nella media area euro.

I salari negoziali hanno frenato il passo sensibilmente negli ultimi dodici mesi, a seguito della riforma di inizio 2012. I dati per il periodo settembre/marzo 2013 indicano chiaramente che i salari negoziali non sono stati adeguati all'aumento dell'inflazione verificatosi a settembre per effetto dell'aumento dell'IVA. L'ampio *output gap* dovrebbe frenare l'**inflazione** nei prossimi mesi dal 2,0% di giugno fino all'1,4% a fine estate, quando uscirà dal confronto annuale il rialzo dell'IVA. In media annua l'inflazione è attesa all'1,9% nel 2013 e all'1,8% nel 2014.

Le prospettive per il **mercato del lavoro** rimangono preoccupanti. La disoccupazione è salita al 27,2% a marzo 2013, un massimo assoluto dal 1980, in linea con le nostre previsioni di dicembre scorso. Ci aspettiamo che la disoccupazione continui ad aumentare nei prossimi mesi, anche se a ritmo molto più blando. Le indagini di clima suggeriscono, difatti, che la riduzione degli organici dovrebbe rallentare nei prossimi mesi anche nel settore delle costruzioni. L'espulsione di forza lavoro dalle costruzioni ha riportato l'occupazione nel settore poco al di sopra del livello di fine anni Ottanta e pensiamo sia difficile che si possa scendere significativamente al di sotto di tale livello. In questa fase, il calo dell'occupazione è più concentrato nel settore pubblico che nel settore privato per effetto delle misure di contenimento della spesa adottate nel 2012. Ci aspettiamo che la disoccupazione possa arrivare al 27,5% per fine 2013. Il calo della disoccupazione nei prossimi anni dipenderà dalle politiche volte a riqualificare in particolare i disoccupati di lunga durata e i lavoratori espulsi dall'edilizia residenziale.

Nel 2012, il **deficit del settore pubblico** ha chiuso al 10,6% del PIL dal -9,4% del 2011. Al netto dei fondi per la ricapitalizzazione bancaria, il deficit si è assestato al 7%, sette decimi al di sopra dell'obiettivo concordato con Bruxelles nell'estate del 2012. Lo scostamento tra saldi programmatici e risultati effettivi di bilancio è dovuto sia alle Amministrazioni Centrali, sia alle Autonomie locali; dal punto di vista funzionale, dipende per lo più da una dinamica delle entrate fiscali inferiore alle attese e da una spesa sociale più elevata rispetto alle previsioni iniziali, per effetto di erosione di base imponibile e dell'aumento della disoccupazione. Il debito è salito all'84,2% dal 69,3% del 2011; i contributi all'EFSF e ESM hanno pesato per 1,7 punti di PIL sull'aumento del debito. I nuovi obiettivi concordati con Bruxelles in sede di aggiornamento dei programmi di stabilità prevedono un calo del deficit al 6,5% del PIL nel 2013 e al 5,8% nel 2014 ed al 2,7% nel 2016. La Commissione valuta che le misure già approvate con il Budget 2013 dovrebbero garantire un miglioramento strutturale di un punto di PIL. Il miglioramento del saldo primario strutturale sarà più significativo e pari a 1,4 punti di PIL. La spesa per interessi da interessi sale al 3,3% dal 3,0% nel 2012.

Lo sforzo più ingente sarà a partire dal 2014 quando in assenza di conferma di misure a carattere temporaneo con effetto sul 2012 e 2013 (imposta patrimoniale e modifica dell'addizionale IRPEF, taglio della tredicesima e riduzione delle ferie per i dipendenti pubblici) il deficit aumenterebbe al 7% nel 2014. Il Governo dovrà approvare misure per 2 punti di PIL nel 2014, per un punto di PIL nel 2015 e 1,5 punti nel 2016. Il saldo strutturale a legislazione vigente è previsto al 5,5% del PIL. Le raccomandazioni della Commissione sono coerenti con un miglioramento del saldo strutturale 1,1%, 0,8%, 0,8% e 1,2% nel periodo 2013-16. Le nostre stime sono di calo del deficit al 6,7% nel 2013 dal momento che pensiamo rimangano rischi di implementazione dei tagli di spesa per le Regioni e rischi sul fronte delle entrate. Ci aspettiamo che il deficit cali al 6,1% nel 2014, dal momento che riteniamo che almeno le misure sui

Salari e inflazione in calo

Le prospettive per il mercato del lavoro rimangono preoccupanti

Per le finanze pubbliche, sentiero ancora in salita

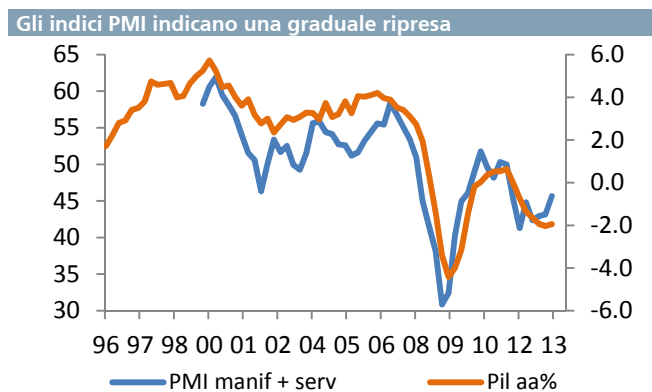
Scenario Macroeconomico

Giugno 2013

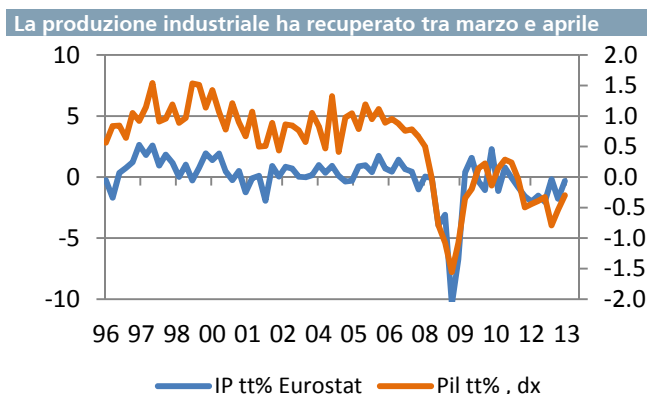
dipendenti pubblici (0,7% del PIL) e le modifiche al trattamento fiscale degli ammortamenti (0,2% del PIL) saranno confermate. Per ora non si hanno indicazioni di misure aggiuntive che consentano di raggiungere l'obiettivo del 5,8% il prossimo anno. Il debito nelle nostre stime continuerà a salire fino al 101% del PIL nel 2016. Inutile dire che vi è il rischio che il deficit resti al di sopra del 3% anche nel 2016, se la crescita dovesse essere inferiore alle attese.

Previsioni di finanza pubblica Intesa Sanpaolo verso Governo PS 2013-16 e Commissione UE					
	2012	2013	2014	2015	2016
PS 2013-2016					
Saldo	-10.6	-6.3	-5.5	-4.1	-2.7
Interessi	3.0	3.3	3.5	3.6	3.6
Saldo corretto per il ciclo	-7.0	-2.2	-1.8	-0.9	-0.2
Saldo primario corretto per il ciclo	-4.0	1.1	1.7	2.7	3.4
Saldo strutturale	-4.3	-2.2	-1.8	-0.9	-0.2
Debito	84.2	91.4	96.2	97.2	98.2
Raccomandazioni della Commissione al PS					
Saldo	-10.6	-6.5	-5.8	-4.2	-2.8
Interessi	3.0	3.3	3.5	3.6	3.6
Saldo corretto per il ciclo	-8.4	-4.3	-3.6	-2.8	-1.6
Saldo primario corretto per il ciclo	-5.4	-1.0	-0.1	0.8	2.0
Saldo strutturale	-5.5	-4.4	-3.6	-2.8	-1.6
Debito	84.2	91.4	nd	nd	nd
Intesa Sanpaolo					
Saldo	-10.6	-6.7	-6.0	-5.4	-5.4
Interessi	3.0	3.3	3.5	3.6	3.6
Saldo corretto per il ciclo	-8.4	-4.5	-3.8	-4.0	-4.2
Saldo primario corretto per il ciclo	-5.5	-1.2	-0.3	-0.4	-0.6
Saldo strutturale	-5.5	-4.6	-3.8	-4.0	-4.2
Debito	84.2	91.4	97.0	99.0	101.0

Fonte: aggiornamento del PS 2013-2016 e Raccomandazioni della Commissione SWD 2013 383

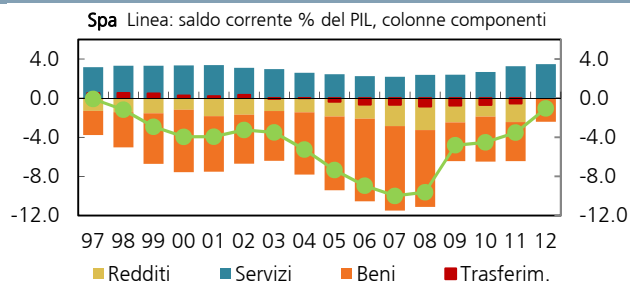


Fonte: Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo



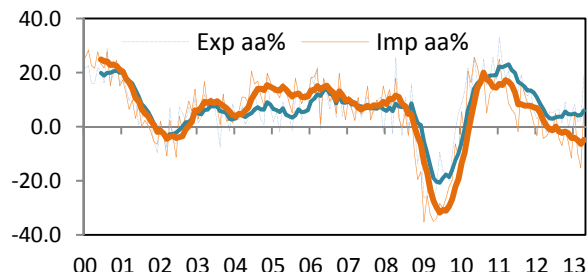
Fonte: Banca di Spagna, INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il miglioramento del saldo corrente prosegue grazie al miglioramento del saldo merci



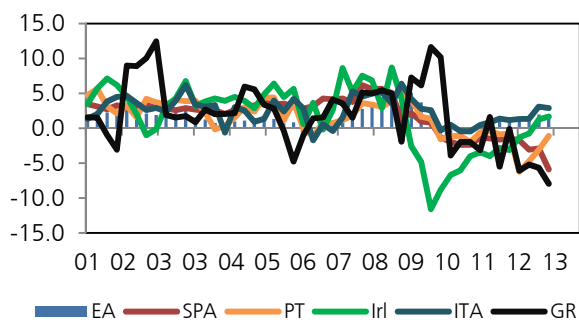
Fonte: IFO institut, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'export è su un trend di graduale accelerazione mentre le importazioni calano a filo di piombo, su scia della domanda interna



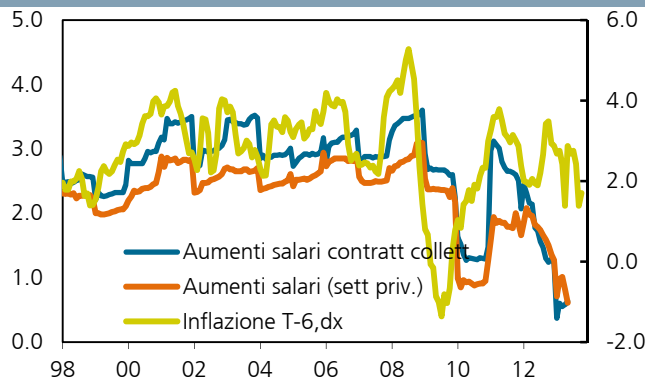
Fonte: Markit INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La Spagna ha messo a segno importanti recuperi di competitività che dovrebbero contribuire al ri-bilanciamento degli squilibri con l'estero



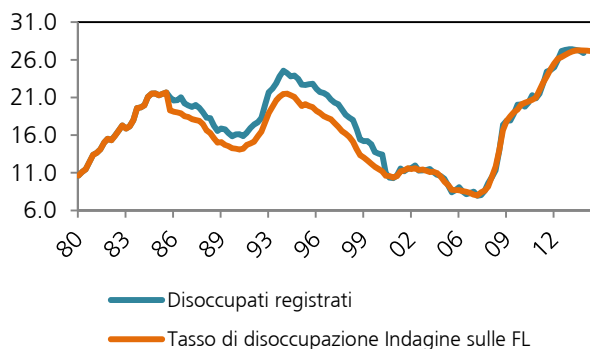
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I salari contrattuali sono meno legati all'inflazione dopo le riforme dello scorso anno



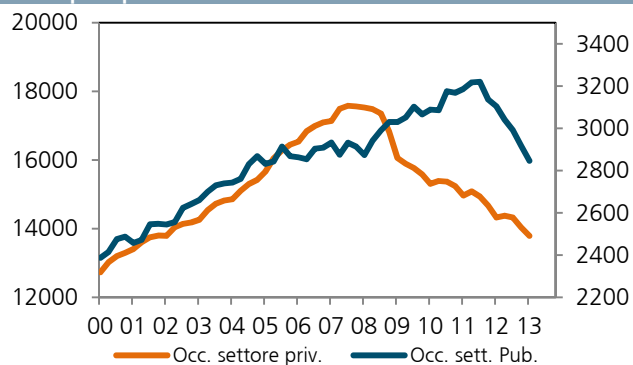
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il tasso di disoccupazione toccherà un massimo al 27,5% per fine 2013, ma resterà su livelli elevati a meno di riforme strutturali volte a riassorbire gli occupati espulsi dall'edilizia



Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'espulsione di forza lavoro dal settore pubblico è accelerata negli ultimi due trimestri, per effetto delle misure di controllo della spesa pubblica

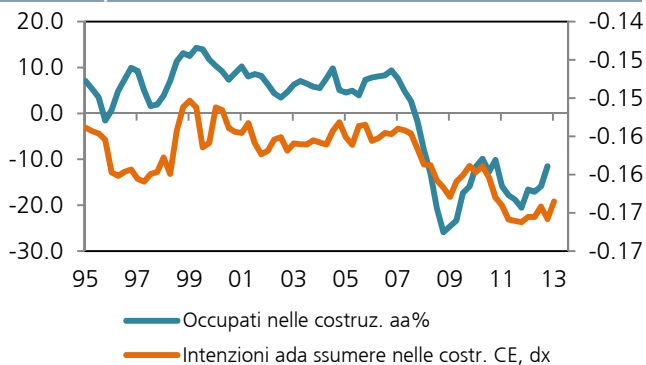


Fonte: Bundesbank, INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Scenario Macroeconomico

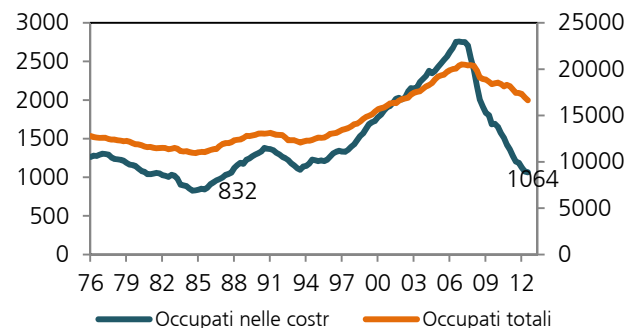
Giugno 2013

L'espulsione di occupazione dalle costruzioni dovrebbe arrestarsi per fine anno



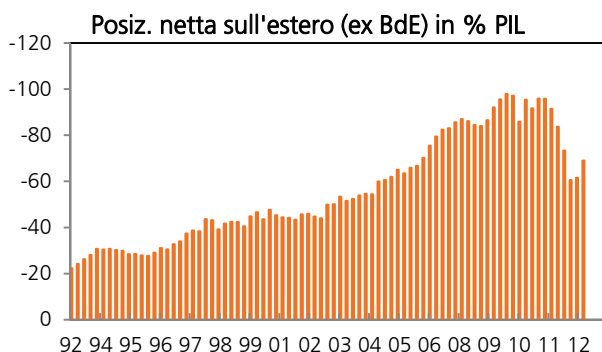
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Gli occupati nelle costruzioni sono tornati quasi sui livelli del 1988



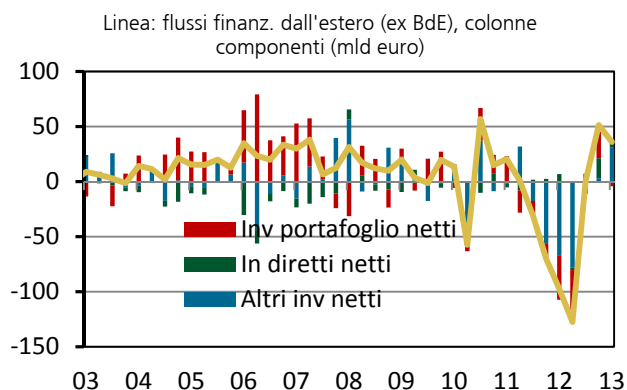
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La posizione debitoria sull'estero è peggiorata a fine 2012



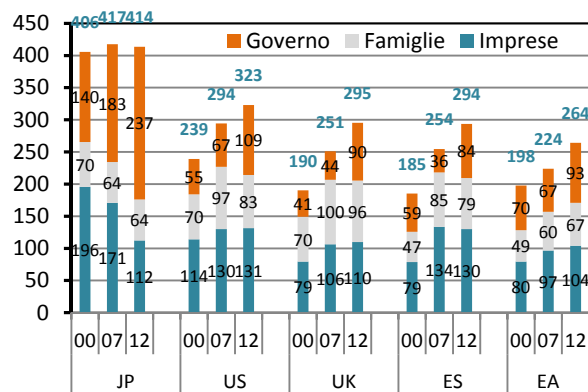
Fonte: Banca di Spagna ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

A marzo si erano ridotti i flussi dall'estero in investimenti di portafoglio



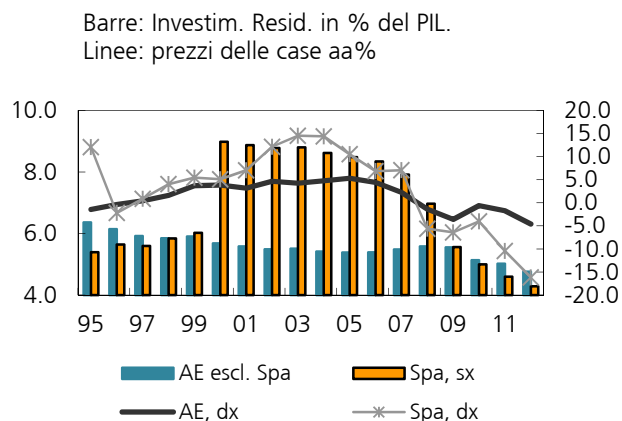
Fonte: AMECO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il processo di deleveraging deve proseguire



Fonte: Banca di Spagna ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I prezzi delle case (reali) continuano a calare a filo di piombo ma il peggio dovrebbe essere alle spalle, gli investimenti residenziali sono tornati in linea con la media storica



Fonte: INE, Eurostat, BCE (prezzi delle case) ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Grecia, nuovi problemi all'orizzonte

Recentemente in Grecia la situazione ha ricominciato a complicarsi. È di pochi giorni fa la notizia dell'uscita della sinistra dalla formazione di Governo scaturita in seguito alla chiusura, dal giorno alla notte, della tv di stato greca per avviarne la privatizzazione. L'attuale formazione era nata a giugno 2012 come Governo di unità nazionale sostenuto dai tre partiti moderati, dopo due tornate elettorali non decisive. Ma l'evento più rilevante di queste settimane è il monito del FMI ai partner europei che potrebbe sospendere l'erogazione degli aiuti se la revisione del programma di aggiustamento non si completerà entro luglio come previsto (dopo che lo stesso FMI aveva fatto un parziale mea culpa riguardo all'eccessiva rigidità del primo programma di salvataggio iniziato nel 2010).

