

# Scenario Macroeconomico

**Servizio Studi e Ricerche**  
Marzo 2014

## Indice

<b>Una ripresa ancora a fasi alterne</b>	<b>2</b>
<b>Materie prime più deboli nel 2° trimestre</b>	<b>8</b>
Petrolio, pressioni al ribasso	10
<b>Stati Uniti - La crescita resta solida, nonostante la gelata invernale</b>	<b>13</b>
In attesa del disgelo: una coltre di neve ha coperto i dati del 1° trimestre	14
Politica monetaria - Adelante, Janet, con juicio	17
<b>Area euro – Un anno di transizione, BCE in sordina</b>	<b>20</b>
Il quadro congiunturale – Cronaca di una ripresa annunciata	20
Inflazione frenata da cambio ed eccesso di offerta	26
BCE: basteranno gli interventi verbali?	33
Germania: andante con brio	37
Francia: 2014 anno di ripresa	42
Italia: andante moderato in economia, allegro con brio in politica	50
Spagna: back in business!	54
Grecia: ritorno alla crescita dal 2015	60
Irlanda: ultimo trimestre 2013 negativo, ma ripresa nel 2014	62
Portogallo: 2014 ritorno alla crescita	64
<b>Asia</b>	<b>66</b>
Giappone – Allacciate le cinture, turbolenza in arrivo!	66
Cina: la PBOC frena la speculazione mentre l'economia rallenta	72
India: crescita molto timida	81
<b>Mercati Valutari - La Fed "rassicura" i mercati: il dollaro riparte</b>	<b>87</b>

Marzo 2014

Nota trimestrale

Intesa Sanpaolo  
Servizio Studi e Ricerche

Macroeconomic and  
Fixed Income Research

Macroeconomic Research  
Team

Luca Mezzomo  
Responsabile

Guido Valerio Ceoloni  
Economista - Area Euro

Daniela Corsini  
Economista – Materie Prime

Anna Maria Grimaldi  
Economista - Area Euro

Asmara Jamaleh  
Economista – Mercati Valutari

Paolo Mameli  
Economista - Area Euro

Giovanna Mossetti  
Economista - USA e Giappone

International Economics

Silvia Guizzo  
Economista - Asia Emergenti

## Una ripresa ancora a fasi alterne

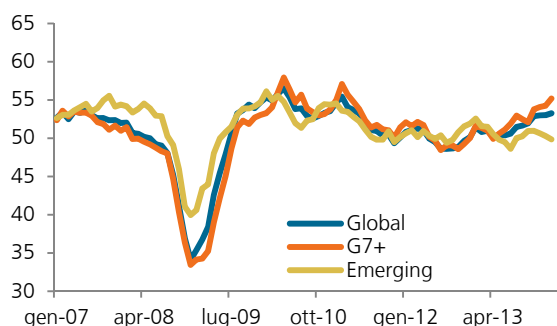
Le condizioni meteorologiche negli Stati Uniti e le difficoltà dei Paesi emergenti hanno gettato alcune ombre sullo scenario di consolidamento della ripresa mondiale. Tuttavia, l'attività sta per riaccelerare negli Stati Uniti, l'Eurozona è in ripresa e le tensioni sui Paesi emergenti si sono fatte più selettive. Nel complesso, ci si può attendere che l'espansione continui nei prossimi trimestri, nonostante il quadro piuttosto contrastato e la continua 'staffetta' fra aree geografiche. L'incertezza più rilevante è quella sulla stabilità finanziaria in Cina, alla luce dell'elevata leva finanziaria nel settore privato.

Luca Mezzomo

I primi mesi di quest'anno hanno messo in luce alcune criticità dello scenario di rafforzamento dell'espansione globale. La prima è che le 'sorprese' date dagli indicatori economici hanno assunto un tono nettamente negativo sia negli Stati Uniti, sia in Cina. Da questo punto di vista, il quadro rimarrà contrastato anche nel secondo trimestre, anche se con caratteristiche molto diverse e nel complesso non preoccupanti. Da aprile scatta l'aumento delle imposte indirette in Giappone, che dovrebbe causare un temporaneo rallentamento dell'attività economica dopo aver gonfiato la domanda interna nei mesi precedenti. Di contro, la normalizzazione delle condizioni meteorologiche negli Stati Uniti favorirà un netto miglioramento degli indicatori americani, in un contesto di minor freno derivante dalle politiche fiscali e di condizioni finanziarie accomodanti. Lo scenario di ripresa è sostenuto anche dalle dinamiche dell'Eurozona, che nel primo trimestre ha mostrato una ripresa in linea con le attese e che nel secondo trimestre sembra destinata a proseguire lungo gli stessi binari.

**Le sorprese negative fornite dai dati americani negli ultimi mesi non vanno sopravvalutate**

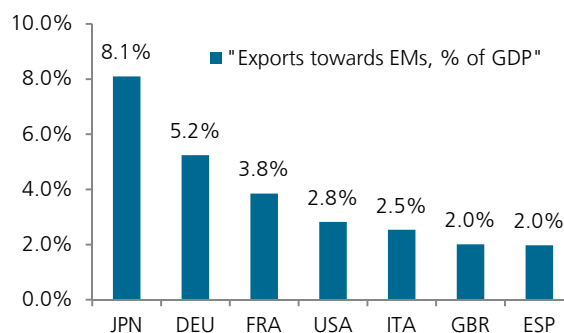
PMI manifatturieri



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Markit Economics

Nota: G7+: Stati Uniti, Eurozona, Giappone, Regno Unito, Canada. Emergenti: Cina, Brasile, Russia, India, Polonia, Sudafrica, Turchia, Messico. Dati ponderati per il PIL

Esportazioni verso i paesi emergenti in % del PIL



Fonte: calcoli Intesa Sanpaolo su dati IMF DOTS, via Thomson Reuters Datastream

Il secondo problema, già evidente tre mesi fa è che i paesi emergenti sono stati scossi da turbolenze finanziarie prima diffuse, poi più localizzate e connesse a tensioni politiche (Ucraina, Russia). La situazione dei Paesi emergenti rimane complessa: l'uscita degli investitori dai fondi specializzati è proseguita fino a febbraio, ma a marzo sono emersi i primi segnali di stabilizzazione e la volatilità dei cambi si è significativamente ridotta. La restrizione finanziaria dovrebbe accentuare il divario rispetto ai paesi avanzati, che in questa fase stanno sostenendo l'espansione economica. Tuttavia, in questa fase un 'normale' rallentamento ciclico dei Paesi emergenti non sarebbe sufficiente a compromettere la ripresa dei Paesi avanzati. Le importazioni dei mercati emergenti rappresentano una quota normalmente modesta, inferiore al 5%, del PIL dei Paesi avanzati: sarebbe perciò necessaria una diffusa e notevole contrazione delle importazioni dei BRIC per creare rischi recessivi. Inoltre, la maggiore stabilità valutaria e il raffreddamento dell'inflazione rendono nuove strette monetarie meno probabili.

**Un semplice rallentamento delle economie emergenti non rappresenta una minaccia, neppure se riguarda la Cina...**

Lo scenario davvero problematico sarebbe piuttosto quello di una crisi finanziaria, scatenata o da fughe di capitali o da *credit squeeze* domestico, che colpisca uno o più grandi Paesi emergenti. Quest'ultimo è diventato un rischio più concreto a seguito della veloce crescita della leva finanziaria registrata negli ultimi anni in diversi Paesi emergenti, fra i quali Cina, Brasile, Turchia, Ungheria. Se in Brasile e Turchia l'indebitamento risulta ancora basso nel confronto internazionale, in Cina il debito delle imprese non-finanziarie è salito dal 56,4% al 151,4% del PIL fra il 2007 e il 2013, toccando il livello più alto fra quelli registrati nell'ambito delle maggiori economie avanzate ed emergenti. Di fronte a tassi di crescita e a livelli della leva finanziaria così elevati, uno scenario di *credit crunch* preceduto da una fase di aumento delle insolvenze non appare più impossibile. Il fenomeno sarebbe estremamente preoccupante a causa dell'elevato potenziale di contagio finanziario, in primo luogo a livello regionale (Corea, Taiwan), e poi per gli impatti sul clima di fiducia e sull'attività produttiva mondiale. Indubbiamente, le Autorità cinesi di politica economica dispongono di spazi di manovra più ampi grazie all'abbondanza di riserve valutarie e al basso livello del debito pubblico. Tuttavia, anche una pronta reazione di politica economica non potrebbe sterilizzare gli effetti della crisi sull'economia globale. Il nodo è, dunque, se una restrizione delle condizioni finanziarie e della regolamentazione sarà in grado di ricondurre il problema sotto controllo prima che divenga ingestibile.

... ma ben diverse sarebbero le implicazioni di una crisi finanziaria in qualche grande Paese emergente

Simile è anche la nostra chiave di lettura della crisi ucraina. Non si attendono ripercussioni congiunturali significative sui Paesi avanzati se l'evoluzione rimarrà nell'ambito diplomatico, per quanto rilevante possa essere nel lungo termine la riconsiderazione dei rapporti dell'Unione Europea con la Russia. Ci attendiamo che, annessa la Crimea, la Russia si limiti a sostenere la minoranza russofona delle regioni orientali, premendo per la concessione di ampie autonomie nell'ambito degli attuali confini. La valutazione dei rischi cambierebbe nell'ipotesi di un'*escalation* del confronto che faccia ipotizzare o interruzioni del flusso di gas naturale verso l'Europa (molto importante per Finlandia, Germania, Polonia e Italia) o un rischio di fuga di capitali dalla Russia. Si è avuto un assaggio di quest'ultimo fenomeno nella prima fase della crisi, quando si temevano sanzioni più pesanti di quelle poi decise da Stati Uniti ed UE, o un'immediata estensione delle mire russe alle regioni orientali dell'Ucraina. Il calo stagionale della domanda di gas e l'elevato livello degli stoccaggi, invece, dovrebbe rendere l'Europa resiliente a eventuali interruzioni transitorie del flusso di gas.

Se, come al momento riteniamo ancora probabile, non si avrà alcuna grave crisi finanziaria in Cina, l'espansione dell'economia globale continuerà a basso ritmo anche nei prossimi trimestri. D'altronde, le politiche economiche rimangono favorevoli. La reazione dei mercati alla lenta svolta della politica monetaria americana è stata molto contenuta, tanto che il tasso sui fed funds scontato dai *futures* è largamente inferiore ai livelli che riteniamo probabili per la fine del 2015, nonostante la correzione avvenuta a metà marzo. Considerando che il Giappone potrebbe potenziare lo stimolo monetario nel prossimo semestre, e che la BCE manterrà i tassi fermi per l'orizzonte prevedibile, i tassi reali a breve termine rimarranno ampiamente negativi per i Paesi OCSE. Sul fronte fiscale, sia negli Stati Uniti sia nell'Eurozona la restrizione al netto dei fattori ciclici si sta facendo più blanda, e riteniamo che potrebbe essere inferiore a quanto stimato nei mesi scorsi.

Confermato lo scenario di consolidamento dell'espansione globale

Le proiezioni non hanno subito revisioni significative rispetto al precedente rapporto. Il calo delle stime di aumento del PIL per gli Stati Uniti riflette l'andamento negativo del primo trimestre, soltanto in parte compensato dal miglioramento del secondo. La revisione al rialzo delle stime per l'Eurozona è marginale (+0,1%). Le stime per il Giappone sono contraddistinte da elevata incertezza, in connessione alle misure fiscali di aprile. La modifica più significativa è l'ulteriore peggioramento delle previsioni per i Paesi emergenti. La staffetta fra le principali aree sembra continuare, anche se nel secondo semestre dovrebbe aumentare la sincronia fra Stati Uniti, Eurozona e Giappone.

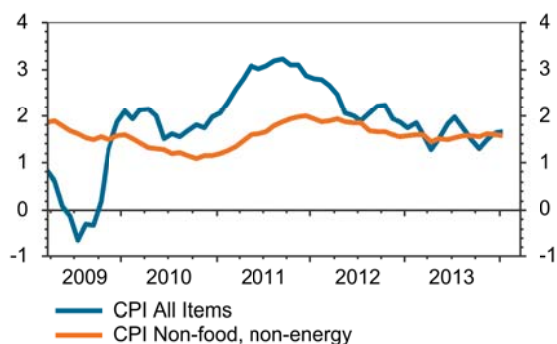
La crescita economica per area geografica					
	2011	2012	2013	2014	2015
Stati Uniti	1.8	2.8	1.9	2.8	3.0
Giappone	-0.4	1.4	1.5	1.3	1.1
Area euro	1.8	-0.6	-0.4	1.1	1.3
Europa Orientale	3.9	2.1	1.6	2.4	2.9
America Latina	4.1	2.9	3.1	2.6	3.1
OPEC	3.9	5.4	3.1	4.2	4.9
Asia Orientale	7.0	5.5	5.7	6.0	5.9
Africa	3.4	3.2	3.5	4.0	4.6
Crescita mondiale	3.9	3.1	3.0	3.5	3.8

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

La variazione dei prezzi al consumo nei Paesi OCSE è in rallentamento dal 2011, ma risulta molto stabile e vicina al 2% nelle componenti diverse da energia ed alimentari. In ogni caso, l'andamento generale dovrebbe rimanere moderato. Per quanto concerne i fattori globali, i prezzi delle materie prime non energetiche si stanno ancora contraendo, e non si attendono rialzi significativi per le quotazioni petrolifere; al contrario, la bassa velocità di fondo della crescita mondiale, il rafforzamento del dollaro e il rallentamento della Cina potrebbero deprimere i corsi delle materie prime industriali ed energetiche nel secondo trimestre. Soltanto le materie prime agricole hanno evidenziato pressioni al rialzo, in connessione ad andamenti meteorologici sfavorevoli.

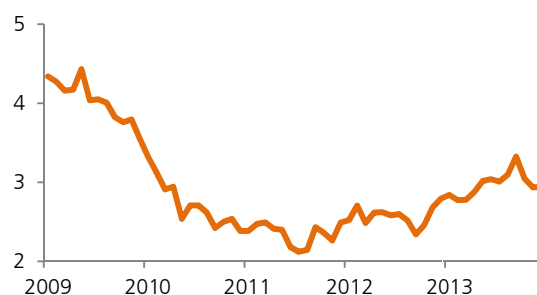
**L'inflazione sarà frenata dalla modesta crescita globale e dall'andamento delle commodity**

Paesi OCSE, tasso di inflazione a/a



Fonte: OECD, mediante Thomson Reuters Datastream

Deviazione standard dei tassi di inflazione



Fonte: calcoli Intesa Sanpaolo su dati nazionali (36 paesi)

D'altro canto, a livello di processo inflazionistico si stanno facendo più importanti i fattori locali, come testimonia l'aumento della dispersione dei tassi di inflazione dai minimi del 2011-12. Oltre ai fattori endogeni, come lo stato del ciclo economico, anche il tasso di cambio può condurre a deviazioni importanti fra i paesi. Ad esempio, la discesa dell'inflazione europea nel 2013 risente del notevole 10% di apprezzamento del cambio effettivo dell'euro avvenuto da metà 2012, che da solo potrebbe aver tolto lo 0,8% all'indice dei prezzi. In prospettiva, il dollaro dovrebbe essere sostenuto dall'approssimarsi della fase di rialzo dei tassi ufficiali americani, che ci attendiamo da metà 2015, e dalla probabile revisione al rialzo dei tassi a termine (che scontano un sentiero di restrizione troppo blando): in tal modo, dovrebbe ridimensionarsi uno dei fattori disinflazionistici che hanno interessato l'Eurozona.

## Il quadro per area in sintesi

Il clima straordinariamente freddo di inizio 2014 ha frenato la crescita del 1° trimestre, ma i fondamentali dello scenario USA restano positivi. La crescita del PIL, calata al 2% t/t (annualizzato) nel 2014.T1, dovrebbe accelerare a più del 3% t/t ann. nei trimestri successivi. Nel 2014 la crescita media dovrebbe essere pari al 2,8%, con un'espansione relativamente rapida di consumi e investimenti delle imprese, mentre gli investimenti residenziali dovrebbero crescere solo gradualmente per via di prezzi delle case in forte aumento, e scarsità di unità immobiliari in vendita. La spesa pubblica sarà di modesto freno, anche se la restrizione fiscale si sta facendo più blanda.

Il mercato del lavoro resta la chiave per lo scenario macro e per la strategia di politica monetaria. Il tasso di disoccupazione ha continuato a calare: prevediamo una crescita mensile di occupati intorno a 180-200 mila e una stabilizzazione del tasso di partecipazione: il tasso di disoccupazione dovrebbe scendere a 5,8% a fine 2014. Il miglioramento del mercato del lavoro dovrebbe ridurre le risorse inutilizzate, sostenere il reddito e i consumi e determinare una ripresa della dinamica salariale, evitando una deriva disinflazionistica.

Alla riunione del 18-19 marzo, il FOMC ha sostituito la *forward guidance* "quantitativa", con una versione "qualitativa". Il *tapering* prosegue e dovrebbe concludersi in autunno. La nuova comunicazione sposta il focus dalla data del primo rialzo (probabilmente giugno 2015), al successivo sentiero dei tassi. Per determinare il primo rialzo, le indicazioni sono vaghe: monitoraggio dei progressi verso gli obiettivi di massima occupazione e inflazione al 2%.

Il FOMC ha dato indicazioni qualitative anche per il periodo successivo al primo rialzo. Quando gli obiettivi di lungo termine saranno raggiunti (leggi: 2016), si potrà mantenere "per un certo tempo" il tasso sui fed funds "al di sotto dei livelli che il Comitato ritiene normali nel lungo termine" (leggi: 4%). La nostra previsione è che i fed funds siano al di sopra di quanto scontato oggi dal mercato, soprattutto nel 2016 (nostra previsione: 1% fine 2015, 2,75% fine 2016).

Il 2014 è un anno di transizione per l'area euro, dalla "grande crisi" verso un ritorno a una crescita in linea col potenziale, che con tutta probabilità è rimandato al 2015. L'attività economica manterrà all'incirca il ritmo di crescita visto a fine 2013 (0,3% t/t) per tutta la prima metà del 2014, per accelerare nella seconda parte dell'anno. La crescita media 2014 è attesa all'1,1%. La ripresa della domanda dall'estero va trasferendosi, attraverso il miglioramento dei margini di profitto delle imprese, agli investimenti delle aziende. Un più significativo rafforzamento della domanda per consumi è atteso nella seconda metà dell'anno. A favorire la ripresa, in particolare della domanda interna, potrebbe essere l'evoluzione della politica fiscale, divenuta sostanzialmente neutrale e che, nel corso dell'anno e guardando al 2015 potrebbe cambiare di segno. Sono ben 6 i Paesi dell'Eurozona (e 9 quelli dell'UE) che hanno annunciato o varato negli ultimi mesi riduzioni di imposte, anche se in alcuni casi gli interventi sono coperti da tagli di spesa e dunque l'impatto sul ciclo è incerto.

Nel nostro scenario centrale l'inflazione è attesa risalire dall'1,1% nel 2014 all'1,3% nel 2015 e all'1,5% nel 2016. Tuttavia, è possibile che l'inflazione sottostante rimanga inferiore all'1,0% nel 2014 e per una parte del 2015.

La BCE ha recentemente rafforzato il suo sistema di controllo delle aspettative sui tassi ufficiali, segnalando che potrebbero rimanere fermi fino al 2016 a causa del persistente eccesso di capacità presente nell'economia dell'Eurozona. Allo stesso tempo, la previsione di rialzo dell'inflazione e di consolidamento della ripresa indica però che la BCE non vuole alimentare attese di misure straordinarie. Se il rialzo dei tassi sul dollaro causasse pressioni eccessive sui tassi monetari dell'Eurozona, e se l'intervento verbale si rivelasse insufficiente, la BCE potrebbe essere

## Stati Uniti

**Crescita più rapida dopo il rallentamento del 1° trimestre**

**La Fed completerà il *tapering* quest'anno, alzando i tassi da metà 2015**

## Area euro

**La ripresa si consoliderà, con un maggiore coinvolgimento della domanda interna**

**L'inflazione sottostante potrebbe rimanere bassa a lungo**

**BCE probabilmente ferma, ma non si può escludere che debba rinforzare la *forward guidance* con passi concreti**

costretta ad adottare misure concrete – iniziando da quelle più simboliche come il taglio del tasso *refi*.

Lo scenario dell'economia giapponese nel 2014-15 sarà scandito dalla politica fiscale. Il rialzo dell'imposta sui consumi dal 5 all'8% ad aprile è il fulcro intorno a cui ruoterà l'economia nel 2014. La volatilità della crescita renderà difficile valutare i trend sottostanti, anche se per ora il quadro rimane positivo e il proseguimento della ripresa, se pure a ritmi più lenti, non sembra a rischio.

Gli elementi cruciali saranno: 1) la risposta dei **consumi** all'aumento dell'imposta; 2) l'andamento del reddito da lavoro e le prospettive dei **salari** durante la contrattazione di primavera; 3) l'attuazione di **aumenti di spesa pubblica** mirati a contenere l'effetto della restrizione dal lato delle imposte; 4) la **reattività della BoJ** di fronte agli sviluppi dal lato della domanda aggregata.

L'inflazione si è stabilizzata, poco sopra l'1% a/a, e al netto del rialzo dell'imposta dovrebbe essere poco variata. La BoJ è pronta a intervenire per sostenere la ripresa in caso di una risposta eccessivamente negativa della domanda al rialzo dell'imposta sui consumi. La Banca centrale valuterà le informazioni post-rialzo dell'imposta: in caso di deviazioni rispetto alle proiezioni, che saranno aggiornate in aprile, la BoJ si è impegnata ad aumentare lo stimolo. Questo implicherebbe un aumento degli acquisti di JGB rispetto all'attuale ammontare di 50 tln di yen annui, misura che appare probabile nel trimestre estivo.

Il 2013 si è chiuso con una crescita del 7,7%, invariata sul 2012, grazie a una accelerazione dei consumi pubblici e delle esportazioni. I dati dei primi due mesi del 2014, pur difficili da valutare a causa della diversa cadenza delle festività per il capodanno cinese, indicano la prosecuzione del rallentamento in atto sia dal lato della produzione industriale e degli investimenti, sia dal lato dei consumi. Anche il settore immobiliare appare in via di raffreddamento.

In occasione della riunione plenaria di marzo del Parlamento, nel discorso di apertura del premier Li Keqiang non ci sono state grandi novità rispetto alle priorità già delineate dal Plenum del partito in autunno e il target di crescita per il 2014 è stato lasciato invariato al 7,5%. Manteniamo invariate le nostre previsioni di crescita al 7,3% per il 2014 e le rivediamo marginalmente dal 7,2% al 7,1% per il 2015, mantenendo inalterati i rischi al ribasso sullo scenario.

In mancanza di dati macroeconomici particolarmente negativi nei prossimi mesi che minino la futura tenuta del mercato del lavoro e dei consumi, la People Bank of China (PBOC) proseguirà nella politica di rallentamento della crescita del credito bancario, in particolare ai settori improduttivi o con eccesso di capacità, e di contenimento e regolamentazione del credito al di fuori del settore bancario, anche alla luce dei recenti primi casi di default e dei problemi di quasi-default di prodotti dei fondi fiduciari. Ci aspettiamo quindi che lasci risalire nuovamente i tassi del mercato monetario rispetto ai minimi recenti, continuando a drenare la liquidità in eccesso. Sul fronte del cambio, lasciato bruscamente deprezzare da metà febbraio, la volatilità sarà più elevata che in passato, ma non escludiamo recuperi sulla base di un contenuto miglioramento dei dati di commercio estero.

A causa delle revisioni al ribasso del PIL per il 2012 e per il 2013, in particolare per la variabile investimenti, e della diversa dinamica dei consumi, rivediamo il profilo di crescita dal 5,2% al 4,8% nel 2014 e dal 5,7% al 5,3% nel 2015. I rischi sullo scenario sono bilanciati.

La Banca centrale si aspetta che l'inflazione *core* continui a rimanere elevata anche se la dinamica dell'inflazione totale beneficerà del rallentamento dei prezzi degli alimentari e continuerà quindi a scendere nei prossimi mesi. Per ora è probabile che i tassi ufficiali rimangano

**Asia:**

**Giappone:**  
quadro positivo, ma con maggiore volatilità

**Cina:** continua il rallentamento della domanda interna, incoraggiato anche dalla politica monetaria

**India:** si ridimensionano le stime di crescita, ma il calo delle pressioni inflazionistiche potrebbe consentire una politica monetaria più accomodante dal secondo semestre

fermi, anche alla luce del recente rialzo dei tassi reali e delle indicazioni della RBI, ma non si può escludere un altro rialzo a giugno nel caso di aumento ulteriore dell'inflazione *core*. La direzione della politica monetaria potrebbe invertirsi dalla seconda parte dell'anno, in linea con un atteso maggior rientro dell'inflazione.

Nonostante il Paese si trovi in una posizione esterna migliore rispetto ad un anno fa, il peso dei flussi di capitali esteri nella copertura del fabbisogno esterno e il verosimile sfioramento degli obiettivi sui conti pubblici del corrente anno fiscale impongono cautela. In questo contesto, la svolta della politica monetaria americana potrebbe causare nuove tensioni valutarie.



## Materie prime più deboli nel 2° trimestre

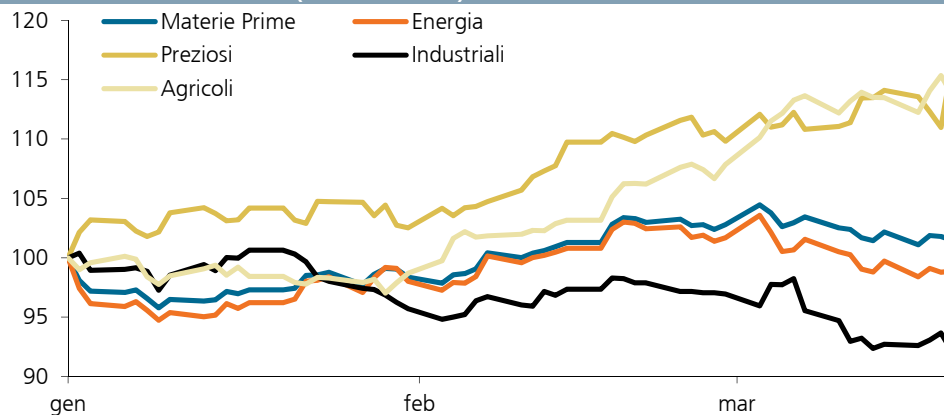
Nel 2° trimestre, le spinte ribassiste che gravano sul comparto dovrebbero recuperare vigore, complice l'atteso rafforzamento del dollaro americano. I fondamentali di domanda e offerta saranno il principale *driver* delle *performance*. Di conseguenza, dovremmo assistere a un indebolimento delle quotazioni per il comparto energetico e per l'oro e a un moderato recupero per il complesso dei metalli industriali. Fra i principali rischi che gravano sul nostro scenario, la principale preoccupazione sarà la Cina, dove sarà importante monitorare lo stato di salute di economia e mercato del credito.

Daniela Corsini

Nel trimestre in corso, le materie prime hanno cumulato rendimenti positivi. Questo *rally* è stato caratterizzato da due elementi:

- i guadagni sono stati generalizzati nel comparto, poiché hanno interessato varie *commodity* non legate fra di loro. Ad esempio, da inizio anno al 20 marzo i migliori rendimenti fra le materie prime da noi monitorate sono stati registrati da caffè, frumento, nickel, mais e oro. Queste buone *performance* hanno attirato l'interesse degli investitori, come dimostra il veloce accumulo di posizioni lunghe, concentrate soprattutto sulle materie prime energetiche e agricole;
- i buoni rendimenti sono stati favoriti da una serie di fattori positivi, ma temporanei come ad esempio: condizioni metereologiche estreme, come la siccità in Brasile e l'inverno particolarmente rigido in Nord America; rinnovate preoccupazioni per i rischi geopolitici, alimentate dalla crisi in Ucraina ed elevati livelli di importazioni di materie prime in Cina.

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



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nel 2° semestre, ci attendiamo che si esaurisca l'influenza positiva di gran parte di questi fattori e inizino a recuperare vigore le spinte ribassiste che gravano sul comparto, principalmente legate a preoccupazioni macroeconomiche e politiche nei mercati emergenti e all'atteso rafforzamento del dollaro americano. Di conseguenza, la pubblicazione dei dati macroeconomici e gli annunci dei *policy maker* alimenteranno la volatilità di breve periodo e potrebbero generare movimenti speculativi influenzando profondamente il *sentiment* di mercato verso gli investimenti in *commodity*.

All'interno del comparto, le singole materie prime continueranno a offrire buone opportunità di diversificazione e di trading, poiché i fondamentali di domanda e offerta rappresenteranno il principale *driver* delle quotazioni nel medio periodo.

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

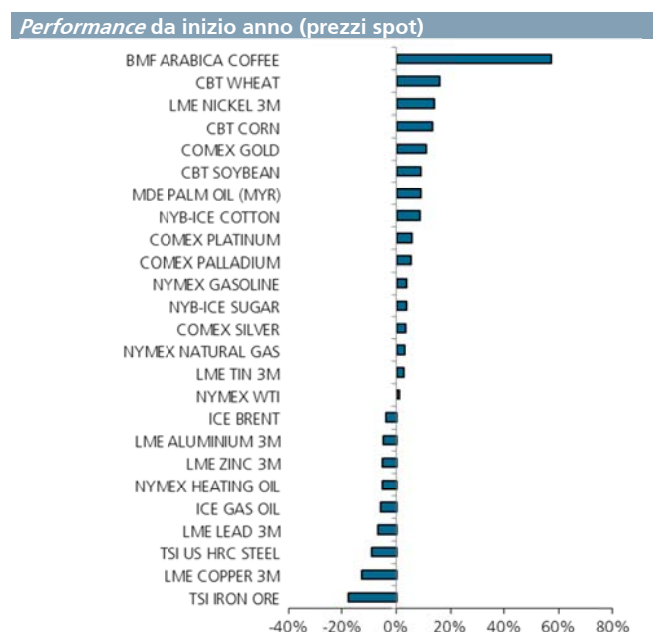
Il nostro modello di previsione è basato sulle attuali stime dei fondamentali di domanda e offerta per le singole materie prime, sul nostro scenario macroeconomico di riferimento e sull'evoluzione attesa negli equilibri geopolitici, su cui gravano ancora importanti fattori di incertezza.

Nel comparto energetico, petrolio e gas naturale dovrebbero indebolirsi rispetto ai livelli attuali per il calo stagionale della domanda e l'abbondante offerta in Medio Oriente e Nord America. Ci attendiamo che le tensioni geopolitiche non porteranno ad interruzioni prolungate dell'offerta fisica. Inoltre, anche nell'ipotesi di problemi temporanei alle forniture, le abbondanti riserve commerciali e strategiche dovrebbero impedire che i mercati diventino troppo tesi e raffreddare velocemente eventuali *spike* nelle quotazioni.

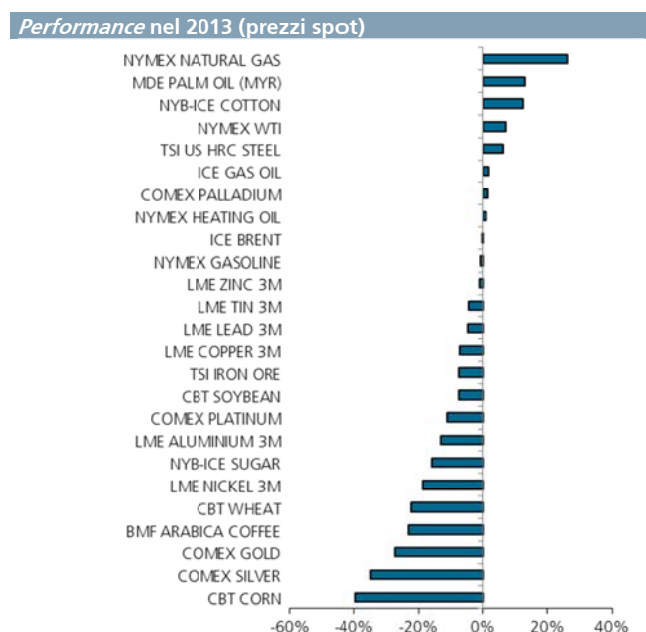
I preziosi sono stati il miglior comparto da inizio anno, grazie al ruolo di bene rifugio giocato dall'oro e alle preoccupazioni riguardo l'offerta di platino e palladio in Sud Africa e Russia. Nel 2° trimestre, oro e argento dovrebbero indebolirsi a causa della scarsa domanda per investimento, dovuta all'assenza di forti pressioni inflazionistiche e al rafforzamento del dollaro. Platino e palladio dovrebbero registrare una migliore *performance* relativa, grazie alla loro esposizione alla domanda industriale e alle persistenti limitazioni all'offerta.

I metalli industriali hanno rappresentato il peggior comparto da inizio anno, complessivamente guidati al ribasso da ampie scorte e preoccupazioni per il rischio di rallentamento economico in Cina. Riteniamo che per molti metalli la reazione di mercato ai deboli dati cinesi pubblicati sinora sia stata eccessiva e quindi ci attendiamo un moderato recupero delle quotazioni nel 2° trimestre, grazie al supporto fornito dagli elevati costi marginali di produzione e grazie alla ripresa della domanda mondiale. Tuttavia, i fondamentali restano deboli per gran parte dei metalli: l'offerta è abbondante e le scorte mondiali sono elevate. Di conseguenza, prevediamo prezzi complessivamente stabili nella seconda metà dell'anno.

Per quanto riguarda gli agricoli, i principali *driver* di mercato sono le stime di produzione e consumo mondiali. Riteniamo che il rischio di raccolti inferiori alle attese date le recenti sfavorevoli condizioni meteorologiche sia stato pienamente incorporato nelle attuali quotazioni dei cereali e quindi ci attendiamo che le pressioni al ribasso recuperino nuovamente slancio nei prossimi mesi.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

### Petrolio, pressioni al ribasso

Nei prossimi mesi, ci attendiamo che le quotazioni del petrolio subiranno pressioni al ribasso alimentate dal *sentiment* negativo di mercato legato alle difficoltà che stanno affliggendo le principali economie emergenti, dalla debolezza dei fondamentali di domanda e offerta e da fattori stagionali. I principali rischi al nostro scenario sono ancora una volta le tensioni geopolitiche.

Nei primi mesi dell'anno, le quotazioni del petrolio hanno beneficiato di vari fattori positivi. In particolare, l'offerta è stata severamente limitata da numerosi episodi di interruzioni non pianificate. Per i soli membri OPEC, si stima una mancata produzione di circa 3 Mb/g a causa delle sanzioni contro l'Iran, tensioni in Libia, attacchi alle infrastrutture in Iraq, furti e sabotaggi in Nigeria. Inoltre, la produzione è stata inferiore al potenziale anche nel Mare del Nord, nel Sudan del Sud e nello Yemen. Anche la crisi in Ucraina, sebbene non rappresenti una seria minaccia per il mercato fisico, ha portato a un temporaneo aumento dell'avversione al rischio e sostenuto le quotazioni.

Dal lato della domanda, eventi meteorologici estremi hanno alimentato i consumi. Infatti, l'eccezionale ondata di freddo che ha colpito il Nord America e il Giappone ha portato a una maggiore domanda per riscaldamento e la siccità registrata in Sud America ha ridotto la produzione regionale di energia da centrali idroelettriche, aumentando le importazioni di carburanti destinati alla produzione di elettricità. In Cina, nonostante il rischio di severo rallentamento dell'economia, le importazioni di petrolio sono molto forti ed hanno registrato un nuovo record in gennaio, probabilmente guidate da una nuova fase di accumulo di riserve strategiche.

Ci attendiamo che nei prossimi mesi si affievolisca l'influenza positiva esercitata da questi fattori, che hanno sinora sostenuto quotazioni elevate per Brent e WTI. Nel 2° trimestre, i mercati potrebbero essere guidati al ribasso da:

- preoccupazioni macroeconomiche nei Paesi emergenti, legate alle prossime elezioni indiane e ai timori di rallentamento dell'economia cinese. In particolare, i mercati delle *commodity* sono vulnerabili al rischio di raffreddamento eccessivo nel settore immobiliare, alle condizioni tese sul mercato del credito e al rischio di nuove ondate di *sentiment* negativo a seguito dell'annuncio di nuovi default;
- possibile rafforzamento del dollaro americano, per la solidità della ripresa statunitense e la politica monetaria della Fed, che sta gradualmente riducendo gli acquisti e che nella riunione di marzo ha modificato la *forward guidance* sui tassi in direzione qualitativa. Inoltre, le proiezioni dei tassi di interesse formulate dai membri del *board* suggeriscono che il primo rialzo dovrebbe avvenire nel 2015 e, rispetto a quanto indicato a dicembre, evidenziano uno spostamento verso l'alto di un quarto di punto per i tassi sui *fed funds* a fine 2015 (stimati all'1% dalla maggioranza dei partecipanti) e a fine 2016 (previsti maggiori o uguali al 2% da tre quarti del *board*). Questi segnali sono stati letti dal mercato come un'indicazione che il primo rialzo potrebbe essere anticipato verso la metà del 2015 e che, una volta che il processo di rialzo dei tassi inizierà, i tassi potrebbero essere più elevati rispetto a quanto atteso in precedenza. Queste attese potrebbero alimentare nei prossimi mesi un significativo apprezzamento del dollaro;
- debolezza dei fondamentali, per l'attesa di un graduale aumento della capacità produttiva in eccesso nei paesi OPEC, favorito dalla veloce espansione dell'offerta da parte di altri importanti paesi produttori;
- stagionalità negativa, per la chiusura pianificata di numerose raffinerie per manutenzione.

Il principale rischio al nostro scenario è rappresentato dall'aggravarsi delle tensioni geopolitiche. In Medio Oriente, gli equilibri dovrebbero rimanere circa stabili, almeno nel breve periodo, grazie agli accordi internazionali stipulati con Siria e Iran. Tuttavia, le recenti tensioni fra paesi

occidentali e Russia potrebbero complicare notevolmente anche le trattative sul programma nucleare iraniano e il processo di smantellamento degli arsenali da parte del governo di Assad. In generale, riteniamo che attualmente tutte le parti coinvolte preferiscano soluzioni diplomatiche che possano evitare rotture o scontri diretti. Negli Stati Uniti, le *mid-term elections* rendono poco desiderabili nuovi interventi armati e nuovi picchi nelle tensioni internazionali. In Russia, il commercio estero e soprattutto le esportazioni di idrocarburi verso l'Europa rappresentano una quota troppo grande dell'economia perché il Governo possa mantenere un atteggiamento di netta chiusura verso le richieste dei paesi occidentali. In Iran, l'accordo stipulato a fine novembre fra l'Iran e le potenze internazionali P5+1 (Stati Uniti, Russia, Cina, UK, Francia e Germania) sta portando un temporaneo sollievo dalle sanzioni che hanno pesantemente provato l'economia iraniana. Di conseguenza, data la nostra aspettativa di tensioni geopolitiche relativamente stabili, abbiamo incluso nelle nostre previsioni un persistente, ma moderato, premio al rischio nel corso dell'anno.

### Fondamentali di domanda e offerta

Le previsioni riguardo i fondamentali di domanda e offerta per il petrolio delineano per il 2014 uno scenario simile a quanto registrato nel 2013: la crescita nella produzione dovrebbe pienamente soddisfare l'incremento stimato nella domanda mondiale. Infatti, *International Energy Agency* (IEA), OPEC e *U.S. Energy Information Administration* (EIA) stimano che nel 2014 l'offerta non-OPEC crescerà molto più della domanda mondiale grazie al rapido aumento della produzione in Nord America. Per bilanciare il mercato, l'OPEC dovrebbe quindi ridurre la propria produzione complessiva, fornendo una quantità di petrolio inferiore sia alla produzione corrente, stimata a 30,12 milioni di barili al giorno (Mb/g) in febbraio, sia all'attuale *target* produttivo di 30 Mb/g.

Nei prossimi trimestri, i tagli alla produzione che saranno implementati da alcuni paesi membri dell'OPEC a fronte di una maggiore offerta da parte di altri produttori permetteranno un graduale aumento nella capacità produttiva in eccesso (*spare capacity*), rendendo il mercato meno vulnerabile a nuovi *shock* dell'offerta. Secondo le stime dell'EIA, la *spare capacity*, concentrata quasi interamente in Arabia Saudita, dovrebbe aumentare progressivamente da 2,1 Mb/g registrati in media nel 2013 a 2,6 Mb/g nel 2014 e a 3,9 Mb/g nel 2015. Anche le scorte commerciali nei Paesi OCSE dovrebbero espandersi dai 2,59 miliardi di barili registrati a fine 2013 (approssimativamente pari a 56 giorni di consumo) a 2,61 miliardi a fine 2014 e a 2,62 miliardi a fine 2015.

Ricordiamo che nell'ipotesi di gravi shock all'offerta fisica a queste abbondanti riserve commerciali si aggiungerebbe la disponibilità di ampie riserve strategiche. Infatti, in un simile scenario l'*International Energy Agency* (IEA) potrebbe procedere a un rilascio coordinato. Gli Stati Uniti potrebbero inoltre intervenire autonomamente rilasciando parte delle proprie riserve di emergenza. In tal senso, il 12 marzo l'*U.S. Department of Energy* (DOE) ha annunciato un test di rilascio che prevede la vendita di 5 milioni di barili di petrolio dalle *Strategic Petroleum Reserve* (SPR). Si tratta del primo test dal settembre 1990 ed è stato motivato dalla necessità di valutare l'efficacia del sistema a fronte degli importanti cambiamenti strutturali che hanno interessato produzione e infrastrutture nordamericane.

Stime di domanda e offerta pubblicate da OPEC, IEA e EIA per l'anno 2014				
Stime a marzo 2013, in milioni di barili	Domanda Totale	Offerta Non-OPEC	Offerta OPEC di LNG	"Call on OPEC Crude"
OPEC	91.1	55.5	5.9	29.7
vs. 2013	1.1	1.3	0.1	-0.3
IEA	92.7	56.4	6.6	29.7
vs. 2013	1.4	1.8	0.2	-0.7
EIA	91.6	55.8	6.3	29.5
vs. 2013	1.2	1.8	0.0	-0.5

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)

## Scenario Macroeconomico

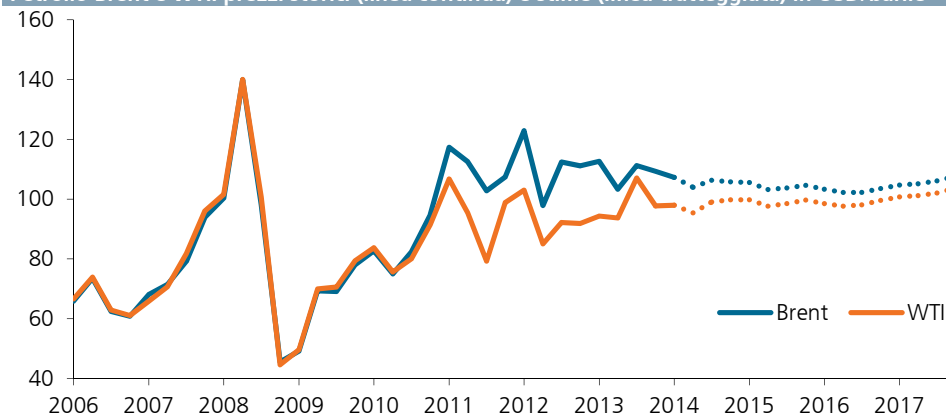
Marzo 2014

### Previsioni

Rispetto al precedente scenario trimestrale, delineato a dicembre, abbiamo rivisto in ribasso le nostre stime per il petrolio Brent a un prezzo medio di 105,8 dollari per il 2014, con una stabilizzazione attorno al livello di 106 dollari nella seconda metà dell'anno. La revisione è spiegata dalla persistente debolezza dei fondamentali di domanda e offerta e dal *sentiment* negativo sui mercati emergenti. Manteniamo 120 dollari al barile come livello di resistenza, per i rischi che ancora gravano sullo scenario macroeconomico. Nell'ipotesi estrema di gravi escalation nelle tensioni geopolitiche, non ci attendiamo che i prezzi rimangano per periodi prolungati su livelli superiori ai 130 dollari perché tali quotazioni non sarebbero coerenti con l'attuale forza dell'economia mondiale. Manteniamo 100 dollari al barile come livello di supporto, a causa dell'alta spesa fiscale in importanti paesi produttori e dell'elevato prezzo del petrolio di *budget break-even*, necessario a pareggiare il saldo di bilancio. Nell'ipotesi di un rallentamento nelle economie emergenti più serio delle attese, i prezzi potrebbero scendere sino a 90 dollari al barile.