Guido Valerio Ceoloni

Recentemente, infatti, l'avanzamento del programma ha subito rallentamenti, specialmente per quanto riguarda le privatizzazioni in corso che non si riescono a completare (un altro esempio riguarda l'azienda nazionale del gas, Deka, per la quale non si riesce a trovare un acquirente). Ricapitolando, il secondo programma di aggiustamento della Grecia è iniziato nel 2012 e la sua conclusione sarebbe prevista per il 2014. Complessivamente il Paese finora ha ricevuto circa 198 miliardi di euro di aiuti, di cui 73 nel primo programma e 125 circa dei 165 nel secondo programma. All'interno del secondo programma, il FMI contribuisce per circa 20 miliardi. Nel novembre scorso il Paese ha ottenuto il posticipo di due anni degli obiettivi fiscali, avendo ora come obiettivo per il 2014 un avanzo di bilancio dell'1,5% (anziché 4,5%), da migliorare a un ritmo dell'1,5% annuo nel 2015 e 2016 (in cui dovrà essere quindi sceso all'1,5%). Il debito pubblico attualmente al 157% del PIL (e atteso in crescita di quasi 20 punti già per quest'anno) dovrà scendere al 124% entro il 2020, anche grazie a una serie di allentamenti finanziari sul debito emesso (riduzione dei tassi di 100pb ecc.). A febbraio, l'EFSF (che, rispetto al primo programma di aiuti, nel secondo programma ha sostituito in toto nei pagamenti le operazioni bilaterali dei singoli partner europei) ha erogato la seconda tranche di aiuti pari a 49,2 miliardi di euro complessivi. Di questi, 34,3 miliardi in una sola tranche sono indispensabili per coprire il fabbisogno fiscale del Paese, ulteriori 7,2 miliardi come spese di ricapitalizzazione e oneri fallimentari per il settore bancario e i restanti 7,7 in tranche mensili da gennaio a maggio. Tra i punti concordati per agevolare il raggiungimento degli obiettivi fiscali del Paese c'era anche il trasferimento alla Grecia, effettuato da Stati Membri, di un ammontare equivalente al reddito sul portafoglio SMP di competenza delle rispettive Banche Centrali Nazionali. Questo trasferimento è stato recentemente considerato da alcuni banchieri centrali dell'Eurozona equivalente al finanziamento diretto da parte della BCE (di cui le singole Banche centrali fanno parte come Eurosystem) a un singolo Stato membro, procedura vietata dallo statuto BCE in vigore. Questo ha innescato le riserve del FMI di cui si parlava e ha fatto sì che il sistema stia rischiando di incepparsi. Prevediamo che il proseguimento del programma di salvataggio non sarà né facile né veloce, dato che occorre anche tenere in considerazione che la Germania ha già fatto capire che fino a settembre (mese in cui si svolgeranno le elezioni per il nuovo Cancelliere) ulteriori forme di "generosità" non sono da attendersi. Sulla base dello scenario corrente, la stima per quest'anno e il prossimo della manovra correttiva sarà pari a 7,2 punti di PIL. Inoltre, la stima del rapporto deficit/PIL per quest'anno sarà del -2,8%. Il debito pubblico dovrebbe raggiungere quest'anno il picco di 175,6% per poi progressivamente ridursi a un ritmo crescente. La prossima revisione è attesa concludersi a luglio.

Cipro, inizio del programma di salvataggio

Cipro ha chiesto formalmente aiuto alla Commissione Europea e al FMI a giugno dell'anno scorso per la risoluzione della grave crisi del suo sistema finanziario. L'accordo definitivo sul programma di salvataggio è stato raggiunto ad aprile di quest'anno per quanto riguarda la Commissione Europea e a maggio per il FMI. Il piano avrà durata quadriennale (2013-16) e prevede uno stanziamento complessivo di circa 10 miliardi di euro, di cui 1 fornito dal FMI e i restanti 9 dall'ESM, entrato ufficialmente in funzione a luglio 2012 e da allora unico attore incaricato di gestire tutti i programmi di salvataggio (Grecia esclusa, per la quale è stato deciso di mantenere il programma sotto l'egida dell'EFSF). All'interno degli accordi del programma è stato deciso che gli aiuti saranno condizionati alla liquidazione ordinata di Laiki, seconda maggior banca del Paese, e facendo quindi confluire le sue poste attive in Bank of Cyprus, prima banca dell'isola. Bank of Cyprus sarà essa stessa soggetta a processo di ricapitalizzazione in cui saranno coinvolti, a vario titolo, i conti correnti dei depositanti, di cui una parte degli importi sarà convertita pertanto in capitale azionario della banca. È questo il primo caso di salvataggio in cui i depositanti vengono costretti a divenire azionisti della banca di cui erano clienti. Al fine di evitare forti deflussi di capitale il Governo ha deciso di stabilire vincoli alla libera circolazione dei capitali. I vincoli sono stati ammorbiditi ma non ancora rimossi.

Guido Valerio Ceoloni

Gli obiettivi principali del piano di salvataggio sono tre: la ristrutturazione del sistema finanziario del Paese, le cui dimensioni erano abnormi rispetto all'economia reale della nazione; la prosecuzione del processo di consolidamento fiscale dei conti pubblici del Paese dopo l'esplosione del suo deficit di bilancio; la promozione di riforme strutturali per aumentare la competitività dell'economia. Attualmente, la prima tranche di aiuti pari a circa 2,1 miliardi complessivi (FMI e ESM) è stata erogata a maggio; entro la fine di giugno l'ESM sborserà un altro miliardo. Per l'anno in corso il programma prevede una contrazione del PIL nell'ordine del -8,7% e un aumento del debito pubblico dall'86% al 110%. Il 16 maggio scorso il Consiglio Europeo ha concesso un'estensione di scadenza sulla correzione dei conti pubblici di quattro anni, in linea con gli obiettivi del programma. Nel periodo 2013-18 quindi il risanamento ammonterà a 12 punti percentuali di PIL, di cui 7,2 punti già approvati e in via di adozione. I programmi di revisione avranno cadenza trimestrale e il primo appuntamento dovrebbe essere atteso per settembre.

Irlanda, conclusione del programma imminente, probabile un ritorno assistito al mercato

Guido Valerio Ceoloni

L'Irlanda comincia a vedere la luce alla fine del tunnel. A giugno il Paese ha ricevuto l'ultima *tranche* di aiuti ed entro l'anno dovrebbe concludere positivamente il programma di salvataggio iniziato nel 2010. Nel complesso il Paese ha ricevuto aiuti dalla troika per circa 85 miliardi di euro. La decima revisione del programma si è conclusa a maggio con successo, confermando una crescita del PIL attesa quest'anno all'1% e di poco sopra al 2% l'anno prossimo. Tra la fine del 2012 e il 1° trimestre 2013 i principali obiettivi fiscali sono stati raggiunti con successo, il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche è stato portato al 7,6% del PIL, 1 punto in meno del limite dell'8,6% stabilito dal programma. A differenza di paesi come Portogallo e Grecia, l'Irlanda doveva fronteggiare una restrizione fiscale meno dura, grazie anche alla buona dinamica del settore estero che compensa la debolezza della domanda interna e la criticità del mercato del lavoro. Inoltre, è stato riottenuto accesso ai mercati internazionali grazie all'emissione obbligazionaria di un nuovo decennale a marzo, che ha raccolto cinque miliardi di euro con un tasso rimasto sotto il 3,5%. Anche le condizioni di finanziamento delle banche e del sistema finanziario nel complesso sono migliorate. Per l'anno in corso l'obiettivo del deficit sotto il 7,5% del PIL sembra pienamente coerente con gli impegni assunti (principalmente gli oneri legati alla liquidazione della Irish Bank Resolution Corporation e la scadenza del periodo di sospensione degli interessi); attenzione andrà dedicata al contenimento della spesa sanitaria, che lo scorso anno ha superato il tetto fissato: l'obiettivo è allinearsi il prima possibile al rapporto di qualità/spesa degli altri partner europei. Per l'anno prossimo è prevista un'ulteriore riduzione del rapporto deficit/PIL al 4,3%; anche il debito pubblico dovrebbe quindi tornare in un percorso discendente dal 2014, passando dal picco di 123,3% previsto per quest'anno, al 119,5% del 2014. Una volta rimesso sulle proprie gambe il settore finanziario, quindi, i rischi principali per il paese rimangono la domanda interna ancora debole, l'alta disoccupazione (attesa al 14,2% quest'anno) e, come rischio esterno, l'impatto sulle esportazioni nette della deludente dinamica economica in Europa, che è il principale canale di sbocco delle esportazioni dell'isola. Il Governo irlandese ricomincia a guardare al futuro, annunciando che intende strutturare per l'anno prossimo, all'uscita dal programma, un piano economico di lungo termine (2014-20) che garantisca al Paese la permanenza nel sentiero virtuoso intrapreso in questi quattro anni di sacrifici. Va in ogni caso ricordato che dopo la fine del programma sono comunque previsti dalla troika ancora supporti dedicati al risanamento completo del sistema bancario (che nel complesso è costato circa 60 miliardi di euro); verranno anche predisposti stress test di verifica sul livello raggiunto dalla ricapitalizzazione bancaria, mentre sembrerebbe ragionevole avviare un programma precauzionale di sostegno come misura di salvaguardia a fronte del rischio che emergano problemi di accesso al mercato. La prossima revisione del programma è attesa per luglio.

Portogallo: sempre più pesante il completamento del piano di austerità

Guido Valerio Ceoloni

L'ottava revisione del programma di aiuti al Portogallo è iniziata il 24 giugno scorso con l'incarico di monitorare l'andamento del processo di riforme e consolidamenti fiscali che stanno scontando un rallentamento rispetto alla tabella di marcia prevista. Il programma di aiuti avviato nel 2011 è previsto concludersi a metà 2014. La precedente revisione di aprile è durata quasi tre mesi a causa di una nuova pronuncia della Corte Costituzionale che aveva rigettato alcune misure di austerità con un impatto netto sul saldo pari allo 0,8% del PIL, forzando il Governo a individuare misure alternative pari al 2,8% del PIL nel 2014 rispetto al bilancio di quest'anno. L'aumento delle tasse non è più una strada percorribile, essendo già la pressione fiscale ai massimi storici. Del resto il terzo anno consecutivo di recessione sta creando più di un problema al Governo portoghese nel portare avanti il piano di risanamento che vede, a fronte di aiuti per circa 78 miliardi, il varo di una lunga serie di tagli alla spesa e aumenti delle entrate che stanno esacerbando la popolazione e rendendo complicato l'avvio di ulteriori tagli. Un primo risultato comunque il Governo l'ha ottenuto con la concessione ratificata dall'Ecofin a giugno dell'estensione della scadenza dei prestiti fatti al Paese. Inoltre, il miglioramento dei conti pubblici ha permesso di finanziarsi sui mercati internazionali: oltre al collocamento di BT a 6 e 18 mesi, il Portogallo ha raccolto 5,5 miliardi con emissioni a lungo termine e ha preannunciato l'intenzione di collocare debito tramite asta sul mercato domestico.

La debolezza della crescita economica ha anche convinto la troika ad ammorbidire gli obiettivi di risanamento per il 2013 e per gli anni seguenti: quest'anno quindi il rapporto deficit/PIL sarà abbassato al 4,5% (dal 5,5% originario), al 4,0% nel 2014 e al 2,5% nel 2015. Il disavanzo della Pubblica Amministrazione era salito al 6,4% del PIL nel 2012 dal 4,4 del 2011 a causa del computo di operazioni una tantum legate al sostegno del sistema bancario e al trattamento statistico di alcune operazioni di privatizzazione (vendita dei diritti di gestione dei maggiori aeroporti del Paese dalla società statale Ana al gruppo francese Vinci). Le stime sulla ripresa economica rimangono fosche: dopo il -3,2% di contrazione del 2012, per quest'anno si prevede un -2,3%, anche se i rischi sono verso il basso a causa del deteriorarsi dello scenario economico e del peggioramento del mercato del lavoro nel 1° semestre dell'anno. Segnali di rimbalzo per il 2° semestre dovrebbero venire dalla produzione industriale e dagli stimoli agli investimenti promossi dal Governo, mentre il "reindirizzamento" delle esportazioni dal mercato europeo a quello extra-europeo potrebbe essere deludente. Per il 2014 la crescita dovrebbe riprendere nella misura dello 0,6%. Sul versante dei conti pubblici, il deficit strutturale è sceso al 4,2% grazie a uno sforzo fiscale di circa 2,2 punti di PIL e dovrebbe ulteriormente ridursi al -3,6% nell'anno in corso, mentre il picco del debito pubblico si raggiungerà nel 2014 (124,3% PIL) e da lì in poi dovrebbe ridursi (stimato al 117% nel 2016). Occorre tenere conto, però, che solo a dicembre si stimava che nel 2014 il debito pubblico si sarebbe fermato al 122% del PIL, per cui in soli sei mesi le stime sul debito sono aumentate di ben due punti. Nel complesso i rischi nel portare a termine il programma nei tempi e modi concordati sono giudicati ancora alti e le principali stime di consenso prevedono un arretramento del PIL di -2,7% quest'anno e una stagnazione l'anno prossimo. Le cause principali sono i conti pubblici ancora molto fragili, lo scenario economico poco rassicurante, i possibili ulteriori interventi della Corte Costituzionale sulle misure assunte ad aprile e la disoccupazione strutturale in aumento (prevista quest'anno al 18,2 e in crescita per il 2014). La conclusione della revisione in corso è attesa per luglio.

Focus: *Crash course* sulle regole fiscali dell'Eurozona

Le regole di disciplina fiscale dell'Eurozona derivano da una ormai complessa stratificazione di Trattati e Regolamenti, questi ultimi emendati significativamente fra il 2011 e il 2013. È apprezzabile che le procedure si stanno spostando sempre più verso l'uso di saldi corretti per i fattori ciclici, anche se i limiti storici per il deficit eccessivo rimangono definiti in termini assoluti. Non è scontato, però, che tenere conto della posizione ciclica renda più dolce il processo di consolidamento fiscale. Le norme preventive, per Paesi con un *output gap* contenuto, rischiano di essere più ardue da rispettare. Per i Paesi usciti da fasi recessive pesanti, al contrario, un'applicazione rigorosa del limite del 3% rischierebbe di essere inutilmente vessatoria, se non fosse per la possibilità di deroghe legate a fasi di contrazione del PIL. Anche il processo di stima delle componenti cicliche del deficit presenta criticità.

Luca Mezzomo
Anna Maria Grimaldi

Il sistema di controllo sui bilanci degli Stati membri dell'Eurozona si basa notoriamente su un "braccio correttivo", essenzialmente il vecchio Patto di Stabilità e Crescita riveduto e corretto, più un "braccio preventivo", che punterebbe a guidare gli Stati membri verso una posizione di bilancio in pareggio, spingendoli ad effettuare le correzioni durante le fasi di espansione ciclica. Le regole derivano dalle prescrizioni del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea e da alcuni Regolamenti del Consiglio, emendati nel 2011, ai quali nel 2012 si è aggiunto il Trattato intergovernativo noto come *Fiscal Compact*. Alcune misure del Fiscal Compact sono state recepite dai Regolamenti noti come *Two Pack*, entrati in vigore nel maggio 2013 e nella legislazione nazionale.

Il crimine fiscale: quando il disavanzo è giudicato eccessivo?

La parte più antica del sistema di controllo fiscale è quella che punta a correggere i disavanzi fiscali "eccessivi". Il concetto di disavanzo fiscale eccessivo ricomprende un flusso (il deficit del settore pubblico) e uno stock (il debito lordo del settore pubblico). In particolare, la regola prevista dal Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE) all'art. 126 (2) richiede che:

1. Il rapporto deficit/PIL sia inferiore al 3% del PIL; oppure "sia diminuito in modo sostanziale e continuo e abbia raggiunto un livello che si avvicina" al 3%; oppure lo superi solo in via eccezionale e temporanea e sia vicino al 3%.
2. Il rapporto debito/PIL sia inferiore al 60%; oppure, se lo supera, si stia riducendo in misura sufficiente e si avvicini al valore di riferimento con ritmo adeguato.

Se una di queste condizioni non è verificata, il deficit è eccessivo. In passato, l'attenzione delle Autorità europee era molto concentrata sui flussi, e il **criterio del debito** era quasi ignorato. I margini di flessibilità previsti dal Trattato nell'interpretazione del criterio sul debito sono stati però ridotti dalla riforma del Regolamento 1467/97 effettuata nel **2011**, molto condizionata dalla percezione che i Paesi ad alto debito potevano porre dei rischi fatali alla sopravvivenza dell'Unione Monetaria. In **cambio dell'introduzione di meccanismi di sostegno a garanzia del rifinanziamento del debito in scadenza, sono stati introdotti obblighi più rigidi di riduzione dei livelli di debito**. Nel regime in vigore, si prescrive che la differenza fra il rapporto debito/PIL e la soglia del 60% debba essere ridotta in media di 1/20 all'anno su periodi di osservazioni triennali. Se non fossero previste eccezioni o interpretazioni flessibili, la regola sarebbe sostanzialmente impossibile da rispettare nei prossimi anni, quando la crescita reale sarà prevedibilmente inesistente o molto bassa in diversi Paesi dell'Eurozona. Tuttavia, qualche spazio di manovra è ancora previsto:

- Il **periodo di osservazione** include o gli ultimi tre anni per i quali siano disponibili dati (misura retrospettiva), o l'ultimo periodo per cui siano disponibili dati e le proiezioni della Commissione Europea per il biennio successivo (misura prospettica).

- Il principale margine di flessibilità rimasto riguarda proprio l'influenza della crescita: infatti, la valutazione della Commissione Europea deve tenere conto della "influenza del ciclo economico sul ritmo della riduzione del debito"⁹. Questo aspetto sarà cruciale nei prossimi anni, perché l'impatto negativo delle misure di austerità sul Prodotto Interno Lordo rende alquanto improbabili riduzioni dei livelli di debito durante le fasi di riduzione attiva del deficit. Da questo punto di vista, la metodologia corrente prevede il calcolo di una correzione ciclica per la dinamica del debito pubblico: il rapporto debito/PIL corretto viene calcolato sommando al debito effettivo le componenti cicliche del deficit degli ultimi 3 anni, e dividendo per il valore del PIL nominale che si sarebbe ottenuto con una crescita in linea al potenziale¹⁰. Il debito è eccessivo se *tutte e tre* le misure citate (quella retrospettiva, quella prospettica e quella corretta per il ciclo) non rispettano la regola del ventesimo.
- Il regolamento prevede un **avvio ritardato della norma per i Paesi sottoposti a procedura contro i disavanzi eccessivi alla data dell'8/11/2011**: in tal caso, la regola scatta tre anni dopo l'uscita dalla procedura e, nel frattempo è previsto un complesso regime transitorio¹¹.
- **Altri margini di flessibilità sono previsti se il criterio del deficit è rispettato**: in tal caso, la Commissione tiene conto anche di altri fattori: sviluppi sul fronte della crescita potenziale, precedenti in termini di rispetto dei programmi fiscali, adozione di misure contro gli squilibri macroeconomici, sviluppi debitori di medio termine, parametri di sostenibilità, partecipazione ai programmi europei di sostegno¹².

Procedure contro i disavanzi eccessivi (in corso, o chiuse recentemente)

Paese	Inizio	Fine	Paese	Inizio	Fine
Austria	Dic 2009	2013	Italia	Dic 2009	Giu 2013 (+)
Belgio	Dic 2009	2013 (2012)	Lussemburgo	-	-
Cipro	Lug 2010	2016	Malta	Giu 2013 (*)	2014
Estonia	-	-	Olanda	Dic 2009	2014 (2013)
Finlandia	Lug 2010	Lug 2011	Portogallo	Dic 2009	2015 (2014)
Francia	Apr 2009	2015 (2013)	Slovenia	Dic 2009	2015 (2013)
Germania	Dic 2009	Giu 2012	Slovacchia	Dic 2009	2013
Grecia	Apr 2009	2016	Spagna	Apr 2009	2016 (2014)
Irlanda	Apr 2009	2015			

Note: (*) proposta dalla Commissione; precedente procedura dal luglio 2009 al dicembre 2012; (+) proposta dalla Commissione, non ancora approvata dal Consiglio. Fonte: sito web della Commissione Europea

Per quanto riguarda il **limite sul deficit**, il regolamento 1467/97 specifica, all'art 2.1, quando lo sfioramento del limite del 3% può essere considerato "eccezionale e temporaneo":

- È considerato **eccezionale** "quando risulta da un evento inconsueto non soggetto al controllo dello Stato membro interessato", oppure se è determinato "da una grave recessione economica". Lo sfioramento si può considerare eccezionale se è dovuto a una contrazione del PIL reale o a un periodo prolungato di crescita del PIL reale inferiore rispetto al potenziale (art. 2.2).
- È considerato **temporaneo** se le proiezioni della Commissione indicano che il disavanzo diminuirà al di sotto del valore di riferimento dopo che siano cessati l'evento inconsueto o la grave recessione economica.

⁹ Regolamento 1467/97, testo consolidato, art. 2.1a, ultimo capoverso.

¹⁰ V. "Vade mecum on the Stability and Growth Pact", *European Economy: Occasional Papers* no 151, p. 50.

¹¹ Regolamento 1467/97, testo consolidato, art. 2.1a, secondo capoverso. Le regole transitorie sono spiegate alle pagg. 50-52 del Vademecum di cui alla nota 2 e nell'Appendice 6 dello stesso.

¹² L'elenco completo si trova nel Reg. 1467/97, art. 2.3.

L'eccezionalità, quindi, non si applica se lo sfioramento è legato a misure una tantum (sono temporanee, ma non eccezionali), mentre potrebbe applicarsi se il superamento del limite fosse spiegato dalla contrazione del PIL.

Le misure di repressione contro i disavanzi eccessivi

Una volta riscontrato che il disavanzo è eccessivo (che, come detto, può avvenire sul fronte dei flussi o su quello del debito), scatta la **procedura contro i disavanzi eccessivi** (Excessive Deficit Procedure). Il punto di partenza è una proposta di **raccomandazione** formulata dalla Commissione che fissa una **scadenza** per la correzione del deficit e una **sequenza di target annuali di bilancio**. La correzione minima richiesta è stabilita sul saldo strutturale (cioè al netto di una tantum ed effetti ciclici), che deve migliorare *come minimo* dello 0,5% ogni anno, e comunque abbastanza da garantire il rientro sotto la soglia entro la scadenza prevista. La raccomandazione normalmente segnala la dimensione delle manovre correttive necessarie, rispetto agli scenari a politiche invariate. Inoltre, i nuovi regolamenti noti come *Two Pack* prevedono l'imposizione di programmi di riforme strutturali finalizzati al miglioramento di crescita e produttività e dell'obbligo di fornire informazioni sullo stato di esecuzione del budget; se lo Stato sta anche sperimentando difficoltà finanziarie, scatta un processo speciale di monitoraggio da parte della Commissione Europea ("**enhanced surveillance**")¹³.

La raccomandazione deve essere approvata dal Consiglio Europeo. Lo Stato Membro ha quindi un massimo di **sei mesi per adottare le azioni necessarie**, che possono essere accorciati a tre se la situazione è giudicata molto seria. Perciò, ci si può attendere che quest'anno i Paesi per i quali è stata identificata una necessità di nuove correzioni fiscali a valere sul 2014 annuncino le nuove misure entro la fine dell'anno.

La procedura prevede la **possibilità di estendere le scadenze** per la correzione del deficit eccessivo, opzione frequentemente utilizzata negli ultimi anni. Le due condizioni necessarie previste dall'art. 3.5 del regolamento 1467/97 sono le seguenti:

1. La Commissione deve certificare che sono state adottate misure efficaci, coerenti con le raccomandazioni.
2. Si sono verificati eventi economici avversi inattesi dopo la chiusura della raccomandazione con ripercussioni negative importanti sul bilancio pubblico.

In tali circostanze, la Commissione può proporre una dilazione di uno o più anni per la correzione del deficit.

Se il programma di correzione viene rispettato, la procedura viene sospesa, e nessuna azione viene intrapresa sul fronte delle Autorità europee. Al contrario, la procedura prevede una serie di passi ulteriori qualora lo Stato Membro non prenda le misure richieste. In caso di perdurante inosservanza, l'escalation di interventi può sfociare nell'erogazione di sanzioni, fino a un massimo di 0,5% del PIL di un anno.

Prevenire il crimine – i meccanismi di programmazione fiscale a medio termine

Il quadro fiscale di medio termine per i Paesi dell'Eurozona è vincolato dalle regole sul cosiddetto braccio preventivo del Patto di Stabilità, il Regolamento 1466/97 emendato più volte, e dal Fiscal

¹³ Le disposizioni sono incluse nei regolamenti n° 472/2013 e n° 473/2013 del 21 maggio 2013, che riprendono prescrizioni incluse nel Fiscal Compact. Il Reg. 473/2013 ha anche introdotto l'obbligo di presentare il budget entro il 15 ottobre di ogni anno e di adottarlo entro il 31 dicembre, dopo il parere della Commissione, che viene rilasciato entro il 30 novembre.

Compact, il Trattato integrativo sottoscritto da 23 Stati Membri. Ad essi si sono aggiunti i Regolamenti del *Two Pack* citati sopra.

Sottoscrivendo il **Fiscal Compact**¹⁴, gli Stati si sono impegnati a conseguire un **saldo strutturale nullo o attivo, con una tolleranza pari allo 0,5% del PIL** (art. 1), e ad assicurare una rapida convergenza agli obiettivi di medio termine. Soltanto se il rapporto debito/PIL è significativamente inferiore al 60% e se i rischi di insostenibilità sono bassi il margine di tolleranza può essere innalzato all'1% del PIL, la norma prevista dal Patto di Stabilità. Deviazioni da questo limite sono concesse soltanto in circostanze eccezionali, cioè a fronte di eventi inconsueti fuori dal controllo dello Stato Membro o di gravi recessioni. La violazione del Trattato può condurre a un giudizio di fronte alla Corte di Giustizia e all'erogazione di sanzioni fino allo 0,1% del PIL annuale¹⁵.

Queste disposizioni si intersecano con quelle del patto di stabilità. Ogni Stato Membro ha un **obiettivo fiscale di medio termine**, fissato in modo da garantire il rispetto del limite del 3%, la sostenibilità del debito e un adeguato margine di manovra per politiche anticicliche¹⁶. Quest'ultima condizione è di rado rispettata, in quanto la correzione fiscale è stata per lo più effettuata in periodi di recessione. Inoltre, fino a raggiungimento dell'obiettivo, il piano fiscale pluriennale, presentato dagli Stati entro il 30 aprile di ogni anno, deve garantire un **tasso di crescita della spesa primaria, al netto dell'impatto di misure discrezionali sulle entrate, inferiore a quella del PIL potenziale**; ogni eccesso deve essere compensato da aumenti discrezionali delle entrate. Analoghi limiti valgono per le riduzioni discrezionali delle entrate, che devono essere coperte da tagli di spesa o da incrementi di altre entrate¹⁷.

L'avvicinamento all'obiettivo di medio termine avviene con una **correzione minima del saldo strutturale pari allo 0,5% del PIL all'anno**, che però può essere superiore se il rapporto debito/PIL è maggiore del 60% o se si ritiene che esistano rischi pronunciati per la sostenibilità. In pratica, una correzione più ampia è la norma quando il livello di partenza del saldo strutturale è lontano dal pareggio.

Il monitoraggio della performance prevede un piccolo **margine di tolleranza**. La deviazione dal sentiero di consolidamento è significativa se lo scarto a livello di deficit strutturale supera lo 0,5% in un anno, o se supera lo 0,25% per due anni consecutivi; lo scostamento risulta significativo anche se la dinamica della spesa eccede l'obiettivo per almeno lo 0,5% in uno o due anni. Anche se una di queste condizioni si verifica, la deviazione può essere comunque ignorata se dipende da fatti fuori dal controllo dello Stato Membro o da una severa recessione per l'Eurozona nel suo complesso¹⁸.

Le **condizioni previste per il braccio preventivo della procedura sono normalmente più restrittive rispetto ai criteri che definiscono il deficit eccessivo, ma ciò può non essere vero in presenza di *output gap* molto ampi**. Non si può escludere, infatti, che dopo un lungo periodo di recessione il conseguimento dell'obiettivo di pareggio del bilancio strutturale si riveli insufficiente a mantenere il deficit non corretto per il ciclo sotto il 3%, o a garantire un calo del debito adeguato. In tal caso, è auspicabile che siano usati i margini di flessibilità previsti dal patto di stabilità per giustificare uno sfioramento dei limiti, piuttosto che imporre politiche fiscali intempestivamente pro-cicliche che conducano ad avanzi strutturali di bilancio.

¹⁴ V. *Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'unione economica e monetaria*, 2 marzo 2012.

¹⁵ V. art. 8 del Trattato.

¹⁶ Regolamento 1466/97, testo consolidato, art. 2a.

¹⁷ *Ib.*, art. 5.1.

¹⁸ *Ib.*, art. 6.3.

Il braccio preventivo e quello correttivo del nuovo regime fiscale hanno implicazioni diverse in base ai punti di partenza: il caso di Spagna e Italia

Illustriamo cosa implicano l'applicazione del braccio correttivo e del braccio preventivo del nuovo regime di conduzione della politica fiscale nel caso della Spagna e dell'Italia. Simuliamo l'effetto delle nuove regole sul saldo primario utilizzando le stime della Commissione sia sulla crescita del PIL reale, che del PIL potenziale (come riportate nel Fiscal Sustainability Report 2012)¹⁹ e le proiezioni per i saldi di finanza pubblica come da raccomandazioni della Commissione dello scorso 29 maggio.

La Spagna rimane in procedura di deficit eccessivo e la Commissione ha concesso al Paese un'estensione di due anni, fino al 2016, per riportare il deficit al di sotto della soglia del 3%. Il percorso di rientro del disavanzo eccessivo è concordato fino a quella data. Nelle raccomandazioni dello scorso 29 maggio, la Commissione ha indicato che si aspetta che il deficit cali al -2,8% nel 2016 dal -10,6% del 2012 (-7,0% al netto delle misure a sostegno del sistema bancario). Nell'ipotesi, conservativa, che la spesa per interessi rimanga invariata sul livello previsto dalla Commissione nel 2014, il saldo primario chiuderebbe in surplus di 0,9% del PIL nel 2016, da un deficit di -7,7% nel 2012.

Cominciamo con il valutare il **miglioramento di saldo primario necessario a rispettare il "braccio correttivo"** del nuovo regime. Una volta chiusa la procedura di deficit eccessivo, ammesso che ciò avvenga effettivamente nel 2016, scatterebbe la **regola di riduzione del debito di 1/20 all'anno. Se la regola fosse applicata in modo letterale, la Spagna dovrebbe chiudere il 2017 con un surplus primario di 2,2 punti di PIL, in aumento di 1,3 punti rispetto alle stime della Commissione per il 2016** (v. Fig. 1). Ma per i Paesi usciti dalla procedura di deficit eccessivo dopo il 2011, nei tre anni successivi, la regola è applicata in modo più flessibile²⁰. Comunque, **il saldo primario dovrebbe migliorare di almeno 1,0 punti di PIL rispetto al 2016. L'applicazione del "braccio preventivo" ovvero del rispetto, nel medio termine, di un deficit strutturale non superiore a -0,5% di PIL implicherebbe per la Spagna un miglioramento del saldo primario nel 2017 di 2,5 punti di PIL.** La regola diventerà stringente nel momento in cui il Paese uscirà dalla procedura di deficit eccessivo e quando gli obiettivi sul saldo strutturale non saranno concordati con la Commissione. Si noti che il deficit strutturale spagnolo ha chiuso a -5,5% del PIL nel 2012 e che la Commissione, nelle raccomandazioni di maggio, si aspetta che cali al -1,5% del PIL nel 2016 con un miglioramento strutturale di 1,1 punti nel 2013, di 0,8 nel 2014-15 e di 1,2 nel 2016.

Veniamo ora al **caso italiano**. La Commissione, con le raccomandazioni di maggio, ha confermato l'uscita del Paese dalla procedura di deficit eccessivo. La Commissione si aspetta un deficit di -2,9% del PIL quest'anno e di -2,5% nel 2014. Il saldo primario nelle stime della Commissione è visto al +3,1% del PIL nel 2014, in miglioramento dal +2,5% del 2012. **L'applicazione letterale della regola sul debito imporrebbe all'Italia di raggiungere un saldo primario di 5,6 punti di PIL e quindi una correzione fiscale rispetto al 2014 di 2,5 punti di PIL** (v. Fig. 2). In pratica, il regime di transizione consentirà un incremento più graduale, ma soltanto per pochi decimi di punto.

L'applicazione **della regola del Fiscal Compact sul pareggio strutturale imporrebbe all'Italia una correzione del saldo primario aggiuntiva di soli 0,5 punti di PIL nel 2015** (v. Fig. 2) questo perché secondo le stime della Commissione il deficit strutturale dovrebbe essere di -0,7% del PIL già nel 2014.

¹⁹ http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2012/pdf/ee-2012-8_en.pdf

²⁰ Si veda l'Allegato 6 del citato "Vade mecum on the Stability and Growth Pact".

Gli esempi illustrati **suggeriscono che non necessariamente la regola preventiva è meno stringente della regola correttiva**. Nel caso della Spagna il rispetto della norma di un deficit strutturale non superiore a -0,5% del PIL è più pesante della regola di riduzione del debito, mentre nel caso dell'Italia, si verifica esattamente l'opposto. Ciò si spiega, come spesso succede in economia, dati i diversi punti di partenza. In Italia, il debito è molto più elevato che in Spagna e quindi la regola di correzione del debito, anche se applicata con un'attenuante, è più vessatoria. Allo stesso tempo, secondo le stime della Commissione, al momento dell'applicazione del vincolo di pareggio strutturale del bilancio (2015 per l'Italia e 2017 per la Spagna) l'Italia dovrebbe operare con un output gap circa doppio rispetto alla Spagna; dunque il peso della componente ciclica per l'Italia è più ampio, e la correzione strutturale residuale richiesta meno pesante.

La stima dell'*output gap* incide in modo molto significativo sullo sforzo fiscale richiesto ai Paesi

Data la maggiore enfasi posta dal *fiscal compact* sui saldi strutturali, vale la pena ricordare che la determinazione della posizione ciclica di un'economia diventa assai rilevante. Notoriamente l'ampiezza dell'*output gap* dipende dalla stima del PIL potenziale. Quest'ultima è una costruzione teorica, tipicamente viene stimata a partire da una funzione di produzione in cui entrano i fattori capitale e forza lavoro di pieno impiego o, alternativamente, mediante tecniche statistiche di livellamento. Il risultato dipende pesantemente dalle scelte metodologiche adottate. La stima del PIL potenziale mediante funzione di produzione dipende dalla stima dello stock di capitale e dalla stima della forza lavoro potenziale, che dipende a sua volta dalla dinamica attesa del tasso di partecipazione e dalla stima del tasso di disoccupazione di lungo termine.

La stessa Commissione riconosce che le stime di *output gap* sono tipicamente soggette a un ampio margine di discrezionalità, in parte legato alla difficoltà di definire e stimare la disoccupazione strutturale di lungo termine e il *trend* degli investimenti. La metodologia usata dalla Commissione Europea per stimare la crescita potenziale e l'*output gap* è stata concordata da un Gruppo di lavoro dedicato (OGWG) ed è descritta in un recente studio pubblicato nella collana *European Economy*²¹. Come può vedersi nella tabella 1, le stime della Commissione dell'*output gap* differiscono significativamente da quelle dell'OCSE. In generale, l'andamento del PIL potenziale stimato dalla Commissione presenta fluttuazioni più ampie rispetto a quello stimato dall'OCSE, sicché nel 2013 l'*output gap* della Spagna rimarrebbe stabile nonostante una contrazione del PIL di 1,5 punti. L'OCSE stima difatti che la crescita del PIL potenziale resti circa costante a 1,3%, mentre la Commissione stima un calo del PIL potenziale nel 2013 di 1,5%.

Ciò ha implicazioni non trascurabili per correzione fiscale strutturale richiesta ai Paesi in esame. **Il peso del ciclo nella correzione dei saldi di bilancio cambia, difatti, in base alle stime di *output gap***. La componente ciclica del deficit è data dall'interazione dell'elasticità rispetto al ciclo con l'*output gap*. Se l'*output gap* è più ampio, la componente ciclica è più ampia e viceversa. Nel caso della Spagna, come mostra la tabella, se si usassero per l'*output gap* le stime dell'OCSE, la componente ciclica del saldo di bilancio spagnolo sarebbe circa pari a 5 volte quella stimata dalla Commissione e consiglierebbe una strategia di risanamento fiscale decisamente meno aggressiva di quella che implicano i numeri della Commissione.

²¹ G. Mourre, G.-M. Isbasoiu, D. Paternoster & M. Salto: "The cyclically-adjusted budget balance used in the EU fiscal framework: an update", *European Economy: Economic Papers* no 478, Marzo 2013.

Tab. 1 – La stima dell' <i>output gap</i> incide in maniera drammatica sulla correzione dei saldi strutturali					
	2010	2011	2012	2013	2014
<i>Output gap</i>					
Italia EU Comm.	-1.8	-1.6	-3.1	-4.0	-3.2
Italia OCSE	-2.8	-2.4	-4.5	-5.8	-5.3
Spagna EU Comm.	-4.7	-4.1	-4.6	-4.6	-2.3
Spagna OCSE	-5.4	-5.9	-7.7	-9.6	-9.4
<i>Componente ciclica del saldo di bilancio in % del PIL</i>					
Italia EU Comm.	-1.0	-0.9	-1.7	-2.2	-1.7
Italia OCSE	-1.5	-1.3	-2.4	-3.2	-2.9
Spagna EU Comm.	-2.3	-2.0	-2.2	-2.2	-1.1
Spagna OCSE	-2.6	-2.8	-3.7	-4.6	-4.5

Fonte: AMECO, OECD ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Per approfondire

La Commissione Europea ha recentemente pubblicato tre lavori che spiegano in modo trasparente ed esaustivo il modo in cui vengono applicate le regole fiscali:

1. Una introduzione non tecnica al patto di stabilità è "Building a Strengthened Fiscal Framework in the European Union: A Guide to the Stability and Growth Pact", *European Economy: Occasional Papers* no 150, May 2013.
2. Un manuale più dettagliato sulle procedure è il "Vade mecum on the Stability and Growth Pact", *European Economy: Occasional Papers* no 151, May 2013.
3. Le tecniche di correzione degli effetti ciclici sono trattate in "The cyclically-adjusted budget balance used in the EU fiscal framework: an update", *European Economy: Economic Papers* no 478, Marzo 2013.

Regno Unito – Ripresa: con ulteriore stimolo sarebbe meglio

Lieve revisione al rialzo per la crescita attesa del Regno Unito quest'anno, da 0,7% a 0,9%. Il 2013 è partito con un rimbalzo del PIL a +0,3% dopo la contrazione del 4° trimestre del 2012, ma lo spaccato per componenti non è molto incoraggiante. I consumi privati hanno rallentato e gli investimenti hanno segnato a fatica un progresso positivo. Esportazioni e importazioni si sono contratti di nuovo, così come nel 4° trimestre e il contributo alla crescita del canale estero è passato da negativo a positivo solo per l'ampia contrazione dell'import. Il decumulo di scorte infine è stato molto ampio. Il secondo trimestre dovrebbe migliorare solo leggermente. L'entità complessiva della crescita del PIL dovrebbe restare pressoché analoga al 1° trimestre (+0,3% t/t stimato), ma con uno spaccato per componenti leggermente più equilibrato: investimenti in modesta ripresa e ritorno atteso in territorio positivo per crescita di esportazioni e importazioni, le prime grazie anche al tendenziale indebolimento del cambio. Il quadro **però**, a queste condizioni, è quello di **una ripresa fragile**, che rischia di venir meno al primo shock esogeno negativo. È per questo che ulteriore sostegno dal lato della politica monetaria sarebbe utile, soprattutto se tempestivo. Negli ultimi mesi la Bank of England ha mostrato il massimo della spaccatura all'interno del *board*, con 3 membri su 9, incluso l'ex governatore King, che hanno votato per un aumento dell'APF per 5 mesi consecutivi. Ora a King subentrerà Mark Carney dalla prossima riunione BoE del 3-4 luglio e ad agosto la Banca centrale renderà note le linee guida del nuovo *framework* di politica monetaria dopo la revisione del mandato di policy attuata a marzo. Le attese sono per l'introduzione di una *forward guidance*, stile Fed o Bank of Canada, ma gli strumenti che la BoE potrebbe utilizzare per concedere ulteriore stimolo monetario sono molteplici, APF in primis. Il problema è che gli squilibri strutturali dell'economia britannica non possono essere affrontati solo con la politica monetaria e quest'anno l'aiuto che può fornire temporaneamente la politica fiscale è molto scarso se non nullo dato il risanamento in corso, a cui il Governo non intende cedere. D'altro canto ci aspettiamo che la sterlina si rafforzi se i dati non deluderanno e se la BoE metterà in atto misure a favore della crescita, quindi non c'è da attendersi che la riallocazione tra domanda interna e domanda estera avvenga tramite un aggiustamento del cambio. L'effetto sortito con l'ampliamento del FLS non è stato finora enorme, ma data la difficoltà del momento alcuni risultati positivi sono stati ottenuti. Perché possa re-innescarsi un circolo virtuoso tra crescita e domanda interna appare necessario che la ripresa in essere non venga compromessa: un seppur parziale sostegno da parte della politica monetaria sarebbe la soluzione migliore.