Anche per il petrolio WTI abbiamo rivisto in ribasso le stime, a un prezzo medio di 98 dollari per il 2014, con una stabilizzazione attorno al livello di 100 dollari nella seconda metà del 2014. Ci attendiamo che lo spread fra Brent e WTI rimarrà volatile e sarà influenzato dalla forza relativa dell'economia americana e dalla velocità di sviluppo delle infrastrutture che permettano di trasportare il greggio verso le raffinerie della Costa del Golfo.

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 21.03.2014	1T14	2T14	3T14	4T14	1T15	2014	2015	2016
Stima	107.2	104.0	106.3	105.7	105.5	105.8	104.3	102.8
Mediana Bloomberg	106.0	103.0	104.5	102.0	102.5	104.4	102.0	102.0
Contratti Forward	109.2	108.6	107.6	106.5	105.3	105.7	100.7	97.1

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

#### Stime di prezzo del petrolio WTI

al 21.03.2014	1T14	2T14	3T14	4T14	1T15	2014	2015	2016
Stima	98.0	95.4	99.0	99.7	99.8	98.0	98.9	98.4
Mediana Bloomberg	97.0	95.0	97.5	94.5	96.5	97.5	96.5	97.0
Contratti Forward	98.5	98.4	95.6	93.1	90.8	96.4	88.4	83.8

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

## Stati Uniti - La crescita resta solida, nonostante la gelata invernale

- Il clima straordinariamente freddo di inizio 2014 frenerà la crescita del 1° trimestre, ma i fondamentali dello scenario USA restano positivi. Dopo un 1° trimestre in rallentamento intorno al 2% t/t ann., prevediamo una riaccelerazione al di sopra del 3% t/t ann. nei trimestri successivi. **La crescita nel 2014 dovrebbe essere pari a 2,8%, con un'espansione relativamente rapida di consumi e investimenti delle imprese**, mentre gli investimenti residenziali dovrebbero crescere solo gradualmente per via di prezzi delle case in forte aumento, e scarsità di unità immobiliari in vendita. La spesa pubblica sarà un modesto freno nell'anno.
- Il **mercato del lavoro** resta la chiave per lo scenario macro e per la strategia di politica monetaria. Il tasso di disoccupazione ha continuato a calare: prevediamo una crescita mensile di occupati intorno a 180-200 mila e una stabilizzazione del tasso di partecipazione: **il tasso di disoccupazione dovrebbe scendere a 5,8% a fine 2014** e a 5,2% nel 2015. Il miglioramento del mercato del lavoro dovrebbe ridurre le risorse inutilizzate, sostenere il reddito e i consumi e determinare una ripresa della dinamica salariale, evitando una deriva disinflazionistica.
- Alla riunione del 18-19 marzo, **il FOMC ha sostituito la *forward guidance* "quantitativa"**, con una versione "qualitativa". Il *tapering* prosegue e dovrebbe concludersi in autunno. La nuova comunicazione sposta il focus dalla data del primo rialzo (probabile giugno 2015), al successivo sentiero dei tassi. Per determinare il primo rialzo, indicazioni vaghe: monitoraggio dei progressi verso gli obiettivi di massima occupazione e inflazione al 2%.
- Il FOMC ha dato indicazioni qualitative anche per il periodo successivo al primo rialzo. Quando gli obiettivi di lungo termine saranno raggiunti (leggi: 2016), si potrà mantenere "per un certo tempo" il tasso sui fed funds "al di sotto dei livelli che il Comitato ritiene normali nel lungo termine" (leggi: 4%). La nostra previsione è che i fed funds siano al di sopra di quanto scontato oggi dal mercato, soprattutto nel 2016 (prev. Intesa Sanpaolo: 1% fine 2015, 2,75% fine 2016).

Giovanna Mossetti

Previsioni macroeconomiche	2013	2014	2015	2013				2014				2015
				2	3	4	1	2	3	4	1	
PIL (US\$ 1996,a/a)	1.9	2.8	3.0	1.6	2.0	2.5	2.8	2.9	2.7	2.9	3.0	
- trim./trim. annualizzato				2.5	4.1	2.4	2.0	3.1	3.3	3.2	2.5	
Consumi privati	2.0	2.5	2.8	1.8	2.0	2.6	2.2	3.2	3.1	2.7	2.7	
IFL - privati non residenziali	2.8	5.7	5.6	4.7	4.8	7.3	4.3	6.6	6.2	6.2	5.3	
IFL - privati residenziali	12.1	5.3	11.8	14.2	10.3	-8.8	3.4	10.5	11.4	12.2	12.2	
Consumi e inv. pubblici	-2.3	0.1	0.7	-0.4	0.4	-5.5	3.5	1.2	0.7	0.5	0.6	
Esportazioni	2.7	5.0	5.7	8.0	3.9	9.4	0.4	5.7	6.5	5.7	5.4	
Importazioni	1.4	2.7	4.1	6.9	2.4	1.5	1.4	4.0	3.8	3.0	3.3	
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	-0.1	-0.2	0.1	0.4	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	
Partite correnti (%PIL)	-2.2	-1.8	-1.6	-2.3	-2.3	-1.9	-2.0	-1.8	-1.8	-1.8	-1.7	
Deficit Federale (%PIL)	-4.9	-4.4	-3.7									
Debito pubblico (%PIL)	121.8	122.3	121.0									
CPI (a/a)	1.5	2.0	2.0	1.4	1.6	1.2	1.5	1.8	2.2	2.4	2.0	
Produzione Industriale	2.6	3.6	4.6	1.2	2.4	5.5	1.4	4.5	5.3	5.1	4.1	
Disoccupazione (%)	7.4	6.2	5.3	7.5	7.2	7.0	6.7	6.4	6.2	5.8	5.6	
Federal Funds (%)	0.25	0.25	0.48	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	
Cambio effettivo	73.5	76.0	77.1	74.0	74.0	73.2	74.9	76.6	76.7	76.0	77.1	

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

Fonte: Thomson Reuters-EcoWin, Intesa Sanpaolo

## In attesa del disgelo: una coltre di neve ha coperto i dati del 1° trimestre

Il clima straordinariamente freddo di gennaio e febbraio ha avuto un impatto significativo sui dati di attività, e marzo è iniziato su una nota analoga, con temperature al di sotto della media di periodo e precipitazioni straordinarie in molte aree del Paese. L'effetto negativo maggiore riguarda l'attività nel settore manifatturiero, in quello del commercio al dettaglio, e in quello delle costruzioni (v. grafici). Le indagini di settore (ISM, NAHB, Beige Book) riportano che le imprese citano il clima come un fattore significativo di freno alla crescita, e segnalano che con il miglioramento delle condizioni meteo si dovrebbe registrare un recupero di gran parte dell'attività persa. Una **revisione verso il basso delle previsioni di crescita del 1° trimestre a 2% t/t ann.** dovrebbe essere seguita da un rimbalzo dal 2° trimestre in poi, per recuperare l'attività persa a inizio anno, con conseguenze limitate sulla crescita complessiva del 2014 (un paio di decimi in meno per la crescita annua). **La crescita prevista per il 2014 è ora pari a 2,8%, seguita da una modesta accelerazione al 3% nel 2015.**

Le **informazioni meno influenzate dal maltempo** restano in linea con la prosecuzione della ripresa su ritmi di crescita intorno al 3%. La **fiducia** delle famiglie e delle imprese, la valutazione del **mercato del lavoro** da parte dei consumatori, le **condizioni del credito**, la *stance* di **politica fiscale** neutrale, sono omogeneamente positive. Sulla base dei **conti finanziari**, le imprese hanno ampi fondi disponibili per gli investimenti (*financing gap* a -154 mld di dollari a fine 2013) e i bilanci delle famiglie continuano a migliorare. La ricchezza netta delle famiglie è cresciuta di quasi 10 tln di dollari nel 2013 (+13,8%): a fine 2013 era pari a 6,37 volte il reddito disponibile, da 5,66 a fine 2012; gli interessi sui mutui in percentuale del reddito disponibile, a 4,8% a fine 2013, sono sui minimi dal 1981. Inoltre, alcuni **dati di febbraio** iniziano a dare segnali di stabilizzazione (vendite al dettaglio, produzione industriale, ISM, occupazione e nuovi cantieri): per una ripresa netta bisognerà aspettare marzo-aprile.

La previsione per i **consumi** nel 2014 è di 2,6%, con un temporaneo rallentamento al 2,2% t/t ann. nel 1° trimestre, seguito da un'accelerazione a 3,1% t/t ann. nel 2° e 3° trimestre, grazie all'evoluzione positiva del mercato del lavoro, del reddito disponibile, della ricchezza netta e delle condizioni finanziarie. Inoltre è probabile che il Congresso approvi un'estensione retroattiva di fondi per i sussidi di disoccupazione di lungo termine, pari a circa 10 mld di dollari che dovrebbero essere erogati nel 2° trimestre e dare un ulteriore sostegno alla dinamica dei consumi (se pure temporaneo).

Il **mercato del lavoro** ha dato indicazioni miste, meno deboli a febbraio rispetto ad altri dati di attività, e quindi, nel quadro complessivo, relativamente incoraggianti. La media dei nuovi occupati non agricoli nei primi 2 mesi dell'anno, a 152 mila, è inferiore a quella del 2° semestre 2013 (187 mila), ma dovrebbe risalire rapidamente: è probabile che con la normalizzazione del clima anche l'occupazione segni qualche mese di aumenti al di sopra della media. La nostra previsione è di **crescita mensile media di 195 mila occupati dipendenti**, in linea con quanto visto nel 2013. Il risultato sarebbe una crescita occupazionale del 2% a/a (2,1% nel 2013). Ipotizzando un tasso di partecipazione stabile al 63% nel 2013 e in modestissimo calo (-2 decimi circa all'anno) successivamente, la forza lavoro sarebbe in crescita di circa 0,5% all'anno, vicino a quanto previsto da CBO e BLS (+0,4%). Il **tasso di disoccupazione** proseguirebbe sul trend discendente, toccando il 5,8% a fine 2014 e il 5,5% a metà 2015. La riduzione delle risorse in eccesso dovrebbe determinare un'accelerazione dei salari orari, a 2,5% a/a a fine 2014.

La crescita degli **investimenti fissi** delle imprese ha rallentato nei primi tre trimestri del 2013. La politica fiscale restrittiva e l'elevata incertezza politica, hanno più che controbilanciato condizioni finanziarie espansive e ampio *financing gap*, costantemente negativo. La riaccelerazione di fine 2013 (7,3% t/t ann.) sarà interrotta nel 1° trimestre dal maltempo. Ordini e ordini inevasi danno indicazioni di ripresa che si dovrebbe materializzare dal 2° trimestre in poi: la previsione è di investimenti fissi in crescita di 5,7% nel 2014, con rischi verso l'alto.

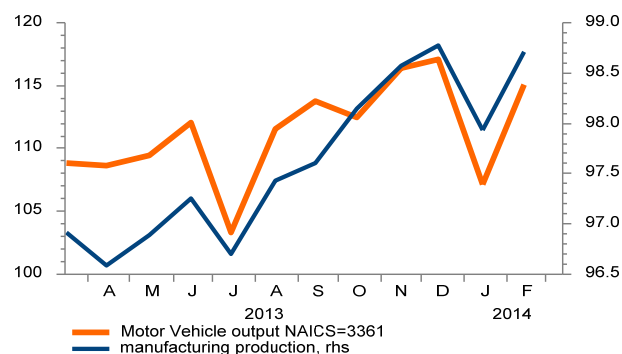
Gli **investimenti residenziali** hanno subito una battuta d'arresto nel 2° semestre 2013, complici l'aumento dei tassi sui mutui e il forte rialzo dei prezzi, legati anche al basso livello di scorte di case e di lotti edificabili. La formazione di nuove unità familiari, l'aumento della costruzione di condomini e lo sviluppo di aree edificabili contribuiranno a sostenere l'espansione del settore immobiliare residenziale, che può proseguire solo con una moderazione della crescita dei prezzi. Gli investimenti residenziali dovrebbero crescere di 5,3% nel 2014 e di 11,9% nel 2015.

Fig. 1 - Il crollo delle vendite al dettaglio si è interrotto



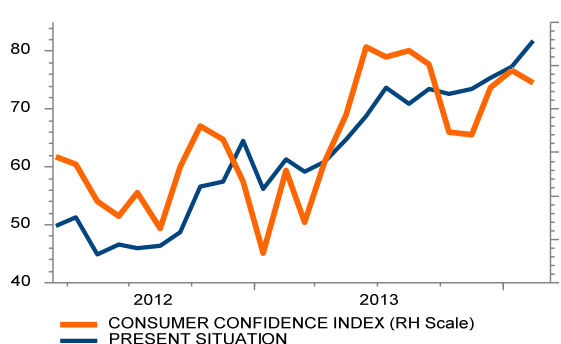
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 - Produzione manifatturiera congelata temporaneamente



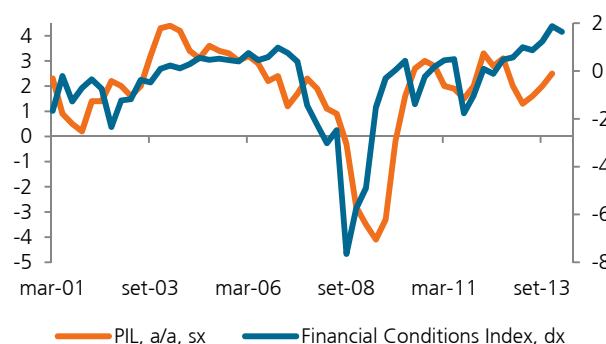
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 - La fiducia dei consumatori non è intaccata dal clima



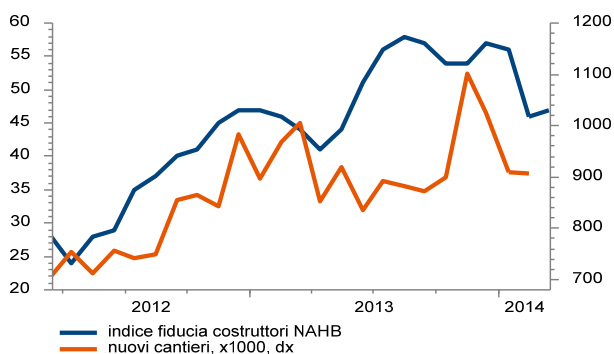
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 - Condizioni finanziarie sempre super-espansive



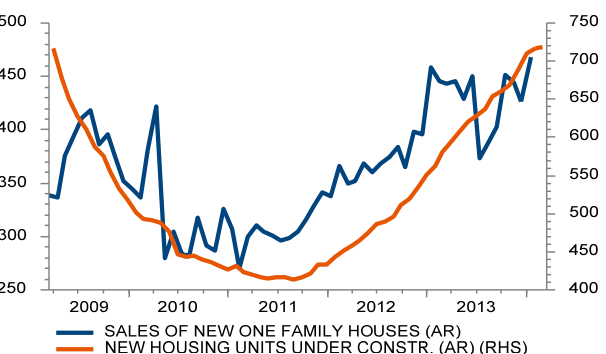
Fonte: Bloomberg

Fig. 5 - Edilizia residenziale: crolli ...



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

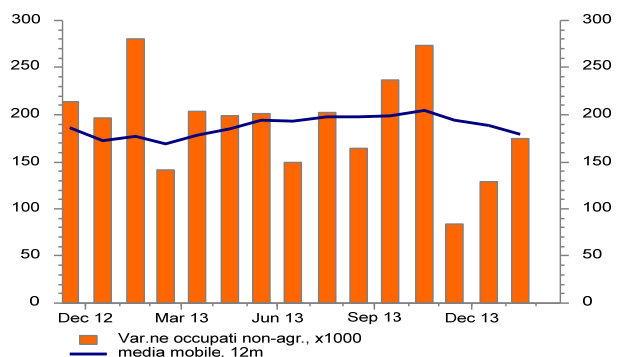
Fig. 6 - ... e risalite



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

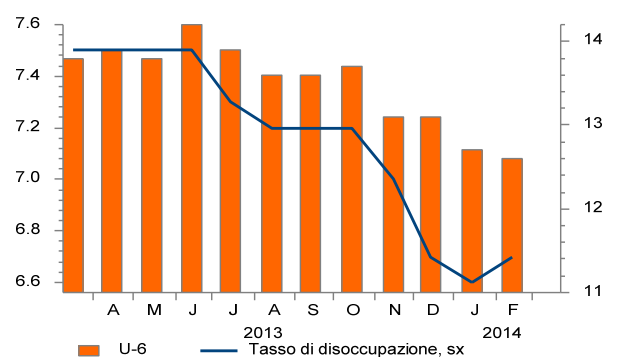


Fig. 7 – Crescita dell'occupazione rallentata dal maltempo



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

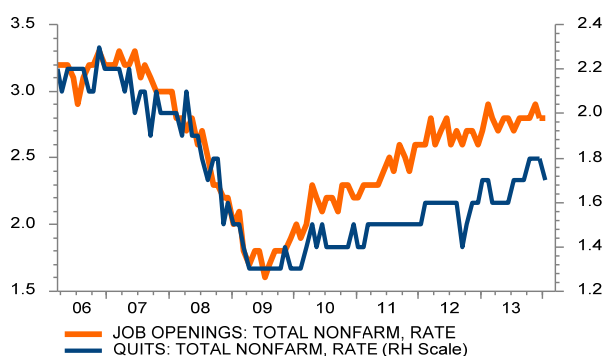
Fig. 8 – Il tasso di disoccupazione si avvicina al 6,5%



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

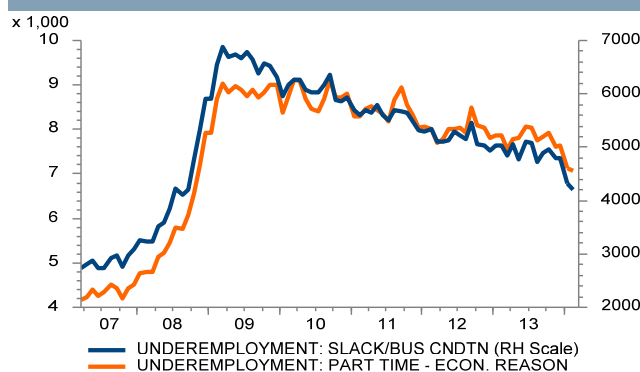
U6=tasso di disoccupazione allargato a individui scoraggiati, marginalmente attaccati alla forza lavoro e a occupati part-time per motivi economici.

Fig. 9 – I flussi di domanda e offerta confermano il graduale miglioramento del mercato del lavoro



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 – La sotto-occupazione si sta riducendo



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

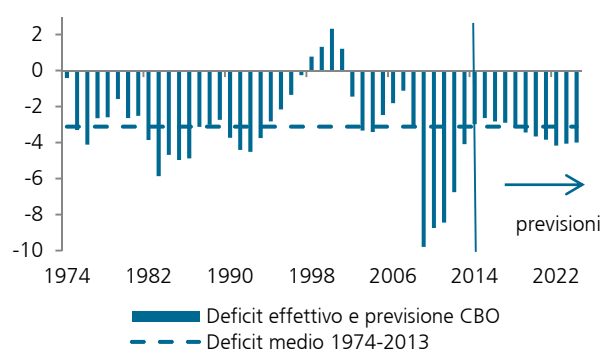
Slack/business conditions: lavoratori part-time per riduzione dell'orario da parte del datore di lavoro; *economic reason*: tutti i lavoratori part-time involontari.

**Politica fiscale – Un 2014 senza traumi.** Per la prima volta da anni, lo scenario di politica fiscale è tranquillo. A inizio anno sono stati superati tutti gli ostacoli che nel 2013 avevano portato fino al blocco del Governo. Il limite del debito non sarà vincolante fino a inizio 2015 e l'accordo sul budget permette di arrivare fino a fine anno senza nuovi scontri. La tregua in Congresso ha determinato un modesto stimolo per quest'anno, con una riduzione dei vincoli del Budget Control Act. Inoltre è probabile che ad aprile venga approvata un'estensione fino a giugno dei fondi federali per i sussidi disoccupazione di lungo termine (da pagare anche retroattivamente) per circa 10 mld di dollari ai circa 2 mln di individui che nel 1° semestre avrebbero perso il diritto ai sussidi estesi. Questo quadro, insieme all'espansione fiscale prevista per i Governi locali e statali, implica che la spesa pubblica complessiva dopo un calo di -2,2% nel 2013, sia circa invariata nel 2014 (+0,1%) e in aumento di 0,7% nel 2015. L'eliminazione dell'ampio freno della politica fiscale federale nel 2014 è uno dei principali elementi a supporto della previsione di normalizzazione della crescita complessiva.

Lo **scenario del budget** è positivo nel breve termine, ma rimane a rischio nel medio termine. Il CBO prevede il deficit/PIL in calo al 3% nell'a.f. 2014 e al 2,6% nell'a.f. 2015 (da 4,1% del 2013). Dal 2016 in poi, una crescita meno forte e l'elevato livello del debito determinano un nuovo trend di aumento del disavanzo. Il CBO rileva che nel decennio considerato ci sarà, in base alla legislazione vigente, un aumento della spesa previdenziale di 1,7 punti in percentuale del PIL e della spesa sanitaria di 1,3 punti di PIL, a fronte di un calo complessivo della spesa discrezionale di 1,7 punti di PIL. Le entrate in percentuale del PIL sono stabili, sul livello della

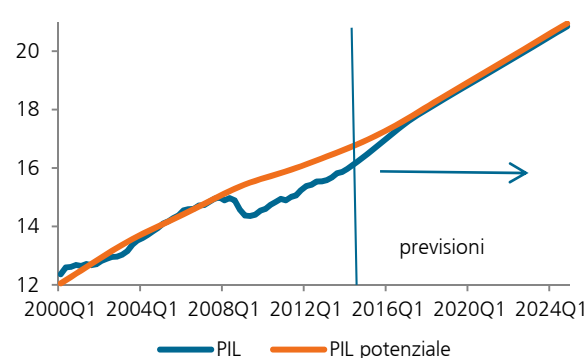
media storica. La correzione di questa insostenibilità rimane difficile. La crescita della spesa è più rapida di quella delle entrate e determina un continuo aumento del debito/PIL, dal 2017 in poi. Inoltre, disaggregando le principali voci di spesa, il calo costante della spesa discrezionale implica livelli di spesa per la componente discrezionale difficili da raggiungere e mantenere. Il consolidamento dei conti federali richiede riduzioni della spesa sanitaria e previdenziale e/o aumenti di entrate: misure su questi fronti non saranno considerate fino a dopo le elezioni presidenziali del 2016. Nonostante ciò, per ora lo scenario fiscale è tranquillo e non dovrebbe fornire motivo di incertezza o volatilità nel 2014-15.

Fig. 11 – Deficit/PIL in calo fino al 2015, poi il trend si inverte



Fonte: Congressional Budget Office. Dati in % del PIL

Fig. 12– L'output gap dovrebbe chiudersi nel 2016



Fonte: Congressional Budget Office

## Politica monetaria - Adelante, Janet, con juicio

Il FOMC si sta muovendo con **gradualità verso l'uscita**. La riunione di marzo si è conclusa, come atteso, con una riduzione degli acquisti di 10 mld di dollari e una modifica della *forward guidance* in direzione qualitativa. Il comunicato e le proiezioni per le variabili macroeconomiche e i tassi di *policy* hanno riservato qualche sorpresa, alcune in direzione meno *dovish* rispetto alla comunicazione di dicembre. Il messaggio è che il FOMC sarà paziente prima di iniziare i rialzi (probabile metà 2015) e il sentiero dei tassi manterrà probabilmente i fed funds "per un certo tempo" al di sotto dei livelli considerati "normali nel più lungo termine". Ormai **il tema centrale è non tanto "quando", ma "quanto", saliranno i tassi dal 2015 in poi**. I tassi saranno forse un po' più alti di quanto il mercato si attendeva fino a prima della riunione, ma molto probabilmente ben al di sotto di quello che sarebbe previsto dall'esperienza passata o da una regola di Taylor.

Nella **valutazione congiunturale**, il FOMC, come previsto, ritiene che la recente debolezza dei dati "riflette in parte condizioni climatiche avverse". In ogni caso, nonostante le sorprese negative, il Comitato legge, pur attraverso la volatilità degli indicatori, ancora segnali di miglioramento del mercato del lavoro e crescita di consumi e investimenti, mentre l'edilizia residenziale rimane debole e la spesa pubblica esercita ancora un freno sulla crescita, ma in via di esaurimento. Per i prezzi, la valutazione è invariata: inflazione sotto l'obiettivo, ma aspettative ancorate. La conclusione del FOMC è che **i rischi per l'economia e il mercato del lavoro sono ora "quasi bilanciati"** (a gennaio, la valutazione era di rischi "più quasi bilanciati"). Inoltre, si valuta che ora l'economia ha una "forza sottostante" sufficiente per sostenere il continuo miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro. Queste due considerazioni sono rilevanti per **aprire la porta verso l'uscita**.

Sul fronte del *tapering* non ci sono variazioni rispetto a dicembre: uno scenario in linea con le previsioni permette di proseguire a un ritmo "misurato", segnalando sempre che il processo non è automatico e rimane dipendente dallo sviluppo dei dati.

Con l'avvicinarsi della soglia del 6,5% per la disoccupazione, il Comitato **modifica la *guidance* in direzione qualitativa**, ma sottolinea che questo non implica un cambiamento delle "intenzioni di policy". La **nuova formulazione riguarda due parti**: 1) **quando** iniziare il rialzo dei tassi; e 2) **quanto** velocemente alzarli. Riguardo al punto 1), il comunicato afferma che una *stance* ampiamente accomodante rimane "appropriata"; nel determinare "quanto a lungo" mantenere il livello attuale, "il Comitato valuterà i progressi –sia realizzati sia attesi- verso gli obiettivi di massima occupazione e inflazione al 2%". La valutazione sarà guidata dall'analisi di "un ampio insieme di informazioni", che includono varie misure di condizioni del mercato del lavoro e di pressioni inflazionistiche, come affermato anche nei precedenti comunicati. Per quanto riguarda il punto 2), che è un'altra novità del comunicato, si afferma che "quando il Comitato deciderà di rimuovere lo stimolo monetario, adotterà un approccio bilanciato" rispetto ai suoi due obiettivi; inoltre, il Comitato prevede che anche quando gli obiettivi di lungo termine saranno raggiunti (leggi: 2016), le condizioni economiche potranno giustificare il mantenimento "per un certo tempo" del tasso sui fed funds "al di sotto dei livelli che il Comitato ritiene normali nel lungo termine" (leggi: 4%). **Questo è il cuore del messaggio della riunione di marzo.**

Per quanto riguarda le **proiezioni**, alcune variazioni erano attese. Il limite superiore del *range* di **crescita** viene abbassato di 2 decimi alla fine di ciascun anno del periodo previsivo (2014-16). A fine 2014, la crescita è prevista fra 2,8 e 3% (fra 3-3,2% a dicembre). La proiezione del tasso di **disoccupazione** è rivista a 6,1-6,3% da 6,3-6,6% a fine 2014, il *range* stimato per la disoccupazione di lungo termine (5,2-5,6%) sarebbe raggiunto a fine 2016. Per l'inflazione non ci sono variazioni significative. La stima del **tasso di disoccupazione di lungo termine** è marginalmente più bassa (fra 5,2 e 5,6%, da fra 5,2 e 5,8%); anche la crescita potenziale è appena inferiore rispetto a dicembre (a 2,2-2,3% da 2,2-2,4%).

Le **proiezioni dei tassi di interesse** si spostano marginalmente verso l'alto; la stragrande maggioranza dei partecipanti (13 su 16) continua a prevedere che il primo rialzo avvenga nel 2015, ma ora la maggioranza (11) prevede un tasso sui fed funds a 1% a fine 2015 (da 0,75% di dicembre) e 12 su 16 prevedono fed funds su livelli maggiori o uguali al 2% a fine 2016 (anche qui uno spostamento verso l'alto di un quarto di punto da dicembre). Questo segnale è stato letto dal mercato come un'indicazione di tassi più elevati rispetto a quanto atteso, una volta che il processo di rialzo dei tassi inizierà, ed ha determinato un significativo aumento di inclinazione della curva dei rendimenti, insieme a un netto apprezzamento del dollaro contro tutte le valute.

Yellen nella conferenza stampa ha **ridimensionato l'importanza di marginali spostamenti delle proiezioni**, sottolineando che il messaggio su cui il mercato deve soffermarsi è una delle novità del comunicato, cioè il riferimento esplicito al fatto che il Comitato ritiene che i **tassi saranno al di sotto del livello di medio termine per un "certo tempo"** dopo il raggiungimento della piena occupazione, soprattutto se l'inflazione sarà a lungo al di sotto dell'obiettivo del 2%. Yellen ha anzi sottolineato che quanto più l'inflazione resta sotto l'obiettivo, tanto più lungo potrebbe essere il periodo di tassi al di sotto dei livelli "normali". A una domanda riguardo a come si possa quantificare il "tempo considerevole" che dovrebbe trascorrere fra la fine del *tapering* e l'inizio del rialzo dei tassi, Yellen, con qualche esitazione (e poi forse con qualche rimpianto per aver quantificato l'aggettivo "considerabile") ha detto che potrebbe essere qualcosa come **6 mesi**. Questa affermazione porta ad attribuire a Yellen, se non alla maggioranza del FOMC, la previsione che **il primo rialzo possa avvenire intorno al 2° trimestre 2015 (probabilmente a giugno, riunione con conferenza stampa)**, posto che secondo Yellen gli acquisti dovrebbero finire intorno all'autunno di quest'anno. Nella conferenza stampa, Yellen ha anche dato spazio a una discussione sulle variabili che verranno monitorate dal FOMC per valutare i progressi del mercato del lavoro, senza però fornire rilevanti novità rispetto a quanto già emerso da discorsi precedenti.

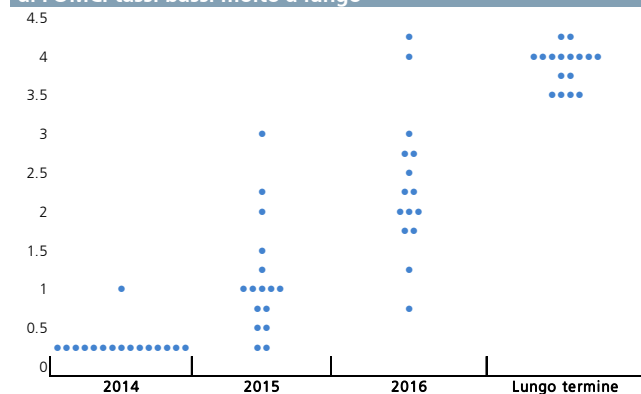
Yellen è stata complessivamente efficace e trasparente nella comunicazione, con un'esposizione che sottolineava costantemente le opinioni del Comitato nel suo complesso e dei singoli partecipanti, più che la sua personale visione: la leadership di Yellen, come atteso, ha uno stile profondamente collegiale. Il suo compito non sarà facile perché dovrà guidare le aspettative di mercato lungo il sentiero di preparazione alla fase di rialzo dei tassi. Per ora il mercato non ha ascoltato tanto le parole rassicuranti, ma ha guardato di più i "puntini" sul grafico delle proiezioni dei tassi del FOMC e letto l'indicazione riguardo ai "sei mesi" di pausa fra fine del *tapering* e primo rialzo. Un modesto aggiustamento delle aspettative di rialzo era probabilmente dovuto, alla luce delle prospettive congiunturali.

La previsione per i fed funds è che l'inizio dei rialzi sia a giugno 2015. Successivamente, il nostro scenario previsivo è **più aggressivo di quanto sconta il mercato dopo la riunione FOMC di marzo**. Prevediamo che i rialzi possano portare **i fed funds a 1% a fine 2015** (fed funds futures il 20 marzo a 0,75% per dicembre 2015) e **fra il 2,5 e il 3% a fine 2016** (fed funds futures il 20 marzo a 2% per dicembre 2016). Il nostro scenario è coerente con rialzi di 25 pb a quasi tutte le riunioni (ce ne sono 8 all'anno) fra metà 2015 e fine 2016 e manterrebbe i tassi di policy sotto il livello di lungo termine (4%) per un "certo tempo" anche dopo il raggiungimento degli obiettivi di inflazione e piena occupazione, che prevediamo siano realizzati nella prima metà del 2016, in anticipo rispetto alle proiezioni della Fed. **Nel 2017, il ritmo dei rialzi dovrebbe essere meno rapido**, con un'aspettativa di "pausa di riflessione" e **chiusura d'anno intorno a 3,5%**.

Variabile	Tendenza centrale			Lungo termine
	2014	2015	2016	
<b>PIL reale</b>	2.8-3.0	3.0-3.2	2.5-3.0	2.2-2.3
proiezione settembre	2.8-3.2	3.0-3.4	2.5-3.2	2.2-2.4
<b>Tasso di disoccupazione</b>	6.1-6.3	5.6-5.9	5.2-5.6	5.2-5.6
proiezione settembre	6.3-6.6	5.8-6.1	5.3-5.8	5.2-5.8
<b>Deflatore consumi</b>	1.5-1.6	1.5-2.0	1.7-2.0	2.0
proiezione settembre	1.4-1.6	1.5-2.0	1.7-2.0	2.0
<b>Deflatore consumi core</b>	1.4-1.6	1.7-2.0	1.8-2.0	
proiezione settembre	1.4-1.6	1.6-2.0	1.8-2.0	

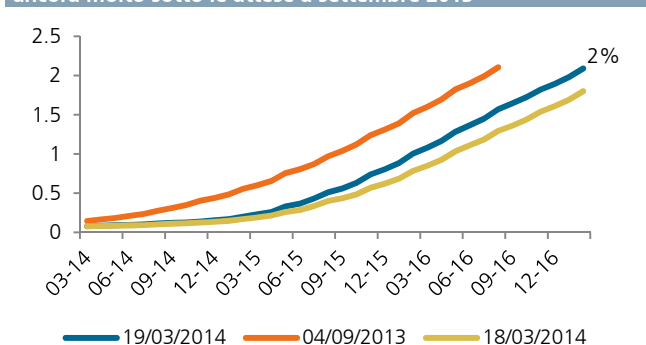
Fonte: Federal Reserve Board. Proiezioni di variazione del PIL e inflazione dal 4° trimestre dell'anno precedente al 4° trimestre dell'anno indicato. Tasso di disoccupazione nel 4° trimestre dell'anno indicato

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



Fonte: Federal Reserve Board

Fig. 10 – Aspettative sui fed funds in rialzo dopo Yellen, ma ancora molto sotto le attese a settembre 2013



Nota: contratti futures sui fed funds. Fonte: Bloomberg

## Area euro – Un anno di transizione, BCE in sordina

- Il 2014 è un anno di transizione per l'area euro, dalla "grande crisi" verso un ritorno a una crescita in linea col potenziale, che con tutta probabilità è rimandato al 2015. L'attività economica manterrà all'incirca il ritmo di crescita visto a fine 2013 (0,3% t/t) per tutta la prima metà del 2014, per accelerare nella seconda parte dell'anno. La crescita media 2014 è attesa all'1,1%.
- La ripresa della domanda dall'estero va trasferendosi, attraverso il miglioramento dei margini di profitto delle imprese, agli investimenti delle aziende. Un più significativo rafforzamento della domanda per consumi è atteso nella seconda metà dell'anno.
- A favorire la ripresa, in particolare della domanda interna, potrebbe essere l'evoluzione della politica fiscale, divenuta sostanzialmente neutrale e che, nel corso dell'anno e guardando al 2015, potrebbe cambiare di segno. Sono ben 6 i Paesi dell'Eurozona (e 9 quelli dell'UE) che hanno annunciato o varato negli ultimi mesi riduzioni di imposte, anche se in alcuni casi gli interventi sono coperti da tagli di spesa e dunque l'impatto sul ciclo è incerto.
- Nel nostro scenario centrale l'inflazione è attesa risalire dall'1,1% nel 2014 all'1,3% nel 2015 e all'1,5% nel 2016. Tuttavia, è possibile che l'inflazione sottostante rimanga inferiore all'1,0% nel 2014 e per una parte del 2015.

Paolo Mameli

Anna Maria Grimaldi

Previsioni macro	2013	2014	2015	2013				2014			2015
				2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti, a/a)	-0.4	1.1	1.3	-0.6	-0.3	0.5	0.9	0.9	1.2	1.3	1.4
- t/t				0.3	0.1	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3
Consumi privati	-0.4	0.7	1.0	0.2	0.1	0.1	0.1	0.3	0.2	0.3	0.2
Investimenti fissi	-2.8	2.3	2.4	0.2	0.6	1.1	0.5	0.4	0.6	0.5	0.5
Consumi pubblici	0.3	0.3	0.4	0.0	0.4	-0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	1.3	4.5	4.3	2.3	0.0	1.2	1.3	1.1	1.0	1.3	1.0
Importazioni	0.1	3.8	4.2	1.7	1.0	0.4	1.1	0.9	1.1	0.9	1.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	-0.3	0.0	-0.2	0.3	-0.3	-0.1	-0.1	0.1	-0.1	0.0
Partite correnti (%PIL)	2.3	2.0	1.6	2.6	1.8	2.8	2.6	2.5	1.4	1.5	2.0
Deficit pubblico (%PIL)	-3.0	-3.0	-2.5								
Debito pubblico (%PIL)	93.4	95.1	96.5								
Prezzi al consumo (IPCA,a/a)	1.4	1.1	1.4	1.4	1.3	0.8	0.7	1.2	1.1	1.6	1.5
Produzione industriale (a/a)	-0.7	1.6	1.8	0.7	0.0	0.4	0.2	0.6	0.7	0.1	0.1
Disoccupazione (ILO, %)	12.1	11.8	11.4	12.1	12.1	12.0	12.0	11.9	11.8	11.6	11.6
Euribor 3 mesi	0.22	0.28	0.31	0.21	0.22	0.24	0.27	0.29	0.29	0.27	0.29
Rendim. 10 anni	3.00	2.84	3.21	2.82	3.15	2.97	2.71	2.74	2.90	3.03	3.10
EUR/USD	1.32	1.33	1.28	1.31	1.32	1.36	1.37	1.35	1.32	1.29	1.28

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

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

## Il quadro congiunturale – Cronaca di una ripresa annunciata

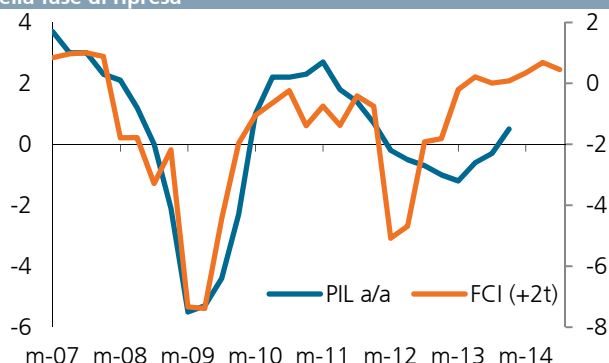
Nell'area euro, la ripresa procede nei tempi previsti. Anzi il recupero congiunturale è stato più forte delle attese a fine 2013, con una crescita del PIL di 0,3% t/t (un decimo più forte delle aspettative), in linea con quella registrata nel 2° trimestre dello stesso anno e dopo il rallentamento a 0,1% t/t dei mesi estivi. Confortante il fatto che il recupero di fine 2013 sarebbe stato più accentuato al netto della variazione delle scorte, che ha dato un contributo negativo al PIL di tre decimi (il più accentuato da due anni); si tratta di un segnale positivo in chiave prospettica per l'attività produttiva. La ripresa resta trainata dagli scambi con l'estero (che hanno aggiunto lo 0,4% t/t all'attività economica), ma si nota anche una significativa accelerazione degli investimenti (dallo 0,2% t/t del trimestre primaverile allo 0,6% t/t dell'estate all'1,1% t/t dei mesi invernali). Ancora non certo brillante la dinamica dei consumi (+0,1% t/t come nel trimestre precedente), per i quali si è trattato tuttavia del terzo trimestre consecutivo di crescita.

Paolo Mameli

La ripresa procede nei tempi previsti

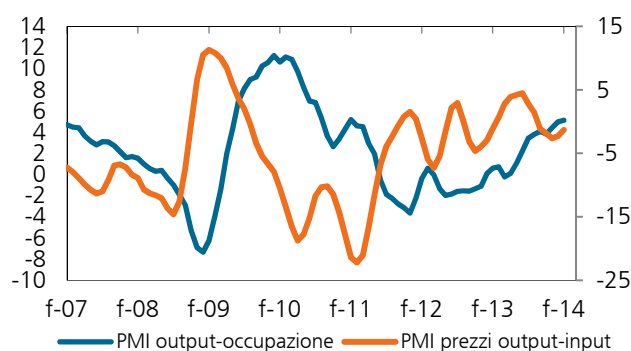
Riteniamo che l'attività economica possa mantenere all'incirca il ritmo di crescita visto a fine 2013 per tutta la prima metà del 2014, in attesa di una accelerazione nella seconda parte dell'anno. In termini qualitativi, siamo ora nella fase in cui la ripresa della domanda dall'estero va trasferendosi, attraverso il miglioramento dei margini di profitto delle imprese, agli investimenti delle aziende. Solo l'ultimo anello della catena sarà un più significativo rafforzamento della domanda per consumi, atteso nella migliore delle ipotesi nella seconda metà dell'anno.