Asmara Jamaleh

Proiezioni	2012	2013	2014	2012			2013			2014	
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi cost., a/a)	0.2	0.9	1.9	0.1	0.0	0.3	1.1	0.8	1.5	1.9	2.0
t/t				0.7	-0.2	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6	0.5
Consumi privati	1.2	1.5	1.9	0.3	0.5	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6	0.4
Investimenti fissi	0.5	-2.0	6.6	-1.6	-4.9	0.2	1.4	3.0	2.0	1.5	1.0
Consumi pubblici	2.8	0.8	-0.6	0.9	0.8	0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2
Esportazioni	0.9	0.1	4.1	1.9	-1.9	-0.1	0.1	1.1	1.0	1.3	0.7
Importazioni	2.8	-0.9	4.5	0.6	-1.0	-2.0	0.2	1.3	1.4	1.4	0.9
Partite correnti (% PIL)	-3.7	-3.1	-2.9								
Deficit (% PIL)	-6.5	-6.0	-5.5								
CPI (a/a)	2.8	2.6	2.5	2.4	2.7	2.8	2.5	2.6	2.5	2.4	2.6
Produzione Industriale	-2.4	-0.7	1.2	0.6	-2.1	0.1	0.4	0.3	0.9	0.1	0.1
Disoccupazione (%)	4.8	4.5	4.5	4.7	4.7	4.6	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
Tasso interbancario a 3 mesi (%)	0.83	0.50	0.53	0.73	0.53	0.51	0.51	0.50	0.50	0.50	0.50
Sterlina/dollaro	1.58	1.55	1.63	1.58	1.61	1.55	1.54	1.53	1.58	1.61	1.63
Cambio effett. (1990=100)	83.1	81.9	87.3	84.1	83.7	80.4	80.7	82.1	84.3	85.5	87.2

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

Asia

Giappone – La luna di miele è finita: Governo e BoJ alla ricerca di strumenti per gestire gli effetti del rialzo delle aspettative di inflazione

- La svolta dell'economia giapponese, iniziata in autunno con il nuovo Governo e l'annuncio di cambiamenti radicali alla strategia di politica monetaria, prosegue. La crescita nel 2013 è prevista a +1,8%, in accelerazione nel 2014 a +2,3%.
- La ripresa è ormai consolidata: la crescita è forte già da inizio 2013 grazie al sostegno dei consumi e dell'edilizia residenziale. Nei trimestri successivi si dovrebbe vedere una significativa accelerazione di tutte le componenti della domanda aggregata: non solo investimenti pubblici, ma anche esportazioni e investimenti fissi non residenziali.
- L'inflazione rimane negativa, ma le previsioni sono di graduale ritorno a un aumento dei prezzi nella parte finale del 2013.
- La politica monetaria ha imboccato un sentiero aggressivamente espansivo, e determinato un netto rialzo delle aspettative di inflazione che si è riflesso in ampia volatilità sul mercato obbligazionario. La BoJ rimane impegnata a mantenere un ampio stimolo monetario fino al raggiungimento dell'obiettivo di inflazione del 2%, previsto entro il 2015. Le previsioni della Banca centrale sono probabilmente ottimistiche: l'inflazione dovrebbe tornare in territorio positivo da fine 2013 ma, al netto del rialzo delle imposte indirette, dovrebbe raggiungere il 2% dopo il 2015. Questo implica un periodo prolungato di espansione monetaria attraverso acquisti massicci di JGB.
- La politica fiscale nel 2013 resterà espansiva, con aumento degli investimenti pubblici e misure di stimolo per gli investimenti fissi delle imprese. In autunno verranno annunciati i dettagli del piano di sostegno della crescita, che dovrebbero includere la riduzione delle imposte per le imprese. Dal 2014 in poi la politica fiscale svolgerà, con la versione giapponese del *fiscal cliff*. L'imposta sui consumi dovrebbe aumentare a 8% dall'attuale 5% ad aprile 2014; il successivo rialzo dell'aliquota al 10% è previsto per ottobre 2015. Queste misure avranno effetti significativi sul sentiero della crescita e dell'inflazione fra inizio 2014 e fine 2015.

Giovanna Mossetti

Proiezioni	2012	2013	2014	2012			2013			2014	
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.9	1.8	2.3	0.3	0.4	0.2	0.9	2.7	3.4	3.6	2.1
- trim/trim annualizzato				-3.6	1.2	4.1	1.9	3.6	3.9	5.1	-4.1
Consumi privati	2.3	1.8	1.5	-1.6	1.8	3.6	2.0	1.8	2.5	5.0	-5.1
IFL - priv. non residenziali	1.9	-2.6	4.4	-12.4	-5.7	-1.2	0.5	1.5	3.0	4.5	7.3
IFL - priv. residenziali	3.0	8.6	0.5	6.3	14.9	7.6	2.7	12.0	10.0	-5.0	-5.5
Investim. pubblici	12.6	8.9	-2.5	13.6	11.1	1.6	5.0	18.0	1.5	-5.1	-14.9
Consumi pubblici	2.4	1.3	1.0	1.4	2.6	1.7	-0.6	1.2	1.6	1.2	1.2
Esportazioni	-0.1	0.8	8.4	-16.5	-11.3	16.1	2.0	7.0	6.5	10.5	9.0
Importazioni	5.5	1.0	4.6	-1.2	-8.5	4.0	3.5	4.0	4.0	5.5	4.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.2	0.1	0.2	0.0	-0.1	0.2	0.1	0.2	0.2	-0.5
Partite correnti (% PIL)	1.1	0.5	1.1	0.8	0.9	0.6	0.5	0.4	0.5	0.7	0.9
Deficit (% PIL)	-9.9	-9.4	-6.9								
Debito/PIL (% PIL)	209.6	212.7	210.0								
CPI (a/a)	0.0	0.1	2.9	-0.3	-0.2	-0.6	-0.4	0.4	0.9	1.3	3.5
Produzione Industriale	-1.0	0.4	6.9	-15.8	-7.2	8.9	7.3	4.7	8.4	7.3	7.1
Disoccupazione (%)	4.4	3.9	3.6	4.3	4.2	4.2	4.1	3.7	3.7	3.7	3.6
Tasso a 3 mesi - CD (%)	0.19	0.38	0.91	0.20	0.19	0.17	0.01	0.57	0.78	0.64	0.82
Dollaro/Yen (Yen)	79.8	98.8	106.1	78.6	81.2	92.1	98.7	100.3	104.1	105.5	106.5
Cambio effettivo (1990=100)	178.9	144.2	133.8	183.1	175.0	153.5	143.9	142.7	136.9	134.3	133.2

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

Fonte: Datastream, Intesa Sanpaolo

Economia in ripresa: domanda privata e pubblica si rinforzano reciprocamente

La svolta dell'economia giapponese, iniziata in autunno con il nuovo Governo e l'annuncio di cambiamenti radicali alla strategia di politica monetaria, prosegue. La netta inversione delle variabili finanziarie (cambio, mercato azionario, rendimenti reali), ininterrotta fino a inizio maggio, si sta trasferendo sulle variabili reali. La recente volatilità sui mercati per ora non mette a rischio l'uscita solida dalla recessione della seconda metà del 2012: l'economia è in ripresa anche più sostenuta del previsto già dal 1° trimestre (+0,9% t/t), grazie a una dinamica forte di consumi ed edilizia residenziale, con una moderata ripresa dell'*export*. Nei cicli del passato, le svolte cicliche in Giappone hanno seguito un copione comune: la forza trainante erano le esportazioni che stimolavano la domanda delle imprese e solo successivamente davano luogo all'accelerazione dei consumi. In questo ciclo, invece, la forza dello yen vista fino all'autunno 2012 ha indebolito esportazioni e investimenti delle imprese: questa volta sono i **consumi a fare da locomotiva alla crescita**.

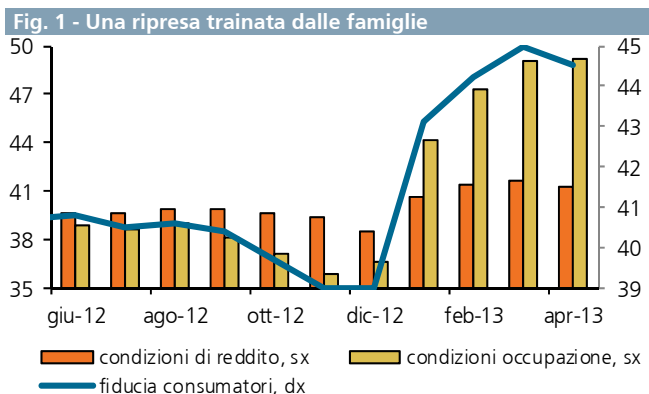
Nei prossimi trimestri l'espansione dovrebbe rafforzarsi con un contributo finalmente positivo degli investimenti privati (ancora in calo per il 5° trimestre consecutivo a inizio 2013) e con un'accelerazione degli investimenti pubblici nei due trimestri centrali dell'anno. **La crescita del PIL nel 2013 è prevista a 1,8%, in accelerazione a +2,3% nel 2014**. Come noto, il biennio 2014-15 sarà caratterizzato da ampia volatilità della crescita per via del rialzo atteso in due fasi dell'imposta sui consumi (aprile 2014, ottobre 2015). Al momento, la strategia del Governo, mirata a rafforzare la ripresa nel 2013 per poter attuare la restrizione fiscale nel biennio successivo, sembra essere in linea con le aspettative. L'aggressiva espansione monetaria, sostenuta anche dall'annuncio di un obiettivo di inflazione al 2%, sta dando i suoi frutti in termini di aspettative di inflazione e di spinta dei tassi reali in territorio negativo.

Accelerazione di consumi ed edilizia residenziale, investimenti delle imprese in via di ripresa

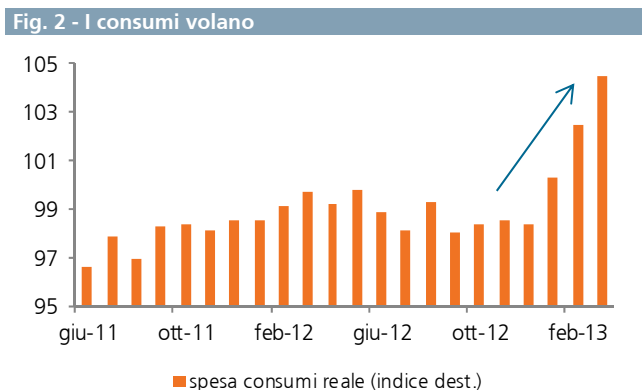
La domanda domestica privata a inizio 2013 è cresciuta di 0,5% t/t. In particolare, i dati del PIL del 1° trimestre e quelli rivisti del 4° trimestre 2012 mostrano un quadro molto positivo per i **consumi**, in aumento di 0,9% t/t e di 0,4% t/t, rispettivamente. Il miglioramento del mercato del lavoro, l'aumento della fiducia e il significativo rialzo delle aspettative di inflazione puntano a un andamento ancora sostenuto della spesa delle famiglie. Nel 1° trimestre, le retribuzioni sono aumentate del 2,1% t/t (annualizzato), più che compensando il calo di -1,6% t/t di fine 2012: la ripresa del reddito da lavoro e la riduzione del tasso di risparmio hanno finanziato l'accelerazione dei consumi. Nel 2013 i consumi dovrebbero crescere di 1,8%, con una forte accelerazione fra fine 2013 e inizio 2014, in anticipazione del rialzo dell'imposta sui consumi. Le aspettative di inflazione hanno fatto un balzo verso l'alto ad aprile (v. fig. 7).

In questo ciclo, gli **investimenti** delle imprese sono stati l'anello debole della ripresa, al contrario di quanto avvenuto nei cicli passati. Ancora nel 1° trimestre 2013 gli investimenti fissi sono stati in calo di -0,7% t/t, ma le indagini puntano a una stabilizzazione nel 2° trimestre e a un'accelerazione successiva, grazie anche al duraturo deprezzamento dello yen. La produzione industriale ad aprile ha segnato un ampio rimbalzo (+1,7% m/m): sulla base delle proiezioni delle imprese, che vedono stabilizzazione a maggio e calo di -1,4% m/m a giugno, la variazione trimestrale della produzione sarebbe comunque sostenuta a +1,9% t/t. Gli ordini nelle indagini di settore sono in ripresa e gli indici di aspettative sono coerenti con variazioni positive degli investimenti fissi nella seconda metà dell'anno. La crescita nel 2013 dovrebbe essere negativa (-3,1%), e seguita da espansione nel 2014 (+4,4%).

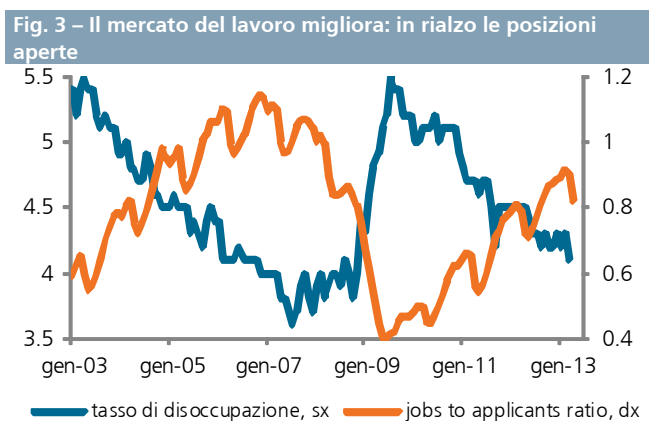
Il **canale estero** ha contribuito marginalmente alla crescita a inizio 2013, con un sorprendente aumento delle esportazioni (+3,8% t/t). Il deprezzamento dello yen dovrebbe determinare una dinamica positiva dell'*export* nel 2° semestre e nel 2014, con una variazione annua di 0,8% nel 2013 e 8,4% nel 2014. Le importazioni nel prossimo biennio (+1% nel 2013 e +4,6% nel 2014) saranno frenate dal deprezzamento del cambio.



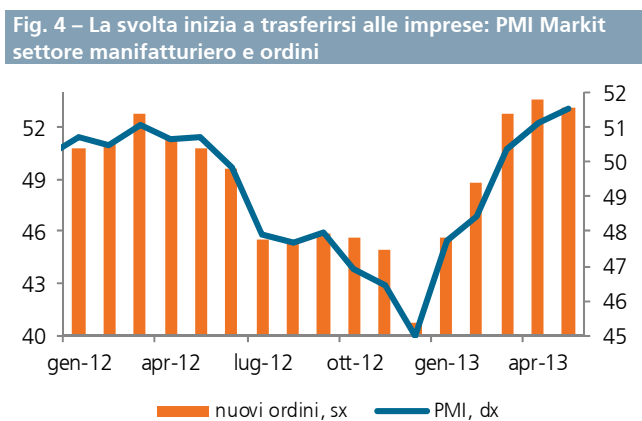
Fonte: Thomson Reuters-Datastream



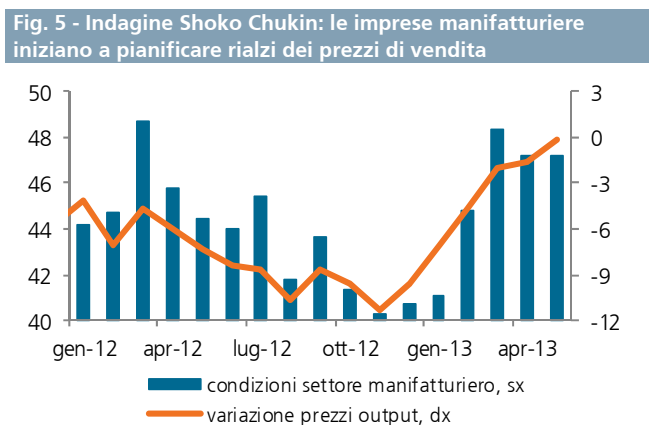
Fonte: Thomson Reuters-Datastream



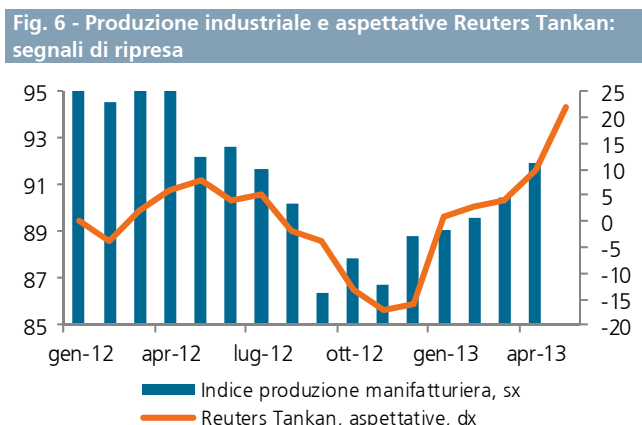
Fonte: Thomson Reuters-Datastream



Fonte: Thomson Reuters-Datastream



Fonte: Thomson Reuters-Datastream



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Politiche economiche: la fine della deflazione è il fulcro della svolta, ma è difficile da gestire

1. Politica monetaria. A inizio aprile la BoJ ha annunciato la nuova linea di politica monetaria (v. Weekly Economic Monitor del 5/4/2013). La strategia della nuova leadership ricalca quella della Fed, assegnando un ruolo centrale alla modifica delle aspettative nella trasmissione delle misure espansive. Fino a inizio maggio questo meccanismo "qualitativo" è stato molto efficace e ha generato trend omogenei e fortemente espansivi per le principali variabili finanziarie, con

ampi rialzi dei prezzi di tutte le tipologie di attività finanziarie e deprezzamento del cambio. Più recentemente, il significativo aumento dei rendimenti obbligazionari registrato ad aprile e collegato in parte al **rialzo delle aspettative di inflazione**, è stato accompagnato da ampie prese di profitto sul mercato azionario e a una stabilizzazione del sentiero di deprezzamento del cambio. In parte questo ritracciamento è fisiologico (fra inizio novembre e il picco del 22 maggio, il Nikkei era aumentato dell'80,3%, da gennaio al 22 maggio, del 50,3%). Dopo le correzioni viste fra il 22 maggio e il 3 giugno, l'indice rimane ancora il 53,1% al di sopra del livello di inizio novembre 2012. Il cambio dollaro/yen si è deprezzato fra novembre e il 22 maggio del 30%, nel periodo esteso fino al 3 giugno, il deprezzamento è ridotto di poco, a 26,3%. I fondamentali macro non sono cambiati e non ci sono motivi per una svolta negativa radicale dei mercati finanziari: dal punto di vista macroeconomico, anzi, si comincia a vedere la trasmissione dello stimolo finanziario sulla crescita, soprattutto sui consumi.

La **BoJ mira ora a controllare il premio al rischio sui JGB**, fattore cruciale, man mano che aumentano non solo le aspettative, ma anche l'inflazione effettiva. La Banca centrale ha tenuto una riunione con gli specialisti per potenziare la **comunicazione con il mercato**, aumentando i dettagli disponibili riguardo agli acquisti di titoli in termini di tipologia e quantità. **Alla riunione di politica monetaria di giugno** ha deluso le aspettative di modifica della durata delle operazioni di rifinanziamento e ha mantenuto invariate le misure di stimolo: 1) base monetaria in aumento di 60-70 tln di yen all'anno, 2) acquisti di JGB per circa 50 tln di yen all'anno con scadenza media di 7 anni, 3) acquisti di ETF e di J-REITs per incrementi di 1 tln e 30 mld di yen all'anno, rispettivamente, 4) acquisti di carta commerciale e corporate bonds in modo da detenere 2,2 tln e 3,3 tln di yen rispettivamente a fine 2013, con l'obiettivo di mantenere stabile tale livello successivamente. Per ora la Banca centrale intende provare a calibrare gli acquisti (maggiore frequenza, maggiore distribuzione su tutti i tratti della curva) prima di introdurre eventuali nuove misure. Nel mese di aprile, quando si è registrato il crollo dei prezzi dei JGB, le banche hanno ridotto il loro portafoglio di titoli di Stato (v. fig. 11) a 156 tln da 166,6 tln a marzo. La correzione mensile di 10,5 tln ha più che compensato la variazione positiva che si era vista fra dicembre e marzo (+5,4 tln) nell'attivo delle banche. In caso di ulteriore turbolenza, resterà aperta l'opzione LTRO. Nei giorni di maggiore volatilità la BoJ è intervenuta iniettando liquidità con operazioni a 1 anno, con risultati moderatamente positivi di controllo del rialzo dei rendimenti dei JGB. Più recentemente i rendimenti sono stati più stabili e il focus si è spostato sulla politica fiscale.

Caratteristiche del programma di acquisto titoli della BoJ

1. **Ammontare degli acquisti:** circa 7 tln di yen al mese

2. **Frequenza degli acquisti:** circa 8 volte al mese

3. **Acquisti per tipologia di titoli:**

Acquisti mensili di JGB per scadenza					
<1 anno	fra 1 e 5 anni	fra 5 e 10 anni	>10 anni	obbligazioni tasso variabile	obbl. indicizzate all'inflazione
0.22 tln yen al mese	3-3.5 tln al mese	3-3.5 tln al mese	0.8-1.2 tln al mese	0.14 tln yen al mese (ogni 2 mesi)	0.02 tln al mese (ogni 2 mesi)

Fonte: Ministero delle Finanze

2. **Politica fiscale: in partenza la terza freccia dell' "Abenomics"**. La strategia del Governo entrato in carica nell'autunno 2012, definita "Abenomics", è articolata su tre punti (le 3 "freccie"): massiccio stimolo fiscale, politica monetaria aggressiva e riforme strutturali a sostegno della competitività. Le prime due frecce sono state scoccate nei primi mesi del 2013. Lo stimolo fiscale è stato annunciato con un budget supplementare di 13,7 tln di yen (2,7% del PIL) mirato a espandere gli investimenti pubblici nei trimestri centrali del 2013, per dare una sferzata alla crescita. Il Governo punta a fare ripartire la crescita prima di mettere in atto il consolidamento

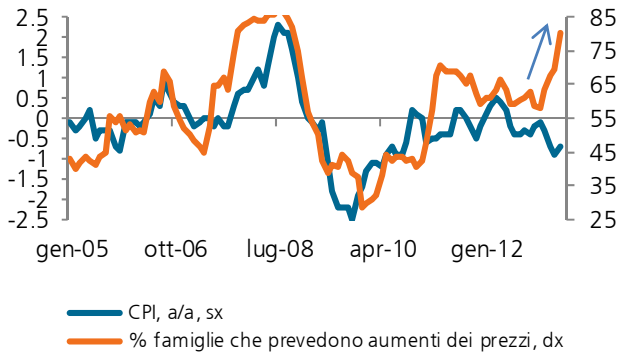
fiscale incentrato sul rialzo dell'imposta sui consumi dal 5% all'8% ad aprile 2014 e al 10% a ottobre 2015. La svolta espansiva alla politica monetaria è stata ufficializzata a inizio aprile. Il 5 giugno il **Primo Ministro ha annunciato le linee guida del piano pro-crescita, con obiettivi ambiziosi, ma ha fornito poche nuove informazioni sui dettagli attuativi**. Secondo Abe, le riforme dovrebbero aumentare la partecipazione femminile alla forza lavoro, promuovere innovazione e investimenti in modo da portare a una crescita del PIL del 2% nel prossimo decennio, del 3% annuo dei salari (a condizione che si raggiunga l'obiettivo di inflazione al 2% entro 2 anni). Le misure pro-crescita includono una lunga lista di obiettivi di deregolamentazione dei mercati (incluso quello del lavoro), e di interventi per aumentare la competitività delle imprese, attraverso riduzioni delle imposte e sgravi fiscali per gli investimenti, interventi per riattivare le centrali nucleari e ridurre il costo dell'energia, e modifiche del funzionamento della burocrazia. Il piano include anche un insieme di misure che dovrebbero avere effetti di breve termine, per esempio modifiche ai vincoli imposti ai fondi pensione pubblici, in modo da permettere di diversificare il portafoglio investendo anche in attività più rischiose rispetto alle obbligazioni domestiche. Il discorso di Abe ha deluso le aspettative, dando pochi dettagli relativi alle misure che dovrebbero essere attuate per raggiungere gli obiettivi annunciati e indicando che le riforme dovrebbero iniziare a entrare in vigore non prima dell'autunno.

Il piano pro-crescita del Governo Abe. Il Governo ha presentato diverse parti del pacchetto pro-crescita fra aprile e giugno. Il calendario preliminare per l'approvazione e l'attuazione è il seguente: **14 giugno**: approvazione del pacchetto definitivo da parte del Governo; **26 giugno**: fine dell'attività dell'attuale sessione parlamentare; **4 luglio**: annuncio delle elezioni della Camera alta; **21 luglio**: elezioni. Le leggi attuative del pacchetto pro-crescita verranno presentate in Parlamento fra settembre e dicembre. Come appare evidente dalla tabella qui sotto, il piano è ancora vago, richiede tempi non brevissimi e per ora non include in modo esplicito le misure che potrebbero essere più efficaci per sostenere la crescita, in particolare la riduzione delle imposte sulle imprese e riforme del mercato del lavoro (deregolamentazione licenziamenti). Per questo sarà centrale la definizione delle caratteristiche delle "zone speciali", che dovrebbero avere imposte competitive con il resto dell'Asia e dell'OCSE.

Principali misure del piano pro-crescita	
Categoria	Obiettivo
Donne e lavoro	Quote per posizioni leadership. Eliminazione liste di attesa per nidi/asili e altro supporto per assistenza figli e reinserimento dopo maternità
Servizi medici e sanità	Iniziativa pubblico/privato, fondi per la ricerca, snellimento procedure per certificazione nuovi strumenti, istituzione di centro nazionale ricerca sanità, permesso vendita medicinali OTC su internet
Lavoro e occupazione	Facilitazione spostamento forza lavoro fra settori, obbligo corsi di inglese per dipendenti pubblici, supporto per corsi di qualificazione volontari
Attività d'impresa	Aumento investimenti privati di 7 tln di yen (1,5% del PIL) in 3 anni, incentivi per ammortamento accelerato, sostegno per finanziamento piccole/medie imprese, misure per uso efficiente di grandi basi dati, supporto per riorganizzazione
Industria	Raddoppio reddito agricoltura in 10 anni, deregolamentazione per incentivare imprese di grandi dimensioni, raddoppio export prodotti agricoli in 10 anni, supporto al finanziamento nel settore agricolo
Zone speciali	Istituzione zone speciali di impresa, con trattamento favorevole per tassazione e deregolamentazione
Riforma sistema elettrico	Deregolamentazione completa della fornitura ai privati, aumento degli investimenti nel settore di 1,5 volte rispetto al 2010

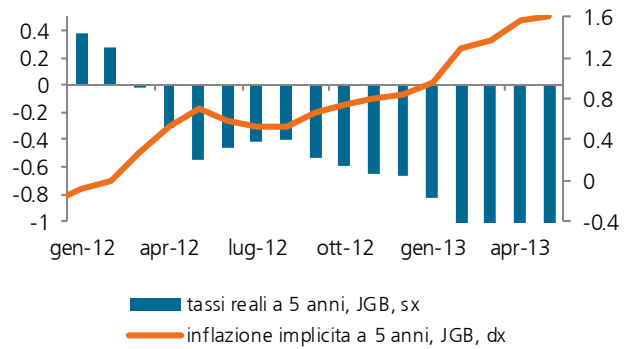
Fonte: Bloomberg, Ufficio del Primo Ministro

Fig. 7 - Aspettative di inflazione: gli annunci hanno funzionato



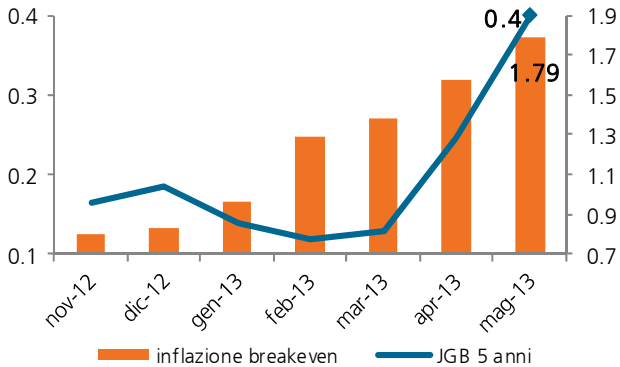
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 - Rialzi delle aspettative di inflazione anche sui mercati: i tassi reali scendono...



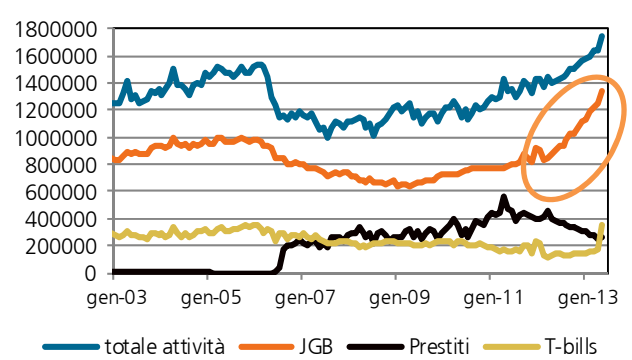
Fonte: Bloomberg

Fig. 9 - ... ma quelli nominali esplodono



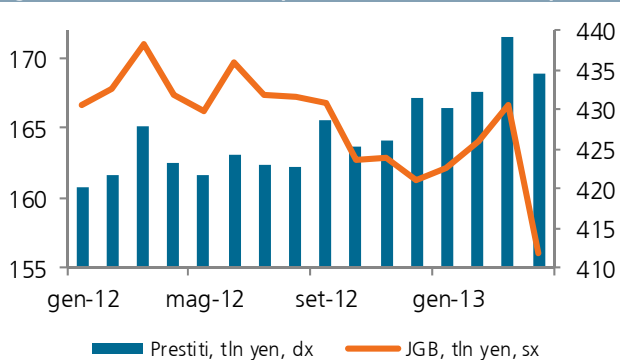
Fonte: Bloomberg

Fig. 10 - Bilancio della BoJ: adesso sta davvero lievitando



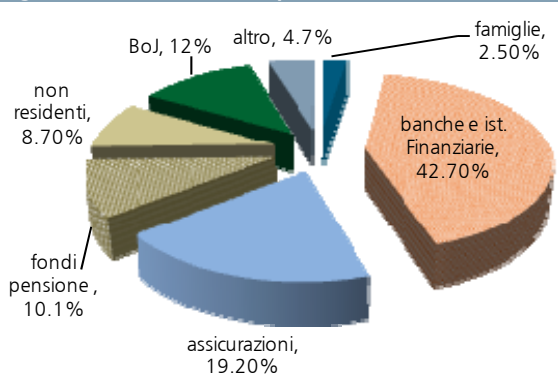
Fonte: Thomson Reuters-Datastream. Centinaia di milioni

Fig. 11 - Le banche hanno liquidato 10,5 tln di JGB ad aprile



Fonte: BoJ

Fig. 12 - JGB: distribuzione per detentore (dic. 2012)



Fonte: Ministero delle Finanze

Cina: la ripresa sfugge

- L'accelerazione del settore dei servizi non è riuscita a compensare la prosecuzione del rallentamento del settore industriale e agricolo e il PIL è salito del 7,7% a/a nel 1° trimestre del 2013, in ulteriore rallentamento rispetto al 7,9% nel 4° trimestre del 2012, con una crescita dell'1,6% t/t. L'andamento degli aggregati monetari e creditizi, che si riflette nella crescita del PIL con un ritardo di 3-4 trimestri, avrebbe invece puntato a un rimbalzo.
- I dati di aprile e maggio sono stati misti segnalando un marginale rallentamento nel 2° trimestre. La crescita degli investimenti, della produzione industriale e delle vendite al dettaglio è stata sostanzialmente stabile, mentre il nuovo credito, pur crescendo a tassi ancora elevati, è rallentato mentre permangono forti tensioni sul mercato monetario. I dati di import ed export sono stati influenzati dai controlli più stringenti sulla sovrapproduzione e dall'effetto base ma l'andamento della componente ordini e ordini dall'estero del PMI ne confermano la moderazione della dinamica. I prezzi degli immobili residenziali hanno registrato ancora aumenti nella maggior parte delle città supportando il mantenimento delle misure anti-speculative. L'inflazione dei prezzi al consumo è scesa sensibilmente a 2,1% a maggio, guidata dai prezzi delle verdure. Nonostante siano assenti pressioni al rialzo dei prezzi dal lato delle materie prime e dei prezzi alla produzione l'atteso aumento dei prezzi degli alimentari, in particolare della carne, dovrebbe comunque portare ad un aumento dell'inflazione nei prossimi mesi, per arrivare in media a 2,8% nel 2013.
- Ci aspettiamo che la crescita possa accelerare moderatamente nella seconda parte dell'anno, guidata dall'accelerazione degli investimenti in particolare nelle infrastrutture e nei trasporti. L'accelerazione dei consumi sarà modesta data l'inversione di tendenza della dinamica della fiducia dei consumatori negli ultimi mesi e la moderazione degli indicatori relativi al mercato del lavoro. La Banca Centrale si sta rivelando orientata a una più cauta gestione della liquidità e meno disponibile del passato a un aumento incondizionato del credito. Il rallentamento atteso degli aggregati creditizi nei prossimi trimestri influenzerà maggiormente la dinamica della crescita nel prossimo anno. Rivediamo quindi al ribasso la previsione di crescita per il 2014 da 8,2% a 7,5% e abbassiamo marginalmente quella per il 2013 a 7,8%.
- Il piano di riforme economiche per il 2013 annunciato all'inizio di maggio, in parte già avviate – quali, ad esempio, l'internazionalizzazione del renminbi, la riforma dell'IVA, la riforma sanitaria - va sicuramente a favore di una crescita più bilanciata e sostenibile nel medio-lungo periodo. Tuttavia, l'espansione di forme di finanziamento alternative a quelle del settore bancario (*shadow banking*), l'innalzamento del livello dei crediti incagliati e del livello del debito degli enti locali rimangono fonte di preoccupazione sia per le Autorità sia per le agenzie di Rating e lasciano i rischi al ribasso sullo scenario di crescita del Paese.

Silvia Guizzo

Previsioni macro	2008	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F
PIL (prezzi costanti)	9.6	9.2	10.4	9.3	7.8	7.8	7.5
Consumi privati	9.5	11	11.4	8.5	8.4	8.6	8.4
Consumi pubblici	4.8	3.8	6.9	9.4	9.7	9.5	9
Investimenti fissi	9.2	22.2	11.3	9.2	7.2	8	6.9
Esportazioni	-1.1	-11.2	25.9	4	2.9	7.8	5.7
Importazioni	-6	5.2	18.4	3.3	3.7	8.8	7.8
Produzione industriale	9.9	9.9	12.3	10.3	8.1	8	7.9
Inflazione (CPI)	5.9	-0.7	3.3	5.4	2.6	2.8	3.8
Tasso di disoccupazione	4.1	4.3	4.2	4.1	4.1	4.0	4.1
Salari medi	16	10.6	12.8	14.9	14.9	15.8	16.4
Tasso sui depositi a 1 anno	4.3	1.9	2.7	5.4	4.6	4.2	4.3
Cambio USD/CNY (media)	6.95	6.83	6.77	6.46	6.31	6.12	6.05
Saldo delle partite correnti	2912.1	1661.6	1604.2	874.7	1218.3	1783.6	1718.9
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	5.7	3.2	3.1	1.7	2.4	3.6	3.4
Saldo di bilancio in % del PIL	-0.2	-1.5	-1.3	-1.0	-3.0	-3.3	-3.0

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

Economia reale e inflazione

Il PIL è salito del 7,7% a/a nel 1° trimestre del 2013, in rallentamento rispetto al 7,9% nel 4° trimestre del 2012, con una crescita dell'1,6% t/t. L'accelerazione del settore dei servizi non è riuscita a compensare la prosecuzione del rallentamento dei settori industriale e agricolo.

La **produzione industriale** ha registrato un tasso di crescita del 9,2% in maggio, sostanzialmente stabile rispetto al mese precedente e in lieve miglioramento rispetto all'8,9% di marzo, ma in un trend di rallentamento rispetto al 10,3% a/a di fine 2012 guidato dalla dinamica più debole dell'industria leggera. L'indice PMI Markit è sceso al di sotto di 50 a maggio (49,2) anche nella componente nuovi ordini, scesa a 48,7. L'indice PMI rilevato dall'ufficio statistico, più rappresentativo delle grosse industrie, è rimasto sostanzialmente invariato in area 50 negli ultimi tre mesi ed ha registrato un miglioramento del sotto-indice relativo alle grandi e medie imprese a maggio, mentre quello relativo alle piccole imprese ha continuato a scendere e a rimanere sotto la soglia di 50. L'andamento del rapporto scorte/ordini, in sensibile aumento da gennaio nella rilevazione Markit ma sostanzialmente stabile e inferiore al primo in quella dell'ufficio statistico, è coerente con un ulteriore moderato rallentamento della produzione industriale.

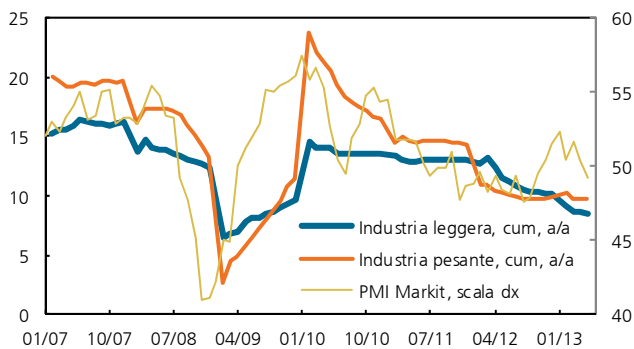
Dopo i tassi di crescita a due cifre di marzo e aprile, sia le **importazioni** sia le **esportazioni** hanno registrato un sensibile rallentamento a maggio (-0,3% a/a e 1% a/a rispettivamente). La dinamica è solo in parte spiegata dai controlli più stringenti sulle pratiche di sovrapproduzione che avevano gonfiato esportazioni e importazioni nei mesi scorsi, con l'obiettivo di far entrare nel paese capitali speculativi nell'attesa di un apprezzamento del cambio. Ciò è testimoniato da dati di importazione di alcuni partner commerciali, in particolare Hong Kong, Taiwan, Singapore, Korea e, in misura minore, il Regno Unito (escludendo la Corea, tutti centri in cui è diffuso l'uso del renminbi *off-shore*) minori rispetto a quelli corrispondenti di esportazione verso questi paesi forniti dalla Cina. Un altro fattore che ha pesato sulla dinamica sia delle esportazioni sia delle importazioni è comunque l'effetto base, dato il forte aumento registrato a maggio 2012 anche in termini stagionalizzati. Le variazioni congiunturali stagionalizzate rimangono comunque contenute in linea con la diminuzione della componente "nuovi ordini" e "ordini dall'estero" dell'indice PMI che punta a una prosecuzione del rallentamento. Nei prossimi mesi esso apparirà tuttavia mitigato nelle variazioni tendenziali, per l'effetto base di segno contrario.

Gli **investimenti fissi urbani** sono rimasti sostanzialmente stabili tra marzo (20,9% cum a/a) e maggio (20,4% cum a/a) ancora guidati dalla forte dinamica degli investimenti in infrastrutture in particolare delle imprese statali. Gli investimenti nel settore manifatturiero invece continuano a decelerare. Gli investimenti nel **settore immobiliare** hanno registrato un rallentamento a 20,4% cum a/a a maggio da 22,8% cum a/a di febbraio. Lo stesso andamento ha caratterizzato gli investimenti in edilizia residenziale. La superficie immobiliare venduta sale a tassi ancora elevati 52,8% a/a a maggio) ma in rallentamento rispetto ai picchi di febbraio (77,6% a/a) mentre decelera la dinamica di quella completata. I prezzi degli immobili residenziali hanno registrato ancora aumenti nella maggior parte delle città sebbene non superiori ai mesi scorsi.

I dati sulla spesa delle famiglie del primo trimestre 2013 indicano una decelerazione dei consumi in termini reali rispetto al 4° trimestre 2012, in linea con l'andamento dei redditi. La dinamica delle **vendite al dettaglio** è rimasta sostanzialmente invariata in termini nominali tra marzo (12,6% a/a) e maggio (12,9% a/a). Tuttavia la fiducia dei consumatori continua a essere molto volatile e, dopo l'aumento dei primi mesi dell'anno, è tornata a scendere portandosi a maggio sui minimi di metà 2012. Negli ultimi tre mesi la componente occupazione dell'indice PMI è scesa in entrambe le rilevazioni al di sotto di 50 mentre le intenzioni di assunzione per il 3° trimestre misurate dall'indagine Manpower si sono ridotte sensibilmente rispetto al 2° trimestre, passando da 18% a 12%. Il numero degli occupati è sceso rispetto al trimestre precedente ma la domanda di lavoro da parte delle imprese resta superiore all'offerta e in aumento.