Il miglioramento delle condizioni finanziarie iniziato già un anno e mezzo fa segnala la possibilità di un rafforzamento della fase di ripresa



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

Le proxy dei margini di profitto delle imprese disponibili attraverso le indagini congiunturali mostrano un chiaro trend di miglioramento



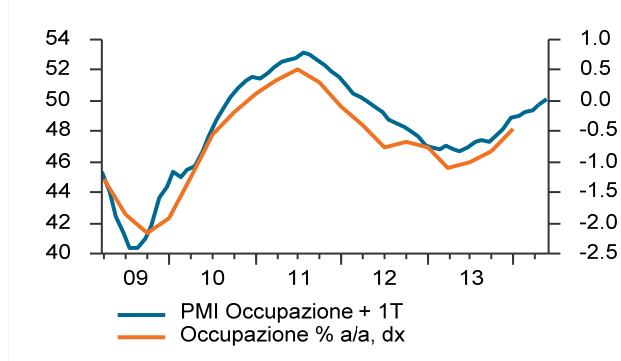
Nota: medie mobili a 3 mesi. Fonte: Markit (indagine PMI nel settore manifatturiero) ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tre mesi fa prospettavamo la possibilità, già dai mesi autunnali-invernali, di un miglioramento del mercato del lavoro e del circuito del credito, tradizionalmente indicatori "ritardati" del ciclo. Ebbene:

**Va esaurendosi l'aggiustamento sul mercato del lavoro, mentre resta in ritardo il circuito del credito**

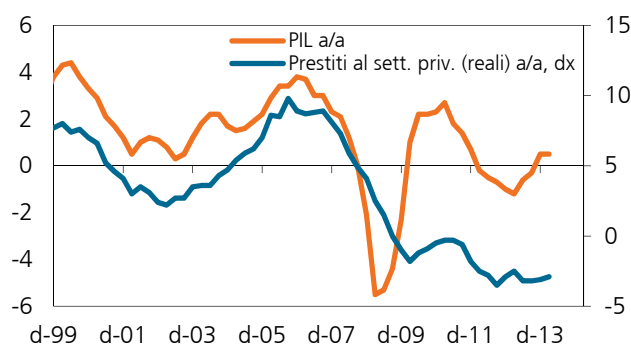
- per quanto riguarda il **mercato del lavoro**: l'occupazione è tornata in positivo su base congiunturale nel 4° trimestre del 2013, come non accadeva da due anni e mezzo; anche il tasso di disoccupazione sembra aver, se non altro, superato il punto di massimo, visto che, dopo essersi attestato al 12,1% da aprile a settembre del 2013, è poi sceso al 12% tra ottobre e gennaio del nuovo anno; si tratta di segnali ancora molto deboli, tuttavia l'andamento delle intenzioni di assunzione delle imprese mostra oramai un trend molto chiaro e anticipa un più forte miglioramento delle condizioni effettive sul mercato del lavoro e in particolare una accelerazione dell'occupazione, che potrebbe tornare presto in territorio positivo su base annua (dal -0,5% di fine 2013);

Il ritorno in territorio espansivo delle intenzioni di assunzione delle imprese anticipa un ritorno in positivo dell'occupazione su base annua nel corso del 2014



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat e Markit

La ripresa del ciclo non ha ancora innescato un recupero per il circuito del credito al settore privato



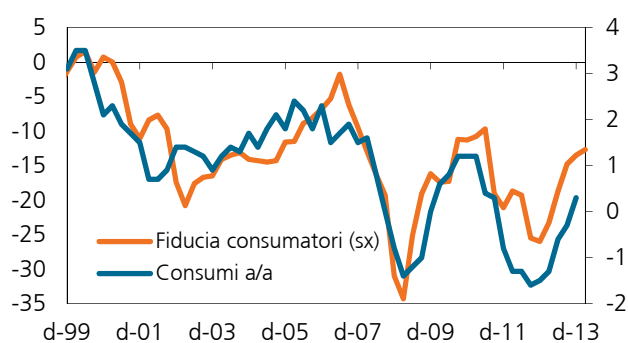
Fonte: Eurostat, BCE

2) ancor più tenui i segnali dal **circuito del credito** (e non è un caso, vista la connotazione finanziaria della grande crisi e la valutazione della situazione patrimoniale di 128 gruppi bancari europei avviato dalla BCE): la ripresa del PIL non si è tradotta sinora in un recupero dei prestiti al settore privato, in contrazione anche a inizio 2014 (-2,2% a/a in gennaio), in particolare verso le aziende; da notare però che nell'indagine sul credito bancario condotta in gennaio la percentuale netta di banche che segnalavano un irrigidimento delle condizioni di erogazione del credito ha continuato a scendere gradualmente, collocandosi al 2%, e le banche si attendevano un aumento della domanda relativa a tutte le categorie di prestiti nel 1° trimestre del 2014 (a contribuire a ciò, il minore rischio di credito dei prenditori e il miglioramento delle prospettive economiche, nonché fattori collegati alla liquidità delle banche e al loro accesso ai mercati del finanziamento). In sostanza, tempi e velocità della fase di allentamento delle condizioni creditizie rimangono incerti.

Solo l'ultimo anello della catena sarà un più significativo rafforzamento della domanda per consumi, che potrebbe verificarsi nella seconda metà dell'anno. Peraltro, anche da questo punto di vista si notano dei segnali di miglioramento, visibili dal fatto, ad esempio, che le vendite al dettaglio su base annua sono salite a 1,3% a/a in gennaio, vicine ai massimi da sei anni. L'andamento della fiducia delle famiglie, pur non improntato a grande ottimismo, è coerente con una ulteriore ripresa dei consumi. Il recupero della fiducia peraltro non è peregrino ma legato al miglioramento dei fondamentali in termini di potere d'acquisto. Infatti, **il 2014 sarà il primo anno di crescita del reddito disponibile reale delle famiglie dopo cinque anni consecutivi di contrazione, anche se per una più apprezzabile ripresa occorrerà aspettare l'anno prossimo.** I consumi potrebbero essere favoriti dal rimbalzo non solo del reddito ma anche della ricchezza, complice il buon andamento dei mercati finanziari e nonostante non si sia ancora completato l'aggiustamento dei prezzi immobiliari. Il rimbalzo in termini reali è accentuato dal calo dell'inflazione, che non ha soltanto effetti negativi.

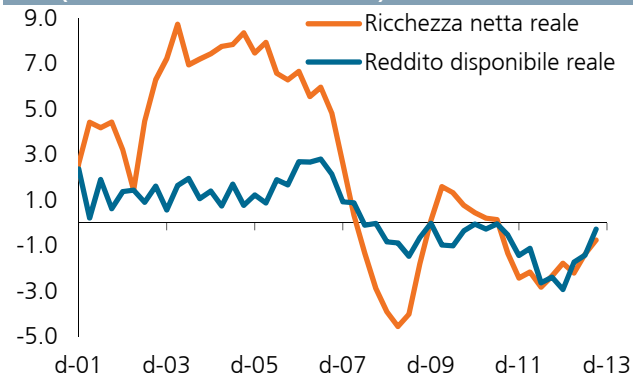
L'anello mancante resta la ripresa dei consumi

Il peggio è passato anche per i consumi, trainati da un minor pessimismo delle famiglie...



Fonte: Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... e dal recupero sia del reddito sia della ricchezza in termini reali (favorite dal calo dell'inflazione)



Fonte: Eurostat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Reddito disponibile nominale e reale delle famiglie (var. % annue)									
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P
Reddito disponibile	4.4	3.5	-0.3	1.1	2.0	0.2	0.6	1.3	2.4
Inflazione	2.1	3.3	0.3	1.6	2.7	2.5	1.4	1.1	1.4
Potere d'acquisto	2.3	0.2	-0.6	-0.5	-0.7	-2.3	-0.8	0.2	1.0

Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, OEF

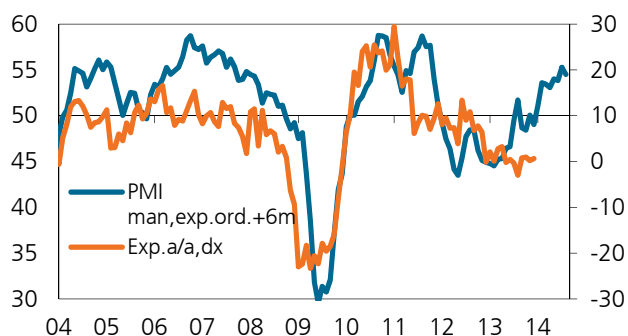
In sintesi, nel nostro scenario centrale stimiamo che **nel 2014 l'economia dell'area euro tornerà a crescere in media d'anno dell'1,1%**, trainata ancora da un significativo contributo del commercio con l'estero (mezzo punto percentuale come nel 2013), ma mostrando anche una ripresa della domanda domestica (+0,9% al netto delle scorte); vediamo un significativo

La ripresa nell'anno in corso sarà trainata non solo dall'export ma anche dagli investimenti



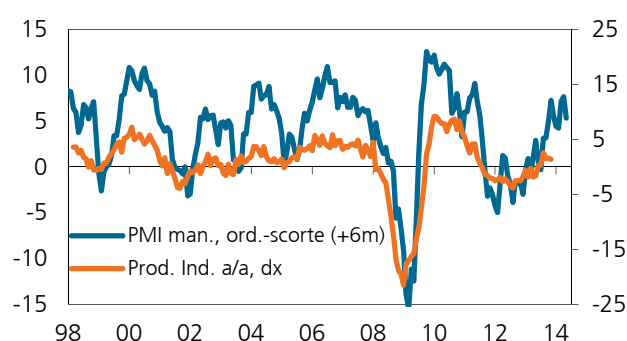
rimbalzo degli investimenti (+2,3%) mentre la crescita dei consumi sarà inferiore a quella del PIL (0,7%). È ipotizzabile una **ulteriore accelerazione dell'attività economica nel 2015**. In sintesi, il 2014 dovrebbe confermarsi come un anno "di transizione", dalla "grande crisi" verso un ritorno a una crescita in linea col potenziale, che appare rimandato all'anno prossimo.

Le indagini sono coerenti con una accelerazione non soltanto della domanda dall'estero...



Fonte: Eurostat, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... ma anche della domanda interna, in particolare dal lato delle imprese



Fonte: Eurostat, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

A favorire la ripresa, in particolare della domanda interna, potrebbe essere l'evoluzione della politica fiscale, che era stata cruciale nell'innescare la recessione del 2012-13. Infatti, come segnalavamo già tre mesi fa, il 2014 sarà il primo anno di politica fiscale sostanzialmente neutrale dopo tre anni di forte restrizione. In base alle previsioni d'inverno della Commissione, nel 2014 l'ammontare della stretta fiscale, misurato dalla variazione del saldo primario aggiustato per il ciclo, sarà pari ad appena lo 0,3% del PIL, dopo lo 0,9% del 2013 (e l'1,2% medio del triennio 2011-13). Ciò implica un effetto negativo sul PIL limitato a un decimo di punto percentuale. Da notare che, rispetto a tre mesi fa, i governi hanno attenuato ulteriormente l'entità della stretta sull'anno in corso. Di più, **la politica fiscale nel corso dell'anno, e guardando al 2015, potrebbe cambiare di segno**. Già nelle previsioni a legislazione invariata della Commissione la variazione del saldo di bilancio corretto per il ciclo diverrebbe negativa nel 2015 (pari a -0,4%), implicando un effetto espansivo sul PIL di circa due decimi (tale stima è però preliminare in quanto in diversi Paesi sarebbe necessaria una correzione aggiuntiva per raggiungere gli obiettivi concordati in sede europea).

La politica fiscale va cambiando di segno...

L'evolversi in senso meno restrittivo della politica fiscale è visibile dal fatto che **negli ultimi mesi sono ben 6 i Paesi dell'Eurozona (e 9 quelli dell'UE) che hanno annunciato o varato riduzioni di imposte**, anche se in alcuni casi gli sgravi fiscali sono finanziati da tagli di spesa, il che rende l'impatto sul ciclo nel migliore dei casi incerto.

... aprendo la strada a riduzioni di imposte decise in diversi Paesi

In **Francia**, il governo il 14 gennaio ha annunciato il "patto di responsabilità", che comporta dal lato delle entrate l'abolizione dei contributi previdenziali da parte dei datori di lavoro destinati alle agevolazioni finanziarie per le famiglie (30 miliardi di euro da qui al 2017); d'altro canto però è stato confermato l'obiettivo di riduzione della spesa pubblica di oltre 50 miliardi di euro negli anni 2015-17 (e per questo l'impatto sulla finanza pubblica e sul ciclo è al momento incerto).

In **Italia**, il nuovo governo ha annunciato il 12 marzo un piano di sgravi fiscali da 10 miliardi sull'Irpef e 2,4 miliardi sull'Irap a regime, finanziato dai risparmi provenienti dalla cosiddetta *spending review* oltre che da quelli provenienti dalla spesa per interessi e da un eventuale utilizzo dei margini sul deficit (nonché dall'aumento della tassazione sulle rendite finanziarie); ne deriverebbe comunque nelle nostre stime un impatto sul ciclo positivo, già nel 2014.



La **Spagna** a fine febbraio ha introdotto una *flat tax* di 100 euro al mese sui contributi alla previdenza sociale nei primi due anni di assunzione, e il premier Rajoy ha promesso altri sgravi entro la fine del 2014 (le elezioni sono in calendario nell'autunno del 2015); possibile un taglio dell'imposta sulle persone fisiche per i redditi bassi e medi. Peraltro, la Spagna resta lontana dal raggiungimento degli obiettivi già sul 2015 (quando la Commissione vede un deficit in salita al 6,5% del PIL dal 5,8% del 2014), il che rende necessaria non soltanto un'adeguata copertura di questi interventi ma la predisposizione di un piano di correzione netta.

Il **Portogallo**, che a maggio uscirà dal programma di aggiustamento UE/FMI, ha annunciato già lo scorso luglio una riduzione della *corporate tax* dal 31,5% al 19% entro il 2018 e a febbraio è stata creata una *task force* per preparare la riforma della tassazione delle persone fisiche che verrà realizzata nel 2015; gli interventi appaiono sostenibili visto che il Paese procede sostanzialmente nel rispetto degli obiettivi fiscali concordati e non necessita di una ulteriore restrizione netta.

Anche l'**Irlanda**, che ha portato a termine con successo il programma di aggiustamento a fine 2013 e da gennaio è tornata sui mercati obbligazionari, sta studiando una riduzione delle imposte sulle persone fisiche (con ampliamento degli scaglioni), mantenendo l'aliquota ultra-agevolata per le imprese (12,5%); sono state anche introdotte esenzioni per disoccupati da più di 15 mesi che decidono di avviare una nuova impresa (l'intervento vale 500 milioni); anche in questo caso sembrano esserci spazi per gli interventi visto che il Paese ha completato l'aggiustamento strutturale richiesto.

Infine, anche la **Finlandia** ha deciso la riduzione della tassazione sulle imprese dal 2014, dal 24,5% al 20%. Al di fuori dell'Eurozona, sono altri tre i Paesi UE che hanno intrapreso la strada della riduzione di imposte: Gran Bretagna, Svezia e Danimarca. In tutti questi casi si è scelto di agire sulla *corporate tax* (dal 28% al 20% dal 1° aprile 2015 in Gran Bretagna, dal 26,2% al 22% dal 2013 in Svezia e dal 25% al 22% dal febbraio 2013 in Danimarca); nel caso svedese nel settembre 2013 è stato anche annunciato un taglio delle imposte sui redditi più bassi e un innalzamento degli scaglioni.

Notiamo a margine che in controtendenza si è mossa la **Germania**, che ha preferito ai tagli delle imposte un aumento della spesa per il welfare, decidendo l'abolizione della riduzione programmata delle aliquote contributive, prevista in origine per il 2014, al fine di finanziare trasferimenti pensionistici aggiuntivi a beneficio soprattutto delle madri e di agevolare il prepensionamento per coloro che hanno versato contributi pensionistici per almeno 45 anni.

In sintesi, come detto l'impatto dei tagli fiscali annunciati è incerto, in quanto in alcuni casi (come quello francese) essi dovranno essere inevitabilmente coperti da riduzioni di spesa, tuttavia si tratta di un segnale che, passata la fase più acuta della crisi, la politica fiscale torna ad essere quantomeno neutrale e prepara strumenti per accompagnare l'ancora fragile ripresa in corso.

L'orientamento della politica fiscale nell'Eurozona e il suo impatto sulla crescita						
	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P
Saldo primario aggiustato per il ciclo (stime Comm. UE)	-2.3	-0.5	0.5	1.4	1.7	1.3
Var. % (proxy dell'orientamento di politica fiscale)	-0.6	1.8	1.0	0.9	0.3	-0.4
Impatto sulla crescita	0.3	-0.8	-0.5	-0.4	-0.1	0.2

Nota: l'impatto sulla crescita è calcolato usando i moltiplicatori del modello "OECD Interlink". Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dai Commissione UE (previsioni d'inverno 2014)

I rischi al ribasso gravanti sullo scenario sembrano essersi fortemente ridimensionati anche solo rispetto a tre mesi fa. Infatti, il primo rischio che indicavamo nel numero di dicembre di questa pubblicazione, quello di una eventuale recrudescenza della crisi finanziaria indotta da un'impasse politica nei Paesi periferici (indicavamo in particolare l'eventualità di elezioni

In calo i rischi di natura endogena...

anticipate in Italia come principale fattore candidato a innescare una *escalation* di questo tipo), sembra aver perso gran parte della sua rilevanza (anzi in Italia il fattore politico, con l'allontanarsi della prospettiva delle elezioni e l'accelerazione nel processo di riforme sia istituzionali che economiche, sembra rappresentare un rischio al rialzo e non più al ribasso sulle previsioni di crescita). Da notare anche che l'andamento dei conti pubblici nei Paesi assistiti non ha riservato le temute sorprese negative: in Grecia i dati più recenti indicano che l'obiettivo per il saldo di bilancio primario per il 2013, fissato nel programma di aggiustamento dell'UE/FMI, è stato conseguito con ampio margine; in Portogallo il disavanzo di cassa nel 2013 è stato notevolmente inferiore all'obiettivo, anche per effetto di risultati macroeconomici migliori delle attese, e il Paese procede sostanzialmente nel rispetto delle scadenze per ottemperare al termine ultimo del 2015 fissato dalla Procedura di Deficit Eccessivo; in Irlanda, in base ai dati di cassa del 2013 per l'amministrazione centrale, il disavanzo pubblico sarebbe stato inferiore all'obiettivo fissato dalla PDE, pari al 7,5% del PIL per il 2013, per effetto di un severo controllo della spesa e del rispetto dei programmi per le entrate, e il programma di aggiustamento dell'UE/FMI è stato portato a termine con successo, consentendo al Paese di tornare sui mercati (peraltro, a condizioni assai favorevoli) da gennaio.

**Restano in piedi tuttavia i rischi che indicavamo tre mesi fa come di natura esogena** ovvero legati all'impatto, via export, di: 1) un andamento meno brillante della domanda dal resto del mondo o 2) dell'apprezzamento del tasso di cambio.

... ma restano rischi di natura esogena

In merito al primo punto: 1) il rallentamento congiunturale evidenziato dai dati più recenti negli **Stati Uniti** non è tale a nostro avviso, perché temporaneo in quanto indotto da eventi *one-off* come le condizioni meteorologiche, da avere rilevanti effetti negativi sulla crescita dell'Eurozona; 2) rispetto a tre mesi fa, il rischio di crisi finanziaria o valutaria nei **Paesi emergenti più vulnerabili dal punto di vista del debito estero** sembra essersi di molto ridimensionato, anche se, soprattutto man mano che si avvicinerà il momento dell'inversione dei tassi di interesse negli Stati Uniti, non si può escludere il riaccendersi periodico di eventuali focolai di crisi; peraltro, la situazione dei Paesi emergenti è molto diversificata, e solo una recessione/crisi finanziaria sincronizzata potrebbe avere un rilevante impatto sul PIL area euro (ma nell'attuale fase tale crisi generalizzata appare difficile da immaginare in quanto i motivi di preoccupazione sembrano venire da cause endogene specifiche in alcune economie emergenti). Peraltro, in merito al contributo dei Paesi emergenti alla crescita mondiale, permangono dei timori. Le aree più problematiche sembrano al momento (per motivi diversi) la **Cina** (per i timori di *hard landing* connessi a possibili crisi finanziarie), la **Russia** (a causa della crisi diplomatica con l'Ucraina), e la **Turchia** (rischio di crisi finanziaria, esacerbato dalla situazione politica). Il peso sul PIL dell'export dell'area euro verso questi Paesi è rispettivamente di: 1,1% (Cina), 0,8% (Russia) e 0,6% (Turchia). Pertanto, uno shock che causasse un calo del 10% delle esportazioni verso uno di questi tre Paesi avrebbe un impatto negativo di un decimo sul PIL area euro. Solo in caso di un calo sincronizzato dell'export del 10% in tutti e tre i Paesi, l'impatto sarebbe significativo (tre decimi). Tra i principali Paesi dell'Eurozona, di gran lunga l'effetto maggiore sarebbe sulla Germania. Ovviamente si tratta di una semplificazione, in quanto vi potrebbe essere un impatto indiretto sugli investimenti oltre che effetti di propagazione attraverso i canali finanziari. D'altra parte, una minor domanda da alcuni fra i più importanti Paesi emergenti (Cina *in primis*) potrebbe avere un effetto calmierante sui prezzi delle materie prime che attenuerebbe l'impatto negativo sulla crescita. Restringendo l'analisi alla Cina, il cui peso sull'export area euro è massimo, abbiamo stimato, utilizzando una simulazione nel modello *Oxford Economics Forecasting*, che uno scenario di **hard landing del PIL cinese** al 5% nel 2014 (anziché 7,5% come nelle stime ufficiali) avrebbe un impatto di -0,1% sulla crescita del PIL area euro dopo un anno (la simulazione è effettuata imponendo uno shock del 5% sugli investimenti fissi cinesi nel 2° trimestre di quest'anno e ipotizzando uno shock aggiuntivo sulla domanda di beni importati di -3% nei primi quattro trimestri). L'effetto negativo derivante dalla riduzione delle esportazioni verso la Cina è in parte bilanciato da un calo dei prezzi mediato dalle materie prime, che

sostiene la domanda interna e favorisce una politica monetaria marginalmente più accomodante. L'impatto sull'inflazione sarebbe pari a -0,15%.

In merito invece al secondo punto, il nostro scenario sconta un cambio euro/dollaro per la media del 2014 poco variato rispetto all'1,33 medio del 2013. Ora, **se il cambio rimanesse ai livelli attuali (1,38) per il resto dell'anno, ne deriverebbe, nelle nostre stime, un impatto negativo sul PIL quantificabile in un -0,3%** se lo shock fosse permanente. L'impatto effettivo potrebbe essere inferiore se si incorporasse una eventuale reazione di politica monetaria da parte della BCE. In ogni caso, l'effetto sul PIL sarebbe rilevante, potenzialmente più di quello che scaturisce da un considerevole calo delle esportazioni verso alcuni tra i principali mercati emergenti.

Il peso sul PIL dell'export verso Cina, Russia e Turchia per l'area euro e i 4 principali Paesi

%	Cina	Russia	Turchia	C+R+T
AE	1.1	0.8	0.6	2.5
GER	2.0	1.3	0.7	4.0
FRA	0.7	0.4	0.3	1.4
ITA	0.6	0.6	0.6	1.8
SPA	0.4	0.3	0.5	1.1

Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'impatto del cambio su PIL e CPI dopo un anno nel caso in cui l'EUR/USD, anziché a 1,33 come nel nostro scenario base, si attesti ai livelli attuali (1,38) o a 1,40/1,45 in media nel 2014

	PIL	CPI
EUR/USD=1.38 (in media nel 2014)	-0.3	-0.4
EUR/USD=1.40 (in media nel 2014)	-0.4	-0.5
EUR/USD=1.45 (in media nel 2014)	-0.8	-1.0

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su modello Oxford Economics Forecasting

## Inflazione frenata da cambio ed eccesso di offerta

L'inflazione è oscillata tra 0,7 e 0,8% tra ottobre 2013 e febbraio 2014, ben sotto il 2,0% di un anno prima (v. fig. 1). La dinamica del deflatore dei consumi conferma il trend di rallentamento dei prezzi e non sembra evidenziare divergenze significative con il CPI (v. fig. 3 e 4). Nel nostro scenario centrale l'inflazione è attesa risalire dall'1,1% nel 2014 all'1,3% nel 2015 e all'1,5% nel 2016. Le nostre stime sono allineate con le ultime previsioni BCE. Continuiamo a ritenere che il rischio di deflazione nella media area euro sia contenuto, ma i rischi per la dinamica dei prezzi al consumo sono indubbiamente verso il basso, e non escludiamo che l'inflazione possa rimanere al di sotto dell'1,0% nel 2014-15 nel caso in cui il cambio dovesse rimanere sui livelli attuali e/o la ripresa ciclica dovesse essere meno vivace rispetto a quanto generalmente assunto in particolare nella periferia dell'area euro.

Il calo dell'inflazione dell'ultimo anno è spiegato per il 50% dal rallentamento della dinamica dei prezzi energetici, ma la frenata dei prezzi *core* ha contribuito per un buon 30%; nel 2009, quest'ultima spiegava soltanto il 6% del calo dell'inflazione complessiva (v. fig.1). La dinamica dell'inflazione sottostante, calcolata sull'indice al netto di energia, alimentari e tabacchi, ha frenato negli ultimi sei mesi dall'1,3% di giugno allo 0,7% di dicembre, un minimo assoluto nella storia dell'unione monetaria, per poi risalire all'1,0% a febbraio. L'inflazione sottostante depurata dal contributo delle tasse viaggiava a gennaio allo 0,6%, contro l'1,0% di gennaio 2013. Secondo le nostre stime, la dinamica dei prezzi al consumo al netto di energia alimentari tasse e prezzi amministrati<sup>1</sup>, quella che si definisce inflazione 'ciclica', era ancora a +0,6% a febbraio.

Il calo dell'inflazione *core* a tassazione costante da luglio 2012 a gennaio 2014 è spiegato in larga misura dai periferici (v. fig. 5) ed in particolare da Spagna e Italia<sup>2</sup>, ma cali non trascurabili

<sup>1</sup> Eurostat fornisce gli indici energia e alimentari tabacchi a tassazione costante è quindi possibile calcolare l'inflazione core a tassazione costante. Il contributo dell'inflazione core dei prezzi amministrati è stimato sulla base dell'indice Eurostat prezzi amministrati al netto dei tabacchi.

<sup>2</sup> Il calo dell'inflazione *core* italiana negli ultimi mesi è in parte spiegato da un brusco calo dei prezzi delle comunicazioni.

si sono avuti anche in Francia e Olanda (v. tab.1). Si riscontra, quindi, una tendenza al rallentamento dell'inflazione sottostante al netto delle tasse in tutti i principali Paesi, con eccezione della Germania.

Tab. 1 – Dinamica dell'inflazione *core* a tassazione costante AE e principali paesi

	Ger	Bg	Nl	Ie	AE	Ita	Fra	Spa	Pt	Gr
15/06/12	1.4	1.8	2.0	0.6	1.4	1.9	1.4	0.8	-0.3	-1.4
15/03/13	1.3	1.3	1.5	0.2	1.0	1.5	0.8	0.0	-0.5	-1.4
15/12/13	1.1	1.6	1.5	0.3	0.8	0.6	0.9	-0.1	0.1	-2.0
15/01/14	1.6	1.7	1.0	0.6	0.6	0.5	0.1	0.0	-0.2	-0.5
Var 2014 T1 / 2012 T2	0.2	-0.2	-1.0	0.0	-0.7	-1.4	-1.3	-0.9	0.1	0.9

Nota: per l'Irlanda Eurostat non pubblica gli indici a tassazione costante l'aggregato è l'inflazione al netto di energia alimentari e tabacchi. Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il trend di rallentamento dell'inflazione area euro, come è noto, continua ad alimentare i timori di *Japanification* della zona euro. La BCE ripete che la zona euro si trova in una posizione ben diversa dal Giappone di inizio anni '90 e che il rischio di una vera e propria deflazione rimane contenuto dal momento che:

**La BCE sostiene che il rischio di *Japanification* dell'area euro non è fondato**

- 1) il calo dell'inflazione è spiegato in larga misura da fattori globali e in particolare calo dei prezzi delle materie prime (v. fig. 1);
- 2) il calo dei prezzi è più marcato per i beni non energetici che per i servizi (v. Bollettino BCE di marzo 2014 Box alle pag. 61-62): in un mercato globale, i prezzi dei beni sono maggiormente influenzati da fattori esterni rispetto a quelli dei servizi che sono tipicamente prodotti in loco;
- 3) il calo dei prezzi dei beni non energetici e servizi è più marcato nella periferia rispetto al Centro e questo riflette il processo di ribilanciamento degli squilibri interni, che la BCE sottolinea essere un fenomeno temporaneo;
- 4) la percentuale di beni non energetici e servizi con variazione dei prezzi su base annua negativa non è più alta che in passato (si veda il Bollettino BCE di Marzo 2014 pag. 61-62);
- 5) le attese di inflazione come derivate dall'indagine dei *professional forecasters* sono stabili. Draghi all'ultima conferenza stampa ha ricordato che la BCE trova che tale misura sia attendibile;
- 6) la BCE ha adottato azioni adeguate in passato;
- 7) l'AQR contribuirà al risanamento del settore finanziario e a ripristinare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria;

Cerchiamo di valutare quali i rischi di un periodo di inflazione più bassa rispetto allo scenario centrale BCE (v. tab.2).

Sicuramente, come nota la BCE nel bollettino di marzo, c'è una componente globale che spiega la dinamica dei prezzi al netto dell'energia, dal momento che tipicamente uno shock sui prezzi delle commodity e cambio si trasmette con un ritardo ai prezzi interni. Effettivamente, inoltre, la percentuale di beni e servizi con variazione dei prezzi negativa non è più elevata che in passato (v. fig 8 e 9)<sup>3</sup> ma la percentuale di servizi con variazione dei prezzi inferiore all'1,0% è sui massimi dal 1999: questo suggerisce che la distribuzione si sta spostando verso la coda bassa per fattori domestici.

<sup>3</sup> Dal momento che la BCE ha cominciato a guardare come si sta muovendo la distribuzione dei prezzi dei beni e servizi, abbiamo calcolato la percentuale di beni non energetici e servizi con variazione dei prezzi inferiore all'1,0% e con variazione negativa partendo da 148 sotto indici. Troviamo che la percentuale di beni non energetici con variazione negativa è salita al 30% e quella di beni con variazioni inferiori all'1,0% si aggira al 40% ma livelli simili non sono senza precedenti. La BCE trova delle percentuali più elevate dal momento che probabilmente il calcolo delle percentuali parte dagli indici puri, tuttavia la tendenza delle percentuali nel tempo è comparabile.

Il calo più marcato dei prezzi dei beni non energetici e dei servizi nella periferia rispetto al centro è sicuramente da ricondursi al ribilanciamento degli squilibri interni che è sì temporaneo, come sostiene la BCE, ma non si concluderà in tempi brevi. La disinflazione del costo del lavoro nella periferia dovrà proseguire. In media 2013, il costo del lavoro è rallentato all'1,4% a/a dall'1,9%, circa un punto al di sotto della media dei dieci anni precedenti. Nel 4° trimestre dello scorso anno, la dinamica del costo del lavoro è accelerata nella media area euro all'1,4% a/a da un precedente 1,1% a/a. L'accelerazione del 4° trimestre è spiegata da un forte aumento del costo del lavoro in Spagna al 3,1% a/a da una media di -0,3% a/a dei tre trimestri precedenti. Il costo del lavoro è cresciuto a fine 2013 ad un ritmo più veloce anche in Irlanda (0,7% a/a da un precedente -1,7% a/a) e Italia: (1,6% a/a da un precedente 0,9% a/a). L'accelerazione in Spagna, Irlanda e Italia è spiegata da una crescita più sostenuta dei salari. Il costo del lavoro nei mesi finali del 2013 è tornato, quindi, a crescere di più nella periferia (1,9% a/a da una media di 0,2% a/a dei 4 trimestri precedenti) che al centro (1,3% a/a dal 2,0% dei 4 trimestri precedenti). È possibile che l'accelerazione del costo del lavoro nella periferia sia un fenomeno temporaneo. L'elevato eccesso di offerta nel mercato del lavoro dovrebbe continuare a tenere sotto controllo la dinamica salariale nei prossimi trimestri (v. fig. 10).

**Il calo più marcato dei prezzi domestici nella periferia è legato al ribilanciamento degli squilibri interni fenomeno temporaneo ma che non si concluderà in tempi brevi**

In prospettiva, i rischi esogeni per la dinamica dei prezzi al consumo sembrano essere contenuti, il prezzo delle materie prime rimane basso. Il recente rialzo dei prezzi delle materie prime agricole, legato a fattori climatici, potrebbe spingere verso l'alto i prezzi degli alimentari, ma si ricorda che i prezzi dei prodotti agricoli in Europa sono determinati in larga misura dalle politiche agricole comuni.

**Quali i rischi da fattori esogeni?**

Le indicazioni dalle indagini congiunturali sui prezzi praticati nell'industria, servizi, costruzioni e commercio come derivabili dalle indagini della Commissione UE e PMI prezzi praticati, suggeriscono che le pressioni al ribasso a monte della catena produttiva si sono arrestate (v. fig. 14).

Il vero rischio da fattori esogeni è a nostro avviso rappresentato dalla dinamica del cambio. Tra luglio 2012 e gennaio 2014 il tasso di cambio effettivo EUR si è apprezzato del 10%. La BCE nel bollettino di marzo 2014 nota che un apprezzamento del 10% del tasso di cambio effettivo deprime l'inflazione da beni di circa quattro decimi dopo un anno e quella da servizi di due decimi. Abbiamo simulato con il modello di *Oxford Economics* l'impatto di un apprezzamento del cambio effettivo del 10% e troviamo che l'impatto dopo un anno sulla dinamica dei prezzi al consumo è di -0,8, non significativamente distante da quello stimato dalla BCE.

**Le stime BCE di marzo si basano su ipotesi di cambio a 1,36 sull'orizzonte di previsione**

Le nostre stime si basano su di un deprezzamento del cambio effettivo del 6% nel 2014, in assenza di una tale correzione, l'inflazione risulterebbe più bassa di quattro decimi nel 2014. Le stime di marzo della BCE si basano su di un cambio EUR stabile a 1,36 sull'orizzonte di previsione. Se il cambio dovesse rimanere a quota 1,39 questo implicherebbe un apprezzamento del cambio effettivo di solo 0,5% rispetto alle stime di marzo della BCE, con un impatto trascurabile sulla dinamica dei prezzi al consumo. Le stime di inflazione BCE non sembrano quindi soggette a rischi verso il basso per effetto del permanere del cambio sui livelli attuali.

Le stime di inflazione BCE di marzo prevedono un ritorno della dinamica annua dei prezzi al consumo all'1,7% per fine 2016, dunque in linea con il target BCE. Tuttavia, la dinamica dell'inflazione *core* prevista dalla BCE, sebbene rivista al ribasso in marzo, è più sostenuta di quella dell'inflazione complessiva e significativamente più elevata di quanto non suggerirebbe una stima basata semplicemente su fattori meccanici, ovvero sulla stagionalità mensile osservata negli ultimi quattro anni. Il rialzo dell'inflazione *core* nelle stime BCE non è spiegato da tasse e accise, dal momento che le stime di inflazione *core* a tassazione costante coincidono con quelle di inflazione *core* incluse le tasse.

Tab. 2 – Principali ipotesi alla base delle stime di inflazione BCE di marzo verso Intesa Sanpaolo

	2013	2014	2015	2016	4° trim. 2016
USD/EUR Mar 14 BCE	1.33	1.36	1.36	1.36	
USD/EUR Dec 13 BCE	1.33	1.34	1.34	1.34	
<i>USD/EUR ISP</i>	<i>1.33</i>	<i>1.33</i>	<i>1.28</i>	<i>1.28</i>	
Nom eff exch rate Mar 14 BCE	3.8	1.6	0.0	0.0	
Nom eff exch rate Dic 13 BCE	3.7	0.8	0.0	0.0	
<i>Nom eff exch rate ISP</i>	<i>3.7</i>	<i>-6</i>	<i>0.0</i>	<i>0.0</i>	
Oil Mar 14 BCE	108.8	105.8	101.1	96.9	
<i>Oil ISP</i>	<i>108.8</i>	<i>106</i>	<i>104</i>	<i>103</i>	
Inflazione headline Mar 14 BCE	1.4	1	1.3	1.5	1.7
<i>Inflazione headline Mar 14 ISP</i>	<i>1.4</i>	<i>1.1</i>	<i>1.3</i>	<i>1.5</i>	<i>1.6</i>
Inflazione core Mar 14 BCE	1.1	1.1	1.4	1.7	
<i>Inflazione core Mar 14 ISP</i>	<i>1.1</i>	<i>0.9</i>	<i>0.8</i>	<i>1.2</i>	
<i>Inflazione core stima sulla base dei fattori stagionali</i>	<i>1.1</i>	<i>1.0</i>	<i>1.0</i>	<i>1.1</i>	

Fonte: BCE e stime Intesa Sanpaolo

Il vero nodo per la dinamica dei prezzi core è quanto veloce e intensa sarà la ripresa ovvero da quanto rapidamente si chiuderà l'*output gap*. La BCE ha più volte manifestato un certo scetticismo sull'esistenza nell'Eurozona di una relazione tra variabili di eccesso di offerta e dinamica dell'inflazione *core* (si veda il bollettino economico di Novembre 2013). La BCE ritiene che soltanto variazioni particolarmente ampie dell'*output gap* possano spiegare una parte della dinamica dell'inflazione *core* area euro, e che in un'ottica di previsione non è chiaro che l'*output gap* spieghi meglio di un modello auto regressivo la dinamica dell'inflazione *core*.

Tuttavia, è difficile ritenere che l'ampio *output gap* e il processo di svalutazione salariale in atto in Spagna, Portogallo, Grecia non continuerà a mettere pressioni sulla dinamica dell'inflazione. Stime per Paese della relazione tra inflazione core a tassazione costante e livello dell'*output gap* per paese suggeriscono che i ritardi dell'*output gap* e le variazioni del tasso di cambio effettivo spiegano piuttosto bene la dinamica dell'inflazione *core* al netto delle tasse in Spagna, Portogallo, Grecia e Irlanda nel periodo 1997-2013 e in particolare nel periodo 2008-13. Altresì, il potere esplicativo dell'*output gap* non è altrettanto significativo per Germania, Francia e Italia. Nel caso di Germania una possibile spiegazione è che l'*output gap* non è sufficientemente ampio. Nel caso dell'Italia una spiegazione è da ricercarsi nella rigidità verso il basso dei salari che permane anche nel periodo più recente; il taglio del costo del lavoro in Italia non è paragonabile a quello in atto negli altri periferici. Le regressioni per quanto rudimentali suggeriscono che se l'*output gap* comincerà a chiudersi nella seconda metà di quest'anno i rischi di un ulteriore calo della dinamica dei prezzi *core* a tassazione costante in territorio negativo scemerebbe anche nella periferia.

In conclusione siamo concordi con la BCE sul fatto che il rischio di vera e propria deflazione sia contenuto per la media area euro. Altresì ci sembra che vi sia un rischio non trascurabile che l'inflazione area euro si aggiri al di sotto dell'1,0% in media nel 2014 e per buona parte del 2015. Un periodo prolungato di disinflazione, come riconosciuto dalla stessa BCE, renderebbe il processo di ribilanciamento degli squilibri interni più gravoso anche se al margine si avrebbe un effetto positivo sulla dinamica dei consumi privati per effetto del recupero di poter d'acquisto dei salari.

Tab. 3 – Stime di inflazione 2014 – 2016 e principali paesi membri

	Au	Fin	Ol	It	Bg	Bg	Germ	Fra	AE	Pt	Sp	Irl	Gr
2012	2.6	3.2	2.8	3.3	2.6	2.6	2.1	2.2	2.5	2.8	2.4	1.9	1.0
2013	2.1	2.2	2.6	1.3	1.2	1.2	1.6	1.0	1.4	0.4	1.5	0.5	-0.9
2014	1.5	1.4	1.0	1.0	1.3	1.3	1.4	1.3	1.1	-0.2	0.7	0.4	0.1
2015	1.9	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2	0.8	0.8	0.0
2016	1.5	1.8	1.5	1.9	1.1	1.1	1.6	1.3	1.5	0.6	1.3	0.0	-0.1

Fonte: Eurostat e stime Intesa Sanpaolo

Il ritorno alla crescita è cruciale per scongiurare la deflazione in Spagna e Portogallo

Esistono le condizioni sistemiche perché l'area euro entri in deflazione? Bernanke, in un celebre discorso di Novembre 2012 "*Making sure that it doesn't happen here*", indica quali sono le condizioni per prevenire la deflazione:

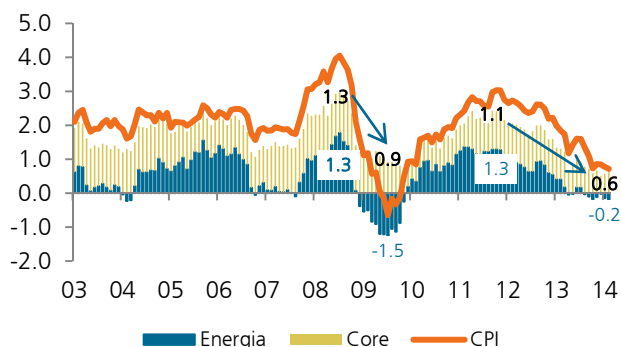
**Ma esistono le condizioni sistemiche perché in Europa si veda una vera deflazione?**

- i) **un adeguato buffer di inflazione.** A riguardo Draghi ha indicato che il taglio di novembre mirava ad assicurare un *inflation buffer* adeguato. Ma il taglio per il momento ha avuto un effetto piuttosto contenuto sia sulla dinamica dei prezzi che sulla dinamica del cambio;
- ii) **un sistema finanziario solido e ben patrimonializzato.** L'unione bancaria e l'AQR rappresenteranno un passo importante, quando saranno stati completati, ma per ora il processo è ancora in una fase preliminare e la stessa BCE riconosce che nel breve periodo il processo di risanamento dei bilanci potrebbe avere un effetto restrittivo sull'erogazione del credito che come è noto rimane sui minimi storici;
- iii) **una Banca centrale che agisce in modo preventivo.** Draghi a gennaio ha affermato che la posizione dell'Eurozona è ben diversa da quella del Giappone anche perché la BCE ha agito in modo preventivo.

È possibile che l'effetto delle misure adottate dalla BCE nel corso degli ultimi due anni si manifesti con un effetto ritardato sulla dinamica del credito e dell'economia quel che è certo è che il buffer di inflazione si sta assottigliando. Inoltre il sistema bancario si avvia ora al processo di risanamento e durante la transizione non può escludersi un ulteriore stretta sugli impieghi. La questione è se la BCE riuscirà con la sola comunicazione riuscirà a controllare le attese di inflazione. La BCE valuta che le attese di inflazione sono stabili. Effettivamente le attese di inflazione a 5 anni dall'indagine BCE dei *professional forecasters* sono saldamente ancorate all'1,9%, ma la distribuzione di frequenze si sta spostando verso la coda bassa (v. fig. 12). L'indagine della commissione UE presso le famiglie consumatrici evidenzia una revisione al ribasso delle attese di prezzo per i prossimi dodici mesi (v. fig. 13). Ma quel che conta per la dinamica dei tassi reali è il movimento delle attese di mercato, derivabile dagli swap, che da novembre hanno cominciato un graduale declino (v. fig. 17).

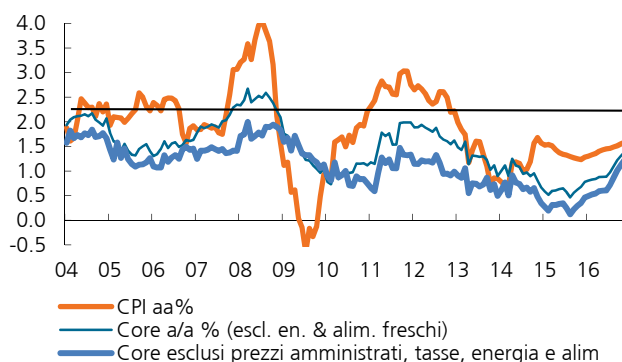
**Le attese di inflazione di mercato si stanno riducendo**

**Fig. 1 - Il calo dell'inflazione è spiegato in larga misura dall'energia ma il rallentamento del core ha contribuito più che in passato**



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

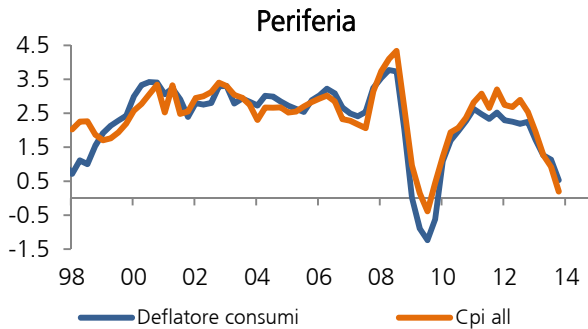
**Fig. 2 - Il nostro scenario centrale vede un calo dell'inflazione core fino a inizio 2015**



Fonte: Eurostat e stime Intesa Sanpaolo

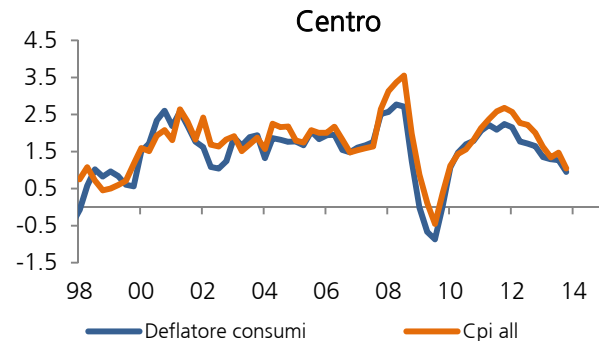


Fig. 3 – Il deflatore dei consumi conferma il calo dei prezzi al consumo più marcato nella periferia che...



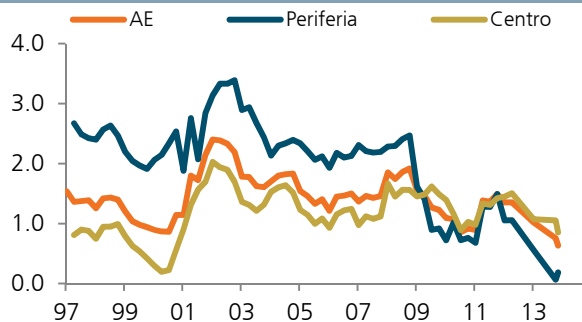
Nota: Periferia = Ita+Spa+Gr+Pt+Irl  
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 - ...Al centro



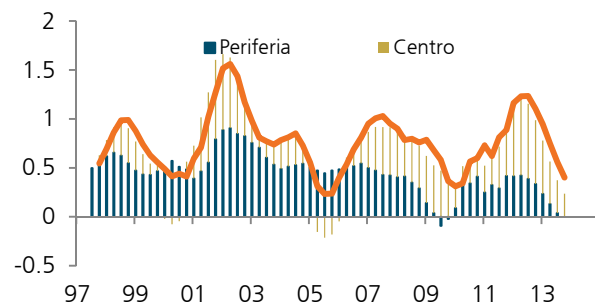
Nota: Centro = Germ +Fr+Ola+Bg  
Fonte: Eurostat e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 5 - L'inflazione core al netto delle tasse è rallentata non solo nella Periferia ma anche al Centro



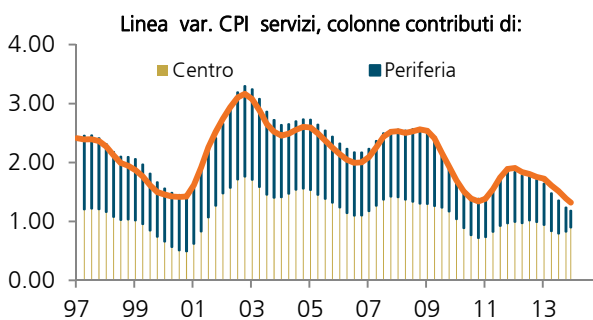
Nota: Periferia = Ita+Spa+Gr+Pt+Irl Centro = Germ +Fr+Ola+Bg  
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 - Il prezzo dei beni non energetici è calato più nella periferia che al Centro



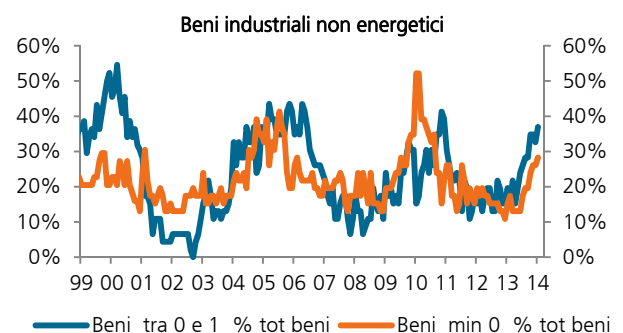
Nota: Periferia = Ita+Esp+Grc+Prt+Irl Centro = Germ +Fra+ Nld+Bel. Linea = inflazione, colonne = contributi alla variazione  
Fonte: Eurostat e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 7 - Il prezzo dei servizi che risente maggiormente di fattori domestici è rallentato di più in Periferia



Nota: Periferia = Ita+Spa+Gr+Pt+Irl Centro = Germ +Fr+Ola+Bg  
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

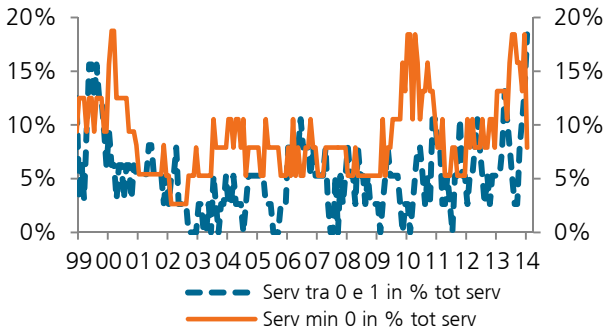
Fig. 8 - Nella media AE, la percentuale di beni con prezzi in territorio negativo non è più alta che in passato mentre...



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

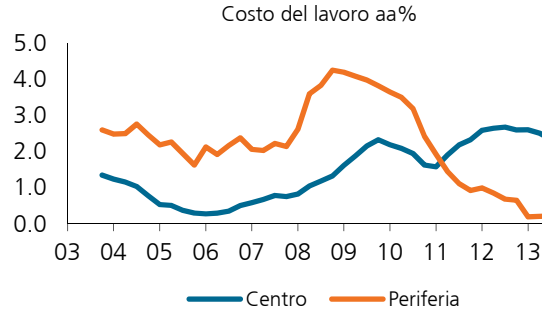


Fig. 9 - ... per i servizi la percentuale con variazioni al di sotto dell'1,0% non è mai stata così alta



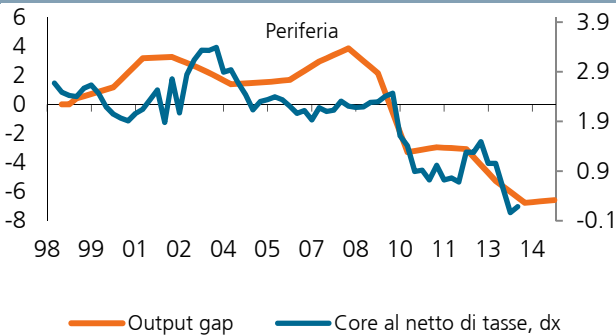
Nota: le percentuali sono calcolate su 38 sotto indici servizi. Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 - Il processo di svalutazione interno (temporaneo) ma non ancora concluso continuerà a calmiere la dinamica del costo del lavoro nella periferia



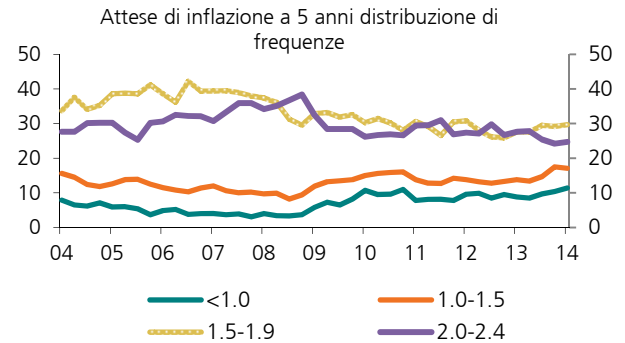
Nota: medie a 6 mesi. Nel 2013T4 la dinamica del costo del lavoro nella periferia è stata più sostenuta che al centro. Periferia = Ita+Spa+Gr+Pt+Irl Centro = Germ +Fr+Ola+Bg. Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 11 - Se la periferia cadrà in deflazione o meno molto dipenderà dall'entità e dalla velocità della ripresa



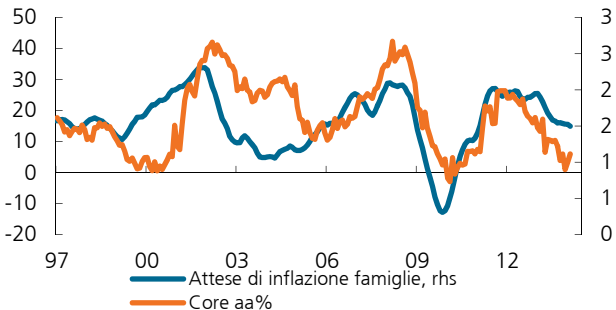
Nota: L'output gap è basato su stime OECD. Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 - Le attese di medio periodo dall'indagine dei professional forecasters sono in media all'1,9% ma la distribuzione di frequenze si sposta verso la coda bassa



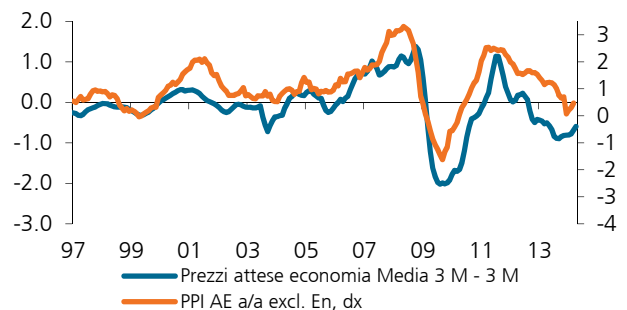
Fonte: BCE Indagine dei Professional Forecasters (SPF) ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 13 - le attese delle famiglie scivolano lentamente ma non sono sui minimi storici



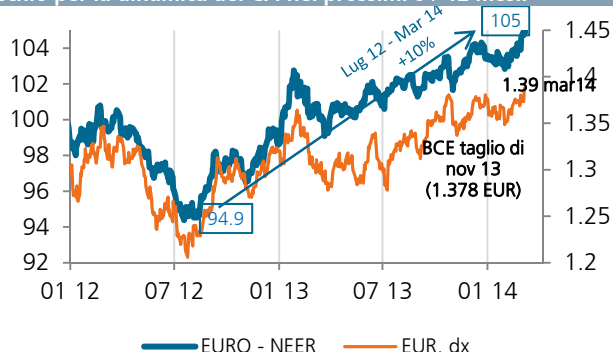
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 14 - Limitate pressioni a monte della catena produttiva al netto dell'energia



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

Fig. 15 - L'EUR rimane su livelli elevati e rappresenta il principale rischio per la dinamica del CPI nei prossimi 6 / 12 mesi.



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

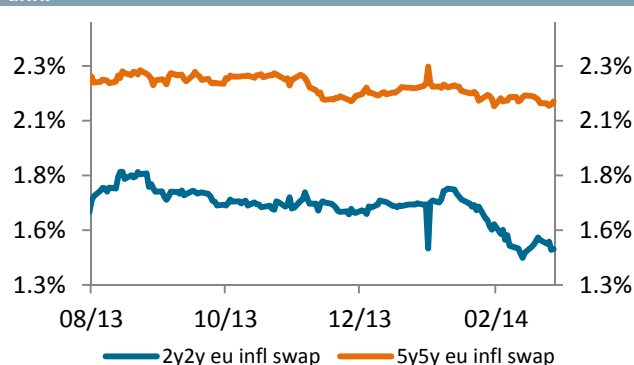
Fig. 16 - Risposta dell'inflazione ad un apprezzamento del cambio effettivo EUR del 10% dopo un anno

+10% tasso di cambio effettivo impatto un anno dopo lo shock

BCE	-0.6
Oxford Economic Forecasting	-0.7

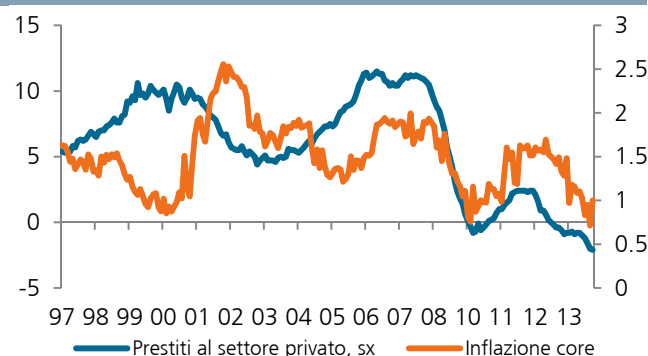
Fonte: BCE: Bollettino di marzo 2014 e BCE e Oxford Economic Forecasting

Fig. 17 - Il mercato rivede al ribasso le stime di inflazione a due anni



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 18 - Credito e prezzi al consumo



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

## BCE: basteranno gli interventi verbali?

In linea con quanto da noi assunto nello scenario macroeconomico di dicembre la BCE ha lasciato il refi a 0,25% nel 1° trimestre 2014 e non ha introdotto nuove misure di politica monetaria non convenzionali. Tuttavia, Draghi durante la conferenza stampa di marzo ha cercato di potenziare la *guidance*, avvisando che i tassi rimarranno fermi sui livelli attuali o più bassi anche quando l'economia tornerà a crescere al di sopra del potenziale (1,3% da ultime stime OCSE) e l'inflazione si avvicinerà al 2%, ovvero a fine 2016 secondo le stime BCE. La *guidance* rimane qualitativa, ma introducendo un esplicito riferimento all'ampia capacità inutilizzata nell'economia, la comunicazione della BCE converge verso quella più recente della BoE (12 febbraio 2014) e si avvicina a quella della Federal Reserve.

Anna Maria Grimaldi

La BCE si è impegnata a mantenere i tassi sui livelli attuali o più bassi almeno fino al 1° trimestre 2016. Le misure di eccesso di offerta considerate dalla BCE<sup>4</sup> (*output gap* e distanza della disoccupazione dal tasso naturale, come da stime della Commissione UE, OECD e IMF, e gli indicatori sui limiti alla produzione derivanti da carenza di domanda e fattore lavoro) indicano, difatti, che la capacità inutilizzata nella zona euro rimarrà ampia anche nel 2015-16 (v. figg. 1 e

<sup>4</sup> Si veda il Bollettino di Novembre 2013 pp.89-94

2). La BCE ha cercato dunque di segnalare che i tassi rimarranno bassi più a lungo di quelli Fed e BoE, che con ogni probabilità inizieranno a salire dal 2015.

La questione è se la *guidance* sui tassi è sufficiente o se la BCE dovrà fare di più per mantenere le condizioni di politica monetaria ancora ampiamente accomodanti e/o per ripristinare la trasmissione della politica monetaria all'interno dell'area. Secondo Draghi la *forward guidance* "crea un allentamento di fatto delle condizioni monetarie sull'orizzonte di previsione dal momento che i tassi reali scenderanno con l'aumento dell'inflazione innescando un ciclo virtuoso per le prospettive di crescita e inflazione". Draghi ha sottolineato più volte che l'AQR sia un passo cruciale per le prospettive di ripresa della zona euro, dal momento che tipicamente le banche con problemi di patrimonializzazione sono quelle che con non traslano il calo dei tassi di politica monetaria ai tassi attivi alla clientela. Draghi ha indicato che "con il procedere del *deleveraging* e il risanamento del settore finanziario dovremmo osservare, già nel corso del 2014, un miglioramento della trasmissione della politica monetaria e questo dovrebbe essere visibile contribuendo all'allargamento del differenziale di tasso con gli Stati Uniti e quindi al deprezzamento del cambio". La BCE, con Constancio e Draghi, ha però riconosciuto, in altre occasioni, che l'AQR potrebbe avere un effetto restrittivo sul credito nel breve termine e quindi sulla dinamica della domanda interna.

Stando alle dichiarazioni di Draghi, alla BCE, dunque, basterebbe restare comodamente seduta "a guardare che il fiume che scorre". Del resto le stime di marzo dello staff non giustificano mosse ulteriori di politica monetaria dal momento che mostrano un'accelerazione dell'economia area euro dall'1,2% nel 2014 (rivisto al rialzo di un decimo rispetto alle stime di dicembre) all'1,5% nel 2015 e all'1,8% nel 2016 e un ritorno dell'inflazione all'1,7% nel 4° trimestre 2016, in linea con il target. Il tasso di disoccupazione è visto stabile in calo all'11,4% nel 2016 dall'11,9% nel 2014.

	2013	BCE stime di marzo 2014			Intesa Sanpaolo (Consenso, se disponibile)		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIL	-0.4	1.2↑	1.5	1.8	1.1 (1.1)	1.3 (1.4)	1.6
Disoccupazione %	12.1	11.9	11.7	11.4	11.9 (12.0)	11.7 (11.7)	11.6
IPC aa%	1.4	1.0↓	1.3	1.5	1.1 (0.9)	1.3 (1.3)	1.5
IPC Core aa%	1.1	1.1↓	1.4	1.7	0.9	0.8	1.2
Ipotesi su EUR*	1.33	1.36	1.36	1.36	1.34 (1,34)	1,28 (1,30)	1,27 (1,31))

Nota: le frecce indicano revisioni verso il basso ↓ o verso l'alto ↑. \*Le previsioni per il cambio Intesa Sanpaolo e Consenso sono per giugno 2014, marzo 2015 e marzo 2016. Fonte: BCE, Consensus Economics e stime Intesa Sanpaolo

Dato il riferimento all'eccesso di offerta nell'economia abbiamo usato una semplice regola di Taylor con il sentiero di inflazione e di *gap* occupazionale basato sulle stime dello staff BCE per valutare quale sarebbe il sentiero adeguato dei tassi di policy. Per il *gap* occupazionale abbiamo utilizzato la previsione di disoccupazione BCE e le stime OCSE per il tasso naturale (2014: 10,2% e per il 2015 la media 2005-12: 9,6%). Tale esercizio suggerisce tassi più bassi di circa 100 punti base fino a fine 2015. Inutile dire che una regola di Taylor per la Periferia indicherebbe tassi significativamente più bassi di quelli vigenti da inizio 2012 (v. figg. 3 e 4).

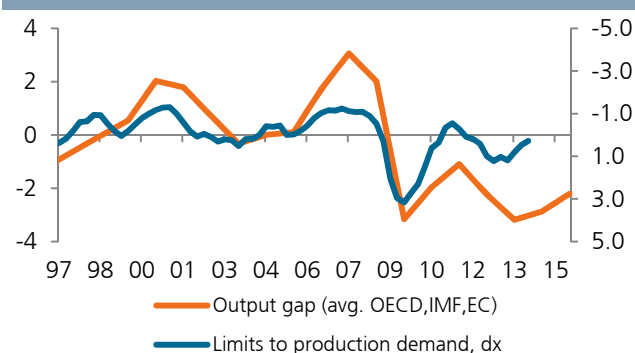
La comunicazione della BCE alla riunione di marzo del resto ha deluso i mercati. Da dopo la riunione i future sull'Euribor a 6 e 12 mesi si sono mossi al rialzo e così gli OIS sull'EONIA (v. fig.5); l'EUR si è spinto a 1,3934 dall'1,3735 precedente la riunione. Le dichiarazioni di Draghi, arrivate una settimana dopo la riunione di marzo "che l'EUR sta diventando un fattore sempre più rilevante nella valutazione dei rischi della dinamica inflazionistica" hanno ridimensionato la reazione dei tassi, ma non hanno inciso sul cambio. Il rialzo dell'EUR è stato frenato soltanto dalle nuove previsioni del FOMC di rialzi più aggressivi dei fed funds (all'1,0% a fine 2015 e al 2% a fine 2016) rispetto alle stime di dicembre. Ma, in compenso, ciò ha un po' ravvivato le

pressioni sui tassi monetari. L'indice sulle condizioni monetarie elaborato dalla Commissione UE (v. fig. 6) segnalava a gennaio e febbraio condizioni più restrittive rispetto a fine 2013 per effetto dell'apprezzamento del tasso del cambio effettivo reale. Il rischio è che a fronte di un deprezzamento del cambio, se pure si verificherà, le condizioni monetarie divengano comunque più restrittive, se la BCE non dovesse riuscire a tenere sotto controllo i tassi di mercato monetario e le attese di inflazione<sup>5</sup>. I tassi reali a due anni derivabili dagli swap si sono già mossi al rialzo nell'area euro da novembre 2013, mentre sono rimasti invariati negli Stati Uniti. La spiegazione è da ricercarsi nel calo, sia pure graduale, delle attese di inflazione a due anni (v. figg. 7 e 8). Il mercato sostanzialmente crede che la BCE stia sottovalutando il rischio di protratta disinflazione.

Non escludiamo quindi che la BCE debba fare di più nei prossimi mesi. Draghi ha chiarito le condizioni necessarie per ulteriori interventi di politica monetaria: 1) un aumento indesiderato dei tassi di mercato monetario; e/o 2) un peggioramento dello scenario di inflazione. Sarà quindi opportuno monitorare: 1) la dinamica dei tassi di mercato monetario; 2) eventuali sorprese verso il basso sulla crescita rispetto alle stime dello staff BCE, dal momento che le prospettive per la dinamica inflazionistica dipendono dalla velocità e dall'intensità della ripresa; 3) la dinamica del tasso di disoccupazione per cogliere se il gap occupazionale si sta chiudendo alla velocità implicita nelle stime dello staff; 4) le attese di inflazione. Tuttavia, la BCE difficilmente reagirà a un mese di dati più deboli delle attese dal momento che Draghi ha segnalato che ritiene che le azioni passate dovrebbero garantire un buffer di inflazione adeguato.

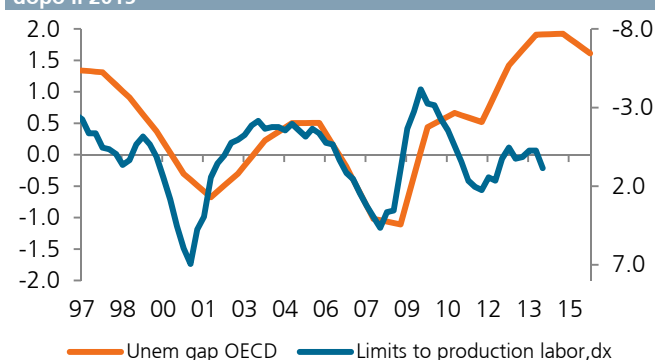
In **conclusione**, pensiamo che la BCE manterrà i tassi sui livelli attuali fino almeno ad inizio 2016, ma non è escluso che si trovi costretta a dover fare di più. Se la tendenza al rialzo dei tassi di mercato monetario dovesse accentuarsi e se l'intervento verbale non bastasse a convincere i mercati, la BCE potrebbe limare il refi a 0,10%; in caso di sorprese verso il basso su crescita e inflazione la BCE potrebbe sospendere la sterilizzazione del SMP e tagliare il tasso sui depositi e solo in ultima istanza, e in caso di chiaro rischio di deflazione, procedere con un programma di acquisto titoli.

Fig. 1 – La BCE terrà conto dell'output gap e/o ...



Nota: I dati sull'output gap sono interpolati dalle stime annuali degli istituti internazionali. Fonte: OECD, IMF, Commissione UE

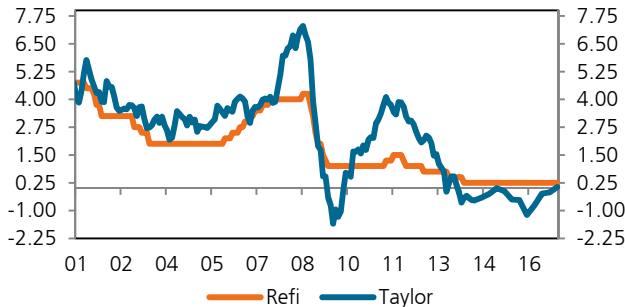
Fig. 2 – ... del gap di disoccupazione che rimarranno ampi anche dopo il 2015



Nota: I dati sull'output gap sono interpolati dalle stime annuali degli istituti internazionali. Fonte: OECD, IMF, Commissione UE

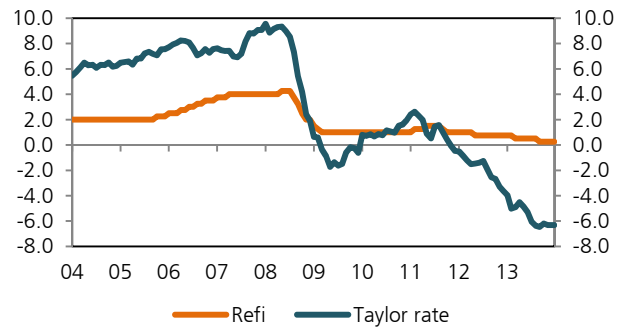
<sup>5</sup> La regola del pollice è che un aumento dei tassi a breve riduce l'inflazione di 0,3%, mentre un deprezzamento del cambio effettivo del 5% (come implicito nelle stime di Consenso se si assume che gli altri *cross* dell'EUR restano sui livelli attuali) fa aumentare l'inflazione di circa tre decimi. L'impatto sul PIL di un aumento di 100 punti base dei tassi a breve è di circa 0,8% dopo un anno mentre un deprezzamento del cambio del 5% ha un effetto di solo 0,3%.

Fig. 3 – La regola di Taylor con stime di inflazione e di gap di disoccupazione BCE indica tassi più bassi di circa 100pb fino a fine 2015 e a zero a fine 2016



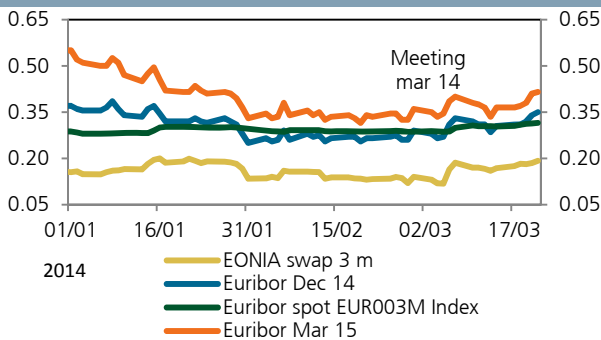
Fonte: Bloomberg BCE staff projections. Il gap di disoccupazione è stimato su base trimestrale a partire dalle stime di disoccupazione BCE e tasso di disoccupazione

Fig. 4 – Inutile dire che la regola di Taylor segnala che i tassi nella Periferia non sono appropriati



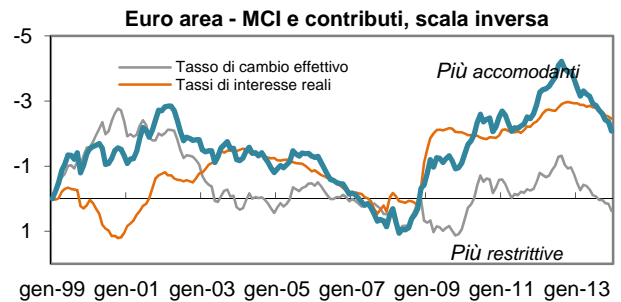
Fonte: Bloomberg

Fig. 5 – I tassi di mercato monetario sotto controllo fino alla riunione di marzo BCE poi hanno cominciato a salire e il movimento è stato cementato dall’annuncio del FOMC



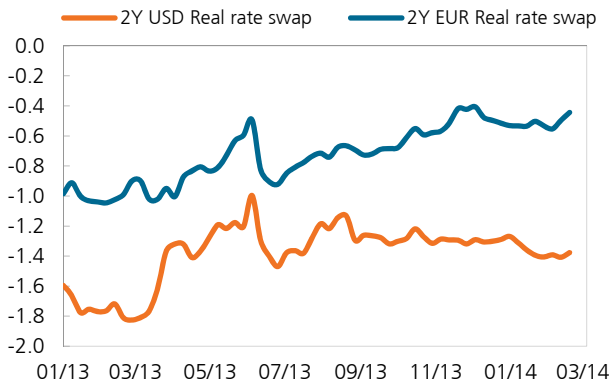
Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – Le condizioni monetarie nell’area euro sono divenute chiaramente più restrittive negli ultimi tre mesi per effetto dell’apprezzamento dell’EUR, ma ora il rischio è che anche i tassi reali si muovano al rialzo



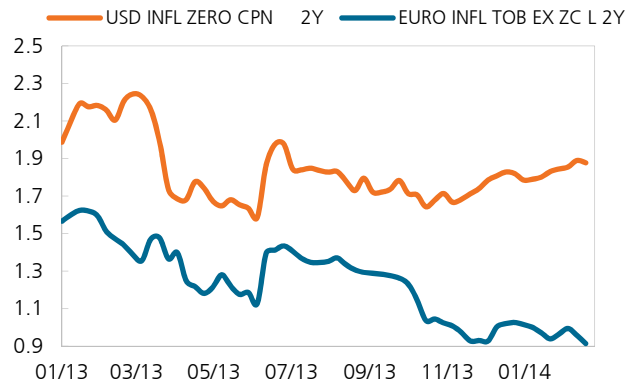
Fonte: Commissione UE, elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – I tassi reali a breve a due anni salgono in Europa mentre sono stabili in America



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – L’aumento è spiegato dal calo delle attese di inflazione a breve area euro



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

## Germania: andante con brio

La Germania crescerà, secondo le nostre stime, dell'1,8% quest'anno e del 2,0% (1,8% al netto degli effetti di calendario) nel 2015, quindi al di sopra delle ultime stime di crescita potenziale (1,4% per la Bundesbank). La nostra valutazione dello scenario paese è sostanzialmente invariata da giugno scorso quando ci aspettavamo per il 2014 una crescita dell'1,7% e dell'1,8% nel 2015. I fondamentali rimangono solidi e dovrebbero consentire di assorbire eventuali shock negativi. In particolare il settore pubblico, le famiglie e le imprese sono poco indebitate. La Commissione UE, nella *review* dettagliata sulla Germania di marzo 2014, non giudica come eccessivi gli squilibri del paese proprio tenuto conto dei fondamentali. Tuttavia, è necessario prevenire un ulteriore aumento del surplus con l'estero. Ciò detto è difficile che una politica fiscale ampiamente espansiva possa generare *spillover* positivi per il resto della zona euro dal momento che il FMI, nell'ultimo articolo IV, sottolinea che un aumento di spesa di 1% in Germania ha tipicamente un effetto di soli due decimi sul resto dell'area. I paesi che beneficerebbero maggiormente sono l'Austria, la Repubblica Ceca e l'Olanda data la prossimità degli scambi commerciali. La Bundesbank nel rapporto annuale ha contrattaccato gli inviti a stimolare la domanda interna tedesca per contribuire al ribilanciamento degli squilibri macro all'interno dell'area ed ha sottolineato che l'export tedesco rallenterà all'aumentare della competitività delle esportazioni di altri paesi UE. La Bundesbank ha inoltre criticato l'introduzione di un salario minimo e la riduzione dell'età pensionabile decisi dalla nuova coalizione, ritenuti potenzialmente dannosi per la dinamica occupazionale e per la competitività del Paese nel medio periodo.

Anna Maria Grimaldi

**I rischi per lo scenario sono ancora verso il basso** e potrebbero derivare da una crescita meno sostenuta della domanda mondiale e in particolare dagli Emergenti. La Germania esporta circa il 2% del PIL verso la Cina, l'1,3% verso la Russia e lo 0,7% verso la Turchia, un brusco rallentamento dei Paesi emergenti "più caldi" potrebbe, quindi, avere un effetto non trascurabile sulle prospettive di crescita della Germania, ma difficilmente deraglierebbe la ripresa. I rischi per la dinamica della domanda interna sembrano più contenuti date le prospettive solide per il reddito disponibile reale, condizioni finanziarie che sono attese rimanere ancora ampiamente espansive e in generale una minore incertezza politica.

**Prospettive di breve termine.** I principali motori di crescita nei mesi centrali del 2013 sono stati i consumi privati (+1,0%) e gli investimenti in costruzioni. Nel 4° trimestre il PIL è cresciuto di 0,4% t/t dopo il +0,3% t/t dei mesi estivi, la spinta è venuta dalle esportazioni che sono accelerate del 2,6% t/t grazie al recupero di domanda dal resto della zona euro. Le indagini IFO e PMI nonché i dati su ordini e produzione industriale di gennaio suggeriscono che il PIL crescerà almeno al ritmo del 4° trimestre: +0,4% t/t. La crescita del PIL sarà trainata progressivamente più dalla dinamica della domanda interna che dalle esportazioni nette nel corso del 2014-15. I dati di commercio internazionale relativi al mese di gennaio hanno segnalato una dinamica trimestrale dell'export in modesto rallentamento rispetto ai mesi finali del 2013. Tuttavia, il recupero del PMI globale e la valutazione sul libro ordini dall'estero delle indagini IFO e PMI manifatturiero e l'aumento degli ordini dall'estero a gennaio, sia da paesi al di fuori dell'Eurozona che dal resto della zona euro, suggeriscono una tenuta delle esportazioni anche nei prossimi mesi. Sull'orizzonte di previsione ci aspettiamo una crescita delle esportazioni del 4,3% nel 2014 e del 4,8% nel 2015 dall'1,0% del 2013. L'accelerazione delle esportazioni e un recupero della spesa per investimenti (vedi sotto), tipicamente ad alto contenuto importato, dovrebbero favorire una crescita delle importazioni sull'orizzonte di previsione del 5,5% nel 2014 e del 5,7% nel 2015. Il contributo delle esportazioni nette dovrebbe quindi diventare negativo già nel 2014: -0,2%. Il surplus di parte corrente si chiuderà però solo lentamente dal 7% del 2013 al 6,3% nel 2015.

**Il PIL crescerà di 0,4% t/t in media nel 1° semestre 2014**

L'accelerazione dell'export, l'elevato utilizzo della capacità produttiva nel manifatturiero, ormai in linea con la media storica, e condizioni finanziarie ancora espansive dovrebbero sostenere la crescita degli investimenti aziendali sull'orizzonte di previsione. L'indagine IFO sugli investimenti industriali indica che circa il 66% delle imprese intervistate intende aumentare la spesa per investimenti nel 2014. I risultati suggeriscono un aumento del 9% della spesa in termini nominali che corrisponde a un 8% di aumento di spesa in termini reali secondo l'Istituto di ricerca. Un altro elemento di supporto alla spesa per investimenti aziendali è la minore incertezza sulla situazione politica nell'area euro. Troviamo che l'indice di incertezza politica area euro, come calcolato dall'Istituto di ricerca *Economic Policy Uncertainty*, contribuisce a spiegare la dinamica della spesa per investimenti in Germania nel ciclo più recente. La Bundesbank, nel bollettino di dicembre, nota che gli investimenti aziendali potrebbero essere meno sostenuti in Germania rispetto ai cicli precedenti, dal momento che la maggiore competitività di altri paesi Eurozona rende più profittevole investire in questi paesi. Inoltre le imprese tedesche potrebbero trovare più conveniente continuare a spostare parte della produzione in località più vicine ai consumatori finali e ad aumentare quindi gli investimenti al di fuori della Germania e della zona euro. E' possibile quindi che la ripresa della spesa per investimenti sia meno marcata che nei cicli precedenti (in media 7,9% tra il 2004 e il 2008). Sull'orizzonte di previsione ci aspettiamo una crescita degli investimenti aziendali del 4,0% nel 2014 e del 4,8% nel 2015.

**Verso un ciclo più solido degli investimenti aziendali**

A fronte di un contributo negativo delle esportazioni nette la domanda interna dovrebbe aggiungere uno 0,6% nel 2014 (da 0,1% nel 2013) e accelerare all'1,6% nel 2015. La fase di espansione delle costruzioni residenziali potrebbe proseguire anche nel 2014-15. I permessi e ordini nell'edilizia residenziale continuano a crescere a ritmi sostenuti, l'utilizzo della capacità produttiva è sui massimi degli ultimi 20 anni. Su base annua ci aspettiamo una crescita degli investimenti in costruzioni del 4,0% nel 2014 in parte grazie alla dinamica sostenuta nella seconda parte del 2013. Dal 2015 prevediamo una crescita degli investimenti in costruzioni più normale e vicina all'1,2-1,5%. I prezzi delle case sono cresciuti in termini reali tra il 2008 e il 2013 dell'8%, mentre nella media area euro si è visto un calo del 10%. Le preoccupazioni che si stia formando una bolla nel comparto immobiliare ci sembrano eccessive. Gli investimenti in costruzioni residenziali sono passati da un minimo di 4,8% in rapporto al PIL nel 2008 al 5,2% nel 2013 (secondo stime della Commissione UE) lo stesso rapporto per il resto della zona euro, al netto della Germania, è sceso nello stesso periodo dal 6,8% al 4,9% del PIL. La quota, quindi, di investimenti in costruzioni residenziali in Germania è in line con la media area euro. Inoltre gli indici di accessibilità delle case (rapporto prezzi/reddito disponibile) rimangono su livelli molto più bassi che negli altri Paesi avanzati.

**Costruzioni residenziali ancora in forte crescita. Per ora non vi sono indicazioni di bolla**

I consumi privati dovrebbero essere sostenuti da una crescita del reddito disponibile reale dell'1,3% sull'orizzonte di previsione. La crescita del fattore lavoro si è avuta nei trimestri centrali dell'anno principalmente tramite un aumento del monte ore, che però è calato nuovamente a fine 2013. Le ore lavorate rimangono al di sotto della norma storica, quindi lo spazio per un aumento sostenuto degli organici è ancora limitato. Gli indici sull'occupazione dall'indagine IFO suggeriscono una crescita degli occupati su ritmi simili a quelli osservati nel 2014: 0,6-0,7%. Il tasso di disoccupazione è visto in calo al 6,5% nel 2015 dal 6,8% di fine 2013, dal momento che l'aumento di forza lavoro rimarrà comunque contenuto anche a fronte di flussi migratori di oltre 300 mila unità, come da stime della Bundesbank. La crescita dei salari negoziali si è aggirata intorno al 2,4% nei mesi finali del 2013 dal 2,1% di giugno scorso. E' possibile sulla base degli accordi siglati finora che la crescita dei salari si aggiri in media al 2,6-2,7% nel 2014 e nel 2015. Il costo del lavoro crescerà del 2,7-2,8% nel 2014-15 in parte per effetto dei minori oneri contributivi. L'introduzione di un salario minimo nazionale di 8,5 euro l'ora, a partire dal 1° gennaio 2015, dovrebbe avere inizialmente un impatto limitato sul costo salariale aggregato, dal momento che si prevede che per i settori in cui i salari vigenti sono inferiori al salario minimo l'adeguamento completo si avrà solo nel 2017. Non è escluso che la crescita dei consumi sull'orizzonte di previsione ecceda la dinamica del reddito disponibile reale, dato l'ottimismo

**Consumi a passo veloce. Reddito reale in crescita dell'1,3%**

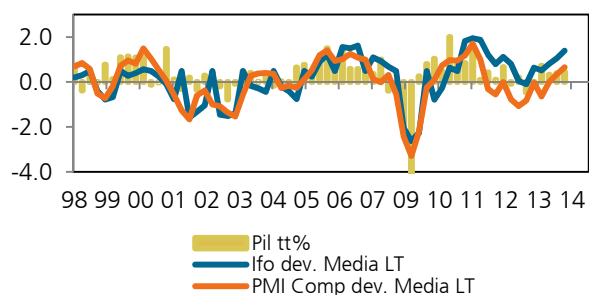


delle famiglie. E' quindi possibile che si veda un calo del tasso di risparmio dal 10,0% del 2013 al 9,5% nel 2015.

L'inflazione è calata più delle attese tra fine 2013 e inizio 2014 (1,2% a febbraio da 1,4% a settembre). Il calo dell'inflazione è spiegato per lo più da un minor contributo della componente energia, ma i prezzi dei servizi sono rallentati sensibilmente all'1,0% dal 2,5% di un anno prima. L'inflazione *core* si è assestata all'1,4% a/a dal 2,3% a/a di fine 2013. Pensiamo che il minimo per l'inflazione tedesca sia ormai alle spalle e che l'aumento del costo del lavoro, atteso per l'anno in corso, dovrebbe spingere l'inflazione verso l'1,5-1,6% per fine 2014. In media annua ci aspettiamo che l'inflazione si aggiri all'1,3% sia per quest'anno sia per il prossimo.

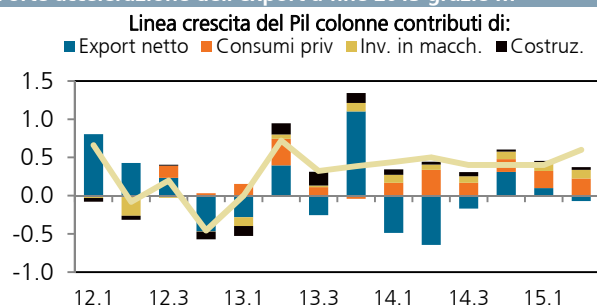
**Finanze pubbliche.** Il virtuosismo della Germania nella gestione dei conti pubblici verrà confermato nei prossimi anni. Schauble ha presentato il Budget 2014 e il piano fiscale per il periodo 2015-18. Il saldo strutturale sarà in pareggio a partire da quest'anno. Dal 2015 in avanti il fabbisogno da finanziare sarà nullo. Nel 2014 il fabbisogno è stimato a 6,5 miliardi di euro, il più basso in assoluto degli ultimi 40 anni. Il saldo strutturale è stimato in pareggio. La spesa complessiva dovrebbe viaggiare sui 298,5 miliardi di euro e salirà a 327,2 miliardi di euro nel 2018. Le misure prioritarie previste dall'accordo di coalizione prevedono un aumento di spesa per 23 miliardi, che dovrebbero essere coperte per lo più tramite maggior gettito fiscale per effetto del recupero ciclico e di aumenti di accise. Il piano fiscale prevede un aumento della spesa per investimenti in infrastrutture a 27 miliardi di euro, circa il 10% al di sopra del livello attuale. Si prevede, inoltre, un aumento della spesa pensionistica di circa 2 miliardi di euro entro il 2017, un incremento della spesa per istruzione di 6 miliardi di euro e di 3 miliardi di euro per la ricerca. La nostra previsione è che il saldo di bilancio chiuda in pareggio da un deficit 2013 stimato a -0,1% del PIL. Ci aspettiamo che il debito nel 2013 sia calato dall'81% del 2012 al 79,6% e che arrivi a toccare il 75% del PIL nel 2015.

#### La ripresa è ben avviata



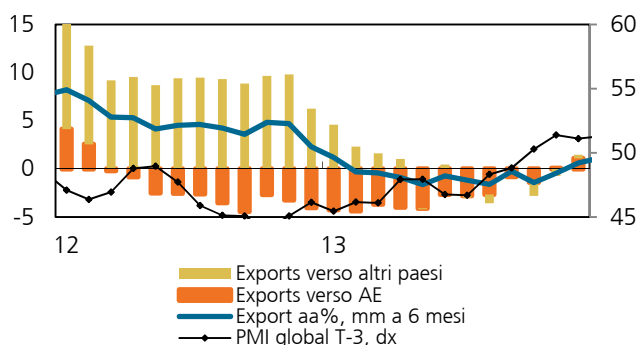
Fonte: Markit, IFO, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Forte accelerazione dell'export a fine 2013 grazie ...



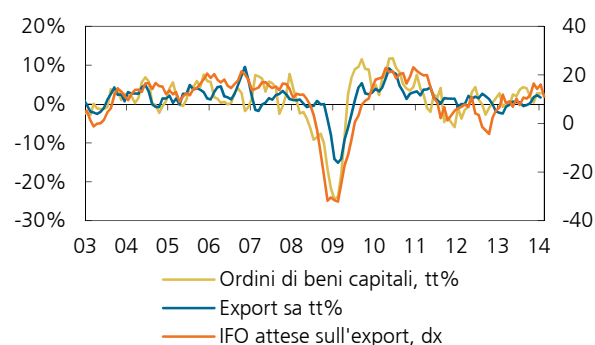
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### ....al risveglio del resto della zona euro



Fonte: Markit, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

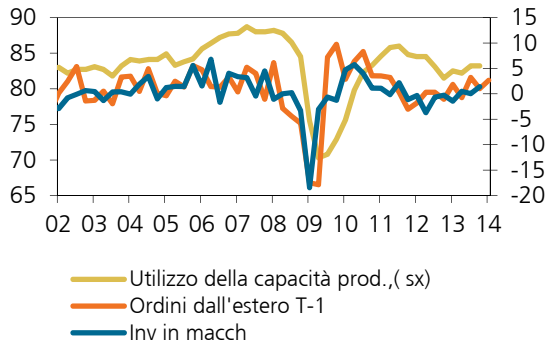
#### L'accelerazione dell'export e...



Fonte: IFO, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

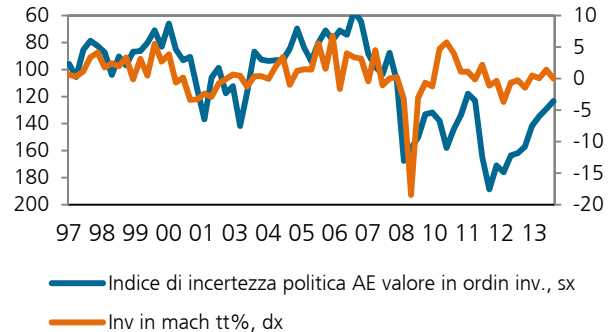


... l'elevato utilizzo della capacità produttiva insieme...