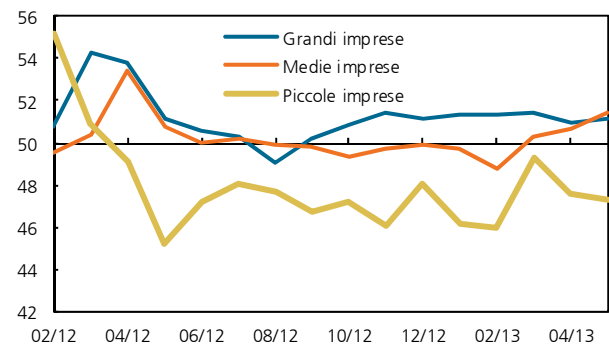
Dopo l'aumento di aprile a maggio l'**inflazione** è ritornata sui livelli di marzo (2,1% a/a) soprattutto grazie al calo dei prezzi delle verdure e dei trasporti mentre il prezzo della carne continua a salire. Questa dinamica, legata al prezzo della carne di maiale e all'andamento degli stock di animali, è destinata a continuare nei prossimi mesi. L'inflazione *core* è rimasta stabile a 1,8% negli ultimi due mesi. I prezzi alla produzione continuano a scendere così come le componenti prezzi dell'indice PMI e i prezzi internazionali delle materie prime, evidenziando la mancanza di pressioni al rialzo. L'inflazione è attesa in moderato aumento nella seconda parte dell'anno per arrivare in media a 2,8% nel 2013, al di sotto del target della PBOC (3,5%).

Produzione industriale: l'industria leggera rallenta



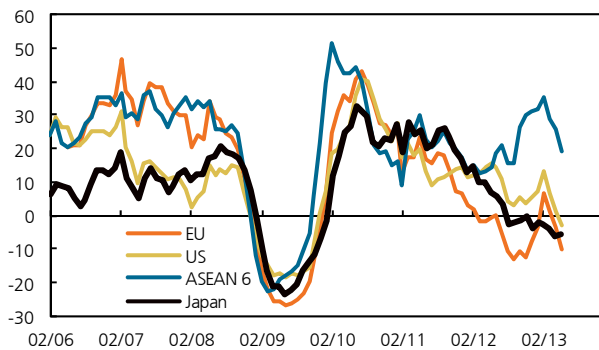
Fonte: CEIC, Markit

Le piccole imprese rimangono in difficoltà



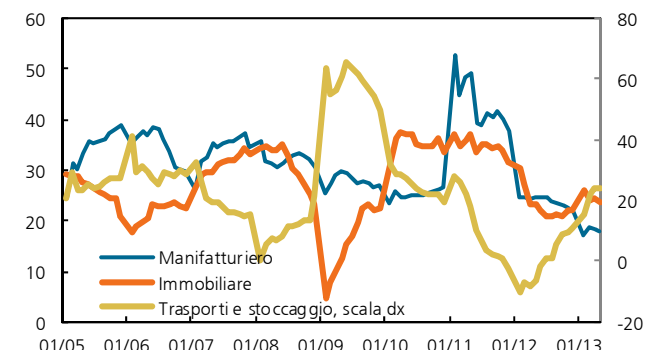
Nota: PMI manifatturiero; Fonte: CEIC

Le esportazioni tornano a rallentare



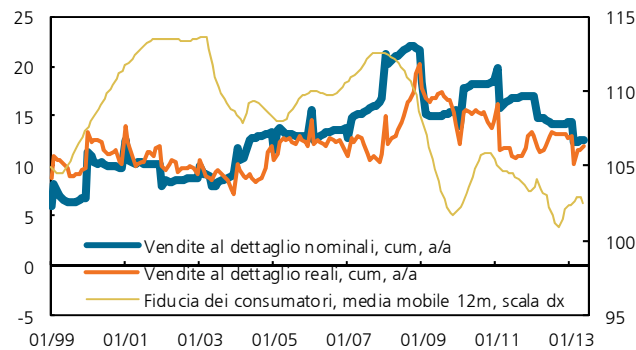
Nota: Var. % 3m a/a. Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Trasporti e settore immobiliare guidano gli investimenti (%)



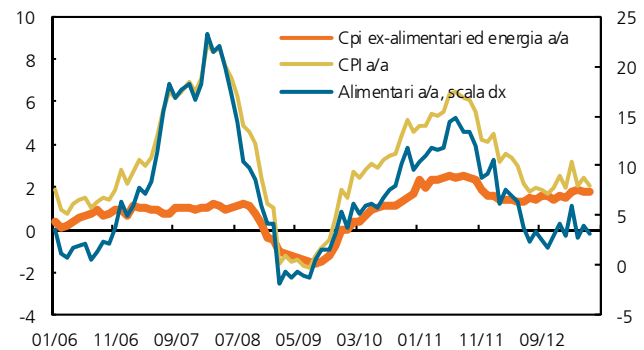
Nota: Investimenti nominali, var a/a. Fonte: Datastream

La fiducia dei consumatori ritorna a scendere



Fonte: Bloomberg, CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'inflazione rimane contenuta



Fonte: Bloomberg

Politica monetaria e cambio

Nel 1° trimestre dell'anno il **nuovo credito** costituito dall'aggregato totale della finanza sociale è salito del 58,5% a/a rispetto al 12% del solo nuovo credito bancario in valuta locale, con forti aumenti dei prestiti delle società fiduciarie (Trust) e di quelli in valuta estera. Tra aprile e maggio la crescita di entrambi gli aggregati è rallentata in termini tendenziali, ma in misura minore per l'aggregato della finanza sociale (52%) rispetto al credito bancario (7,1%). Lo stock di credito bancario rallenta lentamente (14,5% a/a a maggio vs 15% a/a a febbraio) per la dinamica più debole dei prestiti alle imprese compensata da quella più vivace del credito alle famiglie, in particolare per la voce mutui. I crediti a lungo termine accelerano lentamente (11,3% a/a a maggio da 10,1% a/a a febbraio).

L'aggregato monetario **M2** è salito del 15,8% a maggio, lievemente al di sotto di aprile ma al di sopra del target della PBOC (13%). Nella seconda settimana di giugno i prelievi precedenti alle festività del 10-12 giugno hanno contribuito ad aumentare le tensioni nel mercato monetario, già sotto pressione da fine maggio in vista del rispetto dei requisiti patrimoniali per la chiusura del trimestre e dei prossimi pagamenti fiscali. Il tasso shibor a tre mesi è salito di 130pb in una settimana e il tasso overnight a giugno ha toccato dei picchi del 9,5 e del 13,4%, ben oltre i massimi del 2007 e del 2011. La curva di mercato monetario si è invertita così come la curva swap nel tratto 1-5 anni. La PBOC si sta dimostrando più restia del passato ad accomodare le aspettative del mercato interbancario con forti iniezioni di liquidità e intenzionata a disincentivare un'ulteriore crescita incondizionata del credito. Le Autorità rimangono propense ad accettare un tasso di crescita del PIL minore nel breve termine per portare avanti le riforme necessarie a una maggiore stabilità e sostenibilità economica e finanziaria nel lungo termine. Riteniamo tuttavia che il permanere di tensioni sul mercato monetario nonostante le iniezioni di liquidità, se accompagnate a un ulteriore deterioramento dei dati macro, potrebbe indurre la PBOC a ricorrere a un taglio del coefficiente di riserva obbligatoria (CRR, cash reserve ratio).

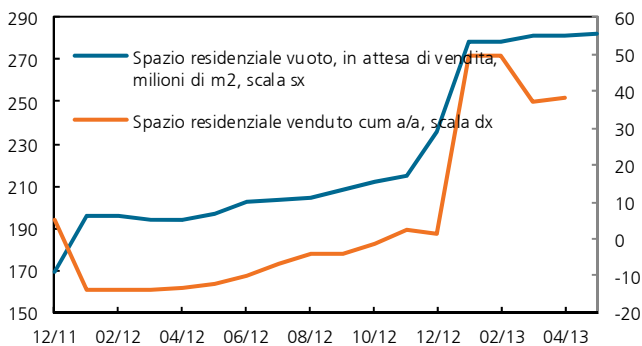
L'espansione di forme di finanziamento alternative a quelle del settore bancario (*shadow banking*), l'innalzamento del livello dei crediti incagliati e del livello del debito degli enti locali rimangono fonte di preoccupazione sia per le Autorità sia per le agenzie di Rating e lasciano i **rischi al ribasso** sullo scenario di crescita del Paese. Le Autorità monetarie si stanno muovendo per cercare di contenere i rischi finanziari come hanno dimostrato i recenti regolamenti della China Banking Regulatory Commission (CBRC) che limitano l'estensione di credito ai veicoli finanziari dei governi locali (LGFVs) e cercano di regolamentare maggiormente l'espansione dei prodotti di gestione monetaria (Wealth Management Products). Ciò non ha impedito a Fitch di abbassare il rating di un notch (da AA- ad A+) del debito a lungo termine in valuta locale e a Moody's di portare l'outlook sul credito sovrano da positivo a stabile nella prima metà di aprile. L'agenzia Fitch in particolare stima che la dimensione del cosiddetto *shadow banking* abbia raggiunto il 198% del PIL a fine 2012 rispetto al 125% nel 2008²² e che il livello del debito degli enti locali sia salito al 25% del PIL a fine 2012 dal 23,4% a fine 2011 e sia pari a 12,85 trilioni di dollari. Xiang Huaicheng, un ex ministro delle Finanze (1998-2003), ha recentemente fornito una stima intorno ai 20 trilioni di yuan, quasi il doppio di quanto stimato dal National Audit Office per la fine del 2010 (10,7 trilioni di yuan).

Il nuovo **credito in valuta estera** è aumentato sensibilmente nel 2012 (+60,4% a/a) e in particolare a partire dalla seconda metà dell'anno alimentato dalle aspettative di apprezzamento dello yuan. Lo stock di prestiti in valuta estera è salito del 29,3% da agosto 2012 mentre i

²² La definizione di *shadow banking* non è standard così come non lo sono le stime delle sua entità a seconda che vengano escluse o meno tradizionali poste fuori bilancio quali le lettere di credito, le ricevute bancarie, le garanzie bancarie e le linee di credito concesse (committed). Ad esempio l'agenzia S&Ps, che esclude queste voci dal calcolo, stima che la dimensione del credito esteso attraverso lo *shadow banking* sia molto più piccola, anche se in fortissima crescita, e pari al 44% del PIL nel 2012 ossia al 34% del credito totale. Vedi S&Ps "Why Shadow Banking Is Yet To Destabilize China's Financial System", 27 marzo 2013.

depositi sono saliti del 7,1% tanto che la State Administration of Foreign Exchange ha ridefinito un limite minimo al rapporto tra prestiti e depositi a 100% per le banche estere e 75% per le banche domestiche imponendo una posizione minima per l'esposizione netta in valuta estera per le banche che superano questi limiti. La misura è entrata in vigore il 10 giugno e, insieme all'inasprimento dei controlli sulla fatturazione delle merci, ha contribuito alla stabilizzazione del cambio nel range 6,12-6,13 tra fine maggio e metà di giugno. In precedenza lo yuan si era apprezzato molto velocemente rispetto al dollaro: tra metà marzo e metà maggio dell'1,0%, scambiando sempre a ridosso del limite inferiore della banda di oscillazione. Tra marzo e maggio il **cambio** effettivo si è invece apprezzato ancora più velocemente, del 2,4% in termini nominali e dell'1,9% in termini reali in particolare a causa del deprezzamento dello yen. Riteniamo che il cambio yuan/dollaro continuerà ad oscillare nel range 6,12 – 6,14 nei prossimi mesi.

Superficie residenziale: stock di invenduto restano molto elevati



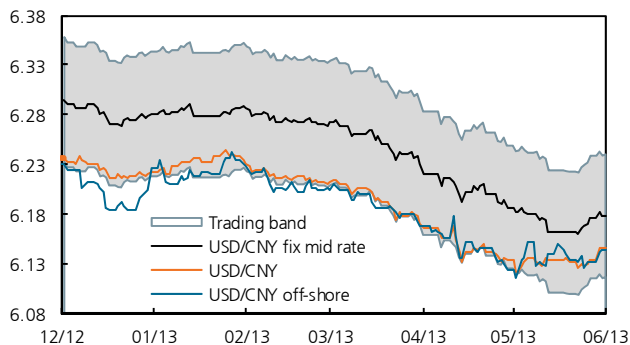
Fonte: Bloomberg, CEIC

I prezzi degli immobili residenziali continuano ad aumentare



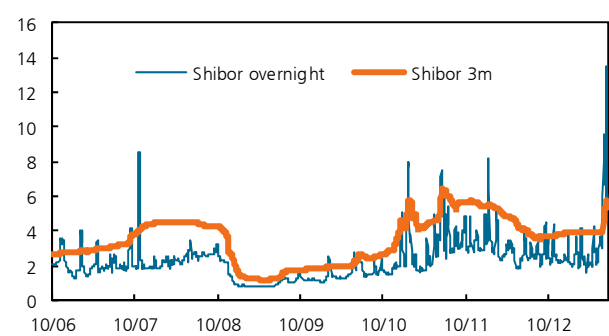
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il cambio vs USD si stabilizza dopo un rapido apprezzamento



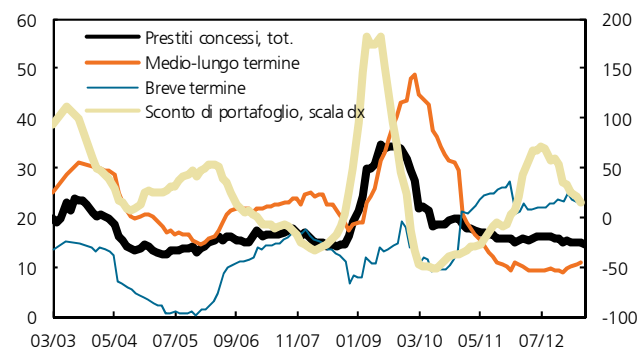
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Mercato monetario in tensione



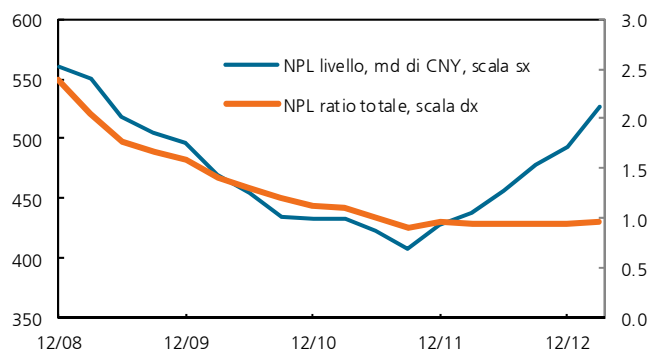
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La crescita del credito rimane stabile



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

I crediti incagliati continuano a salire



Nota: NPL delle banche commerciali. Fonte: CEIC

India: crescita piatta

- L'economia indiana è cresciuta del 4,8% nel 1° trimestre del 2013, solo un decimo al di sopra del 4° trimestre 2012, rimanendo sui minimi degli ultimi tre anni e chiudendo l'anno fiscale 2012-13 (aprile-marzo) con una crescita del 5%. Dopo il miglioramento del 4° trimestre, consumi privati e investimenti sono tornati a rallentare in termini tendenziali. A questo si è aggiunta una sensibile decelerazione della spesa pubblica e un contributo negativo del canale estero. I dati mensili puntano ad una crescita piatta anche nel 2° trimestre.
- L'inflazione dei prezzi all'ingrosso, dopo essere stata a 7,3% a/a in media per cinque mesi consecutivi, da marzo è progressivamente scesa fino a 4,7% a/a a maggio. Il calo è stato esteso a tutte le categorie di beni e il trend dovrebbe continuare almeno nell'estate. Tuttavia, il deprezzamento del cambio, le probabili nuove revisioni al rialzo dei prezzi dell'energia e dei prezzi minimi di supporto ad alcuni prodotti agricoli, nonché gli aumenti salariali, lasciano le pressioni al rialzo sull'inflazione nel corso dell'anno.
- Nonostante il miglioramento del saldo commerciale nel 1° trimestre 2013, l'annuncio della Fed di un ridimensionamento dello stimolo quantitativo prima di quanto il mercato si aspettasse ha esacerbato il deflusso di capitali stranieri già iniziato a fine maggio, influenzando pesantemente sul cambio. La stima del rapporto deficit/PIL per l'anno fiscale 2012-13 è migliore delle attese, ma la persistenza del consolidamento dei conti pubblici nel corso di un anno elettorale rimane di difficile implementazione. Inoltre, i fattori di volatilità sui mercati internazionali lasciano intatti i rischi di finanziamento del saldo delle partite correnti, limitando lo spazio di azione della politica monetaria.
- L'andamento della produzione e delle importazioni di beni capitali lascia ancora deboli le prospettive per gli investimenti nel breve termine; tuttavia, il lieve aumento delle proposte di investimento e la velocizzazione delle procedure, unite agli effetti dei tagli dei tassi, dovrebbero favorirne una ripresa timida nell'ultima parte dell'anno ma più sostenuta nel 2014. Rivediamo al ribasso le nostre previsioni di crescita dal 5,4% al 5,0% nel 2013 e dal 6,9% al 6,0% per il 2014. I rischi sullo scenario di crescita rimangono al ribasso. Sul fronte interno i progressi nel campo delle riforme strutturali e fiscali appaiono ancora troppo timidi per favorire una forte e veloce ripresa del clima imprenditoriale. A questo si aggiunge il rischio di una discesa dell'inflazione più lenta delle attese, con un impatto frenante sui consumi. Sul fronte esterno la fragilità della domanda internazionale e la volatilità dei mercati continueranno a pesare sul già elevato saldo delle partite correnti esacerbandone i rischi di finanziamento con impatti negativi sul cambio.

Silvia Guizzo

Previsioni macro	2008	2009	2010	2011	2012E	2013F	2014F
PIL (prezzi costanti, al costo dei fattori)	8.1	6.5	9.7	7.5	5.1	5.0	6.0
Consumi privati	8.4	6.9	8.6	7.3	5.3	5.4	5.8
Consumi pubblici	18	9.2	8.1	7.8	5.8	2	6.2
Investimenti fissi	9.4	-0.7	17.5	6.2	1.5	4.2	6
Esportazioni	18	-7.7	15.4	18.3	6.6	4.5	9
Importazioni	32.6	-8.3	18.2	18.4	11.7	6.4	7.4
Produzione industriale	7.7	0.2	9.7	4.8	0.7	3.2	6.5
Inflazione (CPI)	8.3	10.9	12	8.9	9.3	9.5	7.1
Tasso di disoccupazione	12.6	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.6
Salari medi	15.2	9.1	21.4	16.3	9.2	11.2	10.5
Tasso sui prestiti a 1 anno	9.9	5.5	6.3	9.5	9.5	8.5	7.6
Cambio USD/INR (media)	43.5	48.37	45.74	46.69	53.48	58.00	54.00
Saldo delle partite correnti	-1393.9201	-1247	-2396	-2958	-5000	-5171	-5057
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	-2.5	-2.0	-3.2	-3.4	-5.1	-4.7	-4.0
Saldo di bilancio in % del PIL	-4.8	-7.0	-3.8	-6.7	-5.5	-5.1	-4.8

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

Fonte: Oxford Economics Forecasting e Intesa Sanpaolo

Economia reale e inflazione

L'economia indiana è cresciuta del 4,8% nel 1° trimestre del 2013, un decimo al di sopra del 4° trimestre 2012, rimanendo sui minimi degli ultimi tre anni e chiudendo l'anno fiscale 2012-13 (AF 2012-13) con una crescita del 5%, inferiore alle previsioni della Reserve Bank of India (RBI, 5,5%). Dopo il miglioramento del 4° trimestre 2012, consumi privati e investimenti sono tornati a rallentare in termini tendenziali, solo in parte a causa dell'effetto base sfavorevole. A questo si è aggiunta una sensibile decelerazione della spesa pubblica e un contributo negativo del canale estero. Le scorte sono state l'unica componente in accelerazione. Dal lato dell'offerta la contenuta accelerazione dei servizi (da 6,2% a 6,3%) è stata accompagnata da un rallentamento del settore agricolo e, in misura minore, del settore industriale. La crescita è attesa piatta anche nel 2° trimestre e in moderato miglioramento nella seconda parte dell'anno per arrivare in media a 5,0% nel 2013 ed accelerare a 6,0% nel 2014.