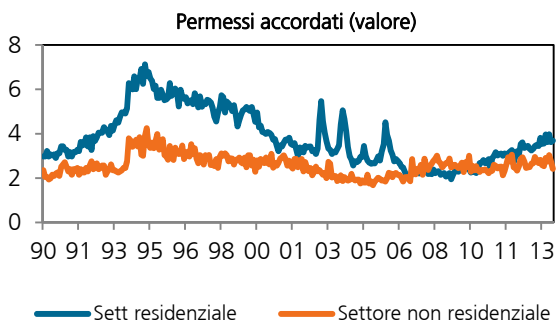
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



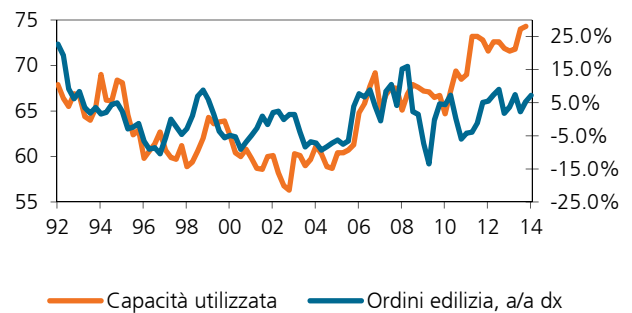
Fonte: Economic Policy Uncertainty, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'espansione del comparto delle costruzioni residenziali è attesa proseguire



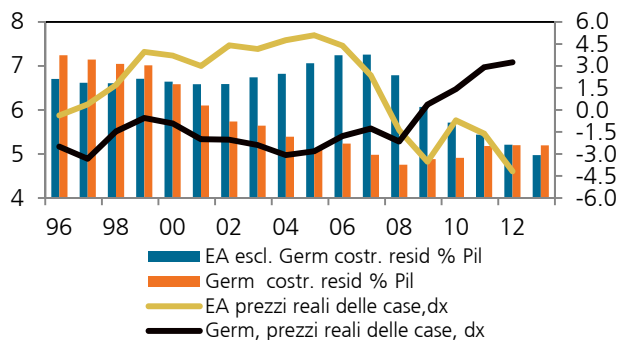
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La capacità utilizzata nel comparto delle costruzioni è al di sopra della norma storica e gli ordini continuano a salire



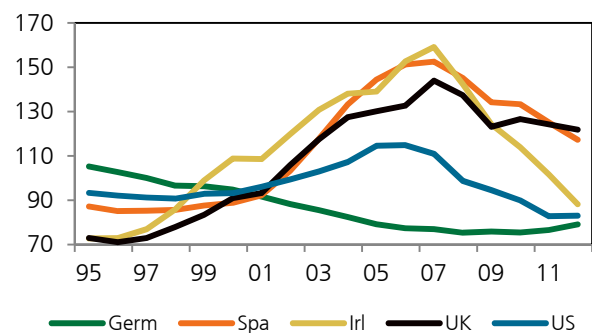
Fonte: IFO, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Prezzi reali delle case sono cresciuti di più che nella media AE negli ultimi 5 anni e la quota degli investimenti residenziali in rapporto al PIL è tornata in linea con la media AE



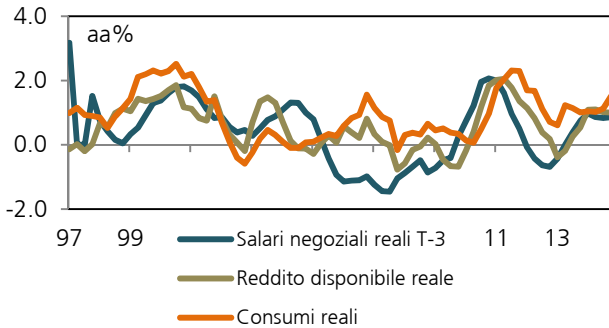
Fonte: BCE, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Per il momento non vediamo segnali di bolla nel comparto immobiliare, le case sono ancora affordable



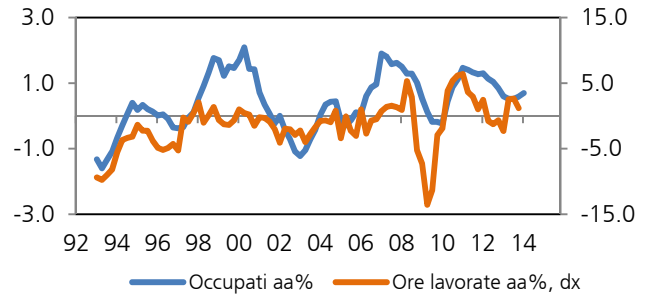
Fonte: OECD ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I consumi privati dovrebbero ripartire a passo veloce sostenuti da una crescita del reddito reale superiore all'1,0%



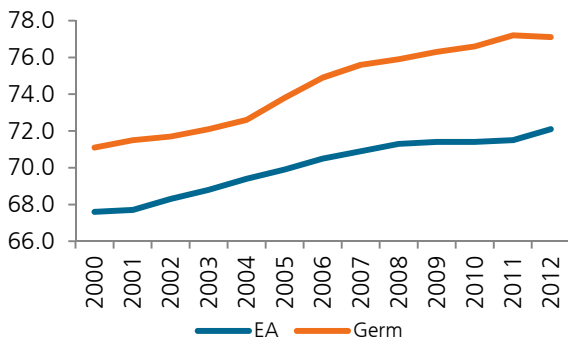
Fonte: Economic Policy Uncertainty, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Ore lavorate sui massimi dal 1992



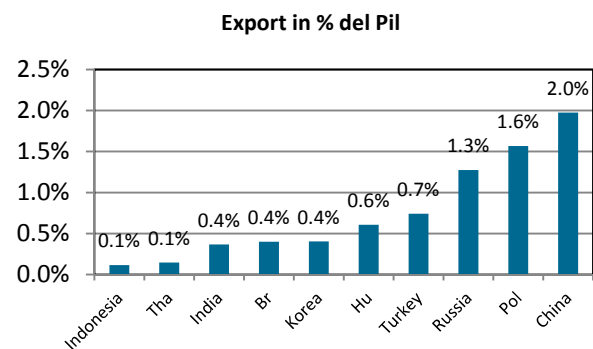
Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



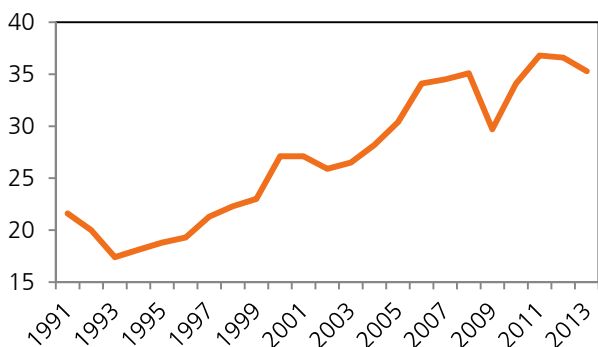
Fonte: IFO, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



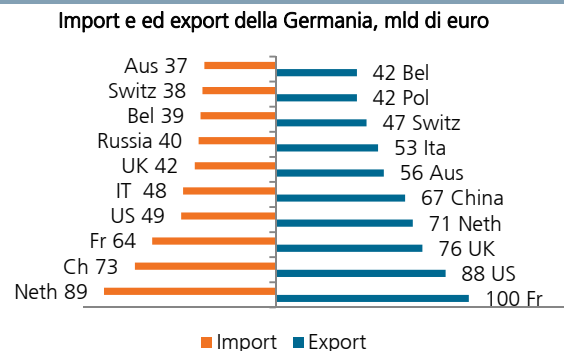
Fonte: IMF direction of trade statistics

Quota dell'import nel valore dell'export tedesco



Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Quali paesi beneficerebbero maggiormente della ripresa ciclica in Germania?



Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

## Scenario Macroeconomico

Marzo 2014

Previsioni Macro	2013	2014	2015	2013				2014			2015
				2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi costanti, a/a) t/t	0.5	1.8	2.0	0.5	0.6	1.4	1.9	1.7	1.7	1.8	1.9
Consumi privati	1.0	1.0	1.3	0.6	0.2	-0.1	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
Investimenti fissi lordi	-0.6	4.3	3.7	1.2	1.2	1.4	0.9	0.8	1.0	1.0	1.0
Consumi pubblici	0.7	1.4	1.4	-0.4	1.2	0.0	0.4	0.4	0.2	0.5	0.3
Esportazioni	1.0	4.1	4.4	2.4	0.2	2.6	0.7	0.0	0.9	1.0	1.6
Importazioni	1.0	5.5	5.7	1.9	0.8	0.6	1.9	1.4	1.4	1.4	1.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	0.5	0.6	-0.1	0.0	-0.9	0.5	0.7	0.2	0.1	-0.1
Partite correnti (%PIL)	7.4	6.8	6.2	7.4	7.1	8.3	7.6	7.0	6.6	6.3	6.5
Deficit (%PIL)	-0.1	0.0	0.0								
Debito (%PIL)	79.6	77.6	75.0								
CPI (a/a)	1.5	1.4	1.4	1.5	1.6	1.3	1.2	1.5	1.4	1.7	1.7
Produzione Industriale	0.0	3.9	4.1	1.4	0.8	0.5	1.7	0.8	0.9	-0.1	1.0
Disoccupazione (%)	6.9	6.7	6.5	6.9	6.8	6.9	6.8	6.8	6.7	6.7	6.6

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

### Francia: 2014 anno di ripresa

Il 2014 dovrebbe essere l'anno della ripresa per la Francia, dopo un 2013 chiuso leggermente meglio delle attese. Dopo otto trimestri di stagnazione e contrazione, nel 4° trimestre il PIL è cresciuto dello 0,3% t/t, più delle attese, dopo la stagnazione che si era vista nel 3°. Questo ha permesso di portare il PIL a 0,3% in media annua nel 2013 rispetto alle stime che lo davano allo 0,1% dopo la stagnazione del 2012. Ciò ha permesso di rivedere al rialzo anche le stime per l'anno in corso che ora sono per un'espansione dello 0,9% sull'anno e dell'1,2% nel 2015 (stime leggermente peggiori rispetto a quelle della CE che si aspetta rispettivamente 1,0% e 1,5% nel 2014 e 2015). Le indagini di clima nel manifatturiero sono migliorate nell'ultima parte del 2013 e nei primi mesi di quest'anno sono tornate in linea con la media di lungo periodo (100), in particolare per quanto concerne le stime di produzione futura, ma sulla base degli indicatori, la domanda totale e quella estera rimangono ancora deboli e ci aspettiamo un rallentamento di attività nel 1° trimestre dell'anno. Gli indicatori PMI del resto confermano questo clima e relegano la Francia ultima tra le principali economie dell'eurozona nel percorso di ritorno alla crescita. L'indicatore PMI manifatturiero rimane sotto quota 50 ormai da febbraio 2012, e la componente dei servizi dopo una breve espansione attorno a ottobre scorso è ritornata su livelli piuttosto depressi e ben al di sotto del livello di 50 che indica espansione. Pertanto non ci aspettiamo di vedere una significativa accelerazione sia nel comparto manifatturiero sia nei servizi prima della seconda metà dell'anno. La **produzione industriale** dovrebbe dare un contributo positivo alla formazione del PIL attorno ai due decimi in media annua, con un'accelerazione più consistente dalla seconda metà dell'anno. Il patto di competitività promosso da Hollande a gennaio per l'abbattimento del costo del lavoro e l'aumento dell'occupazione comincerà a mostrare i suoi effetti tra la fine del 2° e l'inizio del 3° trimestre, anche se il suo contenuto non è stato ancora sufficientemente chiarito e pertanto non è considerato nelle nostre previsioni. Nel complesso i rischi alle previsioni di crescita sono bilanciati, con rischi verso l'alto sostenuti da un lato dalla ripresa della domanda mondiale e da possibili conseguenze positive indotte dal patto di responsabilità, mentre dall'altro lato una ripresa della domanda interna più debole delle attese o un risanamento del settore pubblico meno rigoroso di quanto necessario potrebbero costituire rischi verso il basso.

Valerio Ceoloni

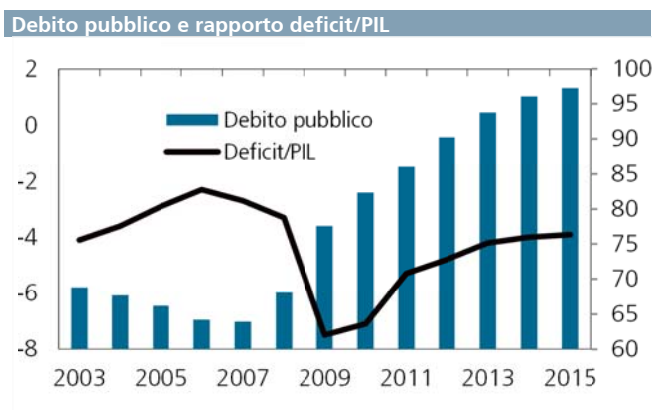
I **consumi**, tradizionale motore della crescita francese, ci aspettiamo che aumentino dello 0,5% e dell'1,0% rispettivamente nel 2014 e 2015, fornendo il principale contributo alla formazione del PIL. In questo senso le indagini di fiducia dei consumatori sono ancora piuttosto deboli e sotto la media di lungo periodo, ma ci aspettiamo che ci sarà una buona accelerazione a partire dal 3° trimestre dell'anno sostenuta dalla stabilizzazione della disoccupazione e dal basso livello dei

prezzi al consumo. La dinamica degli **investimenti** invece dovrebbe continuare a riprendersi dopo il miglioramento di fine 2013 e continuare a migliorare, grazie anche agli effetti positivi della CICE, uscendo così da due anni consecutivi di contrazione. Tuttavia il pieno effetto della CICE e le sue ricadute positive in termini di utilizzo della capacità produttiva e aumento della domanda aggregata si avranno solo dal 2015. Le **esportazioni** dovrebbero migliorare anch'esse sulla scia del miglioramento della domanda mondiale, accelerando nell'anno in corso e riducendo l'attuale perdita di quote di mercato a livello internazionale, senza tuttavia invertire il trend, ma solo rallentandolo. Sulla scorta dell'aumento delle importazioni sostenute dalla ripresa della domanda interna, ci aspettiamo che le esportazioni nette diano un contributo sostanzialmente nullo alla formazione del PIL per quest'anno.

L'**inflazione** non è vista con preoccupazione sia quest'anno sia il prossimo, in quanto ci aspettiamo che nonostante il rialzo delle aliquote IVA dal primo gennaio, che ha alzato di due decimi l'inflazione a febbraio a 0,9% da 0,7%, anche grazie al costo dell'energia contenuto, le pressioni sui prezzi al consumo rimangono molto deboli e l'inflazione non dovrebbe accelerare oltre l'1,5%, e solo a fine anno e progressivamente. In media annua stimiamo che si possa portare a 1,2% da 0,9% del 2013 e per il 2015 dovrebbe stabilizzarsi attorno all'1,3%. La dinamica della componente *core* dovrebbe ricalcare quella dell'indice *headline* nel 2014, circa attorno all'1,2% dallo 0,6% del 2013, mentre per il 2015 potrebbe ulteriormente rallentare all'1,0%.

In un contesto di ritorno moderato alla crescita è probabile ritenere che si vedrà un aumento della produttività più che un vero e proprio aumento dell'occupazione per l'anno in corso. Oltretutto i tagli alla spesa pubblica in programma porteranno alla riduzione del numero dei dipendenti pubblici e pertanto non pensiamo che la **disoccupazione** potrà migliorare rispetto allo scorso anno, ma piuttosto rimanere stabile al 10,8%, mentre dal 2015 si potrebbe vedere un calo al 10,7%.

Il **debito pubblico** francese è ulteriormente cresciuto nel 2013, raggiungendo un livello stimato al 93,9% (più alto delle stime del Governo) dal 90,2% del 2012. Tale soglia è leggermente inferiore alla media dell'Eurozona di 95,5%, ma ben al di sopra del limite del 60% stabilito dai trattati europei. La Francia ha superato per la prima volta il limite del 60% nel 2003 e il trend degli anni successivi è stato sempre crescente.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat



Fonte: Programma di stabilità 2013

## Scenario Macroeconomico

Marzo 2014

Evoluzione dei conti pubblici secondo le stime del governo francese, PLF 2013							
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Deficit strutturale	-4.9	-3.7	-2.0	-1.0	-0.2	0.2	0.5
Sforzo strutturale	0.8	1.3	1.9	1.0	0.6	0.5	0.3
Deficit pubblico (stime Governo)	-5.3	-4.8	-3.7	-2.9	-2.0	-1.2	-0.7
Deficit pubblico (stime CE)	-5.3	-4.8	-4.2	-4.0	-3.9	-	-
Pressione fiscale	43.7	44.9	46.3	46.5	46.5	46.5	46.3
Spesa pubblica % PIL	55.9	56.6	56.9	56.4	55.5	54.7	54.0
Debito pubblico (stime Governo)	85.8	90.2	93.6	94.3	93.0	90.8	88.2
Debito pubblico (stime CE)	85.8	90.2	93.9	96.1	97.3	-	-

Fonte: Programma di stabilità 2013

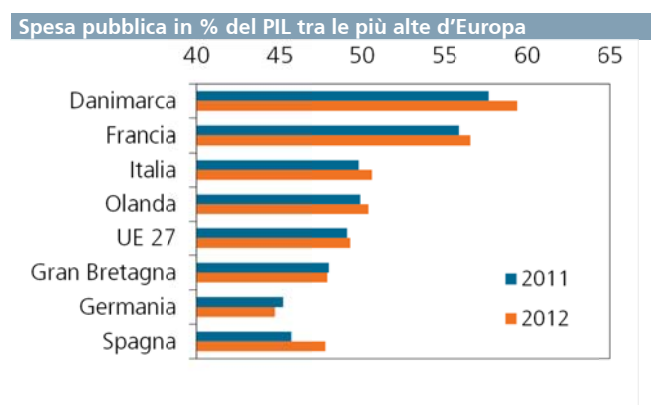
Per quanto riguarda l'anno in corso, il debito è atteso crescere ulteriormente di 2,2pp al 96,1% (ancora al di sopra delle stime del Governo), quindi meno dell'anno scorso, in cui dovrebbe essere cresciuto di 3,7pp. Il deficit invece è atteso ridursi nel 2014 scendendo dal 4,2% del 2013 al 4,0% secondo le stime della Commissione, facilitato in questo da aspettative di crescita del PIL migliori (1,0% a/a) rispetto a quelle sperimentate lo scorso anno, in cui il PIL è cresciuto solo dello 0,3% in media annua. Sebbene però la crescita possa limitare l'incremento del debito, il trend in aumento non verrà invertito. Infatti, secondo le stime del Governo, l'inversione del trend dovrebbe iniziare dal 2015 e il debito sarebbe progressivamente riportato al 90% entro il 2017, entro la fine dell'attuale legislatura. Tuttavia, sulla scorta del passato, possiamo prevedere che difficilmente questo obiettivo sarà mantenuto, spostando i rischi alla previsione verso l'alto. Gli obiettivi di debito presentati nelle passate leggi di stabilità sono costantemente stati rivisti al rialzo in seconda battuta. L'ultima revisione si è avuta l'anno scorso, quando il Governo si prefiggeva un obiettivo di debito all'80% per il 2017, circa 10pp inferiore all'obiettivo stimato attualmente. Pertanto, riteniamo che sul versante dei conti pubblici nel medio periodo persistano rischi.

In ogni caso, sotto l'ipotesi di politiche fiscali immutate, secondo la Commissione il debito pubblico non potrà ridursi sotto il 95% da qui al 2030. L'evoluzione del debito pubblico inoltre è strettamente collegata anche alla stabilità del settore finanziario nazionale, che ha visto incrementare la quota di titoli di Stato detenuti in portafoglio. A giugno 2013 l'esposizione delle quattro principali banche francesi era di circa 150 miliardi di euro secondo l'EBA<sup>6</sup>, in aumento del 30% rispetto ai 115 miliardi di un anno prima. Per ora questo non ha costituito un problema, dato che i rendimenti sovrani non hanno sperimentato tensioni simili a quelle del 2011, rimanendo al di sotto della media storica ed evitando perdite in conto capitale. Un aumento dei tassi sul debito potrebbe avere risvolti negativi anche per le aziende non finanziarie, dato che i rendimenti dei titoli di Stato rimangono un parametro primario per la concessione di credito al sistema produttivo e in Francia, come in molte alte Nazioni europee, il credito bancario rimane il canale principale di finanziamento per il settore privato. Questo a cascata avrebbe impatti sulla redditività e quindi sulla capacità di competere di tutto il sistema paese, che già sperimenta difficoltà sotto questo versante. In effetti, il rischio è quello di instaurare un circolo vizioso: se non si riuscirà a intervenire fattivamente sulla dinamica del debito in tempi accettabili, i mercati potrebbero percepire come poco credibile lo sforzo del Governo e innescare potenziali tensioni sulle condizioni creditizie e questo a sua volta danneggerebbe il potenziale di crescita del Paese, erodendo ulteriormente le possibilità di ridurre il deficit. Per ora, comunque, la spesa per interessi si è mantenuta circa stabile negli ultimi anni attorno al 2,5% del PIL: il tasso medio sul debito è sceso dal 4,5% sul periodo 2000-07 al 3,5% circa sul periodo 2008-13. Questo ha permesso di non dover tagliare su altri capitoli di spesa, come la spesa per investimenti. Da questo punto di vista la Francia sembra godere di una situazione relativamente positiva se confrontata ad altri Paesi: rispetto a Paesi come Germania o Italia, la Francia ha mantenuto un

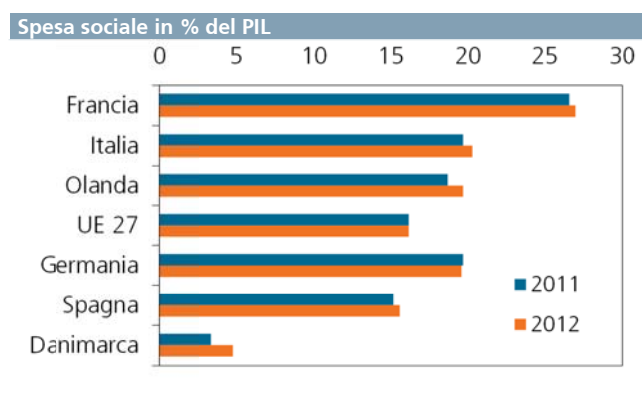
<sup>6</sup> EBA 2013 EU-wide Transparency exercise.

livello pressoché costante di spesa per investimenti attorno al 3% del PIL nell'ultimo ventennio. Germania e Italia hanno dovuto progressivamente ridurla, mentre dall'inizio della crisi la Spagna ha dovuto tagliarla rapidamente. In sintesi, il debito è atteso continuare a crescere da qui al 2017. Di conseguenza una maggiore spesa per interessi non è da escludersi nel prossimo futuro, anche se una strategia concreta di intervento sui conti pubblici, che finora è mancata, potrebbe mantenere comunque i tassi contenuti.

Il **programma di riduzione della spesa pubblica** in Francia prevede risparmi per complessivi 65 miliardi di euro nel periodo 2014-17, di cui 15 miliardi nel 2014, 18 miliardi nel 2015 e 2016, 14 miliardi nel 2017. Nel 2013 si sono fatte economie per altri 10 miliardi, portando la riduzione della spesa pubblica sul quinquennio 2013-17 a 75 miliardi di euro, la riduzione maggiore di sempre sul bilancio dello Stato. La spesa pubblica era salita a 118 miliardi nel 2011 e rappresenta oggi il 57,1% del PIL, il livello maggiore in Europa dopo la Danimarca e di 10pp superiore alla media dell'Eurozona. Sul fronte del contenimento della spesa pubblica, comunque, già qualcosa è stato fatto: nel 2009, al picco della recessione con il PIL in contrazione del 3,1%, il deficit era salito al 7,5%, ma già nel 2011 era stato portato al 5,3%, nel 2012 al 4,8% e per l'anno 2013 le previsioni dovrebbero vederlo al 4,1%, anche se recentemente la Corte dei Conti francese ha avvertito che sussiste un "rischio significativo" che il debito pubblico sfori l'obiettivo già rimaneggiato del 4,1% nel 2013, mentre per il 2014 l'obiettivo del 3,6% "appare incerto poiché non esiste alcun margine di manovra in caso di spese impreviste".



Fonte: Eurostat



Fonte: Eurostat

Il deficit statale pertanto si dovrebbe assestare a 74,9 miliardi di euro nel 2013 dagli 87,2 del 2012, con una riduzione di 12,3 miliardi. Di questi 12,3 miliardi, circa 2,3 vengono da minori spese per interessi sul debito, mentre 10 miliardi derivano dalla riduzione della spesa primaria:

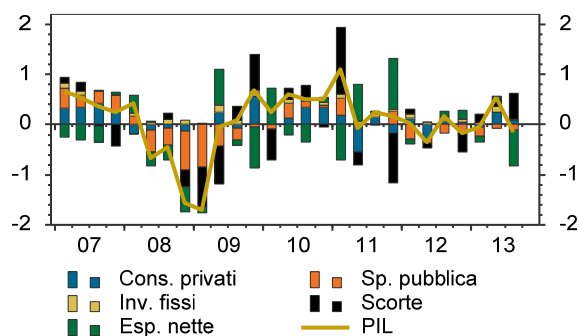
- 2,8 miliardi da riduzioni salariali, realizzate mediante il dimezzamento del *turnover* (soltanto metà dei dipendenti pubblici che accedono al pensionamento sono stati rimpiazzati) riducendo così gli occupati di circa 30.000 nel 2013. Ciò porterà alla stabilizzazione della spesa salariale dello stato a stabilizzarsi negli anni successivi allo 0,2% del PIL, con riduzione aggiuntiva dei costi di funzionamento della Pubblica amministrazione del 5,0%.
- 1,8 miliardi ricavati da riduzione delle dotazioni urbane e rurali degli enti territoriali senza ridurre la perequazione orizzontale tra le varie zone del Paese.
- 2,2 miliardi di riduzione del bilancio della difesa.
- 1,2 miliardi di investimenti pubblici in meno, anche incentivando maggiormente il partenariato pubblico-privato.

- Infine, si sono risparmiati altri 2 miliardi abolendo molte misure discrezionali, come aiuti alle imprese e sostegno al lavoro agricolo stagionale.

Il bilancio dello Stato rappresenta il 34% della spesa pubblica, lo stato sociale il 46% e il restante 20% riguarda gli enti locali. Nella legge finanziaria 2013 la spesa pubblica era originariamente stata prevista a 374,6 miliardi, rivista poi a 373,3 grazie a risparmi sull'*assurance-maladie* (Ondam). Per quanto riguarda il 2014, dei 15 miliardi di economie da realizzare, 9 verranno dalla riduzione dei costi dello Stato e degli Enti locali attraverso una riduzione e razionalizzazione delle spese del personale distribuita su tutti i singoli Ministeri, Regioni e dipartimenti, mentre i restanti 9 saranno ricavati da interventi sullo stato sociale volti a modificare l'impianto di funzionamento della Sanità nazionale attraverso la riduzione delle prescrizioni e delle visite mediche, l'inserimento dell'uso dei farmaci generici e in generale l'eliminazione di tutte le ridondanze del sistema sanitario nazionale. Nel complesso, le economie totali ricavabili da interventi strutturali sul sistema sanitario nazionale sono state stimate dal Governo attorno ai 40 miliardi di euro, pari al 2% del PIL. Per comprendere l'entità dello sforzo complessivamente messo in atto, basti pensare che nel quinquennio precedente (2008-12), sotto il presidente Sarkozy, i risparmi complessivi sulla spesa pubblica si erano limitati a 12 miliardi.

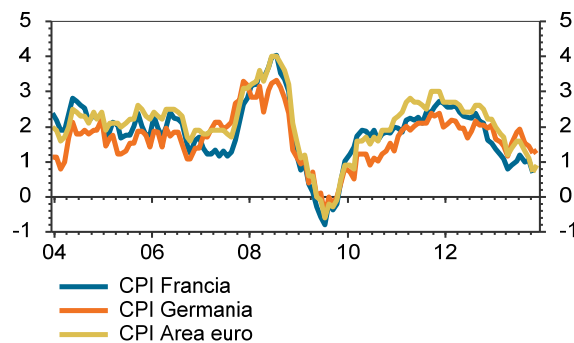
Nel complesso riteniamo che la legge di stabilità francese (2013-17) per la rimessa in ordine dei conti pubblici e per il contenimento del debito sia leggermente ottimista: presume che lo sforzo fiscale di consolidamento sia mantenuto per tutto il quinquennio senza sostanziali margini di manovra, con un impatto maggiore tra 2013 e 2014 (2,9% del PIL) e progressivamente decrescente nel triennio 2015-17 (1,4% del PIL). Va segnalato che già per il 2013 l'obiettivo non è stato raggiunto, dato che il deficit strutturale passerà dal -3,7% del 2012 al -2,8% (invece dell'obiettivo del -2,0%), rendendo irraggiungibile il mantenimento dell'obiettivo del -1,0% per quest'anno e, di fatto, traslando, fin d'ora, almeno di un anno il processo di riduzione del debito. Non ci aspettiamo che nel 2014 il deficit strutturale scenda sotto il -2,3%, coerentemente con le stime della Commissione Europea. Anche assumendo come raggiungibili gli obiettivi del triennio 2015-17, lo slittamento di almeno un anno (2015) dell'obiettivo di riduzione del deficit sotto il 3% è molto probabile, viste anche le stime di crescita governative che scontano rischi verso il basso (per il 2014 PIL atteso dal Governo all'1,2%, contro una stima della Commissione dell'1,0%).

Contributi alla formazione del PIL



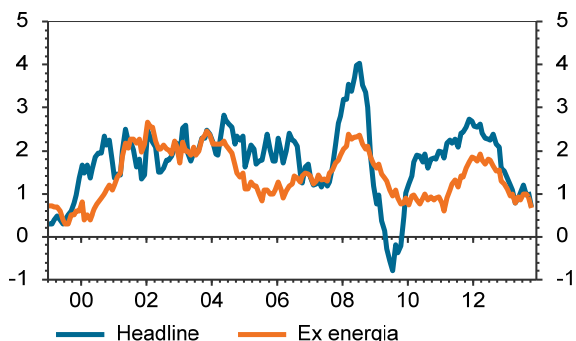
Fonte: elaborazione Servizio studi Intesa su dati Thomson Reuters-Datastream

CPI



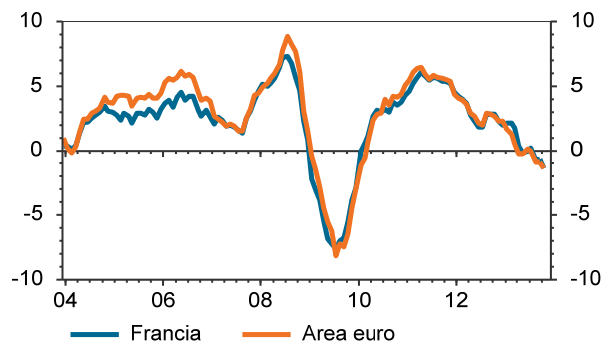
Fonte: elaborazione Servizio studi Intesa su dati Thomson Reuters-Datastream

CPI ex energia Francia



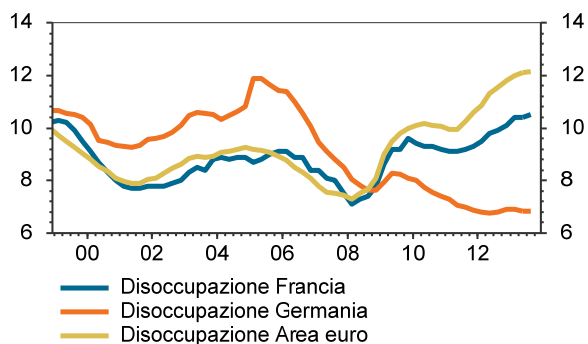
Fonte: elaborazione Servizio studi Intesa su dati Thomson Reuters-Datastream

PPI



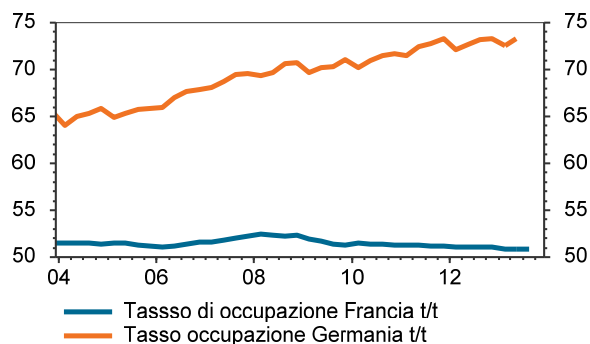
Fonte: elaborazione Servizio studi Intesa su dati Thomson Reuters-Datastream

Disoccupazione



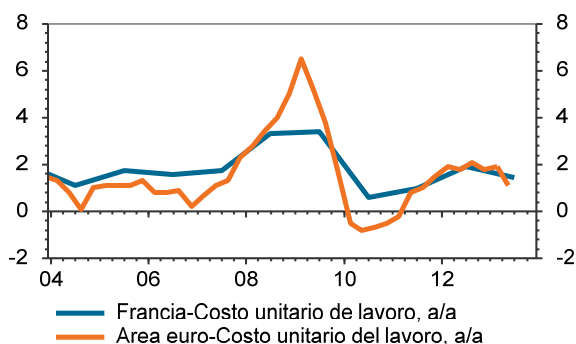
Fonte: elaborazione Servizio studi Intesa su dati Thomson Reuters-Datastream

Andamento delle partite correnti



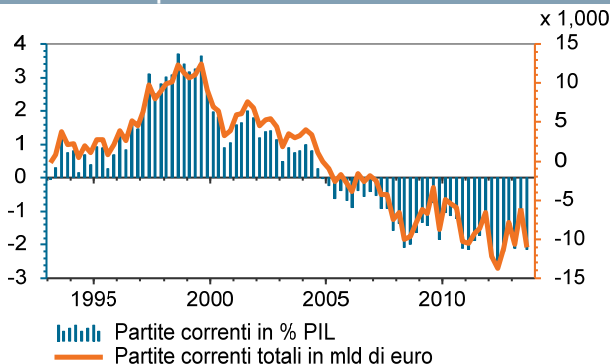
Fonte: elaborazione Servizio studi Intesa su dati Thomson Reuters-Datastream

Costo unitario del lavoro



Fonte: elaborazione Servizio studi Intesa su dati Thomson Reuters-Datastream

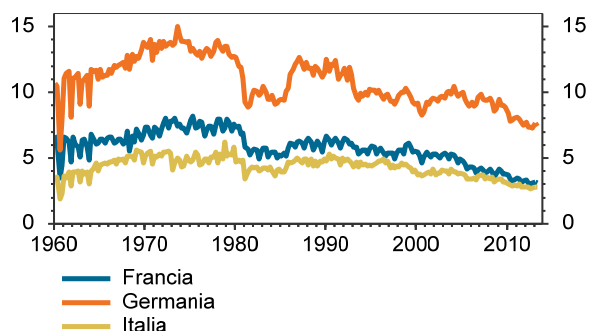
Andamento delle partite correnti



Fonte: elaborazione Servizio studi Intesa su dati Thomson Reuters-Datastream

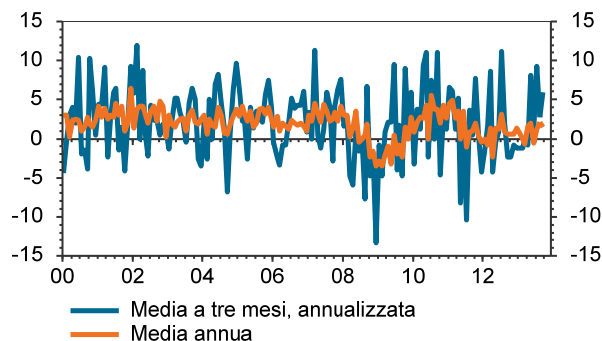


Quota delle esportazioni globali



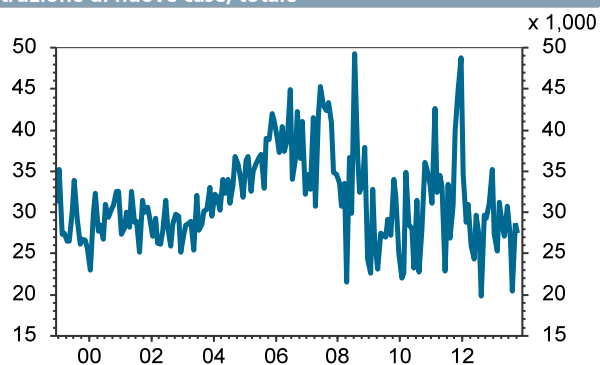
Fonte: elaborazione Servizio studi Intesa su dati Thomson Reuters-Datastream

Andamento vendite al dettaglio



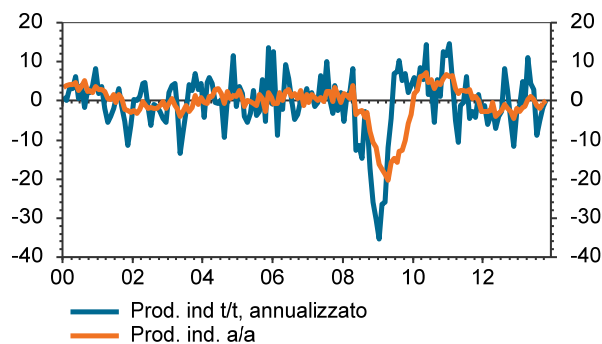
Fonte: elaborazione Servizio studi Intesa su dati Thomson Reuters-Datastream

Costruzione di nuove case, totale



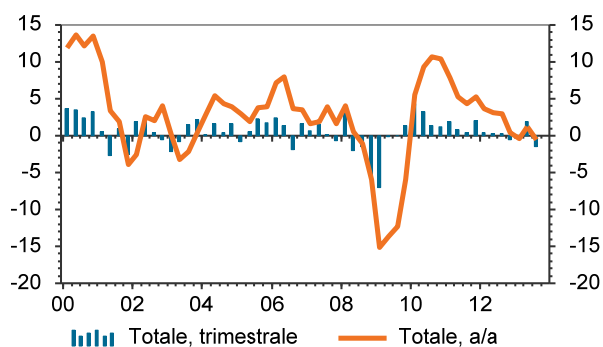
Fonte: elaborazione Servizio studi Intesa su dati Thomson Reuters-Datastream

Produzione industriale



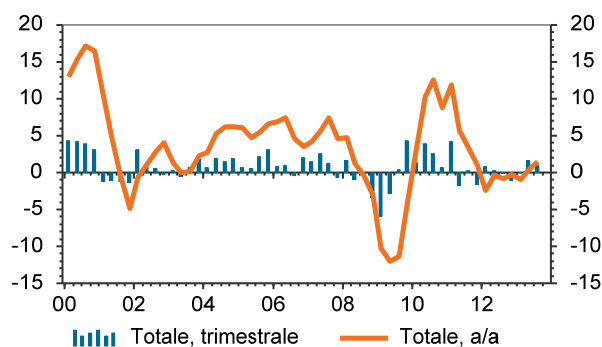
Fonte: elaborazione Servizio studi Intesa su dati Thomson Reuters-Datastream

Esportazioni di beni e servizi



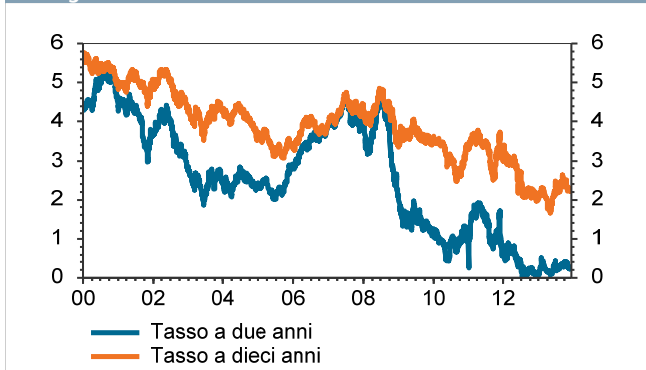
Fonte: elaborazione Servizio studi Intesa su dati Thomson Reuters-Datastream

Importazioni di beni e servizi



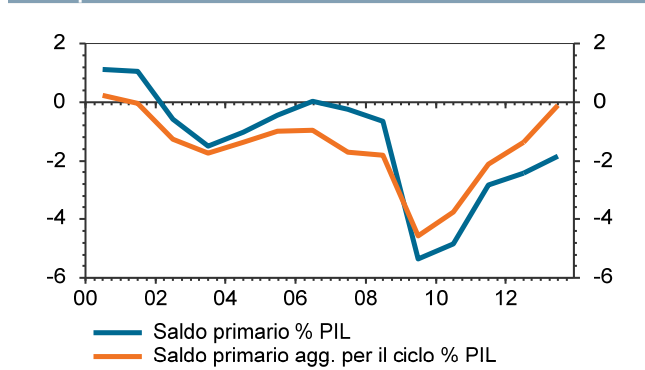
Fonte: elaborazione Servizio studi Intesa su dati Thomson Reuters-Datastream

Tassi governativi a due e a dieci anni



Fonte: elaborazione Servizio studi Intesa su dati Thomson Reuters-Datastream

Saldo primario



Fonte: elaborazione Servizio studi Intesa su dati Thomson Reuters-Datastream

Previsioni macro

	2013	2014	2015	2013			2014			2015	
				2	3	4	1	2	3	4	
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.3	0.9	1.2	0.5	0.3	0.8	0.9	0.6	1.0	1.0	1.1
t/t				0.6	0.0	0.3	0.1	0.2	0.4	0.3	0.2
Consumi privati	0.4	0.9	1.2	0.4	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
Investimenti fissi lordi	-2.2	1.0	2.1	-0.3	-0.3	0.3	0.3	0.3	0.5	0.5	0.3
Consumi pubblici	1.7	1.4	0.6	0.7	0.2	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.1
Esportazioni	0.5	3.3	3.8	2.4	-1.6	0.9	1.1	1.6	0.4	1.0	0.8
Importazioni	0.9	4.3	3.4	1.5	0.8	0.9	1.4	1.0	1.0	0.7	0.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	0.2	-0.1	0.0	0.6	0.0	0.0	-0.2	0.3	-0.1	-0.1
Partite correnti (% PIL)	-1.5	-1.8	-1.9	-1.2	-1.9	-1.0	-1.9	-1.5	-1.9	-1.9	-2.0
Deficit (% PIL)	-4.2	-4.0	-3.7								
Debito (% PIL)	93.9	96.2	96.9								
CPI (a/a)	0.9	1.2	1.1	0.8	0.9	0.6	0.8	1.2	1.1	1.4	1.2
Produzione Industriale	-0.5	0.5	1.4	1.1	-1.2	0.1	-0.2	0.6	0.7	0.5	0.2
Disoccupazione (%)	10.8	11.2	11.1	10.4	10.5	11.0	11.1	11.2	11.2	11.2	11.2

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

### Italia: andante moderato in economia, allegro con brio in politica

Anche in Italia, la ripresa è ormai avviata, ma procede come da tempo incorporato nel nostro scenario base di previsione, ovvero: lentamente, con entità modesta e trainata principalmente dall'export, in un quadro di domanda interna non più in netta contrazione, ma stagnante. A favorire un'accelerazione nel ritmo della ripresa e in particolare un recupero della domanda interna potrebbero essere i provvedimenti annunciati dal Governo. Nel caso di rapida implementazione, e se coperti da effettivi risparmi sulla spesa "improduttiva", gli sgravi fiscali potrebbero avere un effetto apprezzabile (due-tre decimi) sul PIL. Ancora maggiore potrebbe essere l'effetto dell'annunciato pagamento dei restanti debiti arretrati della PA, ma l'entità degli stessi è incerta e inoltre è improbabile che l'impatto si scarichi in buona parte nell'anno corrente. In ogni caso, i rischi sullo scenario di crescita sia per il 2014 che per il 2015 sono oggi verso l'alto.

Paolo Mameli

**In Italia, la ripresa procede** nei modi e coi tempi incorporati da molto nel nostro scenario base di previsione, ovvero **in ritardo e con entità più esigua rispetto al resto dei Paesi dell'eurozona**. Il recupero congiunturale va trasferendosi come previsto dagli indicatori di fiducia (che hanno invertito ormai da quasi un anno) via via ai dati reali, compresi produzione industriale e PIL (entrambi in crescita da fine 2013). Viceversa, essendo la ripresa ancora in fase embrionale, non stupisce che non si sia ancora completato l'aggiustamento sul mercato del lavoro (la disoccupazione toccherà un picco nel 2014 al 12,8%, nelle nostre stime) e del credito (e sul mercato immobiliare).

La ripresa resta modesta e trainata dall'export...

Il ritorno alla crescita del PIL su base trimestrale, come da noi previsto sin dal numero di un anno fa di questa pubblicazione<sup>7</sup>, è avvenuto alla fine dello scorso anno. L'attività economica è cresciuta di 0,1% t/t nel 4° trimestre 2013, dopo 9 trimestri consecutivi di recessione (la più lunga da quando esistono le serie trimestrali). Nel 2013, il PIL si è contratto di -1,8%, dopo il -2,4% del 2012. Il dettaglio delle componenti di crescita a fine 2013 non è stato negativo, sebbene viziato dall'anomalo balzo degli investimenti in mezzi di trasporto (+14,4% t/t); in particolare, il calo delle scorte (contributo: -0,4% t/t) è un segnale positivo in chiave prospettica. **L'export netto rimane il motore della ripresa** (contributo: +0,3% t/t), **ma si intravedono i primi segnali se non altro di stabilizzazione della domanda interna** (si è registrata una flessione solo molto lieve sia dei consumi che degli investimenti in macchinari; rimane invece profonda la recessione nelle costruzioni). In base alle indicazioni oggi disponibili, riteniamo che **nel 1° trimestre del 2014 il PIL possa** almeno mantenere il passo di fine 2013, o più verosimilmente **accelerare a +0,2% t/t**.

Il nostro scenario di base prevede, per la restante parte dell'anno, un'accelerazione solo assai modesta nel ritmo di crescita del PIL, che potrebbe rimanere attorno a 0,2-0,3% t/t per tutto l'anno, per una media annua attorno a 0,5% (e una possibile accelerazione all'1,1% nel 2015). Tuttavia, l'elemento nuovo intervenuto di recente è che, a partire **dal 2° trimestre in poi, si potrebbe assistere a una più decisa accelerazione in relazione all'implementazione delle misure di stimolo annunciate dal Governo**. In particolare, nel caso di implementazione nei tempi previsti (da fine maggio) del taglio dell'Irpef, si potrebbe registrare un balzo del reddito disponibile e dei consumi nel 3° trimestre dell'anno.

...ma nella parte restante dell'anno si potrebbe vedere una accelerazione trainata dalle misure di stimolo annunciate dal governo.

Sin dal numero di un anno fa di questa pubblicazione indicavamo come principale (e pressoché unico) rischio verso il basso al nostro scenario di modesta crescita (0,5%) nel 2014 il rischio politico, ovvero il rischio o di stallo dell'attività di Governo o di elezioni politiche ravvicinate in

Il rischio politico ha cambiato di segno rispetto a tre mesi fa.

<sup>7</sup> Intesa Sanpaolo, Scenario Macroeconomico Marzo 2013, pagina 45: "il ritorno alla crescita su base congiunturale è rimandato alla fine dell'anno: nei trimestri centrali il PIL potrebbe rimanere in negativo (per inciso, la recessione in corso sarebbe la più lunga da quando sono disponibili dati trimestrali ovvero dal 1981: 9 trimestri con i 6 trimestri del 1992-1993)".

tempi brevi. Nelle settimane più recenti, non solo tale rischio, potenzialmente in grado di soffocare la ripresa sul nascere, non si è concretizzato (la prospettiva delle elezioni si è di molto allontanata), ma il **fattore politico sembra ad oggi poter rappresentare un rischio viceversa verso l'alto sulle previsioni di crescita**. Infatti, l'attività del Governo, se verrà implementata nelle intenzioni proposte, potrebbe avere un impatto sull'attività economica sia nel breve termine (le misure di stimolo proposte e in particolare gli sgravi fiscali potrebbero causare una revisione verso l'alto alla stima sul PIL 2014) che nel medio termine (alcune riforme economiche come quelle sul mercato del lavoro, nonché le riforme istituzionali, potrebbero avere un impatto benefico sul PIL potenziale).

Le **prime misure economiche** annunciate dal Governo Renzi sono:

1. **Interventi sul fisco**. Sono previsti sgravi fiscali per i lavoratori dipendenti con redditi inferiori a 25 mila euro annui per un importo a regime di 10 miliardi (6,7 miliardi nel 2014, con decorrenza da maggio), una riduzione dell'Irap del 10% (2,4 miliardi) e un incremento della ritenuta d'acconto sulle rendite finanziarie dal 20 al 26% (per finanziare il taglio dell'Irap).
2. **Mercato del lavoro**. Un decreto legge estenderà da 12 a 36 mesi la durata del primo contratto a termine, con un limite del 20% rispetto al totale degli occupati a libro paga, e introdurrà altre semplificazioni. Il resto della riforma del mercato del lavoro sarà affidata a un disegno di legge delega, con l'obiettivo di introdurre un contratto unico a tutele crescenti e di riformare gli ammortizzatori sociali riducendo l'applicazione della CIG a vantaggio dell'assegno di disoccupazione (ASpl). La delega coprirà anche la razionalizzazione delle politiche attive per il lavoro e la semplificazione amministrativa dei contratti.
3. **Debiti della PA**. L'obiettivo è duplice: accelerare il pagamento degli arretrati con il minimo onere per il bilancio dello Stato, e adeguare i tempi di pagamento a quelli richiesti dalle norme europee. La strada proposta mediante disegno di legge passa attraverso meccanismi che agevolano lo sconto delle fatture da parte del sistema bancario e obblighi di registrazione delle fatture rinforzati da un meccanismo sanzionatorio.
4. Altre misure: **piano casa** (riduzione della cedolare secca sugli affitti, riqualificazione e vendita alloggi popolari, rifinanziamento fondo affitti...), **riduzione dei costi dell'energia per le PMI** (che però comporterà aumenti di oneri per altri utilizzatori), **piano per l'edilizia scolastica**.

Le **coperture** annunciate vengono dalla *spending review* (3 miliardi considerati fattibili dal commissario Cottarelli), dal risparmio sulla spesa per interessi e dal maggiore gettito IVA derivante dal pagamento delle fatture arretrate (a nostro avviso, questa copertura è incerta e sarebbe meglio prescindere). Per il resto, Renzi ha accennato alla possibilità eventuale di utilizzare parte della distanza tra il deficit tendenziale al 2,6% (stima della Commissione) e la soglia del 3% (in realtà, a nostro avviso, il tendenziale, anche tenendo conto delle spese indifferibili da rifinanziare per l'anno in corso, è peggior di quello stimato dalla Commissione e dunque i margini sono molto stretti). Il piano casa e quello per l'edilizia scolastica dovrebbero essere finanziati attingendo a stanziamenti pregressi non ancora utilizzati; difficilmente la riforma degli ammortizzatori sociali comporterà maggiori oneri già nel 2014. Quanto al pagamento dei debiti arretrati della PA, il meccanismo poggia inizialmente sul risconto dei crediti da parte delle banche, ma un incremento delle emissioni obbligazionarie dello Stato sarà comunque necessario per finanziare l'incremento del Fondo statale dedicato e per la costituzione di un nuovo fondo destinato a finanziare i debiti degli enti locali nei confronti delle proprie società partecipate. Il pagamento effettivo dei debiti per la parte relativa alla spesa in conto capitale potrebbe, come accaduto l'anno scorso, avere un impatto sul deficit, che però al momento è impossibile quantificare.

Le **prime misure proposte...**

...dovrebbero avere un **impatto tutto sommato limitato sulla finanza pubblica...**

## Scenario Macroeconomico

Marzo 2014

Interventi e coperture delle misure annunciate, effetti sul deficit 2014		
<b>Interventi</b>	<b>Mld</b>	<b>% del PIL</b>
Taglio IRPEF	6.7	0.4
Taglio IRAP	1.6	0.1
<b>Totale</b>	<b>8.3</b>	<b>0.5</b>
<b>Coperture</b>	<b>Mld</b>	<b>% del PIL</b>
Spending review	3.0	0.2
Spesa per interessi	2.3	0.1
Tassazione sulle attività finanziarie	1.7	0.1
IVA sul pagamento debiti PA*	1.6	0.1
<b>Totale</b>	<b>8.7</b>	<b>0.5</b>
Saldo (con IVA sul pagamento debiti PA*)	0.4	0.0
<b>Saldo (senza IVA sul pagamento debiti PA*)</b>	<b>-1.2</b>	<b>-0.1</b>

Nota: \* a nostro avviso questa copertura è incerta, di conseguenza il saldo senza includerla è più credibile. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo sulle comunicazioni fornite dal Governo

In sintesi, sembra di poter dire che gli interventi vadano nella direzione da tempo auspicata, in particolare quelli concernenti la riforma del mercato del lavoro. Gli sgravi fiscali puntano comprensibilmente più sull'aumento dei redditi netti dei lavoratori che sulla riduzione del costo del lavoro, limitata per il momento a una limatura dell'Irap: tale scelta dovrebbe peraltro agevolare il passaggio dei provvedimenti in Parlamento, e garantire consenso dei sindacati. Sarà più delicato il rapporto con l'Unione Europea, in quanto le misure implicano che il vincolo di riduzione del debito imposto dal nuovo patto di stabilità sarà ancora ignorato; cruciale potrebbe essere a questo punto un percorso rapido di approvazione parlamentare dei provvedimenti di riforma.

La misura più incerta appare il pagamento «integrale» dei restanti debiti arretrati della PA. Ma anche al netto di tale misura il **pacchetto, se implementato nei tempi previsti, potrebbe implicare un impatto positivo sul PIL 2014 di due-tre decimi. L'impatto potrebbe essere molto maggiore sul 2015 nel caso in cui fossero effettivamente pagati i restanti debiti arretrati della PA.**

Impatto "teorico" sul PIL delle misure annunciate da Renzi	
	Impatto % sul PIL
Taglio all'Irpef	0.2
Altre misure (taglio all'Irap, piano casa, costo dell'energia per le PMI)	0.1
Pagamento di tutti i restanti debiti arretrati PA*	0.9
<b>Totale (con *)</b>	<b>1.2</b>
<b>Totale (senza *)</b>	<b>0.3</b>

Nota: \* a nostro avviso questa misura è incerta dunque l'impatto totale delle misure annunciate sul PIL è più credibile escludendo questa posta. Fonte: stime Intesa Sanpaolo sulle indicazioni fornite dal Governo

La simulazione del solo taglio Irpef, effettuata sul modello a equazioni simultanee Oxford Economics Forecasting, **implica, se l'intervento fosse finanziato interamente in deficit, un impatto positivo di due decimi sul PIL 2014.** L'effetto principale sarebbe sui consumi, ma vi sarebbe un impatto indiretto anche sugli investimenti delle imprese e sulla produzione industriale. L'effetto si amplificherebbe nel 2015 quando gli sgravi fiscali entreranno a pieno regime.

Impatto sulle principali variabili macroeconomiche nel 2014 e 2015 del taglio Irpef proposto dal governo (in % annua)						
	2014	2015	2014		2015	
	Impatto		Stima ISP	Con shock	Stima ISP	Con shock
PIL	0.2	0.2	0.5	0.7	1.1	1.3
Consumi reali	0.3	0.7	0.1	0.4	0.1	0.8
Consumi nominali	0.3	0.9	0.7	1.1	2.9	3.7
Investimenti fissi totali	0.2	0.4	1.1	1.3	2.2	2.5
Produzione industriale	0.3	0.5	1.5	1.8	1.7	2.2
CPI	0.0	0.1	1.0	1.1	1.6	1.7

Nota: lo shock è costituito dal taglio Irpef proposto dal governo, finanziato per semplicità in deficit. Fonte: simulazioni Intesa Sanpaolo sul modello Oxford Economics Forecasting.

... ma potrebbero avere un effetto apprezzabile sul ciclo...

... in merito in particolare all'annunciato taglio Irpef...

Tale simulazione però è fatta “come se” il taglio fosse finanziato in deficit, mentre non è il caso della presente ipotesi. Infatti la copertura viene in parte da un risparmio sulla spesa per interessi (per definizione “improduttiva”), in parte da un possibile utilizzo del margine sul deficit, ma in parte dai tagli di spesa ascrivibili alla cosiddetta “*spending review*”. In teoria, se lo sgravio di imposta fosse finanziato interamente da tagli di spesa, l’effetto di breve termine sul ciclo sarebbe negativo, in quanto il moltiplicatore della spesa pubblica è mediamente maggiore di quello della tassazione. Questo può non essere vero in questo caso per tre motivi: 1) è possibile che ad un livello molto alto di imposizione fiscale una riduzione di imposte finanziata da un taglio di spese abbia un effetto netto positivo; 2) l’effetto di uno sgravio fiscale finanziato da tagli di spesa può essere simile a quello finanziato in deficit se si taglia la spesa “improduttiva”; 3) la ‘spesa’ include anche trasferimenti, assimilabili a imposte negative.

... per valutare il quale tuttavia sarà cruciale la modalità di copertura

Ora, i tagli indicati dal piano del commissario Cottarelli sono eterogenei. Dei 7 miliardi previsti su base annua dal piano, sembrano rientrare nella categoria “risparmi su spese improduttive” o comunque in categorie di spesa pubblica a basso moltiplicatore: sicuramente i 2,2 miliardi di “efficientamento diretto” (0,8 miliardi da iniziative su beni e servizi, 0,2 miliardi da pubblicazione telematica appalti pubblici, 0,1 miliardi da consulenze e auto blu, 0,5 miliardi dagli stipendi dei dirigenti, 0,1 miliardi da corsi di formazione, 0,1 miliardi da inquinamento luminoso, 0,4 miliardi da altre proposte di gruppi ministeriali), gli 0,2 miliardi da “riorganizzazioni” (la metà dalla riforma delle province e altrettanto dalle spese di altri enti pubblici) e i 0,4 miliardi dai risparmi sui costi della politica (la metà da comuni, regioni e finanziamento ai partiti, altrettanto da organi costituzionali e di rilevanza costituzionale). Più dubbia è l’attribuzione a questa categoria della “riduzione trasferimenti inefficienti” (2 miliardi, di cui 1,4 miliardi di trasferimenti alle imprese da Stato e regioni, oltre a microstanziamenti, trasferimenti al trasporto ferroviario e partecipate locali) e delle “spese settoriali” (2,2 miliardi, di cui possono essere considerati certamente a basso moltiplicatore solo i tagli alla difesa – 0,1 miliardi – e forse le misure su patto della salute e costi standard – 0,3 miliardi – mentre potrebbero viceversa avere un impatto sul ciclo le misure sulle pensioni, da cui si attendono ben 1,8 miliardi). In sintesi, l’impatto indicato in tabella è da considerarsi come impatto “massimo”, nel caso in cui fosse finanziato interamente o da utilizzo dei margini sul deficit, o dai minori oneri per interessi, o da veri risparmi sulla spesa “improduttiva”.

Previsioni macro											
	2013	2014	2015	2013			2014			2015	
				2	3	4	1	2	3	4	1
PIL (prezzi 2005, a/a)	-1.8	0.5	1.1	-2.1	-1.9	-0.9	-0.1	0.3	0.7	0.9	1.0
t/t				-0.3	-0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
Consumi delle famiglie	-2.6	0.1	1.0	-0.6	-0.2	-0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.2
Consumi collettivi	-0.8	0.1	0.3	-0.1	-0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
Investimenti fissi	-4.6	1.1	2.2	0.1	-0.6	0.9	0.2	0.3	0.5	0.3	0.5
Importazioni	-2.9	2.2	4.1	-0.2	0.9	0.2	0.7	0.4	0.7	1.0	1.0
Esportazioni	0.0	3.6	4.1	0.6	0.5	1.2	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0
Var. scorte (contrib., %PIL)	-0.1	-0.3	-0.1	-0.2	0.2	-0.4	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	0.8	1.0	0.8								
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	-3.0	-3.0	-2.4								
Debito (% PIL)	132.6	135.1	133.2								
Prezzi al consumo (a/a)	1.2	1.0	1.6	1.2	1.1	0.7	0.5	0.8	1.0	1.8	1.9
Produzione industriale	-2.9	1.5	1.7	-0.3	-0.4	0.9	0.4	0.6	0.5	0.2	0.2
Disoccupazione (%)	12.2	12.8	12.4	12.1	12.3	12.7	12.9	12.9	12.8	12.7	12.6

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

## Spagna: back in business!

La recessione in Spagna è alle spalle. Il PIL è tornato a crescere nei mesi estivi e a fine 2013 ha finanche sorpreso verso l'alto. Dato il quadro in miglioramento rivediamo al rialzo la stima di crescita per la Spagna nel 2014 a +0,8% da un precedente +0,5%; nel 2015 la crescita dovrebbe accelerare all'1,0%. Il giudizio sul Paese è più positivo rispetto a sei mesi fa ed è evidente che le riforme degli anni passati cominciano a dare i frutti. La conclusione ordinata del programma di aiuti ESM per il risanamento al settore finanziario, unitamente al clima di fiducia più disteso, ha contribuito a riportare gli investitori stranieri in Spagna. L'export è cresciuto a passo veloce nella seconda metà del 2013 grazie ai recuperi di competitività di costo messi a segno negli ultimi anni. Il saldo di parte corrente ha chiuso il 2013 con un surplus dell'1,1% del PIL, grazie al miglioramento del saldo merci (al netto dell'energia) e al contributo ampiamente positivo del saldo servizi per il turismo. La correzione del mercato immobiliare sembra inoltre essere a buon punto anche se non escludiamo che gli investimenti continuino a calare nel 2014-15. La Commissione nella *review* dettagliata sulla Spagna di inizio marzo valuta che gli squilibri del Paese non sono più eccessivi. Sull'orizzonte di previsione, la crescita sarà trainata in egual misura dalle esportazioni nette e dalla domanda interna, che prevediamo torni a tassi di crescita positivi. Le condizioni finanziarie dovrebbero divenire progressivamente meno restrittive, la politica fiscale dovrebbe essere meno penalizzante rispetto ai tre anni precedenti lasciando respiro al recupero, per ora molto preliminare, di consumi privati e investimenti aziendali. **I rischi per lo scenario sono ancora verso il basso** e derivano da una dinamica meno sostenuta della domanda globale. Va inoltre considerato che il Paese rimane gravato dal ribilanciamento degli squilibri interni. Il *deleveraging* delle famiglie, imprese e settore pubblico deve proseguire data l'elevata posizione debitoria sull'estero. I recuperi di competitività messi a segno negli ultimi anni vanno consolidati. La Commissione nota che è necessario proseguire con le riforme per rendere più competitivo il mercato dei fattori e che uno dei processi normativi la gestione delle imprese insolventi allevierebbe la riduzione del debito. Inoltre, vanno fatti ulteriori avanzamenti per cercare di accelerare il calo della disoccupazione ancora sui massimi storici. Il consolidamento dei conti pubblici deve proseguire data l'ancora ampia distanza del deficit dall'obiettivo di ritorno al 3%. La proposta di riforma fiscale avanzata a fine febbraio è un passo avanti ma andrà accompagnata da un piano di taglio della spesa più strutturato.

Anna Maria Grimaldi

**Prospettive di breve termine:** a fine 2013 la crescita del PIL spagnolo ha sorpreso verso l'alto, a +0,2% t/t, dopo il +0,1% t/t dei mesi estivi. Su base annua la crescita si è stabilizzata alla fine del 2013 e prevediamo ritorni in territorio marginalmente positivo a inizio 2014 (0,5% a/a). Le indagini congiunturali suggeriscono una tenuta di produzione industriale e PIL sui ritmi di fine 2013. Le esportazioni sono rallentate a fine 2013, anche se su base annua continuavano a crescere più del 2,5%, ma il PMI globale e la componente ordini dall'estero dal PMI manifatturiero suggeriscono una ri-accelerazione da febbraio in avanti. Sull'orizzonte di previsione ci aspettiamo una crescita delle esportazioni di poco inferiore al 5,0%. Dato l'elevato *import content* delle esportazioni spagnole è probabile che le importazioni tornino a crescere a ritmi più sostenuti, circa del 4,0%, ma non tali da compromettere il miglioramento del saldo di parte corrente. Il contributo delle esportazioni nette dovrebbe essere di 0,4%-0,5% sull'orizzonte di previsione.

La crescita sarà trainata in egual misura da export e domanda interna

Il recupero dei consumi delle famiglie visto nella seconda metà del 2013 fa seguito a due anni di cali piuttosto severi, riconducibili alle misure di consolidamento fiscale ad un effetto ricchezza negativo. Nel 2013, la correzione fiscale attiva è stata di 0,8% del PIL, significativamente inferiore ai 2,1% punti del 2012. Il rimbalzo dei consumi è in parte spiegato da un clima di fiducia più disteso, da un effetto ricchezza finanziaria (grazie al recupero dei titoli governativi e dell'azionario), nonché dal calo meno pronunciato del reddito disponibile reale. I fattori che hanno sostenuto i consumi nella seconda metà del 2013 dovrebbero supportare la spesa delle famiglie anche nel biennio in corso. Nel 2014, la politica fiscale dovrebbe pesare per mezzo

punto di PIL e Rajoy ha promesso sgravi fiscali su redditi bassi per fine anno (oltre alla *flat tax* di 100 euro al mese sui contributi previdenziali nei primi due anni di assunzione). Le condizioni finanziarie dovrebbero divenire progressivamente meno restrittive. Tuttavia, difficilmente la crescita dei consumi rimarrà sui ritmi del 2° semestre 2013 (+0,5% t/t), in media ci aspettiamo una crescita trimestrale di 0,4% t/t e su base annua un aumento di 1,1% nel 2014 (in parte perché la crescita acquisita è di 0,7%) e di 0,9% nel 2015. Per quanto concerne gli investimenti aziendali, dopo l'espansione dei mesi centrali del 2013, si è vista una pausa a fine 2013. Per il momento l'aumento di capacità produttiva è ancora contenuto e le condizioni finanziarie ancora troppo penalizzanti perché si veda un ciclo di ampliamento degli impianti. La spesa continuerà ad essere limitata al più ad investimenti di sostituzione, ci aspettiamo, quindi, una crescita degli investimenti aziendali del 4,0% nel 2014 (la crescita acquisita dal 2013 è del 2,5%) e del 3,5% nel 2015. Per quanto riguarda gli **investimenti in costruzioni** il peggio dovrebbe essere ormai alle spalle. La quota di investimenti residenziali in rapporto al PIL è tornata al di sotto della media europea, i prezzi delle case sono calati del 4,5% a/a nel 3° trimestre dello scorso anno e del 28,8% dal picco di inizio 2008 (il che implica un aggiustamento in termini reali di oltre il 35%). Il calo dei permessi nel corso del 2013 su nuovi minimi suggerisce che gli investimenti potrebbero continuare a calare anche nel 2014, per il settimo anno di fila, anche se ad un ritmo (-3,0%) decisamente inferiore rispetto alla media dei cinque anni precedenti (-10,5%), ma meno rispetto ai sei mesi precedenti. Nel 2015, gli investimenti in costruzioni residenziali dovrebbero essere circa stagnanti.

**Mercato del lavoro:** il tasso di disoccupazione è sceso al 25,8% a gennaio di quest'anno dal picco assoluto del 27,1% a inizio 2013. Il numero dei disoccupati tra giugno e dicembre è calato (-306 mila) più della forza lavoro (-347 mila unità) dal momento che la partecipazione al mercato del lavoro rimane sui minimi dagli anni Settanta. Il numero di inattivi è aumentato ancora nella seconda metà del 2013, mentre era rimasto circa stabile nella prima parte dello scorso anno, ciò spiega perché il calo della disoccupazione è stato meno pronunciato nei mesi finali del 2013. Il livello della disoccupazione in Spagna rimane sui massimi dagli anni Settanta e rappresenta una delle principali sfide per i prossimi anni, come nota la Commissione UE nella *review* dettagliata della Spagna. Il calo della disoccupazione sarà molto graduale nel corso del 2014 quando ci aspettiamo che si aggiri in media al 25,4%. Nel 2015, quando la ripresa acquisterà velocità, dovrebbe vedersi una crescita dell'occupazione più sostenuta e quindi un calo più rapido della disoccupazione al 24,7%. Le indagini congiunturali suggeriscono che la dinamica annua dell'occupazione potrebbe essere stagnante nel 2014 o lievemente negativa, ciò è coerente con ancora un lieve calo dell'occupazione nella prima parte dell'anno e quindi una stabilizzazione nel 3° e 4° trimestre. Nel 4° trimestre, l'espulsione di lavoro si è avuta solo nel settore pubblico mentre il settore privato ha aggiunto 24 mila posti di lavoro, grazie ai servizi dove la creazione di lavoro compensa la distruzione nell'industria e costruzioni. Gli indici occupazionali dall'indagine di fiducia economica della Commissione UE suggeriscono che la riduzione dell'occupazione dovrebbe rallentare anche nel settore delle costruzioni nel corso del 2014.

La riforma del mercato del lavoro adottata nel 2012 ha avuto effetti tangibili sulla dinamica dei **salari**. Gli accordi collettivi per il 2013 prevedono aumenti delle retribuzioni di 0,6%, in rallentamento dall'1,7% del 2012: i salari reali rimangono quindi in territorio ampiamente negativo. I primi accordi per il 2014 prevedono un lieve recupero dei salari a 0,9%, in ogni caso ancora significativamente al di sotto della media storica. Il costo del lavoro per effetto della indicizzazione è calato da fine 2012 a settembre 2013 del 4,9% a/a in termini cumulati. A fine 2013 si è avuto un recupero a +3,1% a/a ma dovrebbe trattarsi per lo più di un effetto base in particolare nel settore pubblico, dopo i massicci tagli di fine 2012. Il meccanismo di de-indicizzazione e l'elevato tasso di disoccupazione dovrebbero tenere sotto controllo la dinamica salariale nel prossimo futuro. Ci aspettiamo una crescita del costo del lavoro di 0,5% in media nel 2014-15. La crescita dei salari reali sarà ancora marginalmente negativa nel 2014-15.



L'**inflazione** ha toccato un minimo a ottobre a -0,1% a/a sull'indice nazionale ed è rimasta vicina a zero fino a febbraio (+0,1% a/a). L'inflazione *core* è calata ulteriormente fino a 0,5% a/a a febbraio da 2,3% di un anno prima. Nei prossimi mesi ci aspettiamo che l'inflazione *headline* torni gradualmente a salire in parte per un effetto base dalla componente energia ma in media 2014 si aggirerà comunque a +0,6/+0,7%, dall'1,7% del 2013. L'inflazione *core* rimarrà vicina a zero frenata dall'ampio *slack* nell'economia e dalla moderazione salariale. Anche la Spagna non è immune dal rischio di deflazione, ma tale rischio si dovrebbe ridurre con il recupero della crescita ed in particolare della domanda interna.

**Finanze pubbliche:** il deficit pubblico probabilmente chiuderà il 2013 almeno al 7,2%, oltre mezzo punto al di sopra del target concordato con Bruxelles (6,5%). I dati sul settore statale suggeriscono uno sfioramento di oltre mezzo punto rispetto all'obiettivo (-3,8% del PIL) in parte per effetto di una dinamica dal lato delle entrate deludente ed in minor misura per un calo di spesa inferiore alle attese. Le misure per la ricapitalizzazione delle banche hanno pesato per 3,8 punti di PIL nel 2012 e per 0,3 nel 2013. Il target concordato con Bruxelles lo scorso luglio per il 2014 è di un deficit in calo al 5,8% a fronte di un miglioramento strutturale di 0,8%. La Commissione ritiene che tale obiettivo sia conseguibile grazie all'estensione delle misure sulla tassazione dei redditi delle persone fisiche e delle imprese<sup>8</sup>, nonché del taglio di giorni di ferie aggiuntivi per i dipendenti pubblici. Inoltre, a fine 2013 sono state annunciate misure aggiuntive per circa uno 0,3% del PIL; queste prevedono per l'anno in corso una definizione più ampia di base imponibile per i contributi sociali. Inoltre, sul fronte della spesa sono stati introdotti tagli alle buone uscite. Rimaniamo dell'idea che rimanga un ampio margine di incertezza sulle finanze pubbliche: da una parte, le misure di recupero di base imponibile tramite la lotta all'evasione fiscale potrebbero dare risultati deludenti rispetto allo 0,1% del PIL previsto dal Governo; dall'altra, i tagli di spesa previsti tramite la riforma degli enti locali potrebbero essere ambiziosi (1,1 miliardi nel 2014). La Commissione, nelle stime d'inverno, mostra un deficit strutturale circa invariato nel 2014, il che implicherebbe un miglioramento del saldo strutturale inferiore a quello richiesto dalle raccomandazioni alla Legge di Stabilità, -0,8%. Tuttavia, è evidente che il 2014 sarà fatto passare per buono, onde evitare di stroncare la ripresa sul nascere. Il problema si pone dal 2015. Secondo la Commissione il punto di partenza è di un deficit strutturale nel 2015 di -5,8% del PIL, in lieve peggioramento rispetto al 2014. Dunque la correzione fiscale è ancora da fare e al momento non si intravede come il Paese possa rispettare l'obiettivo di rientro al di sotto della soglia del 3% nel 2016. Al Paese sarà richiesto pertanto uno sforzo fiscale significativo dal 2015 in avanti che potrebbe compromettere il ritorno a tassi di crescita più sostenuti rispetto allo 0,8% stimato per il 2014. Il debito è atteso salire al 104% del PIL nel 2015 e tornare a scendere solo dal 2017.

**La commissione ha dato l'ok sul 2014. La correzione è rimandata al 2015. Il debito continuerà a salire fino al 2017**

---

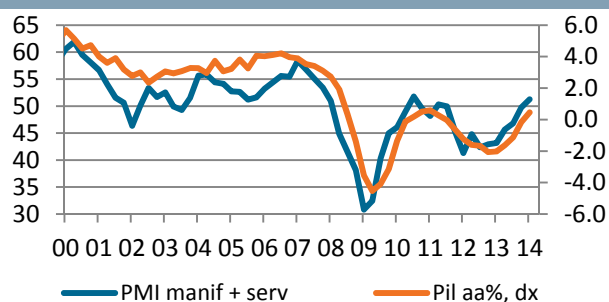
<sup>8</sup> Il limite temporale per la deducibilità degli ammortamenti è stato esteso anche al 2014-15 con un effetto sulle entrate fiscali di 0,2% del PIL. Il Governo, con una disposizione di legge dello scorso 28 giugno, ha escluso dall'imponibile delle imprese le perdite estere. Stimiamo che la misura possa avere un effetto tra 0,1% e 0,2% del PIL.

Tab. 1 - Previsioni di finanza pubblica: la correzione deve ancora venire

	2012	2013	2014	2015
<b>Stime della Commissione inverno 2014 (stime di novembre 2013)</b>				
Target per il saldo Raccom. giu 2013	-10.6	-6.5	-5.8	-4.2
Saldo	-10.6	-7.2	-5.8 (-5.9)	-6,5 (-6.6)
Interessi	3.0	3.5	3.6	3.6
Saldo corretto per il ciclo	-8.2	-4.3	-4.3	-6,3
Saldo primario corretto per il ciclo	-5.2	-1.3	-0.7	-2.6
<b>Saldo strutturale</b>	<b>-5.2</b>	<b>-4,3 (-4.1)</b>	<b>-4.2</b>	<b>-5.8</b>
Saldo strutturale stime di governo		-3.4	-3.3	-2.0
<b>Sforzo strutturale da Raccom. giu 2013</b>		<b>+1.1</b>	<b>+0.8</b>	<b>+0.8</b>
Debito	86.0	94.3	98.9	103.3
<hr/>				
Saldo	-10.6	-7.2	-5.9	-6.2**
Interessi	3	3.4	3.6	3.6
Saldo corretto per il ciclo	-8.4	-4.8	-4.4	-6.0
Saldo primario corretto per il ciclo	-5.4	-1.3	-0.8	-2.4
Saldo strutturale	-5.2	-4.4	-4.3	-5.1
Debito	86.0	94.3	99.1	104

Fonte: stime d'inverno della Commissione e stime Intesa Sanpaolo. \*\*Stime a legislazione vigente partono dalla stima di deficit tendenziale della Commissione UE d'inverno -6,4% e tengono conto dell'impatto di una stima di crescita 2015 di +1,0%, sette decimi al di sotto di quelle della Commissione e che avrebbe un effetto sul tendenziale di -0,3% ma assumiamo che saranno confermate misure per almeno mezzo punto di PIL nel 2015

Fig. 1 - Gli indici PMI confermano che la ripresa è avviata



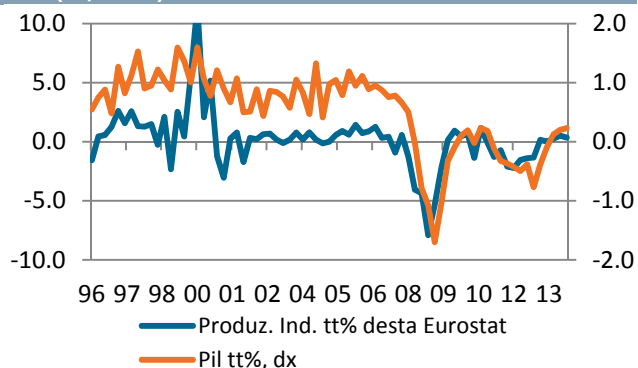
Fonte: INE, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 - L'indice PMI ordini dall'estero suggerisce una tenuta dell'export



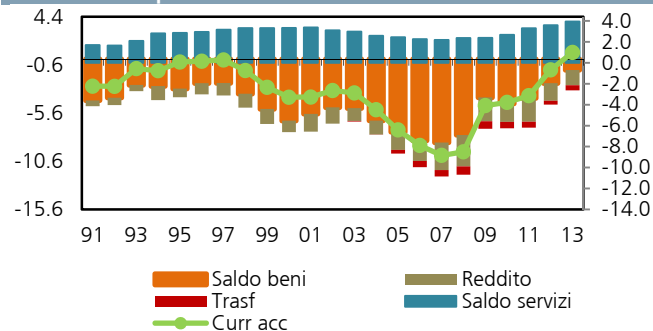
Fonte: INE, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 - La produzione industriale ha stagnato a gennaio ma è coerente con una tenuta della crescita del PIL sui ritmi di fine 2013 (+0,2% t/t)



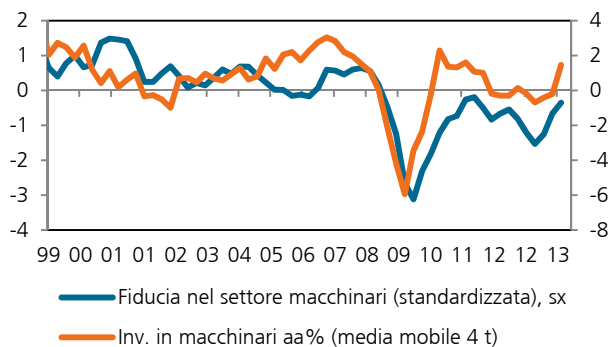
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 - Verso un surplus di parte corrente già a fine 2013, grazie al miglioramento del saldo beni al netto dell'energia e alla forte crescita dell'export servizi



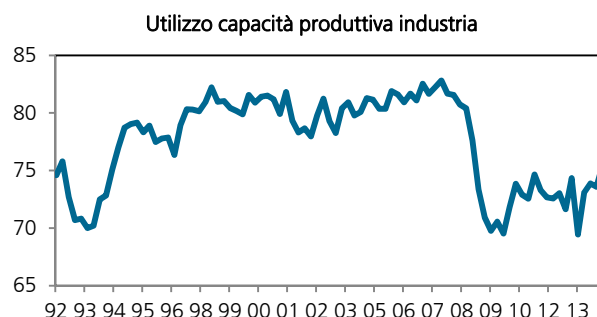
Fonte: INE elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



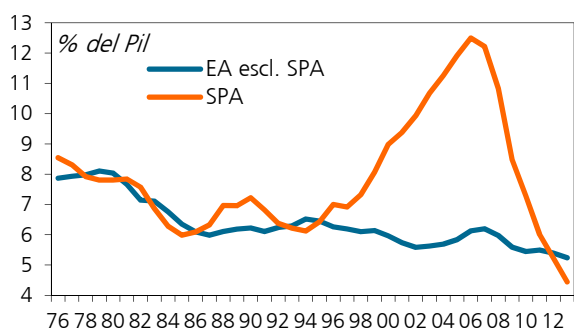
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – ... la capacità inutilizzata nell'industria rimane assai ampia, ma va riducendosi



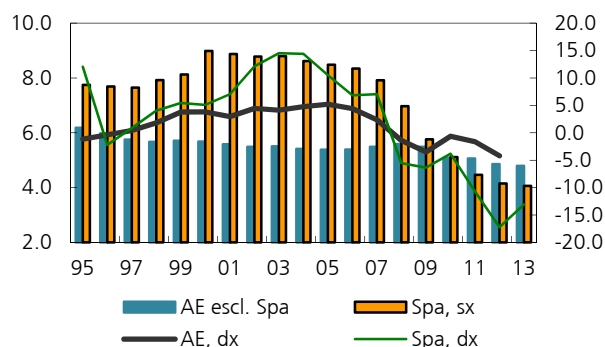
Fonte: INE elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – Gli investimenti residenziali in % del PIL sono sui minimi dal 1976 e ora al di sotto della media AE



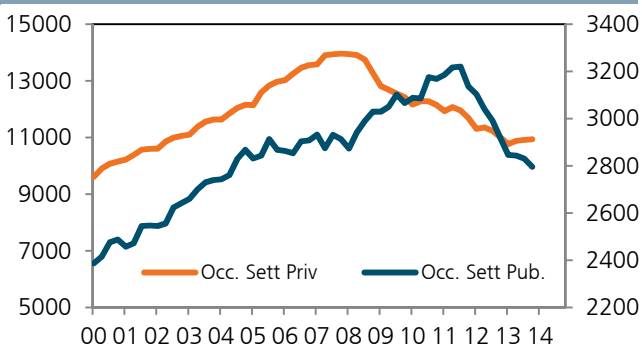
Fonte: AMECO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



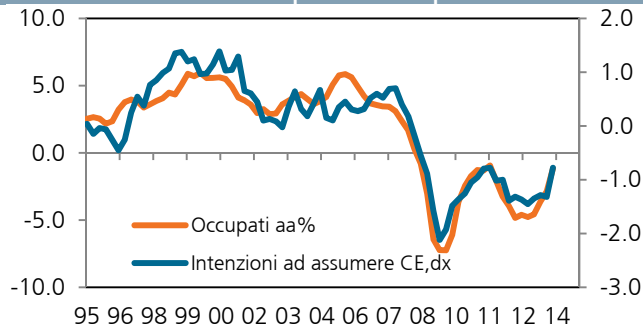
Nota: Barre: Investim. Resid. in % del PIL. Linee: prezzi delle case aa%, dx. Fonte: AMECO, BCE, INE elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



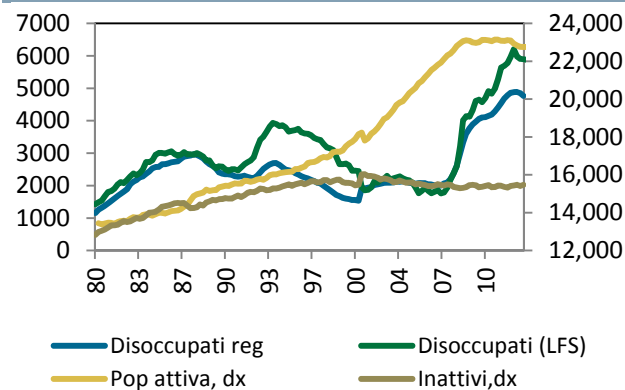
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – Le indagini di fiducia suggeriscono un miglioramento ulteriore della dinamica occupazionale nei prossimi mesi



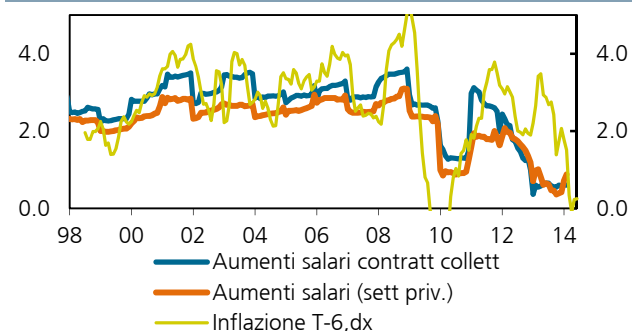
Fonte: Commissione UE, INE elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



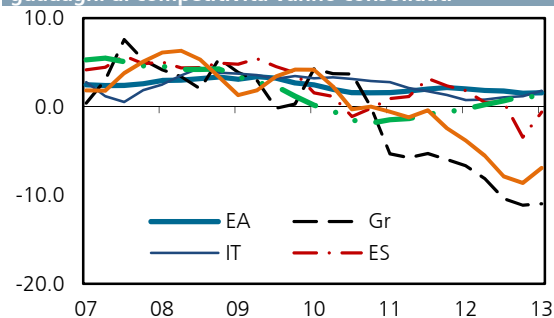
Fonte: INE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – La de-indicizzazione ha funzionato, salari negoziati sui minimi dal 1998



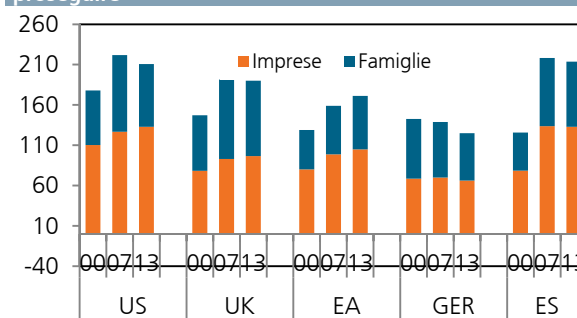
Fonte: INE elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: BCE, Fed, BoE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Previsioni macro	2013			2014			2015				
	1	2	3	1	2	3	1	2	3		
PIL (prezzi costanti, a/a)	-1.2	0.8	1.0	-1.6	-1.1	-0.2	0.5	0.8	1.0	0.9	0.9
t/t	-0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3
Consumi delle famiglie	-2.1	1.1	0.9	0.1	0.5	0.5	0.3	0.0	0.1	0.1	0.4
Investimenti fissi lordi	-5.1	2.0	0.8	-1.9	0.7	0.7	1.7	-0.2	-0.1	0.3	0.1
Deficit (% PIL)	-7.2	-6.0	-6.1								
Debito (% PIL)	94.3	100.0	104.0								
CPI (a/a)	1.4	0.6	0.8	1.7	1.2	0.1	0.1	0.8	0.3	1.1	0.7
Disoccupazione (%)	26.1	25.4	24.7	26.4	26.5	26.1	25.8	25.7	25.6	25.4	25.2
Tasso a 10 anni	4.56	4.00	4.51	4.50	4.53	4.16	3.64	4.01	4.04	4.32	4.31
Cambio effett. (1990=100)	102.4	102.1	101.1	102.2	102.5	102.7	102.7	102.5	101.8	101.4	101.2

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

### Grecia: ritorno alla crescita dal 2015

La contrazione dell'economia in Grecia continua a rallentare e il 2013 si chiude con un 4° trimestre a -6,8% a/a, per una variazione media annua di -3,9% (meglio delle stime autunnali di -4,0%) dal 6,9% del 2012; si tratta del minor calo dal 2008. La situazione sembra migliorare, per quanto molto lentamente. Ci aspettiamo che questo trend prosegua nell'anno in corso: il prodotto interno lordo dovrebbe stabilizzarsi, riducendo ulteriormente la contrazione media annua a -0,4%; nel 2015 la ripresa dovrebbe vedersi anche nella media annua, prevista a +1,3% a/a.