Sulla performance del settore industriale ha pesato in particolare la flessione della produzione mineraria (-4,0% nel 1° trimestre) a causa della chiusura di alcune miniere operanti senza tutti i requisiti legali e del rallentamento della produzione di materie prime energetiche. La produzione industriale è rallentata in aprile (+2,3% vs 3,4% a marzo) in particolare per il calo della produzione dei beni di consumo durevoli. Anche la produzione di beni capitali, dopo due mesi di miglioramento, è tornata a rallentare in aprile (+1,0% a/a) confermando la debolezza della domanda per investimenti. La fiducia degli imprenditori è scesa nuovamente nella componente aspettative per il 2° trimestre 2013 sia nell'indagine Dun&Bradstreet, sia nell'indagine della Reserve Bank of India (Industrial Outlook Survey), con una sensibile diminuzione della componente ordini e dell'utilizzo della capacità produttiva. L'indice PMI manifatturiero è sceso da 54,2 a febbraio a 50,1 a maggio, con un calo progressivo della componente nuovi ordini ma con un miglioramento degli ordini dall'estero, seppur limitato al mese di maggio. La debolezza della produzione industriale è destinata dunque a permanere nei prossimi mesi. Il PMI dei servizi, sebbene in flessione rispetto a inizio anno, ha mostrato un miglioramento a maggio, portandosi a 52,2, e una dinamica simile ha caratterizzato la componente nuovi ordini.

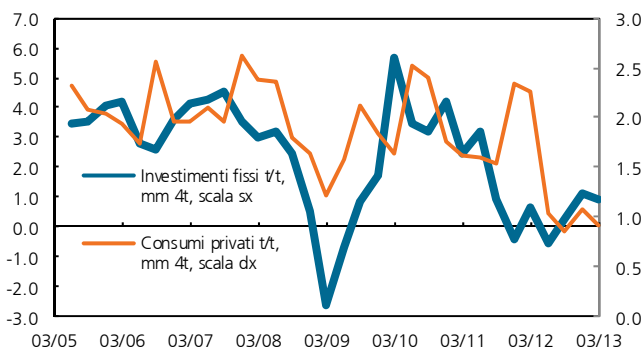
La fiducia dei consumatori è scesa bruscamente nel 1° trimestre nella valutazione della situazione corrente e, in misura minore, nelle aspettative future, con un aumento solo marginale della percentuale di intervistati che intende aumentare la spesa per consumi nel futuro ma non la spesa in beni durevoli. La maggior parte degli intervistati rimane ottimista sulle prospettive del mercato del lavoro. Il rapporto trimestrale sull'occupazione²³ segnala un aumento degli occupati anche nel 1° trimestre dell'anno, anche se inferiore a quello del 4° trimestre 2012. Tuttavia, la media trimestrale della componente occupazione del PMI sia manifatturiero sia dei servizi, pur rimanendo poco al di sopra di 50, è stata in calo negli ultimi mesi e le intenzioni di assunzione per il 3° trimestre sono scese (26%) rispetto al 2° trimestre (30%). Le vendite di automobili scendono (-12,3% a/a) e non mostrano miglioramenti nella dinamica trimestrale.

Le esportazioni sono salite del 4,6% a/a nel 1° trimestre, in accelerazione rispetto al 4° trimestre 2012, mentre le importazioni sono rallentate (+1,7% vs 7,5% a/a nel 4° trimestre) guidate dal rallentamento delle importazioni di petrolio, favorendo un miglioramento del deficit commerciale (45,6 miliardi di dollari) rispetto sia al 4° trimestre (58,4 miliardi) sia al 1° trimestre del 2012 (51,6 miliardi). Le importazioni di beni capitali hanno registrato un calo ad eccezione dei macchinari elettronici (+9,7%). La dinamica di import ed export si è però invertita nei mesi di aprile e maggio, le esportazioni al netto del petrolio sono rimaste deboli mentre le importazioni al netto del petrolio sono accelerate, e il deficit commerciale è tornato ad allargarsi.

²³ Vedi: Ministry of Labour and Employment, Quarterly Report on Changes in Employment in Selected Sectors (January, 2013 to March, 2013), maggio 2013.

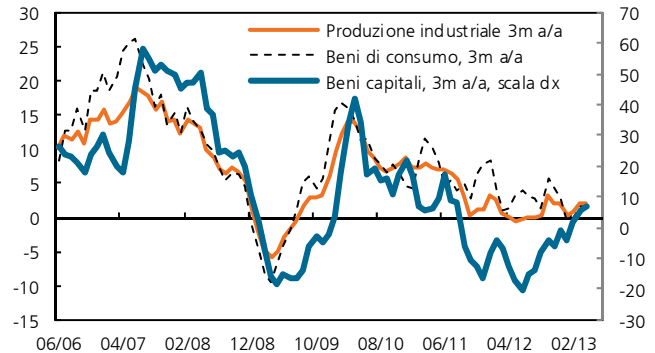
L'inflazione dei prezzi all'ingrosso, dopo essere stata a 7,3% a/a in media per cinque mesi consecutivi, da marzo è progressivamente scesa fino a 4,7% a/a a maggio. La decelerazione dei prezzi ha interessato tutte le categorie di beni. Nella categoria dei carburanti il calo dei prezzi del carbone e degli oli minerali ha in parte compensato la revisione al rialzo dei prezzi dell'elettricità (+27,9%), mentre il calo dei prezzi delle materie prime ha favorito la decelerazione dei prezzi dei beni manufatti non alimentari. A maggio, tuttavia, il comparto degli alimentari ha registrato nuovamente un aumento (+8,2%) guidato dai prezzi della verdura. L'inflazione dei prezzi al consumo è scesa marginalmente a 9,3% a maggio da una media del 10,7% tra dicembre e marzo. Il deprezzamento del cambio, le probabili nuove revisioni al rialzo dei prezzi amministrati dell'energia e dei prezzi minimi di supporto ad alcuni prodotti agricoli, nonché gli aumenti salariali, lasciano le pressioni al rialzo sull'inflazione nel corso dell'anno.

Investimenti e consumi ancora deboli



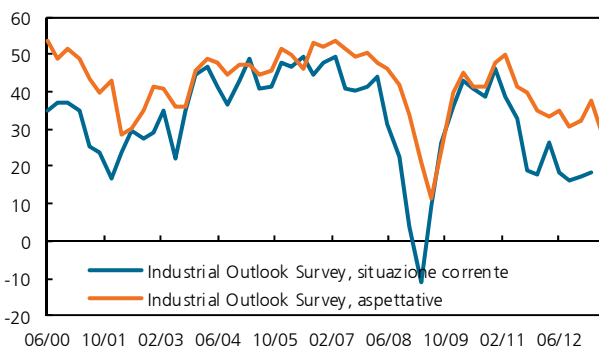
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La produzione industriale è ancora debole



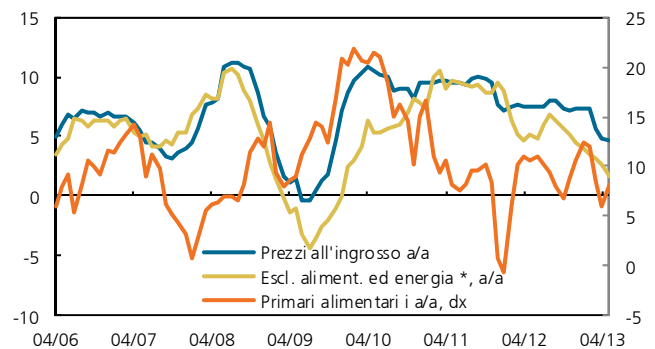
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Indici di fiducia delle imprese



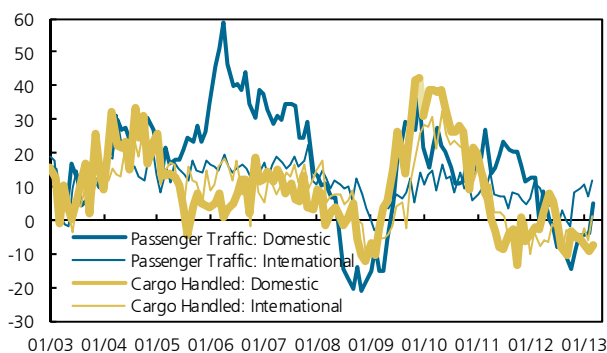
Fonte: CEIC

L'inflazione dei prezzi all'ingrosso scende



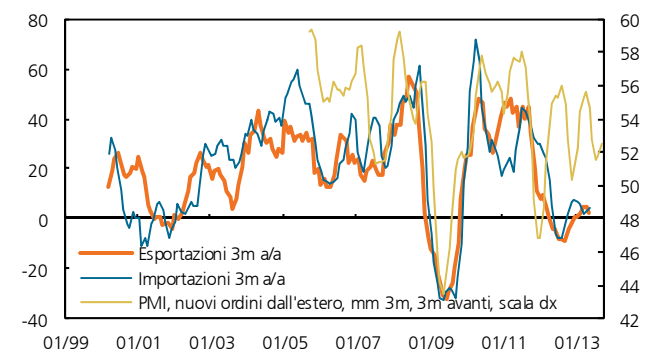
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, * stime Intesa Sanpaolo

Traffico domestico e internazionale



Fonte: CEIC. Variazioni % a/a

Commercio estero in moderato recupero



Fonte: Bloomberg, HSBC-Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Politica monetaria, posizione estera e cambio

La crescita del credito al settore commerciale è rallentata al 14,1% a/a a maggio dal 17% a/a da marzo, sostanzialmente per la frenata del credito al settore alimentare, mentre il credito al settore non alimentare è rallentato in maniera marginale continuando a fornire supporto all'economia. Una dinamica simile ha caratterizzato l'andamento di M3. Le condizioni di liquidità sono migliorate con l'ammontare medio giornaliero richiesto dalle banche attraverso la LAF (Liquidity Adjustment Facility) in diminuzione da una media di 1,1 trilioni di rupie a marzo a circa 650 miliardi nella prima metà di giugno, grazie alla liquidità iniettata attraverso il taglio di 25pb della riserva obbligatoria a gennaio e alle successive operazioni di mercato aperto. La RBI ha effettuato tre tagli dei tassi da 25pb da gennaio, portando il tasso repo al 7,25% al meeting di inizio maggio, tuttavia i tassi reali sulle scadenze medio lunghe sono lievemente saliti. Nonostante infatti i 75pb di taglio complessivo dei tassi ufficiali da inizio anno, la trasmissione sulla parte medio lunga delle curve swap e governative è stata minima e il tasso *base rate* delle principali banche è sceso in media di soli 10pb dall'inizio dell'anno.

Il deficit delle partite correnti ha chiuso il 2012 al 5,4% del PIL, in peggioramento rispetto al 3,4% del 2011, toccando un massimo del 7,2% nel 4° trimestre a causa del peggioramento della bilancia commerciale. Nel 1° trimestre del 2013 il saldo delle partite correnti è stato pari a 18,2 miliardi di dollari (4% del PIL), in riduzione rispetto ai 21 miliardi (5% del PIL) dello stesso periodo del 2012, grazie al miglior andamento della bilancia commerciale. Prezzi più contenuti delle materie prime e le misure intraprese per ridimensionare le importazioni di oro dovrebbero evitare un ulteriore peggioramento della bilancia commerciale nel corso del 2013 portando il saldo delle partite correnti a 4,7%. Esso rimane tuttavia lontano dal livello considerato sostenibile dalla RBI (2,5%). Rimane pertanto intatto il problema del suo finanziamento in periodi di repentina variazione dell'avversione al rischio sui mercati internazionali. L'accenno della Fed di un ridimensionamento dello stimolo quantitativo prima di quanto il mercato si aspettasse ha esacerbato il deflusso di capitali stranieri già iniziato a fine maggio, influenzando pesantemente sul cambio. I flussi di capitali (nel mercato azionario e obbligazionario) netti in entrata degli investitori stranieri istituzionali sono passati da un massimo di 284 miliardi di rupie a febbraio a 107 miliardi in aprile. Successivamente, dopo un forte aumento nella prime tre settimane di maggio, i capitali sono defluiti tanto che i primi 26 giorni di giugno hanno visto un deflusso netto di capitali pari a 410 miliardi di rupie. Tra l'inizio di maggio e il 26 giugno la rupia si è deprezzata verso dollaro del 12,2% arrivando in area 60. Al contrario il cambio effettivo è rimasto sostanzialmente stabile rispetto all'inizio dell'anno, deprezzandosi dello 0,8% tra marzo e maggio in termini nominali e apprezzandosi dello 0,2% in termini reali.

Le recenti stime dell'ufficio statistico indicano che il rapporto deficit/PIL per l'anno fiscale 2012-13 (AF 2012-13) sia sceso a 4,9% rispetto alle stime preliminari di 5,2% e rispetto al 5,7% dell'anno precedente. L'obiettivo del Governo è di mantenere il rapporto deficit/PIL al 4,8% nell'AF 2013-14. Questo miglioramento sul fronte dei conti pubblici insieme alle misure di liberalizzazione degli investimenti stranieri intraprese già dall'autunno del 2012, nonché la costituzione del Comitato per gli Investimenti per velocizzare le procedure di approvazione dei progetti, hanno indotto l'agenzia Fitch a portare l'outlook sul debito sovrano da *negativo a stabile* all'inizio di giugno. Ribadiamo tuttavia che, nonostante questi fattori positivi, la persistenza del consolidamento dei conti pubblici nel corso di un anno elettorale rimane di difficile implementazione. Inoltre, i fattori di volatilità sui mercati internazionali lasciano intatti i rischi di finanziamento del saldo delle partite correnti, limitando lo spazio di azione della politica monetaria.

La RBI prevede una crescita del 5,7% nell'anno fiscale 2013-14, in accelerazione rispetto al 5% dell'anno fiscale 2012-13, a condizione che il corrente monsone estivo sia normale e possa portare ad un aumento della produzione agricola. La Banca centrale prevede poi un'inflazione in media del 5,5%, attualmente in decelerazione ma di nuovo in aumento nell'ultima parte

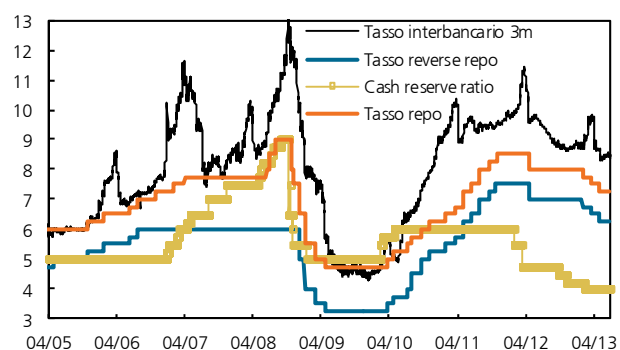
Scenario Macroeconomico

Giugno 2013

dell'anno con un profilo che ritorna a 5% a/a a marzo 2014. Nel recente comunicato del meeting del 17 giugno la RBI ha evidenziato che la *stance* di politica monetaria sarà determinata dall'evoluzione dei profili di crescita e inflazione nei prossimi mesi e dell'andamento della bilancia dei pagamenti, ma che solo una duratura e stabile discesa dell'inflazione potrà aprire spazi per ulteriori tagli dei tassi. Riteniamo che la RBI attenderà la seconda parte dell'anno per effettuare altri due tagli dei tassi, volendo verificare l'effettivo andamento dell'inflazione nei mesi estivi e gli sviluppi sul fronte dei flussi di capitali e del cambio.

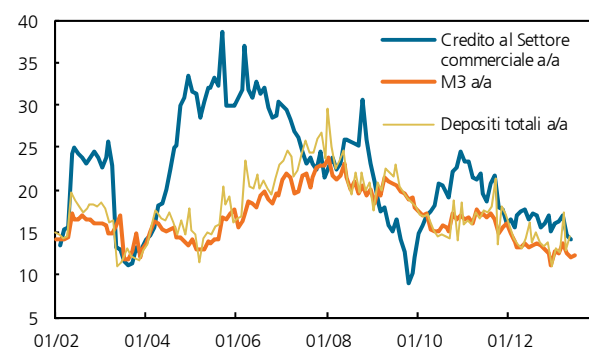
Politica fiscale, monetaria e cambio

La RBI taglia i tassi



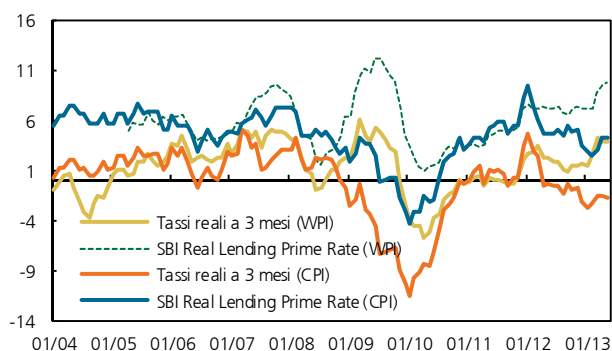
Fonte: Bloomberg

Il credito non accelera



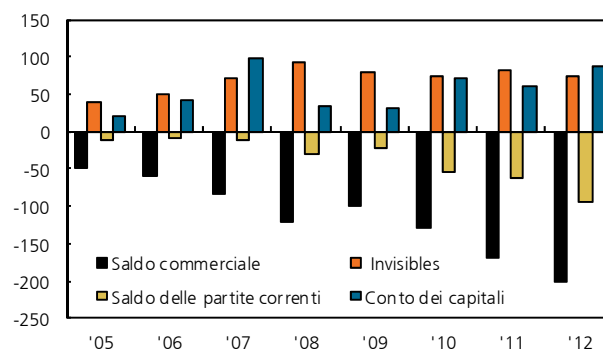
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tassi reali



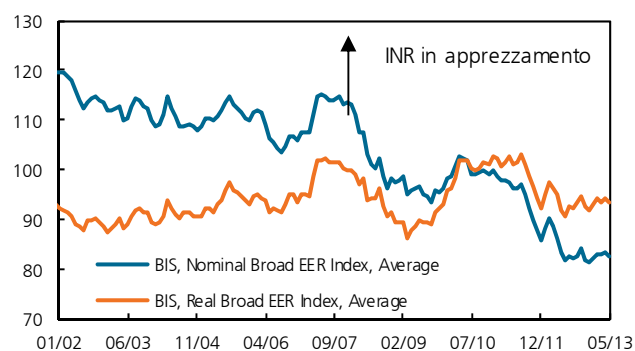
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il saldo delle partite correnti peggiora (miliardi di dollari)



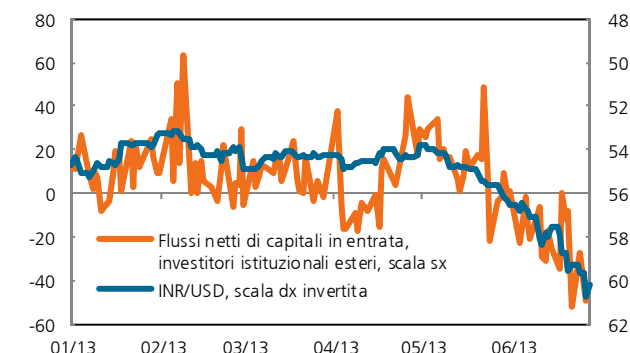
Fonte: Bloomberg

Tasso di cambio effettivo



Fonte: CEIC

Il deflusso di capitali finanziari indebolisce la rupia



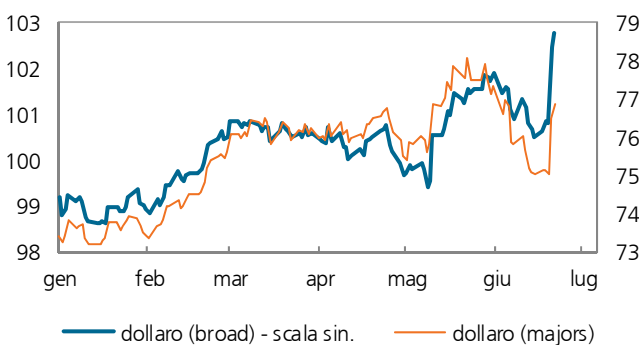
Nota: scala sinistra in miliardi di rupie. Fonte: CEIC

Mercati valutari – La svolta della Fed favorisce il dollaro

Il FOMC del 19 giugno ha rassicurato i mercati sull'intenzione che la Fed possa iniziare a ridurre lo stimolo in essere quanto prima, potenzialmente entro l'estate: le prossime due riunioni estive saranno il 31 luglio e il 18 settembre. La condizione necessaria affinché la Fed metta in atto la svolta di policy è che i dati confermino che la ripresa economica è sufficientemente solida e in grado di ridurre la disoccupazione (senza generare pressioni inflazionistiche indesiderate). La reazione del dollaro al messaggio della Fed è stata incontrovertibile: si è apprezzato contro tutte le valute, rimbalzando contro le *majors* (Fig. 1) e continuando il rafforzamento già in corso contro le valute emergenti (Fig. 2).