Valerio Ceoloni

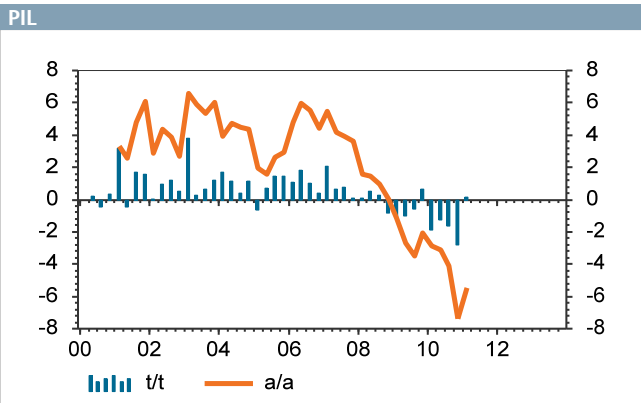
Il driver principale dovrebbero rimanere le esportazioni nette, spinte da considerevoli riduzioni dei costi di produzione, e il settore turistico, che ha ricominciato a contribuire positivamente dall'estate scorsa. I consumi interni, invece, continueranno a risentire della flessione del reddito disponibile. I rischi alla previsione sono per lo più al ribasso, a causa in particolare della persistente fragilità della compagine di governo e della possibile instabilità sociale. Nel complesso comunque va detto che la percezione dei mercati sulla Grecia sta chiaramente migliorando, come testimoniano la discesa del rendimento sul GGB decennale, tornato attorno al 6%, il mercato azionario sui massimi da due anni e l'interesse degli investitori per la prima possibile emissione obbligatoria del Tesoro dall'inizio della crisi.

Il tasso di disoccupazione è salito oltre il 27% nel 2013. La riforma salariale dello scorso anno ha già notevolmente influito sulla compressione dei costi di produzione e sull'aumento della produttività che dovrebbe portare a una ripresa degli investimenti nell'anno e a una ripresa dell'occupazione che potrebbe abbassare il livello della disoccupazione al 26,0% quest'anno e al 25% nel 2015.

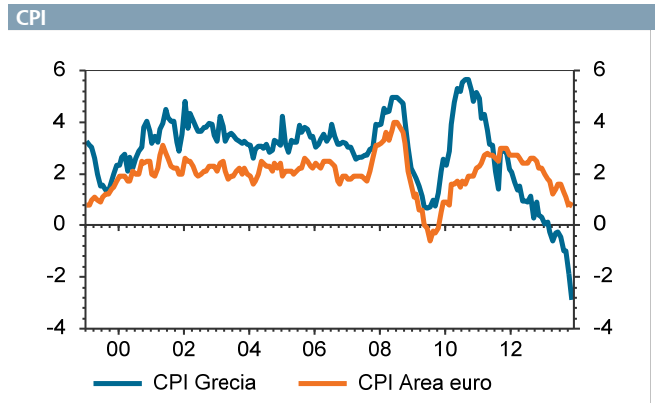
Il processo disinflattivo in atto è atteso invertirsi da quest'anno, quando l'inflazione dovrebbe passare dal -0,9% del 2013 a 0,1% del 2014 per azzerarsi in media nel 2015.

Per quanto riguarda lo stato di avanzamento del programma di salvataggio, atteso concludersi a fine 2014, dallo scorso dicembre i progressi sono stati scarsi in quanto la revisione successiva alla terza di luglio scorso (in cui sono stati erogati 3 miliardi di aiuti) ha subito continui rinvii, a causa del notevole rallentamento del ritmo di implementazione delle riforme condivise con i partner internazionali. A seguito della riunione dell'Eurogruppo di febbraio, la Troika ha fatto sapere che fino ad agosto prossimo non si parlerà di nessun **alleggerimento del debito** per la Grecia e che si procederà "passo a passo" nel prendere in considerazione la questione del debito eccessivo. Per il momento, quindi, il Paese rimane finanziato fino ad agosto. Anche il ministro delle finanze tedesco Schäuble ha dichiarato che "è troppo presto" per discutere di nuovi pacchetti di aiuti alla Grecia. La quarta revisione periodica dello stato di avanzamento del programma di salvataggio si è conclusa soltanto negli scorsi giorni, ma in tempo per onorare il rimborso dei titoli in scadenza a maggio.

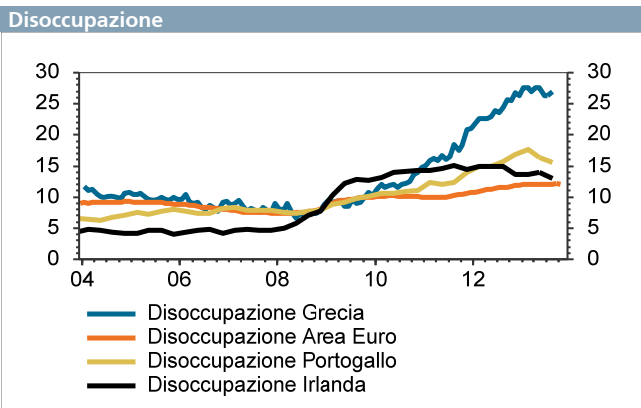
Il debito pubblico dovrebbe aver toccato il picco l'anno scorso a 177,3% del PIL dal 157% del 2012, per stabilizzarsi da quest'anno (177,0%) e iniziare a calare dal 2015 (171,9%). L'obiettivo rimane portare il debito sotto il 125% entro il 2020. Il rapporto deficit/PIL invece dovrebbe nettamente risalire quest'anno al -2,2% del PIL dal -13,1% dell'anno scorso, esercizio sul quale si sono scaricati i costi della ricapitalizzazione del sistema bancario. Il deficit strutturale dovrebbe mantenersi in surplus allo 0,7% quest'anno dall'1,7% del 2013.



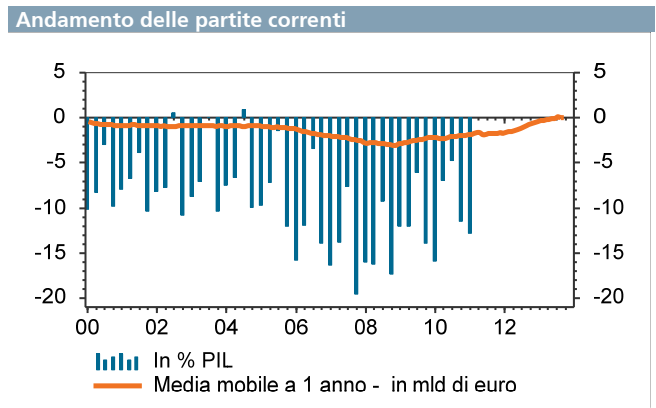
Fonte: elaborazione Servizio Studi Intesa su dati Thomson Reuters-Datastream



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



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



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

## **Irlanda: ultimo trimestre 2013 negativo, ma ripresa nel 2014**

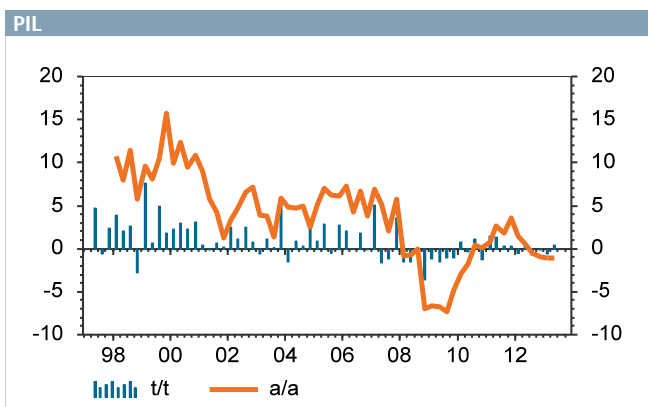
L'ultimo trimestre del 2013 ha riservato una sorpresa negativa, con il PIL che si è contratto inaspettatamente del 2,3% t/t dopo il 2,1% t/t del 3° trimestre. La caduta è spiegata dal cosiddetto "*patent cliff*" per la scadenza dell'uso dei brevetti industriali in particolare nel settore farmaceutico. In media annua questo ha peggiorato la stima che vedeva un'espansione dell'output di 0,3% sull'anno, producendo invece una contrazione di -0,3% dopo lo 0,2% del 2012. Tuttavia l'uscita dal programma di salvataggio a dicembre scorso è chiaramente percepita come un successo tra i paesi dell'Eurozona sottoposti a piani di aiuto. L'Irlanda ha raggiunto tutti gli obiettivi fissati dalla Troika in termini fiscali, di deficit e di piani di riforma. Il rendimento del decennale si è ridotto significativamente (ora naviga attorno al 2,9%), il budget 2014 è già completamente finanziato e le prospettive di crescita per l'anno in corso sono buone grazie in particolare al contributo dei servizi e a una stabilizzazione della domanda interna (1,4% in media annua per il 2014, 2,6% per il 2015). La crescita dovrebbe essere sostenuta dal commercio con il Regno Unito, che dovrebbe sperimentare un'accelerazione dell'output tra il 2013 e il 2014. I rischi alle previsioni di crescita sono complessivamente bilanciati.

**Valerio Ceoloni**

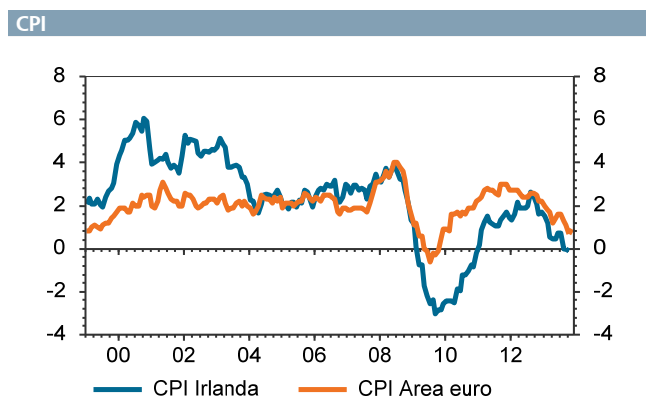
L'aggiustamento del deficit strutturale (esclusi i costi di ricapitalizzazione del settore bancario) è stato pari al 6,5% del PIL l'anno scorso, secondo solo a quello realizzato dalla Grecia. Ciononostante, il debito pubblico irlandese è atteso salire al 122,3% nel 2013 dal 117,4% del 2012 e dal 91% del 2010, quando iniziò il programma di salvataggio. L'aumento di oltre 30 punti del livello del debito sul PIL era però previsto dal programma di salvataggio originario, che stimava un livello al 124,5% a fine 2013. Nell'anno in corso invece si dovrebbe registrare il primo calo al 120,3% per scendere ulteriormente al 119,7% nel 2015.

In ogni caso l'obiettivo della sostenibilità fiscale non è ancora dato per raggiunto, visto l'alto livello del rapporto debito/PIL con cui il Paese è uscito dal piano di salvataggio, di cui solo una parte pronta alla ristrutturazione. Essenziale in questo senso sarà mantenere basso il costo dell'indebitamento e ottenere buoni livelli di crescita del PIL. La disoccupazione è scesa al 12,4% a dicembre, il livello più basso da giugno 2009: riteniamo che l'aumento del lavoro part-time visto nella prima parte del 2013 si sia convertito in occupazione effettiva, senza tuttavia esercitare pressione sul livello dei salari. L'inflazione rimane sotto il livello medio dell'Eurozona allo 0,5% nel 2013 e allo 0,4% in media per il 2014, mentre ci aspettiamo un'accelerazione a 0,7% nel 2015.

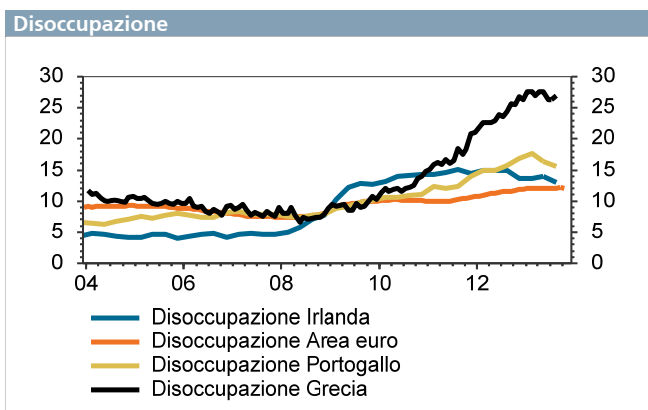
Per il 2014 il deficit è atteso al 4,8% del PIL, in chiaro miglioramento dal 7,2% del 2013. Nella previsione sono incluse anche le misure discrezionali presentate nel budget 2014 pari a 1,5% del PIL e ad altre misure discrezionali una tantum come l'aumento dell'accisa su tabacchi e alcolici, sui depositi bancari e sui fondi pensione. Nel 2015 il deficit dovrebbe ulteriormente migliorare al 4,3%. Il deficit strutturale è atteso calare dal 6,5% del 2013 al 4,9% nel 2014 e al 4,6% nel 2015.



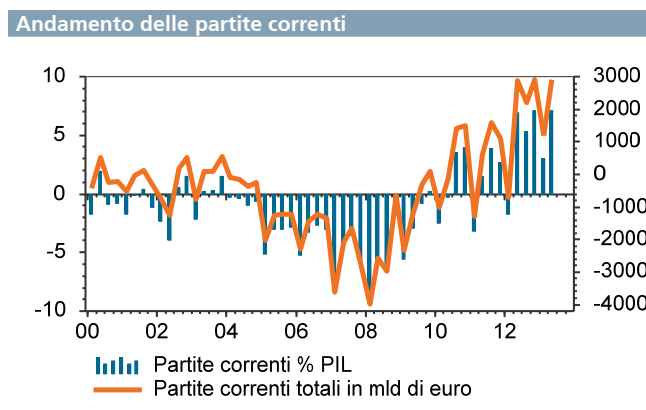
Fonte: elaborazione Servizio Studi Intesa su dati Thomson Reuters-Datastream



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



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



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



## Portogallo: 2014 ritorno alla crescita

Il 2013 si è chiuso con un'accelerazione della crescita nell'ultimo trimestre, che ha visto il PIL espandersi dello 0,6% t/t, ben oltre le stime di consenso di 0,2% t/t e portando così la variazione annua a -1,3% nel 2013 da -3,2% del 2012. L'accelerazione in chiusura d'anno è dovuta a un aumento della domanda interna, delle esportazioni nette (in particolare verso l'Eurozona, mentre sono rimaste stabili nei confronti degli altri partner esteri a causa della forza dell'euro) e degli investimenti (+3,4% t/t), tutti elementi incoraggianti che, sulla base anche degli indicatori di fiducia a cavallo d'anno, fanno ritenere che il 1° trimestre 2014 possa essere ancora un trimestre positivo per la crescita (+0,1% t/t). Del resto l'aumento di ordini, in particolare quelli destinati all'estero, visto a chiusura d'anno lascia pensare che l'inizio del 2014 possa essere ancora un trimestre positivo per l'economia portoghese. Per il 2014 riteniamo che il Paese possa ritornare alla crescita (+0,9% in media annua nel 2014, +1,1% nel 2015) dopo tre anni di contrazione ininterrotta.

Valerio Ceoloni

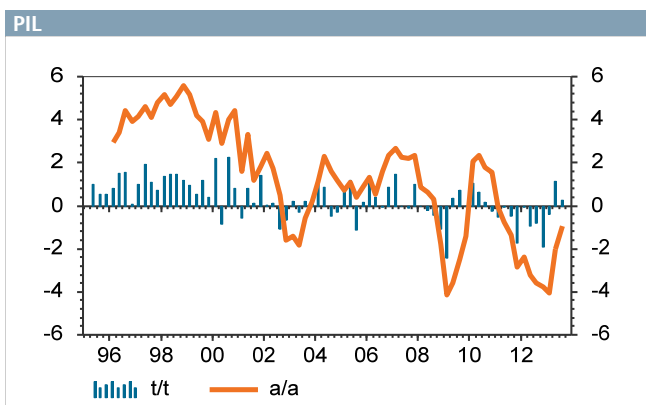
I rischi alla previsione sono bilanciati. Da un lato potrebbe migliorare la previsione di un ciclo mondiale in accelerazione e una ripresa dell'Eurozona migliore delle attese. Dall'altro, la previsione potrebbe essere rivista al ribasso a causa di nuovi problemi riguardanti la conclusione del piano di salvataggio, non ancora del tutto da escludersi e che avrebbero un'influenza negativa sui mercati e sulla sostenibilità del debito portoghese, o di un significativo rafforzamento del cambio.

Anche la fiducia dei consumatori portoghesi è tornata sui massimi dal 2010, con le vendite al dettaglio in netto miglioramento e il livello della disoccupazione in costante calo da marzo 2013 e che a dicembre era al 15,3%, tre decimi in meno rispetto al 15,6% rilevato nel 3° trimestre: l'aumento dell'occupazione visto nel corso del 2013 non dovrebbe essere dovuto a effetti stagionali, ma all'aumento effettivo del numero di contratti di lavoro permanente. La disoccupazione è attesa continuare a calare anche quest'anno e ci aspettiamo che in media annua possa attestarsi al 16,6% nel 2014 e al 16,4% nel 2015, ancora al di sopra comunque della media dell'Eurozona.

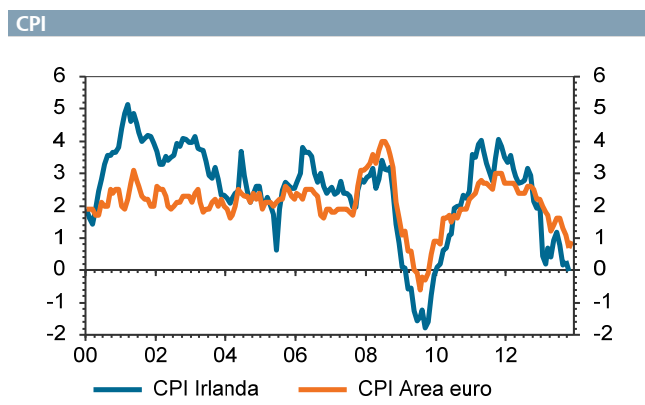
Riteniamo che le chance del Portogallo di seguire l'esempio dell'Irlanda siano aumentate anche alla luce degli incoraggianti segnali di ripresa della crescita visti in chiusura d'anno. Tuttavia, qualche forma di ritorno controllato sul mercato attraverso ristrutturazione del debito o sotto forma di una linea di credito precauzionale da parte dell'ESM pensiamo rimanga comunque probabile visto che il tasso sul decennale portoghese, che ora si aggira attorno al 4,35%, rimane più alto del corrispondente tasso sul decennale irlandese all'anno scorso e considerato anche che mentre l'Irlanda è già completamente finanziata per tutto il 2014, il Portogallo no. Un altro elemento da tenere sotto controllo è il rischio deflazione, che potrebbe creare problemi al contenimento del debito pubblico anche se al momento secondo le stime della Commissione Europea l'inflazione dovrebbe tornare a crescere quest'anno allo 0,8% dallo 0,4% del 2013 per passare all'1,2% nel 2015. A nostro avviso le stime della Commissione sono ottimistiche in particolare per il 2014: riteniamo che la domanda interna ancora debole nonostante il miglioramento in corso, il reddito disponibile ancora compresso dalle politiche di austerità e un sottoutilizzo della capacità produttiva non eserciteranno pressioni sui prezzi al consumo, e pertanto prevediamo che l'inflazione decelererà a -0,2% quest'anno per accelerare nuovamente solo dal 2015 all'1,1%.

Per quanto riguarda lo stato di avanzamento del programma di salvataggio, rispetto a dicembre si sono avute poche novità. Si è conclusa a febbraio l'undicesima revisione del programma che ha riscontrato i positivi segni di recupero nell'economia e il saldo delle partite correnti, in surplus di 0,4% a fine 2013, dovrebbe ulteriormente migliorare a 0,8% nel corso dell'anno secondo le stime della Commissione Europea. Gli obiettivi fiscali per il 2013 dovrebbero essere stati

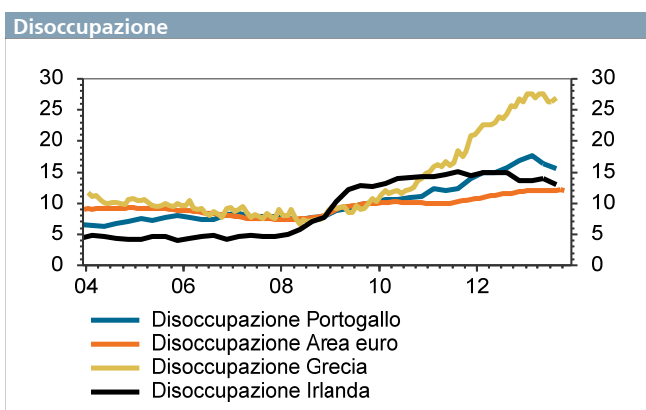
raggiunti e superati, dato che il deficit è atteso al 4,5% del PIL (al netto della ricapitalizzazione di Banif) rispetto alla stima precedente che lo dava al 5,9%. Il risultato migliore delle attese deve attribuirsi alle entrate fiscali superiori alle attese grazie a misure una tantum e, dal lato delle uscite, grazie alla razionalizzazione e al contenimento della spesa sociale. L'obiettivo di deficit per il 2014 viene pertanto fissato al 4,0% con misure discrezionali pari al 2,3% del PIL e per il 2015 l'obiettivo è fissato al 2,5% con misure discrezionali pari all'1,2% del PIL. Il debito pubblico è atteso evolvere dal 129,4% del 2013 al 126,6% del 2014 per scendere al 125,8% nel 2015 secondo le stime della Commissione Europea. La stabilizzazione del settore finanziario prosegue, ma rimangono ancora una bassa redditività e alti livelli di esposizione verso il settore privato non finanziario anche se i livelli di liquidità di cui dispone il settore finanziario sono accettabili e il processo di ricapitalizzazione procede secondo i ritmi stabiliti dagli accordi con la Troika. La conclusione dell'undicesima revisione a metà aprile permetterà l'erogazione di complessivi 2,5 miliardi di euro (1,6 dalla Commissione Europea e 0,9 da FMI).



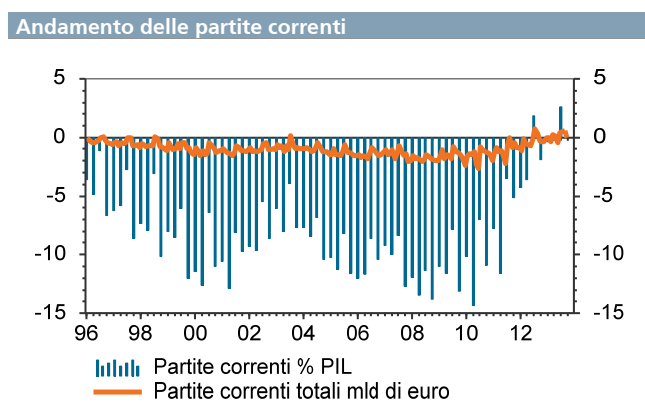
Fonte: elaborazione Servizio Studi Intesa su dati Thomson Reuters-Datastream



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



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



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

## Asia

### Giappone – Allacciate le cinture, turbolenza in arrivo!

- Lo scenario dell'economia giapponese nel 2014-15, come atteso, sarà scandito dalla politica fiscale. Il rialzo dell'imposta sui consumi da 5 a 8% ad aprile è il fulcro intorno a cui ruoterà l'economia nel 2014. La volatilità della crescita renderà difficile valutare i trend sottostanti, anche se per ora il quadro rimane positivo e il proseguimento della ripresa, se pure a ritmi più lenti, non sembra a rischio.
- Gli elementi cruciali nei prossimi trimestri sono: 1) la risposta dei **consumi** all'aumento dell'imposta; 2) l'andamento del reddito da lavoro e le prospettive dei **salari** nella fase della contrattazione di primavera; 3) l'attuazione di **aumenti di spesa pubblica** mirati a contenere l'effetto della restrizione dal lato delle imposte; 4) la **reattività della BoJ** di fronte agli sviluppi dal lato della domanda aggregata.
- L'inflazione si è stabilizzata, poco sopra l'1% a/a, e al netto del rialzo dell'imposta dovrebbe essere poco variata.
- La BoJ è pronta a intervenire per sostenere la ripresa in caso di una risposta eccessivamente negativa della domanda al rialzo dell'imposta sui consumi. Il primo appuntamento importante è la pubblicazione delle proiezioni macroeconomiche semestrali a fine aprile, con cui la BoJ darà indicazioni su crescita e inflazione. Successivamente la banca centrale valuterà le informazioni post-rialzo dell'imposta: in caso di deviazioni rispetto alle proiezioni, la BoJ si è impegnata ad aumentare lo stimolo. Questo implicherebbe un aumento degli acquisti di JGB rispetto all'attuale ammontare di 50 tln di yen annui. Il nostro scenario centrale include un intervento in questa direzione fra la fine del 2° trimestre e l'inizio del 3°.

Giovanna Mossetti

Previsioni macro	2013			2014				2015			
	1	2	3	1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.5	1.3	1.1	1.3	2.4	2.6	2.6	0.6	0.9	1.2	0.6
- trim/trim annualizzato				3.6	1.1	1.3	4.3	-4.0	2.0	2.6	1.9
Consumi privati	2.0	0.5	0.3	2.7	0.8	1.6	5.3	-7.5	-0.1	0.9	1.3
IFL - priv. non residenziali	-1.5	3.1	2.8	3.8	0.0	3.0	6.9	-0.3	3.1	3.9	3.2
IFL - priv. residenziali	8.6	2.8	-2.0	1.3	11.0	17.6	3.4	-6.8	-9.8	2.9	-0.4
Investim. pubblici	10.6	5.3	-6.2	27.9	28.9	8.7	4.7	-4.3	-7.0	-5.9	-6.4
Consumi pubblici	2.0	1.7	1.1	2.5	1.0	1.9	1.0	2.0	2.8	2.0	1.2
Esportazioni	1.4	6.6	8.3	12.2	-2.4	1.7	8.6	9.3	10.6	10.5	7.5
Importazioni	3.2	5.4	5.6	7.1	9.2	14.7	1.6	0.2	4.1	3.9	6.3
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.3	-0.2	0.1	-0.3	0.2	0.1	-0.3	-0.2	0.2	0.0	0.1
Partite correnti (%PIL)	0.7	0.1	0.7	1.6	0.5	0.0	-0.5	0.1	0.3	0.5	0.6
Deficit (%PIL)	-9.0	-7.0	-5.4								
Debito/PIL (%PIL)	212.8	213.6	212.5								
CPI (a/a)	0.4	2.9	1.9	-0.3	0.9	1.4	1.4	3.8	3.3	3.2	3.1
Produzione Industriale	-0.6	6.3	4.7	6.2	7.0	7.6	14.9	-5.0	5.4	6.5	5.9
Disoccupazione (%)	4.0	3.7	3.8	4.0	4.0	3.9	3.8	3.7	3.7	3.6	3.6
Tasso a 3 mesi - CD (%)	0.15	0.00	0.07	0.16	0.15	0.14	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Dollaro/Yen (Yen)	98.3	105.1	109.2	98.7	98.9	100.4	102.8	103.8	106.1	107.6	108.6
Cambio effettivo (1990=100)	145.2	134.4	131.0	144.2	143.5	139.7	136.1	135.5	133.6	132.5	131.5

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

### 2014: un anno sull'ottovolante

Lo scenario dell'economia giapponese nel 2014-15, come atteso, sarà scandito dalla politica fiscale. La volatilità della crescita renderà difficile valutare i trend sottostanti, anche se per ora il quadro rimane positivo e il proseguimento della ripresa, se pure a ritmi più lenti, non sembra a rischio. Le previsioni incorporano un'accelerazione della crescita nel 1° trimestre e una successiva contrazione del PIL nel 2° trimestre. La dimensione delle variazioni sarà importante per mantenere uno scenario complessivamente positivo per la crescita annua. La variazione più debole delle attese del PIL a fine 2013 porta a rivedere verso il basso la crescita sia per il 2013 (a 1,5, da 1,7%) sia per il 2014 (a 1,3%).

Gli elementi cruciali nei prossimi trimestri sono: 1) la risposta dei **consumi** all'aumento dell'imposta; 2) l'andamento del reddito da lavoro e le prospettive dei **salari** nella fase della contrattazione di primavera; 3) l'attuazione di **aumenti di spesa pubblica** mirati a contenere l'effetto della restrizione dal lato delle imposte; 4) la **reattività della BoJ** di fronte agli sviluppi dal lato della domanda aggregata.

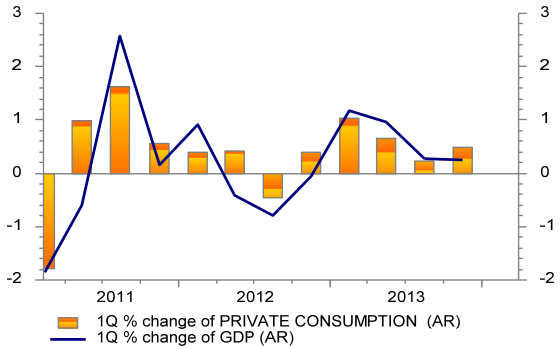
### Consumi e investimenti: shock negativo ad aprile, possibile supporto da salari e riforme

Il fulcro del 2014 sono i **consumi**. Dopo un 4° trimestre 2013 in aumento di +0,5% t/t, i primi dati del 2014 mostrano accelerazione, con vendite al dettaglio e consumi in aumento di 1,1% a/a e 1,4% a/a, rispettivamente: il trend proseguirà ancora per due mesi prima di diventare negativo. La previsione per l'anno è una crescita di 0,4% dopo +2% nel 2013. Il punto cruciale per l'andamento dei trimestri successivi è la tenuta dei salari reali. L'effetto del rialzo dell'imposta sui consumi sarà pari a circa 2pp sul CPI, determinando un'ampia contrazione del potere d'acquisto delle famiglie. Il monte salari è già in calo in termini reali da qualche mese (v. fig. 3), in parte anche per via della percentuale ancora elevata di dipendenti *part-time* (vicina al 30% del totale). La contrattazione annuale per la determinazione dei salari delle grandi imprese ("shunto") è in corso, con indicazioni di possibili rialzi moderatamente superiori a quanto visto nel passato (v. fig. 4). Il **mercato del lavoro** continua a migliorare e le imprese segnalano ormai da mesi eccesso di domanda, tipicamente associato con accelerazione dei salari contrattuali (figure 4 e 5). Inoltre, gli utili delle imprese sono in forte crescita (+26,6% a/a a fine 2013). L'effetto complessivo di un rialzo dei salari negoziati sarà comunque contenuto, poiché interessa direttamente solo circa il 20% degli occupati: anche un aumento del 2-2,5% si trasformerebbe in un'accelerazione del reddito complessivo di 0,4pp, a cui si potrebbe aggiungere un contributo positivo di un probabile aumento degli occupati a tempo pieno. In conclusione, i salari reali saranno probabilmente negativi per tutto il 2014, anche se meno di quanto visto nel 2013.

Dal lato delle imprese, tutti gli indicatori congiunturali riflettono la fluttuazione dell'attività legata al rialzo dell'imposta di aprile, con accelerazione della crescita di **produzione industriale** (+4% m/m a gennaio) e **investimenti** fra fine 2013 e inizio 2014 (consegne beni capitali a gennaio, +8,3% m/m). Le proiezioni per la produzione da marzo sono in declino (proiezioni METI -3,2% m/m a marzo), in linea con i segnali delle aspettative del Tankan (a 14 per marzo, contro l'indice coincidente a 16 a dicembre). Il sostegno della politica fiscale sulla spesa in conto capitale e la possibile introduzione a giugno di una riforma strutturale delle imposte sulle imprese, insieme al sostegno delle condizioni monetarie espansive, dovrebbero contenere il rallentamento degli investimenti non residenziali nella parte centrale dell'anno.

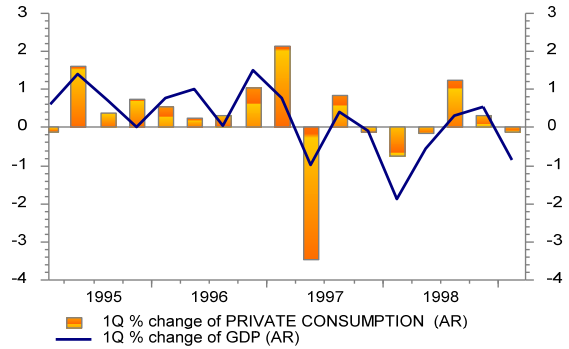
Il **canale estero** rimane il tallone d'Achille dell'economia giapponese. Il peggioramento della bilancia commerciale ha determinato una riduzione dell'avanzo di partite correnti a 3,3 tln di yen (da 17,9 tln nel 2010, 9,6 nel 2011 e 4,8 nel 2012). Il deficit commerciale si è allargato di 5 tln a 10,6 tln nel 2013; tuttavia, il forte deprezzamento del cambio ha contribuito a sostenere dividendi e interessi nel saldo del reddito (in aumento a 16,5 tln nel 2013 da 14,3 del 2012) e a ridurre il deficit dei servizi (a -1,6 tln nel 2013 da -2,5 nel 2012). Il saldo commerciale resterà negativo per il futuro, per via delle importazioni di prodotti energetici in aumento dopo il 2011, insieme al deprezzamento dello yen, ma le partite correnti dovrebbero mantenere un avanzo.

Fig. 1 – PIL e consumi in attesa dello shock all'imposta sui consumi



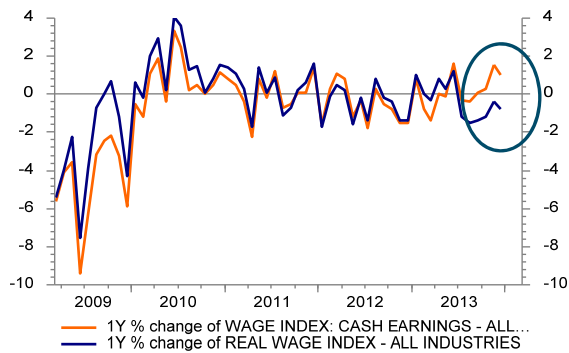
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 - L'esperienza degli anni Novanta: enorme volatilità



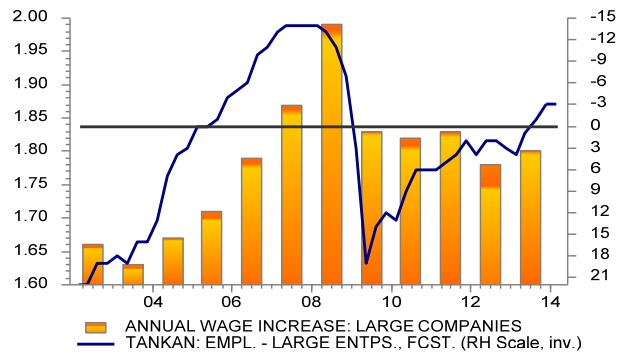
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 – Salari nominali e reali in calo



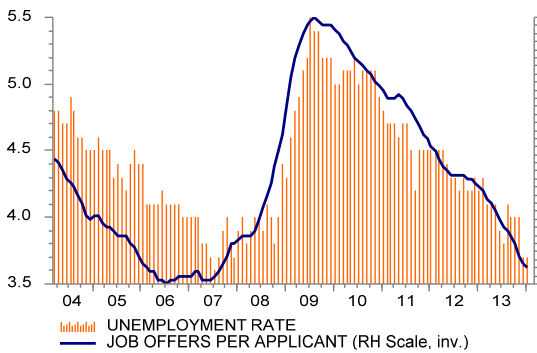
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 4 – Aumenti salariali negoziati nell'“offensiva salariale di primavera” (shunto) ed eccesso di domanda di lavoro



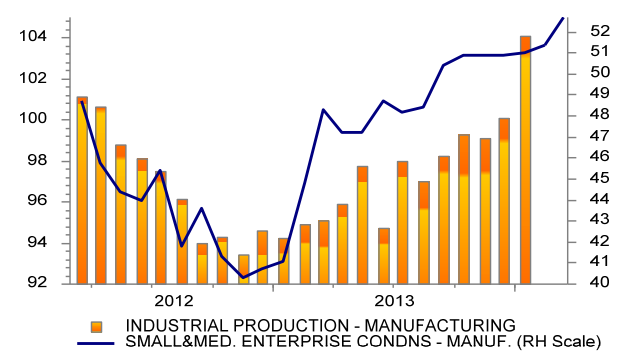
Fonte: Thomson Reuters-Datastream. Le condizioni della domanda di lavoro rilevate con il Tankan quando >0 segnalano eccesso di domanda

Fig. 5 – Tasso di disoccupazione e “job/offers ratio”



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – Produzione industriale e indagine Shoko Chukin



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

### Politica fiscale alla ribalta: svolta sulle imposte

Il **rialzo dell'imposta sui consumi** (*Consumption tax*, CT) dovrebbe essere attuato in due fasi: aumento dell'aliquota dal 5 all'8% ad aprile 2014 e dall'8 al 10% a ottobre 2015. La manovra sulla CT è una svolta epocale per le finanze pubbliche giapponesi, indispensabile per iniziare il consolidamento dei conti pubblici. Nel 1997 la CT fu aumentata dal 3 al 5%: il rialzo fu seguito da una ricaduta recessiva (v. fig. 2), con ulteriore peggioramento della deflazione. Il gettito della CT nel 2013 è stato pari al 2,1% del PIL e all'11% delle entrate tributarie totali. Una parte della CT è versata al Governo centrale (80%) e una parte ai Governi locali; il Governo centrale usa il gettito per finanziare previdenza e sanità. Il rialzo dell'aliquota, programmato per aprile, aumenterà il gettito di circa 5 tln di yen (1,04% del PIL) e verrà interamente versato al Governo centrale per i programmi previdenziali e sanitari.

Il budget 2014 e la manovra aggiuntiva per il 2013 includono misure dal lato della spesa per contenere in parte gli effetti restrittivi del rialzo dell'imposta sui consumi annunciato per aprile 2014 (v. fig. 8). L'obiettivo di medio termine del Governo è ridurre il deficit primario attraverso un controllo della crescita della spesa e un ampio aumento delle entrate tributarie. Le proiezioni di fine 2013 mostrano un saldo primario in calo del 39% fra il 2014 e il 2020. Secondo le proiezioni di lungo termine del *Cabinet Office*, con il programma di "rivitalizzazione" del Governo (fine della deflazione e consolidamento dei conti pubblici) la crescita media fra il 2014 e il 2020 sarebbe pari a 2,1% (contro 1,3% a politiche invariate) e il saldo primario migliorerebbe a -2% del PIL nel **2020 (contro -3,2% a politiche invariate)** (v. fig. 9). A giugno 2014 dovrebbe essere presentata una riforma della tassazione delle imprese, con una riduzione dell'aliquota effettiva dall'attuale 39 al 25% (media OCSE) insieme ad altre misure favorevoli agli investimenti. Il Governo si riserva di confermare il rialzo dell'aliquota della CT previsto per ottobre 2015 sulla base dell'evoluzione della ripresa nella seconda metà del 2014. Complessivamente, la strategia di politica fiscale del Governo Abe rappresenta una svolta importante, anche se non ancora sufficiente a prevedere una significativa riduzione del debito/PIL nel prossimo decennio.

### Politica monetaria – BoJ pronta ad aumentare lo stimolo in caso di rallentamento eccessivo

La **BoJ è pronta a intervenire per sostenere la ripresa** in caso di deviazione dalle proiezioni di crescita e inflazione del prossimo biennio. Alla riunione di febbraio, è stato dato un segnale espansivo. L'obiettivo per la base monetaria e i programmi di acquisto titoli sono rimasti invariati, ma la Banca centrale ha raddoppiato la dimensione dei programmi di fondi per stimolare i prestiti delle banche e per sostenere la crescita (v. Focus). Inoltre, la durata dei due programmi è stata estesa di un anno: i programmi sarebbero scaduti a marzo 2014. Anche il programma per il finanziamento della ricostruzione delle aree colpite dal terremoto del 2011 viene esteso di un anno. L'ampliamento dei programmi per il supporto al credito, secondo la BoJ, dovrebbe contribuire a far aumentare domanda e offerta di prestiti e sostenere la crescita. Nella valutazione sulle condizioni congiunturali, la Banca centrale mantiene una valutazione ancora positiva, ma la decisione di ampliare lo stimolo, se pure di programmi meno centrali rispetto a quelli di acquisto titoli, può essere una risposta alla delusione di fronte ai dati di PIL del 4° trimestre, meno solidi di quanto atteso.

L'**inflazione** si è stabilizzata negli ultimi mesi. Il CPI al netto degli alimentari freschi (obiettivo BoJ) a gennaio era stabile a 1,3% a/a. Nell'ultimo comunicato, la Banca centrale prevede "l'inflazione al netto degli alimentari freschi intorno a 1,25% per un certo tempo": in precedenza la BoJ prevedeva l'inflazione in graduale aumento. Pertanto per ora anche sul fronte dell'inflazione non ci sono segnali che spingano la Banca centrale a intervenire in tempi rapidi con nuovo stimolo.

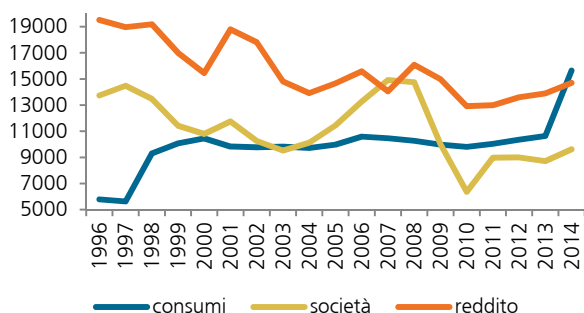
Per un eventuale intervento sulla dimensione degli acquisti e sull'obiettivo della base monetaria si dovranno vedere l'evoluzione congiunturale tra aprile e giugno e le nuove previsioni di crescita

## Scenario Macroeconomico

Marzo 2014

e inflazione della BoJ, che verranno pubblicate a fine aprile. La probabilità di un aumento degli acquisti è, a nostro avviso, lo scenario centrale, anche se con probabilità poco sopra il 50% e dipenderà dal sentiero di consumi e inflazione nel 2° semestre 2014, dopo il rialzo della CT.