Asmara Jamaleh

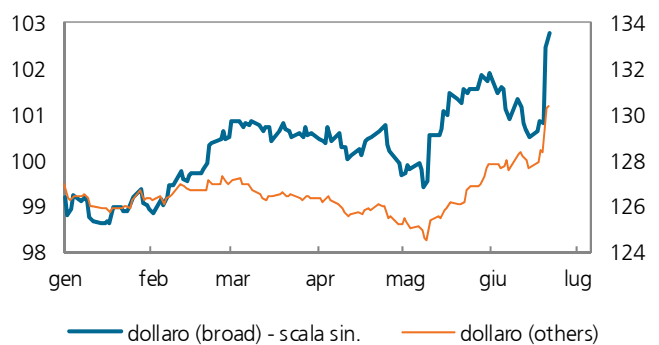
Fig. 1 – Ascesa post-FOMC del dollaro. Rimbalzo sulle *majors*...



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Note: dollaro = cambio effettivo nominale (indici "broad" e "majors". Fonte: Fed)

Fig. 2 – ... e continuazione dell' *uptrend* contro le emergenti

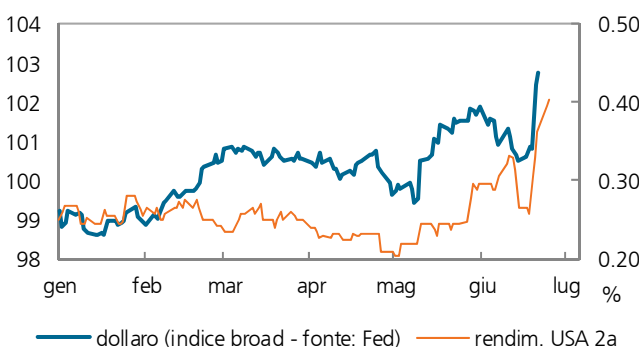


Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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

Per quanto la svolta della Fed sia abbastanza prezzata dai mercati, riteniamo che nel momento in cui sarà effettivamente sancita – o all'approssimarsi di tale data – il dollaro possa rafforzarsi ulteriormente, a livello generalizzato. Solo successivamente il suo *upside* andrà esaurendosi o riducendosi, con reazioni diversificate tra valute.

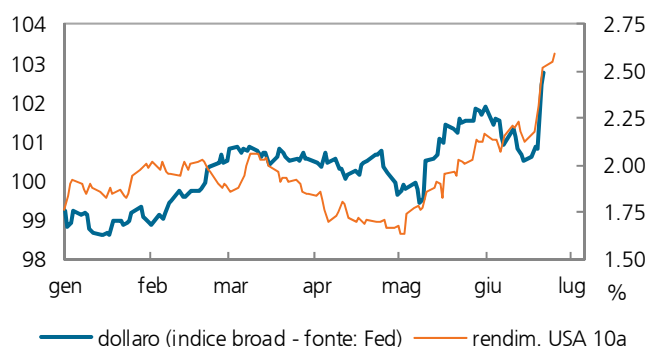
Fig. 3 – Salita del dollaro e dei rendimenti USA sia a breve...



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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

Fig. 4 – ... sia a lunga



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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

Sono almeno tre le principali ragioni per cui il biglietto verde dovrebbe salire ancora:

- (1) il *driver* di fondo è rappresentato dalla dinamica dei tassi attesi/rendimenti USA, che già hanno iniziato a salire stabilmente (Fig. 3 e Fig. 4) in due riprese: dopo il FOMC del 1° maggio e dopo quello del 19 giugno;
- (2) i rendimenti USA, in questo caso, presentano ancora spazio di ascesa (*upside*) rispetto ai livelli correnti sia perché i Fed Funds sono a quasi-zero da oltre quattro anni (ultimo taglio dei Fed

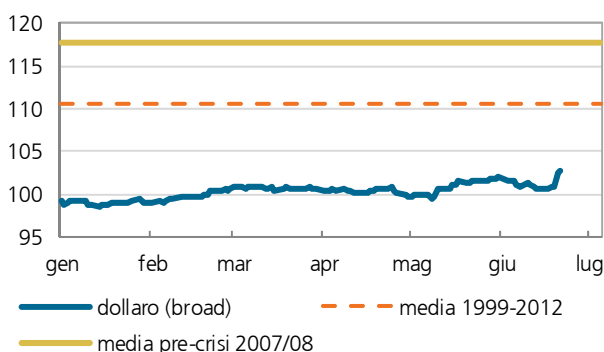
Scenario Macroeconomico

Giugno 2013

Funds da 1,00% a 0,25% a dicembre 2008) sia perché riflettono una combinazione di crescita e inflazione attese in aumento tra quest'anno e l'anno prossimo;

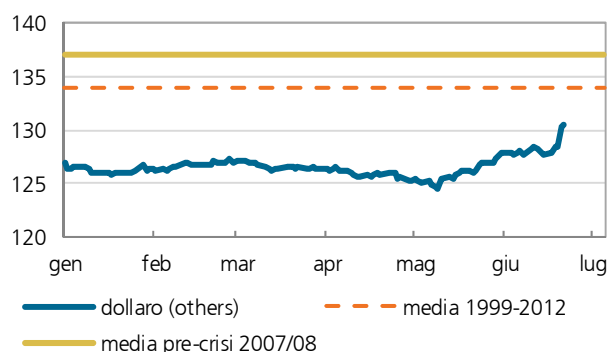
(3) nonostante il rafforzamento recente, il dollaro rimane ancora al di sotto della propria media storica (e a maggior ragione rispetto alla media pre-crisi del 2007/2008): ampiamente sotto se si fa riferimento al cambio effettivo nominale "ampio" (ovvero rispetto a tutte le valute: *majors* e emergenti – Fig. 5) e "ristretto", ancora sotto ma un po' meno se il riferimento è al cambio effettivo calcolato rispetto alle valute emergenti (indice "others": Fig. 6).

Fig. 5 – Dollaro ancora molto sotto la media storica...



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – ... sotto ma un po' meno rispetto alle valute emergenti



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Soffermandoci in particolare sull'*upside* dei rendimenti USA, il semplice confronto tra il livello corrente (2,25% per i rendimenti a 10 anni: media di giugno) e la combinazione di crescita e inflazione attese (crescita a 1,9% e 2,8% nel 2013 e nel 2014 rispettivamente e inflazione a 1,6% e 1,9% nel 2013 e nel 2014 – secondo le ultime stime dell'OCSE: Fig. 7) suggerisce un *upside* compreso tra 120pb e 240pb (Fig. 7). Applicando la stessa analisi (Fig. 7) ad area euro, Giappone, Regno Unito, Canada e Australia (per restare tra le "*majors*") si può notare che l'*upside* complessivo dei rendimenti USA – e quindi del dollaro – è il più elevato, seguito, nell'ordine, da Regno Unito, Australia, Giappone, Canada e area euro. Riteniamo valide le implicazioni derivanti da tale "classificazione" per Regno Unito (quindi sterlina) e Giappone (quindi yen), potenzialmente fuorvianti invece per l'Australia (quindi dollaro australiano).

Fig. 7 – "Upside" teorico dei rendimenti

	crescita (%)			inflazione (%)			(A)	(B)			"upside" teorico dei rendimenti		
							rendim. 10a	crescita + inflazione			(B) - (A)		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014	(%)	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Stati Uniti	2.2	1.9	2.8	2.1	1.6	1.9	2.25	4.3	3.5	4.7	2.0	1.2	2.4
area euro	-0.5	-0.6	1.1	2.5	1.5	1.2	1.60	2.0	0.9	2.3	0.4	-0.7	0.7
Giappone	2.0	1.6	1.4	0	-0.1	1.8	0.84	2.0	1.5	3.2	1.2	0.7	2.4
Regno Unito	0.3	0.8	1.5	2.8	2.8	2.4	2.17	3.1	3.6	3.9	0.9	1.4	1.7
Canada	1.8	1.4	2.3	1.5	1.3	1.7	2.21	3.3	2.7	4.0	1.1	0.5	1.8
Australia	3.6	2.6	3.2	1.7	2.1	2.1	3.48	5.3	4.7	5.3	1.8	1.2	1.8

Note: (*) crescita e inflazione sono di fonte OECD (Economic Outlook del 29 maggio 2013)

(**) i rendimenti (governativi) sono calcolati come medie del mese di giugno

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

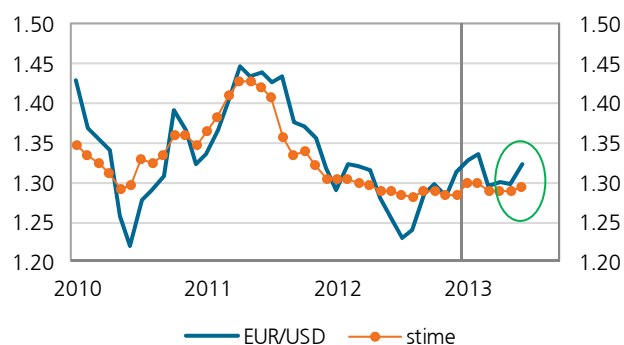
Euro - Non è stata la BCE, ma la Fed a penalizzare l'euro

Dopo il calo di maggio l'euro si è ripreso in giugno, salendo da 1,29 a 1,34 EUR/USD e rivedendo così livelli abbandonati a febbraio. Buona parte del rimbalzo si è prodotta in occasione dell'ultima riunione BCE (6 giugno), al termine della quale i tassi sono stati lasciati invariati, dopo il taglio effettuato a maggio. I miglioramenti, seppure modesti, registrati da alcuni dati, hanno consentito alla banca centrale di prendersi del tempo prima di dovere eventualmente ricorrere a un altro taglio dei tassi, in modo da valutare con più cura gli sviluppi congiunturali.

A penalizzare invece l'euro è stata, come ipotizzavamo il mese scorso, la Fed. Al termine del FOMC del 19 giugno infatti, al rafforzarsi della prospettiva che l'atteso cambio di *policy* della Fed sia imminente, il dollaro si è apprezzato, e l'euro ha corretto di riflesso, arretrando da 1,34 a 1,30 EUR/USD.

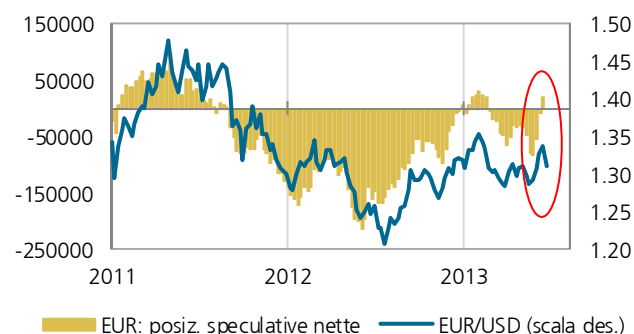
Poiché nel breve sia i dati area euro sia quelli USA saranno molto rilevanti nel guidare la dinamica del cambio, in caso di sorprese dall'area euro o di delusioni dagli USA, la correzione post FOMC dell'euro potrebbe subire una temporanea battuta d'arresto. Manteniamo la proiezione di 1,26 EUR/USD a 3m nell'ipotesi che entro tale orizzonte la prospettiva che la Fed dia effettivamente avvio alla svolta di *policy* torni a giocare a favore del dollaro, penalizzando l'euro soprattutto se nel frattempo i dati europei dovessero deludere inducendo la BCE a tagliare di nuovo i tassi (*downside* a 1,26-1,25).

Fig. 8 – Stime basate sulla relazione con i rendimenti



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – EUR: posizioni speculative (CME)



Fonte: CME e Thomson Reuters-Datastream

Il **ridimensionamento del corto speculativo** dopo l'ultima riunione BCE e il ritorno in territorio positivo dell'esposizione netta (lungo euro: Fig. 9), possono agevolare ulteriore debolezza del cambio nel breve, a condizione però che i dati dell'area siano sfavorevoli e/o che la prossima riunione BCE del 4 luglio, diversamente dalla precedente, non sia in grado di mantenere il clima di fiducia nei confronti dell'area euro prodottosi a inizio giugno. Le prossime riunioni della Fed saranno invece il 31 luglio e il 18 settembre.

Secondo le stime del nostro modello basato sulla relazione tra cambio e rendimenti a breve, l'entità del rafforzamento dell'euro a giugno è stata un po' eccessiva: mentre a maggio il cambio era sostanzialmente a *fair value* (con uno scostamento di +0,8% dal valore teorico stimato), a giugno lo scostamento è salito al 2,1%, con un cambio a 1,32 rispetto a un *fair value* di 1,29 (Fig. 8). Tuttavia è un margine di sopravvalutazione che può essere mantenuto nel breve, a patto però che il quadro dell'area mostri effettivi miglioramenti.

Sterlina - Novità favorevoli dalla BoE già prima del cambio al vertice dell'1 luglio

Sulla scia della correlazione positiva con l'euro, la sterlina è salita per la prima parte di giugno, portandosi da 1,51 a 1,57 GBP/USD, per poi arretrare nuovamente anch'essa come effetto del FOMC. La correlazione tra GBP/USD e EUR/USD potrebbe allentarsi con l'arrivo del nuovo governatore BoE Mark Carney, che subentrerà a Mervyn King alla guida della BoE dal 1° luglio. Ci si attende infatti che Carney sia più disponibile del predecessore a implementare una politica monetaria più attivamente favorevole alla crescita, il che potrebbe contribuire ad aumentare gli spunti di origine domestica per il cambio.

All'ultima riunione BoE è emersa una novità che aumenta le probabilità che nei prossimi mesi la Banca centrale adotti nuove misure espansive. Infatti, tra i membri che pure hanno votato per non aumentare l'APF si è aperta una spaccatura: alcuni si sono detti potenzialmente favorevoli a votare per un incremento dell'APF in futuro se ve ne fosse bisogno, dato che gli sviluppi recenti hanno mostrato l'efficacia di tale misura. King (uscente), Fisher e Miles d'altro canto, per il 5° mese di fila, hanno votato per un ulteriore aumento dell'APF. L'impressione generale che se ne ottiene è che all'interno della BoE vi sia un'accresciuta consapevolezza che la ripresa, per quanto credibile nella sostanza, sia però di dimensioni molto modeste, il che la rende potenzialmente più fragile.

La prima riunione BoE che sarà presieduta da Carney è la prossima (4 luglio). La probabilità che già a questa data si abbia un consenso per una mossa espansiva (aumento dell'APF o altro) non è molto alta, tuttavia è più elevata che se non ci fosse un cambio al vertice. L'occasione in cui appare più probabile possa esserci qualche novità di rilievo è la riunione successiva del 1° agosto, perché la BoE dovrà illustrare le linee guida del nuovo mandato di *policy* con l'*Inflation Report* del 7 agosto. Al momento, l'ipotesi più probabile è l'introduzione di una *forward guidance*, stile Fed o Bank of Canada. Quale che sia l'opzione su cui cadrà la preferenza della BoE, riteniamo si tratti di un'evoluzione positiva della politica monetaria in relazione agli effetti che questa può produrre sull'economia. Per la sterlina vi è quindi spazio di rafforzamento più duraturo nei prossimi mesi, soprattutto contro euro. Contro dollaro infatti anche la sterlina, come la maggior parte delle altre valute, è esposta a un nuovo calo in concomitanza dell'attesa svolta di *policy* della Fed. La revisione in atto del mandato della BoE offre invece un vantaggio in termini di flessibilità alla BoE rispetto alla BCE, pertanto il *downside* della sterlina, salvo delusioni dai dati, dovrebbe risultare inferiore a quello dell'euro nei confronti del dollaro, favorendo di conseguenza la valuta britannica rispetto alla moneta unica.

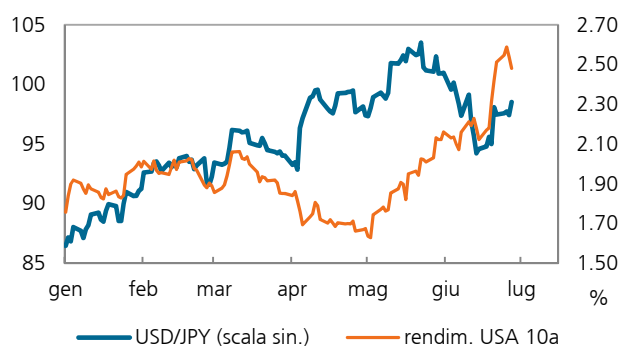
Yen - Verso nuovi equilibri?

Nella prima parte di giugno lo yen si è apprezzato, tornando da 100 a 93 USD/JPY. Questo movimento, per quanto in parte riflesso di un generalizzato calo del dollaro contro le *majors*, è associato in realtà sia a fattori "vecchi", che già hanno condizionato il cambio in passato, sia a fattori che potrebbero assumere invece una rilevanza nuova. Tra i fattori "vecchi", quello che ha contribuito al rafforzamento dello yen è stata una moderata risalita dell'avversione al rischio.

Il fattore potenzialmente nuovo riguarda invece la recente salita dei rendimenti giapponesi. Questa infatti è in parte collegata al movimento dei rendimenti USA (Fig. 10 e Fig. 11), ma in parte riflette aspettative di una combinazione di crescita e inflazione giapponesi più elevate. Se la rivoluzione di politica monetaria attuata dalla BoJ nei mesi scorsi riuscirà effettivamente nell'intento di far salire strutturalmente il livello di crescita e inflazione, l'ulteriore ascesa dei rendimenti domestici in futuro potrebbe diventare un fattore di forza propria dello yen.

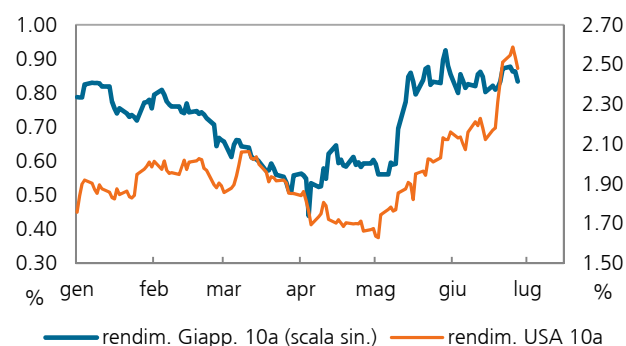
Si tratterebbe comunque non del futuro immediato, perché l'efficacia della nuova *policy* della BoJ è ancora tutta da verificare, ma del medio-lungo termine. Avvertiamo pertanto che prossimamente potremmo rivedere al rialzo la proiezione a 24m dello yen, riportandola sotto quota 100 USD/JPY, se i progressi dell'economia e l'attesa risalita dell'inflazione in territorio positivo troveranno conferma.

Fig. 10 – USD/JPY vs rendimenti USA



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 – Rendimenti giapponesi vs rendimenti USA



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Nel breve invece il principale *driver* del cambio potrebbe essere ancora la Fed. Dopo metà giugno, infatti, lo yen ha fatto marcia indietro, tornando a 98 USD/JPY unicamente per effetto del FOMC. L'*upside* potenziale sui rendimenti USA nel breve appare decisamente maggiore rispetto a quelli giapponesi in ragione sia dell'attesa svolta di policy della Fed sia della quasi-certezza che la Fed riprenderà ad alzare i tassi molto prima della BoJ. Le proiezioni del cambio tra 103 e 107 sono pertanto da leggersi prevalentemente in risposta alla svolta Fed.

I rischi dello scenario centrale sono comunque verso l'alto per lo yen, ovvero rischi che la valuta nipponica si deprezzi meno e per un periodo più breve rispetto alle attese. La ragione principale che potrebbe portare in questa direzione è la sopra menzionata ipotesi che il Giappone riesca a conseguire nei prossimi anni una combinazione di crescita e inflazione più elevate rispetto al passato (o che si consolidino aspettative in tal senso), con naturale effetto positivo sulla valuta domestica.

Scenario Macroeconomico

Giugno 2013

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

Appendice

Certificazione degli analisti

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

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

Comunicazioni specifiche:

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

Comunicazioni importanti

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

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

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Metodologia di valutazione

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

Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

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