Fig. 7 - Entrate tributarie per tipologia di imposta: svolta nel 2014



Nota: dati in miliardi di yen, entrate per tipologia di imposta; per il 2013 e 2014: previsioni da budget.  
Fonte: Ministero delle Finanze

Fig. 8 – Budget 2014: aumento delle entrate compensato solo in parte da maggiori spese

	2012	2013*	2014P
<b>Uscite totali</b>	<b>97.1</b>	<b>98.1</b>	<b>95.9</b>
Spesa primaria	59.2	54.0	56.5
Trasferimenti enti locali	16.8	16.4	16.1
Interessi	21.0	22.2	23.3
<b>Entrate totali</b>	<b>97.0</b>	<b>98.1</b>	<b>95.9</b>
<b>Entrate tributarie</b>	<b>43.0</b>	<b>45.4</b>	<b>50.0</b>
Famiglie	14.0	14.0	14.0
Imprese	9.0	10.0	10.0
Consumi	10.0	10.0	15.0
Altro	9.0	9.0	9.0
<b>Entrate non tributarie</b>	<b>13.0</b>	<b>9.0</b>	<b>4.0</b>
<b>Emissioni nette</b>	<b>50.0</b>	<b>42.0</b>	<b>41.0</b>

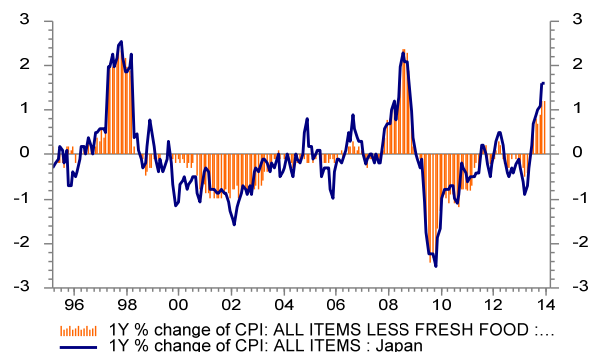
Nota: dati in trilioni di yen per anni fiscali. Memo: PIL 481 trilioni di yen. \* I dati del 2013 includono la manovra aggiuntiva approvata a dicembre 2013.  
Fonte: Ministero delle Finanze

Fig. 9 – Budget 2014

	Budget 2014	Proiezione		
	preliminare	2014	2015	2020
Spesa primaria	72.6	72.0	73.9	83.1
Entrate tributarie	50.0	49.4	55.0	67.9
Altre entrate	4.6	3.7	3.7	4.2
Saldo primario	-18	-18.9	-15.2	-11.0
<b>Saldo primario/ PIL (%)</b>		<b>-4.3</b>	<b>-3.3</b>	<b>-2.0</b>
<b>Debito/PIL* (%)</b>		<b>191.4</b>	<b>190.4</b>	<b>187.9</b>

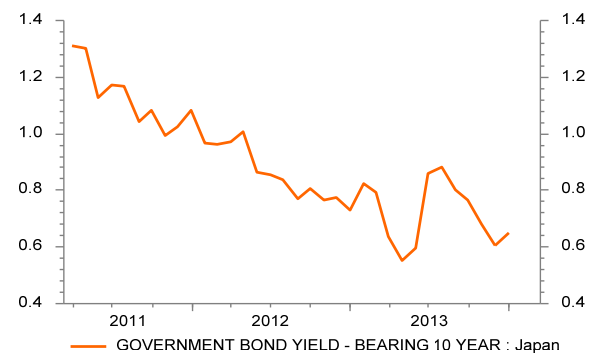
Nota: dati in trilioni di yen, salvo dove indicato. \* Debito calcolato escludendo le misure per la ripresa e la ricostruzione. Il debito totale nel 2014 è previsto a 202% del PIL  
Fonte: Economic and Fiscal Projections for Medium to Long Term Analysis, Cabinet Office

Fig. 10 – L'inflazione si stabilizza poco sopra l'1%



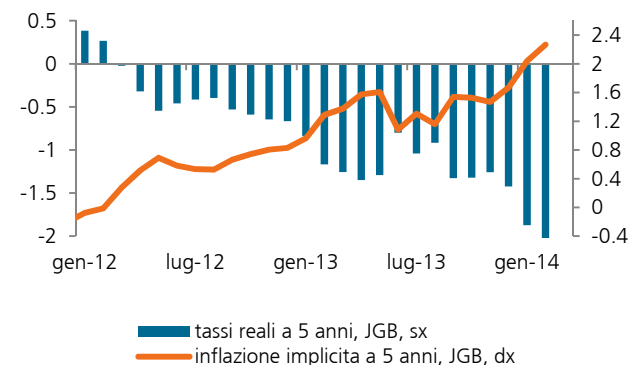
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 11 – Gli acquisti della BoJ frenano i rendimenti dei JGB



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 12 - Tassi reali sempre più negativi



Fonte: Bloomberg

## Focus: rafforzamento del "Loan Support Program"

Il *Loan Support Program* (LSP) era stato istituito nel 2010, e potenziato a dicembre 2012, quando era stato suddiviso in due parti mirate a fornire finanziamenti per:

1. stimolare i prestiti bancari ("*Stimulating Bank Lending Facility*"); finanziamenti senza limite massimo contro collateral. Durata dei prestiti: fra 0 e 3 anni, a scelta della controparte (termini e condizioni in:

[https://www.boj.or.jp/en/announcements/release\\_2012/rel121220c.pdf](https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2012/rel121220c.pdf));

2. modificare i programmi esistenti mirati a dare supporto al rafforzamento dei fondamenti per la crescita economica ("*Growth-Supporting Funding Facility*"), ammontare 3,5 tln. Regole speciali per: i) "equity investments" (investimenti e prestiti con caratteristiche di tipo azionario) e prestiti con collateral diverso da real estate (ammontare: 0,5 tln); ii) investimenti e prestiti di piccola dimensione compresi fra 1 e 10 mln di yen (ammontare: 0,5 tln); 3) investimenti e prestiti in valuta estera (da erogare in dollari, ammontare: 12 mld).

Alla riunione di febbraio 2014, la BoJ ha potenziato i programmi dell'LSP ([https://www.boj.or.jp/en/announcements/release\\_2014/k140218a.pdf](https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2014/k140218a.pdf)).

3. «*Stimulating Bank Lending Facility*» - Le banche potranno ricevere fondi pari al doppio dell'aumento netto dei prestiti erogati. La scadenza per la richiesta dei fondi è prorogata di 1 anno (marzo 2015). Il tasso di interesse pagato è 0,1% annuo per 4 anni. La BoJ stima che, con un tasso di crescita dei prestiti e un tasso di utilizzo della *facility* circa in linea con quelli attuali, i fondi offerti siano intorno a 30 tln di yen. I nuovi termini del programma saranno in vigore da giugno 2014.

4. «*Growth-Supporting Funding Facility*» - L'ammontare massimo dei finanziamenti è raddoppiato a 7 tln di yen. L'ammontare massimo dei fondi per ciascuna istituzione sale da 150 mld di yen a 1 tln di yen. Il tasso di interesse pagato è 0,1% annuo per 4 anni. Le istituzioni finanziarie possono scegliere di ripagare i fondi ogni anno.

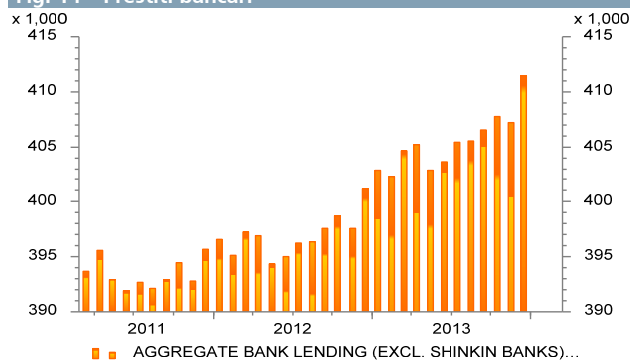
L'LSP ha erogato finanziamenti alle istituzioni finanziarie per circa 5 tln di yen nel 2013, quasi tutti concentrati sulle scadenze lunghe del programma (prestiti a 3 anni), e secondo gli obiettivi della BoJ la crescita del programma dovrebbe proseguire. L'effetto netto sul credito non è chiaro, dato che è possibile che i prestiti sarebbero stati erogati ugualmente dalle banche anche senza il programma, in un contesto di condizioni al credito accomodanti. L'ampliamento dell'LSP rappresenta comunque un segnale di disponibilità a espandere lo stimolo monetario nei prossimi trimestri, attraverso eventuali aumenti degli acquisti di JGB.

Fig. 13 – Finanziamenti erogati attraverso l'LSP

Ammontare	Prestiti a 1 anno	Prestiti a 2 anni	Prestiti a 3 anni	Prestiti totali
Giugno 2013	191.4	0.0	2960.5	3151.9
Settembre 2013	30.0	9.4	841.8	881.2
Dicembre 2013	111.1	0.0	941.7	1052.8
<b>Totale</b>	<b>332.5</b>	<b>9.4</b>	<b>4744</b>	<b>5085.9</b>

Nota: dati in miliardi di yen. Fonte: BoJ

Fig. 14 – Prestiti bancari



Nota: dati in miliardi di yen  
Fonte: Thomson Reuters-Datastream



## Cina: la PBOC frena la speculazione mentre l'economia rallenta

- Nel 4° trimestre del 2013 la crescita del PIL è stata del 7,7% a/a rispetto al 7,8% del 3° trimestre e, in termini congiunturali, è rallentata all'1,8% t/t dal 2,2% t/t del trimestre precedente. Il 2013 si è chiuso così con una crescita del 7,7%, invariata sul 2012, grazie ad una accelerazione dei consumi pubblici e delle esportazioni. Sia i consumi privati sia gli investimenti fissi sono decelerati ma sono cresciuti ad un tasso più elevato del PIL.
- I dati dei primi due mesi del 2014, pur difficili da valutare a causa della diversa cadenza delle festività per il capodanno cinese, indicano la prosecuzione del rallentamento in atto sia dal lato della produzione industriale e degli investimenti, sia dal lato dei consumi. Il dati sui prezzi degli immobili residenziali e la difficoltà di qualche impresa immobiliare, nonché il livello di unità invendute, lasciano inoltre intatte le prospettive di rallentamento del settore immobiliare nel corso dell'anno.
- In occasione della riunione plenaria di marzo del Parlamento, nel discorso di apertura del premier Li Keqiang non ci sono state grandi novità rispetto alle priorità già delineate dal Plenum del partito in autunno e il target di crescita per il 2014 è stato lasciato invariato al 7,5%. L'obiettivo di ribilanciamento dell'economia verso maggiori consumi rimane prioritario, e sostanzialmente dal maggiore accento posto sulla preminenza del buon andamento del mercato del lavoro e dei redditi, insieme a politiche prudenziali per contenere l'indebitamento dei governi locali e i rischi finanziari. Tuttavia gli investimenti, in particolare in infrastrutture di trasporto e in edilizia popolare, rimangono il motore essenziale della crescita nella politica economica del Governo.
- Riteniamo che, in mancanza di dati macroeconomici particolarmente negativi nei prossimi mesi che minino la futura tenuta del mercato del lavoro e dei consumi, la People Bank of China (PBOC) intenda proseguire nella politica di rallentamento della crescita del credito bancario, in particolare ai settori improduttivi o con eccesso di capacità, e di contenimento e regolamentazione del credito al di fuori del settore bancario, anche alla luce dei recenti primi casi di default e dei problemi di quasi-default di prodotti dei fondi fiduciari. Ci aspettiamo quindi che lasci risalire nuovamente i tassi del mercato monetario rispetto ai minimi recenti, continuando a drenare la liquidità in eccesso. Sul fronte del cambio, lasciato bruscamente deprezzare da metà febbraio, la volatilità sarà più elevata che in passato, ma non escludiamo recuperi sulla base di un contenuto miglioramento dei dati di commercio estero.
- Manteniamo invariate le nostre previsioni di crescita al 7,3% per il 2014, rivediamo marginalmente la crescita da 7,2% a 7,1% per il 2015, e ribadiamo i rischi al ribasso sullo scenario.

Silvia Guizzo

Previsioni macro	2009	2010	2011	2012	2013S	2014P	2015P
PIL (prezzi costanti)	9.2	10.4	9.3	7.7	7.7	7.3	7.1
Consumi privati	10.3	8.2	10.3	9.4	8.8	8.4	8.3
Consumi pubblici	6	11.4	12	5.5	7.4	7.4	7.4
Investimenti fissi	22.4	11.3	8.7	9	8.2	5.8	6.5
Esportazioni	-11.4	26.1	4	3.2	6.6	6.8	8.3
Importazioni	5.7	18.3	3.3	4.2	8.8	8.5	8.5
Produzione industriale	9.9	12.3	10.3	7.9	7.8	6.8	6.9
Inflazione (CPI)	-0.7	3.3	5.4	2.6	2.6	2.5	2.5
Tasso di disoccupazione	4.3	4.2	4.1	4.1	4.1	4.1	4.0
Salari medi	11.6	13.4	14.4	11.9	11.4	11	10.5
Tasso sui depositi a 1 anno	1.7	2.7	5.3	4.6	5	4.9	4.5
Cambio USD/CNY (media)	6.83	6.77	6.46	6.31	6.2	6.11	6.01
Saldo delle partite correnti	1661.7592	1604.3045	873.696868	1219.7521	1168.728	2142.3545	2056.1696
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	3.2	3.1	1.7	2.4	2.3	4.2	4.0
Saldo di bilancio in % del PIL	-0.2	-1.5	-1.3	-1.0	-1.7	-2.1	-2.9

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

## Economia reale e inflazione

Nel 4° trimestre del 2013 la **crescita del PIL** è stata del 7,7% a/a rispetto al 7,8% del 3° trimestre, e in termini congiunturali è rallentata all'1,8% t/t dal 2,2% t/t del trimestre precedente. Il 2013 si è chiuso così con una crescita del 7,7%, invariata sul 2012, grazie ad una accelerazione dei consumi pubblici e delle esportazioni. Sia i consumi privati sia gli investimenti fissi sono decelerati, ma sono cresciuti a un tasso più elevato del PIL. Dal lato dell'offerta, ad un'accelerazione del settore dei servizi si è contrapposto un rallentamento del settore agricolo e, in misura molto minore, del settore industriale.

I dati dei primi due mesi del 2014, pur difficili da valutare a causa della diversa cadenza delle festività per il capodanno cinese, indicano la prosecuzione del rallentamento in atto sia dal lato della produzione industriale e degli investimenti, sia dal lato dei consumi. Lo stesso dicasi per il mercato immobiliare.

Nei primi due mesi dell'anno le **esportazioni** sono scese dell'1,6% cum. a/a rispetto allo stesso periodo dell'anno scorso, mentre le **importazioni** sono salite del 10,1%. Sulle esportazioni hanno pesato in parte il confronto con gli elevati tassi di crescita nello stesso periodo del 2013, gonfiati dalla sovrapproduzione, e in parte l'anticipo delle esportazioni nel mese di gennaio a causa delle festività del capodanno nella prima settimana di febbraio. L'effetto della stagionalità dovrebbe tuttavia essere stato inferiore rispetto all'anno scorso, tenendo conto del fatto che le festività sono cadute sempre in febbraio anche nel 2013. In altri paesi quali il Vietnam e Taiwan, che hanno sostanzialmente gli stessi periodi di festività, non si sono infatti registrati dati altrettanto negativi o volatili. La dinamica poco brillante delle esportazioni degli ultimi mesi è in linea con il calo della componente ordini dall'estero del PMI, che è progressivamente scesa da 51,3 a ottobre fino a 48,5 a febbraio nella rilevazione HSBC-Markit, sostanzialmente invariata rispetto a gennaio (48,4). Negli ultimi quattro mesi sono rallentate soprattutto le esportazioni vs i paesi ASEAN. Le importazioni sono rimaste invece elevate, in particolare quelle di beni ordinari destinati alla domanda interna (+18,1% 3m a/a), molto più di materie prime energetiche, metalli e alimentari che di macchinari (macchinari e prodotti elettronici: +3,2% 3m a/a), ad eccezione dei mezzi di trasporto. La componente aggregata degli ordini dall'estero dei paesi asiatici è rimasta in area 51 negli ultimi quattro mesi, ma in marginale calo, in quanto il sensibile miglioramento di alcuni paesi (Hong Kong, Taiwan e India) è stato compensato dal peggioramento di Cina e Giappone. Questo andamento prefigura una domanda estera ancora positiva ma lontano da essere in forte aumento.

La componente ordini dell'indice PMI ha seguito la stessa dinamica ed è scesa sotto 50 nella rilevazione HSBC-Markit; anche l'indice totale PMI dell'Ufficio Statistico continua ad essere al di sotto di 50, sia per le medie sia per le piccole imprese. L'indagine della PBOC sulle imprese industriali nel 1° trimestre 2014 ha evidenziato un miglioramento della valutazione delle condizioni economiche generali ma un peggioramento della fiducia degli imprenditori. Gli ordini sia interni sia esteri sono rimasti in contrazione nel 4° trimestre 2013 e sono scesi ulteriormente nel 1° trimestre del 2014. La **produzione industriale** è salita dell'8,6% cum. a/a nei primi due mesi dell'anno, in netto rallentamento rispetto al 9,7% cum. a/a di dicembre, guidata dall'andamento debole della produzione dell'industria statale, della produzione mineraria e della distribuzione di energia e acqua.

I nuovi **investimenti** (flusso) nei primi due mesi dell'anno sono stati in calo (-0,4%) rispetto allo stesso periodo del 2013; la crescita dello stock di investimenti fissi ha registrato un rallentamento (17,9% cum. a/a vs 19,6% cum. a/a a dicembre) visibile in particolare nella decelerazione degli investimenti delle imprese statali e di quelli in macchinari e attrezzature, mentre gli investimenti in edilizia residenziale, decelerati nell'ambito del settore immobiliare, sono lievemente saliti a livello totale. Sono rallentati ulteriormente gli investimenti del settore manifatturiero, mentre gli investimenti nelle infrastrutture di trasporto sono marginalmente

accelerati. Il tutto è linea con gli annunci del Governo di ulteriore potenziamento della rete ferroviaria e di aumento dell'urbanizzazione.

Proseguono i segnali di rallentamento del **mercato immobiliare**. Il prezzo medio di vendita delle abitazioni e la superficie venduta sono scesi a febbraio, così come la superficie residenziale completata e iniziata, ma tutte le variabili in parte risentono negativamente del confronto con i forti aumenti nello stesso periodo del 2013. I prezzi degli immobili residenziali hanno cominciato a rallentare in termini congiunturali da ottobre, e in maniera più marcata da dicembre, con il numero di città che registrano aumenti di prezzi sempre elevato (58 su 70 rilevate per i prezzi dell'edilizia residenziale commerciale<sup>9</sup> di nuova costruzione) ma in calo (69 su 70 a ottobre). In autunno, le città che l'anno scorso avevano registrato forti aumenti dei prezzi hanno inasprito le misure amministrative già in essere, per tentare di calmierare il mercato. Sia il Governo sia la PBOC sembrano però aver ammorbidito il linguaggio sulla necessità di frenare l'aumento dei prezzi in questi ultimi mesi, o quantomeno sembrano voler proporre misure diverse a seconda delle città, nonché voler puntare sullo sviluppo dell'edilizia popolare. L'indice di fiducia dei costruttori è sceso marginalmente a febbraio rispetto a dicembre e, dall'inizio dell'anno a metà marzo, l'indice della borsa di Shanghai del settore immobiliare ha perso il 10,8%, il doppio rispetto all'indice totale (-5,3%). Il recente fallimento nella città di Fenghua, nello Zhejiang, della società immobiliare Zhejiang Xingrun, indebitata per 3,5 miliardi di yuan (565 milioni di dollari), getta un'ombra negativa sul settore e soprattutto, secondo gli analisti, sulle prospettive delle società immobiliari medio piccole, molto indebitate anche al di fuori del settore bancario tradizionale e più in difficoltà ad ottenere credito. Riteniamo che il rallentamento del mercato immobiliare sia destinato a proseguire nei prossimi mesi, anche alla luce degli elevati stock di invenduto.

Nel 2013 la **spesa per consumo pro capite** delle famiglie è marginalmente rallentata sia nelle città sia nelle campagne, e in termini sia nominali che reali. Il reddito pro-capite disponibile nominale urbano ha continuato a salire a tassi elevati (9,7% nel 2013) ma in rallentamento rispetto al 2012 (12,6% a/a), così come quello nelle zone rurali (12,2% nel 2013 vs 13,3% nel 2012). Il reddito urbano rimane 3,03 volte più elevato rispetto a quello rurale: il rapporto è lievemente sceso dal picco di 3,33 nel 2007 e nel 2009. Le condizioni del **mercato del lavoro** continuano ad essere buone: nel 2013 sono stati creati 13,1 milioni di nuovi posti di lavoro, il rapporto tra domanda di lavoro delle imprese e offerta rimane al di sopra di 1 e il tasso di disoccupazione nelle aree urbane è rimasto basso e stabile al 4,1%. Le intenzioni di assunzione misurate dall'indagine Manpower per il 2° trimestre sono ancora in aumento, in particolare nel settore minerario e delle costruzioni. Tutto ciò rimane però in contrasto con l'andamento della componente occupazione degli indici PMI, che rimane al di sotto di 50 ed è stata in calo negli ultimi 5 mesi, e con la valutazione presente e futura sul mercato del lavoro nell'indagine trimestrale sulle famiglie, in marginale miglioramento, ma al di sotto di 50.

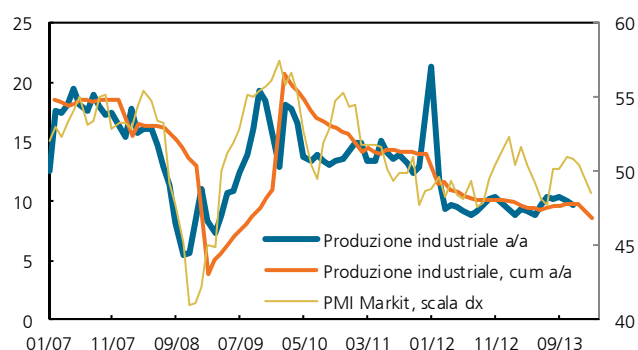
Nei primi due mesi dell'anno le **vendite al dettaglio** hanno registrato una crescita nominale dell'11,8% a/a, in sensibile rallentamento rispetto al 13,1% di dicembre, anche se le variazioni mensili, pur decrescenti, sono state in media superiori ai primi due mesi del 2013 e del 2012, rendendo la dinamica di difficile lettura. La decelerazione del comparto del *catering* è verosimilmente frutto della campagna anti-corruzione in atto ormai dal 2013, che ha limitato le spese per banchetti e regali, con effetti negativi sul comparto del lusso. Molti consumatori, inoltre, si stanno spostando progressivamente sugli acquisti on-line, che nel 2012 hanno costituito il 6% delle vendite al dettaglio e nel 2013 hanno registrato tassi di crescita superiori al 50% in molte città. L'indice di fiducia dei consumatori Unionpay è in continua discesa da ottobre, mentre quello dell'ufficio statistico, molto più volatile, è stato in miglioramento degli ultimi mesi ma rimane in media mobile a 12 mesi basso e molto al di sotto dei livelli pre-crisi.

---

<sup>9</sup> Esclude l'edilizia popolare.

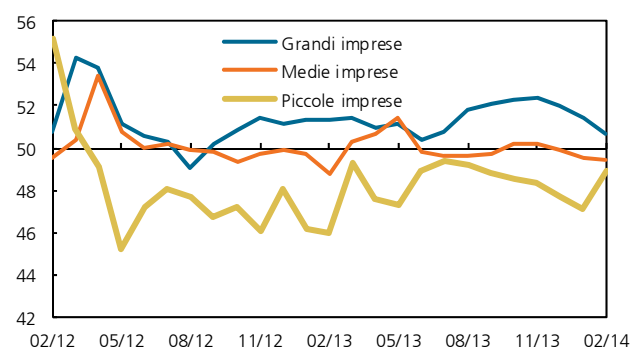
Grazie al rallentamento dei prezzi degli alimentari, l'**inflazione** dei prezzi al consumo è scesa dal picco del 3,2% a/a in ottobre fino al 2% a/a in febbraio; l'inflazione al netto degli alimentari è tornata all'1,6%, sui livelli di fine anno. I prezzi alla produzione e i prezzi degli input hanno continuato a scendere. Il rallentamento dei prezzi degli alimentari, la mancanza di pressioni da domanda e il calo delle materie prime prefigurano un'inflazione in media lievemente più bassa (2,5%) rispetto al 2013 (2,6%). La dinamica dei prezzi rimarrà contenuta intorno al 2% nei prossimi mesi per risalire poi nella seconda parte dell'anno, anche a causa dell'effetto base sfavorevole.

#### Produzione industriale in marginale rallentamento



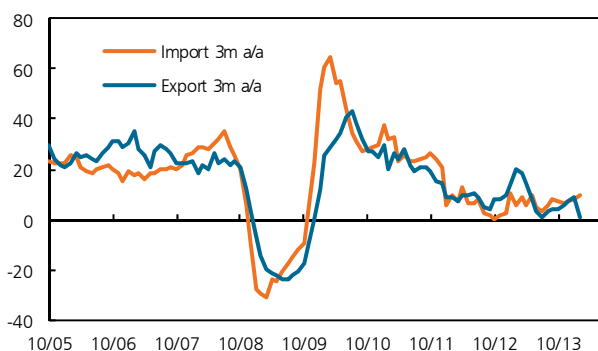
Fonte: CEIC, Markit

#### Le piccole e medie imprese rimangono in difficoltà



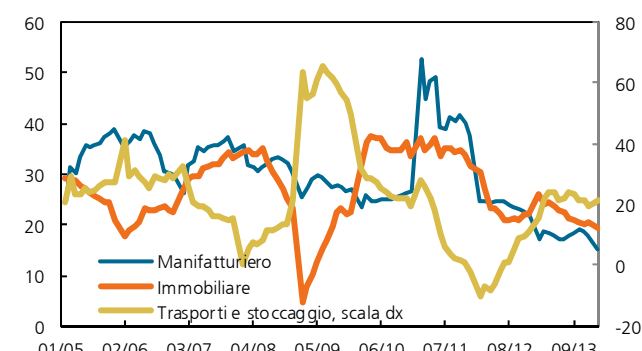
Nota: PMI manifatturiero; Fonte: CEIC

#### Le esportazioni non decollano



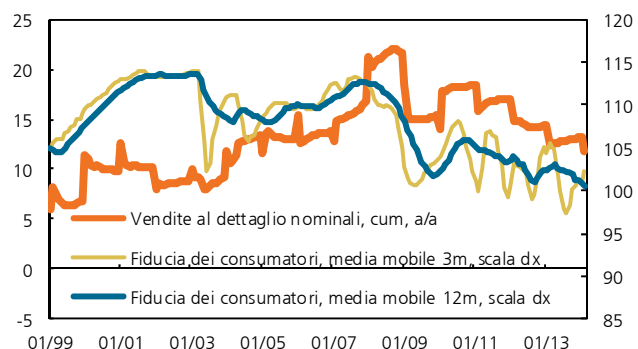
Nota: Var. % 3m a/a. Fonte: Bloomberg

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



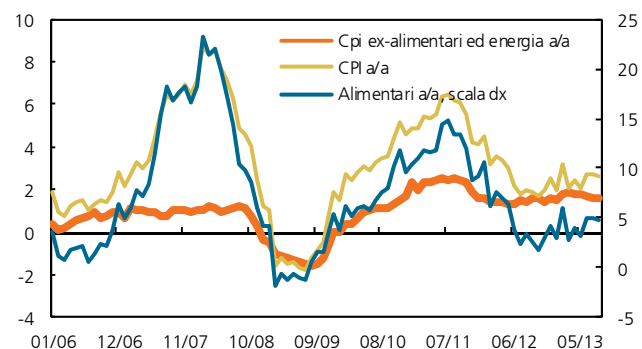
Nota: Investimenti nominali, var a/a. Fonte: Datastream

#### La fiducia dei consumatori migliora ma rimane bassa



Fonte: Bloomberg, CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### L'inflazione rimane contenuta



Fonte: Bloomberg

### Politica economica, monetaria e cambio

Il Parlamento si è riunito all'inizio di marzo per la consueta sessione annuale dove il premier Li ha presentato il rapporto sul lavoro del Governo (Government Work Report) delineando gli obiettivi di politica economica per il 2014. Essi rimangono sostanzialmente invariati rispetto a quelli del 2013: solo quelli sugli investimenti fissi e sulla crescita dell'interscambio commerciale sono stati lievemente abbassati. Il Ministro delle Finanze Lou Jiwei ha specificato in un'intervista che il target è "intorno al 7,5%", sottolineandone la flessibilità, per cui anche una crescita del 7,2% o del 7,3% o del 7,7% sarebbe da considerarsi in linea con l'obiettivo.

Target di politica economica		effettivo 2013	target 2013	target 2014
PIL	%	7.7	7.5	7.5
CPI	%	2.6	3.5	3.5
M3	%	13.6	13	13
Edilizia popolare	(milioni) unità iniziate	6.6	6.3	7
	(milioni) completate	5.4		4.8
Nuovi occupati	persone			10
Tasso disoccupazione urbano	%	4.6		4.6
Investimenti fissi	%	19.6	18	17.5
Commercio estero	%	7.6	8	7.5

Fonte: Xinhua

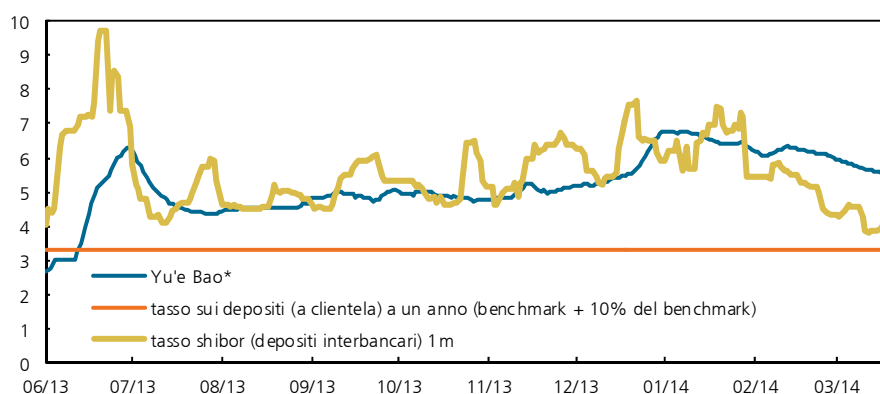
Nel discorso di apertura del premier Li Keqiang non ci sono state grandi novità rispetto alle priorità già delineate dal Plenum del partito in autunno. Il compito del Governo sarà quello di mantenere una crescita elevata, contenere l'inflazione, creare dieci milioni di nuovi posti di lavoro, abbattere l'inquinamento e l'intensità energetica, ridurre la capacità in eccesso nell'industria dell'acciaio, cemento e *plate glass* e ridurre i rischi finanziari, tutto ciò trasformando simultaneamente il modello di crescita. Il tutto appare quasi contraddittorio alla luce del fatto che gli investimenti sono comunque considerati ancora la variabile chiave per mantenere la crescita economica stabile, inevitabilmente vista la necessità, economica ma ancor più sociale, di creare nuovi posti di lavoro per gli oltre 7 milioni di nuovi laureati che Cina sforna ogni anno. Si punta, in particolare, ad ampliare gli investimenti nell'edilizia popolare e nelle ferrovie soprattutto nelle regioni centrali e occidentali, ad abbattere l'inquinamento nelle megalopoli, ad una migliore gestione dell'acqua e a una modernizzazione dell'agricoltura. Nella conferenza di chiusura dei lavori del Parlamento, il premier Li ha sottolineato che il Governo non sta rincorrendo la crescita e che occupazione e redditi delle famiglie rimangono prioritari.

Più di 200 procedure che richiedevano l'approvazione del Consiglio di Stato saranno cancellate o delegate a livelli amministrativi più bassi e sarà ampliato il meccanismo di finanziamento dei governi locali attraverso emissioni di titoli; tutti gli enti locali dovranno inoltre presentare i bilanci consuntivi e definitivi. Il progetto pilota per il passaggio dall'imposta sul fatturato all'imposta sul valore aggiunto, esteso a gennaio anche a ferrovie e servizi postali, verrà progressivamente ampliato per comprendere i settori delle telecomunicazioni, delle costruzioni e immobiliare, e della finanza. L'imposta sulla proprietà e l'imposta ambientale sono sul tavolo; modifiche saranno inoltre possibili all'imposta sui consumi e a quella sulle risorse energetiche. Il deficit pubblico è previsto al 2,1%, in marginale aumento rispetto al target del 2% del 2013.

Nell'ambito della **liberalizzazione del settore finanziario**, il Governo ha ribadito la volontà di aprire alcuni settori pubblici alla partecipazione dei privati e di concedere alle banche maggiori facoltà di determinazione dei tassi di interesse. Il Governatore della Banca centrale ha recentemente precisato che si procederà alla completa liberalizzazione dei tassi d'interesse nell'arco di uno o due anni. Per la prima volta inoltre si è accennato allo sviluppo e alla necessità di una regolamentazione della **finanza via internet** coordinandola con quella della finanza tradizionale. La popolarità dei prodotti di gestione del risparmio venduti via internet è infatti in forte ascesa e sta preoccupando sia gli istituti finanziari, perché sta dirottando fondi fuori dai depositi bancari tradizionali, sia la Banca centrale, per i rischi connessi a questi prodotti di cui i

risparmiatori non sempre sono consapevoli. I prodotti di gestione del risparmio venduti online<sup>10</sup> sono arrivati ad offrire tassi che hanno anche superato il 6% annuo, ben più elevati del tasso di deposito benchmark a un anno, fissato al 3,3%. Recentemente le maggiori banche hanno introdotto dei limiti ai pagamenti veloci via internet (*quick response code*) attraverso i quali la clientela acquistava on-line questi prodotti. Inoltre il 14 marzo la PBOC ha emanato una circolare che blocca temporaneamente le carte di credito virtuali e i servizi di pagamento veloce via internet, nonché proibisce alle banche di accendere conti presso le piattaforme di pagamento on-line quali Alipay e Tenpay, di proprietà rispettivamente di Alibaba Group Holding Ltd and Tencent Holdings Ltd. Il tutto richiedendo agli istituti finanziari informazioni sui sistemi di sicurezza sui quali la Banca centrale vuole effettuare una valutazione del rischio prima di concedere il ripristino dei servizi.

#### Tassi di interesse sui depositi vs prodotti on-line



\*Vedi nota a piè di pagina. Fonte: <http://www.thfund.com.cn>, Bloomberg

Nel 2013 il nuovo **credito bancario** è salito dell'8,4% a/a, in rallentamento rispetto al 9,8% del 2012. Una decelerazione più marcata ha registrato l'aggregato totale della finanza sociale, salendo del 9,7% rispetto al 22,9% del 2012. Entrambe le variabili in rapporto al PIL (15,6% e 30,4% rispettivamente) sono rimaste tuttavia invariate rispetto all'anno precedente. Lo stock di credito bancario è salito a un tasso del 14,2% a/a a febbraio, sostanzialmente stabile negli ultimi mesi. Nei primi due mesi dell'anno il nuovo credito è salito del 16,0% a/a mentre l'aggregato della finanza sociale è sceso del 2,1%, a causa del forte calo delle ricevute bancarie, delle emissioni nette delle imprese e dei prestiti dei fondi fiduciari (Trust loans), probabilmente penalizzati dai recenti casi di quasi-default. Tuttavia, nel trimestre dicembre – febbraio, la finanza sociale e il credito sono saliti rispettivamente del 35% e del 27,5% rispetto al trimestre precedente, in linea con l'aumento registrato nello stesso periodo del 2013. Secondo l'indagine sulle imprese industriali, la disposizione a prestare degli istituti finanziari è stata sui massimi della serie anche nel 3° trimestre e anche la domanda di prestiti da parte delle imprese, pur lontana dal massimo, è stata in recupero almeno fino al 4° trimestre.

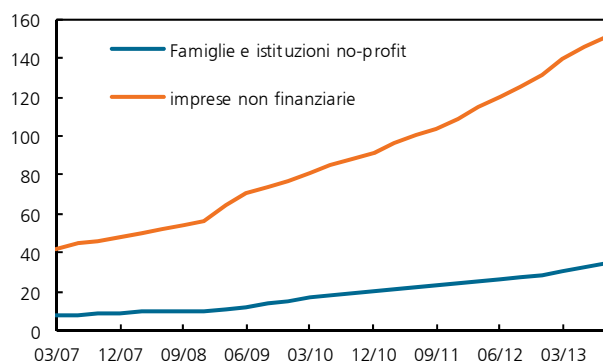
L'auditing dei conti pubblici dei Governi locali ultimato dal NAO (National Audit Office) in autunno, pur non completamente confrontabile con il precedente perché ha incluso nell'analisi ulteriori enti legati alle amministrazioni locali, ha evidenziato un aumento del **debito degli enti locali** da 10,7 trilioni di yuan a fine 2010 (26% del PIL) a 17,9 trilioni a fine giugno 2013 (32% del PIL). Circa il 61% è costituito da debito diretto dei Governi locali, il 15% è invece da essi garantito e il rimanente è costituito da debito dei veicoli finanziari speciali dei governi locali

<sup>10</sup> Come il popolare Yu E' Bao venduto su Alipay, piattaforma di pagamento di Alibaba: lanciato a giugno 2013, ha 81 milioni di clienti per un ammontare di depositi aggregato a febbraio di 500 miliardi di yuan.

(LGFV, *Local Government Financing Vehicles*), che gode della loro garanzia implicita. Il 19,9% del totale del debito è in scadenza nel 2014; un altro 15,5% nel 2015<sup>11</sup>. Il debito è andato a finanziare per la maggior parte progetti di infrastrutture di trasporto e di edilizia urbana. Fonte di preoccupazione rimane la diversità di scadenza tra gli investimenti e il debito con cui sono stati finanziati. Almeno per quanto riguarda i LGFV, si stima infatti che sia in gran parte a breve termine e contratto non solo presso il settore bancario ma anche presso le società fiduciarie (Trust).

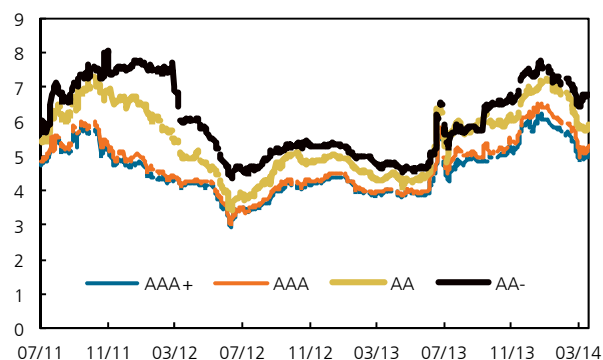
Anche il **debito delle imprese non finanziarie** è salito notevolmente negli ultimi anni, passando dal 56,4% del PIL alla fine del 2008 a 151,4% del PIL nel 3° trimestre del 2013 e raggiungendo così, secondo l'IIF, il livello più alto in rapporto al PIL sia tra i paesi emergenti sia tra i paesi industrializzati. Secondo Bloomberg nel 2014 sono in scadenza 2,6 trilioni di yuan (427 miliardi di dollari) di debito corporate (titoli e interessi) emesso dalle imprese non finanziarie.

L'indebitamento delle imprese è ai massimi storici (in % del PIL)



Nota: credito totale, bancario e non, vs famiglie e imprese. Fonte: BIS ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il costo del debito è risalito anche per i titoli AAA\*



\* Emissioni a 1 anno, mercato interbancario. Fonte: CEIC

In un contesto di rallentamento del credito i recenti primi casi di default (titolo della Chaori Solar Energy Science e Technology Co, ced. 8.98% e scadenza 03/2017, e la società immobiliare Zhejiang Xingrun) sono comunque da ritenersi positivi per il mercato cinese perché porteranno a una maggiore differenziazione del rischio di credito e finanziamenti limitati e a tassi più alti soprattutto per le società più deboli. Ciò è fondamentale per arrivare ad un'allocazione più efficiente del credito e ridurre il rischio di default sistemico nel medio termine ed è in linea con gli obiettivi delle Autorità di rafforzamento del settore finanziario e di contenimento dei rischi in vista della sua progressiva liberalizzazione. Ci si attende quindi un aumento dei casi di default nel corso dell'anno, come è fisiologico nelle economie di mercato, anche se è probabile tuttavia che le Autorità siano più benevole con eventuali casi di più ampia dimensione o relativi a imprese pubbliche, rispetto alle imprese private e/o di più piccola dimensione. L'elevato livello di indebitamento delle imprese e degli enti pubblici, in particolare verso il settore non bancario, e il basso grado di trasparenza delle informazioni e dei bilanci, continua ad aumentare i rischi al ribasso sullo scenario di crescita del Paese.

Il rallentamento della finanza sociale nella seconda parte del 2013 è stato "guidato" dalla Banca centrale sia attraverso misure amministrative di regolamentazione del settore sia attraverso l'aumento dei tassi di mercato monetario, che ha avuto un impatto anche sulla dinamica del credito bancario. L'andamento dei **tassi di mercato monetario** nelle ultime due settimane sta ponendo però qualche dubbio sulla reale intenzione della PBOC di proseguire su questo sentiero. I tassi shibor overnight, il tasso repo a una settimana e i tassi fino a un mese, dopo un nuovo sensibile aumento a fine anno, trascinati fino a febbraio, sono scesi a livelli che non si

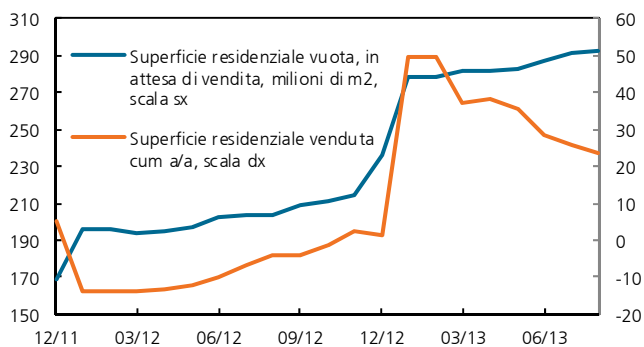
<sup>11</sup> IIF Research note: "China getting serious about local government debt", 5 febbraio 2014.



vedevano dalla primavera dell'anno scorso. La PBOC infatti, nonostante a febbraio abbia drenato, attraverso operazioni di repo, tutta la liquidità immessa a gennaio, non sembra aver sterilizzato l'intervento sul **cambio**, lasciato volutamente deprezzare dell'1,35% nella seconda metà di febbraio guidando il fixing giornaliero sempre più in alto. La Banca centrale era infatti molto preoccupata del trend unidirezionale di apprezzamento del cambio nell'ultimo trimestre del 2013 e dei contemporanei afflussi speculativi di capitali, tali da causare un aumento degli acquisti di valuta estera da parte degli istituti finanziari pari a 1,1 miliardi di renminbi nell'ultimo trimestre del 2013, vs i 130 milioni del trimestre precedente. La PBOC da tempo auspica verbalmente un maggior ruolo del mercato nella determinazione del cambio, anche se poi non ha esitato a impedirne un apprezzamento (prima metà del 2012) quando ritenuto necessario o a guidarne un deprezzamento come nell'episodio recente. Ciò che vuole soprattutto la PBOC è evitare movimenti unidirezionali del cambio che ne alimentino aspettative di ulteriore continuo apprezzamento. In questo senso è da vedere il recente deprezzamento del renminbi e l'allargamento della banda di oscillazione vs il dollaro dall'1% al 2% in vigore da metà marzo.

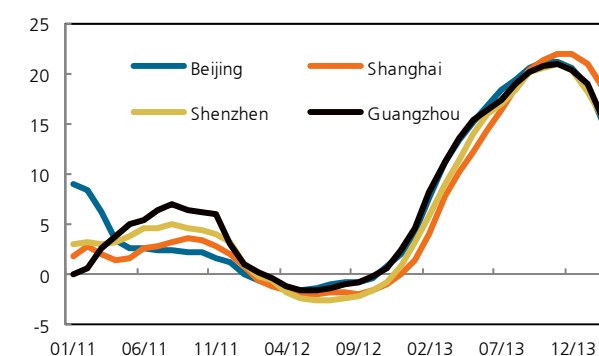
Riteniamo che, in mancanza di dati macroeconomici particolarmente negativi nei prossimi mesi che minino la tenuta del mercato del lavoro e dei consumi, la PBOC intenda proseguire nella politica di rallentamento della crescita del credito bancario, in particolare ai settori improduttivi o con eccesso di capacità, e di contenimento e regolamentazione del credito al di fuori del settore bancario. Ci aspettiamo quindi che lasci risalire nuovamente i tassi del mercato monetario rispetto ai minimi recenti, continuando a drenare la liquidità in eccesso. Sul fronte del cambio, che si è poi deprezzato di un ulteriore 0,8% nella prima metà di marzo verosimilmente anche guidato dallo smobilizzo di posizioni speculative in prodotti strutturati sul mercato off-shore, la volatilità sarà più elevata che in passato, ma non escludiamo recuperi sulla base di un contenuto miglioramento dei dati di commercio estero.

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



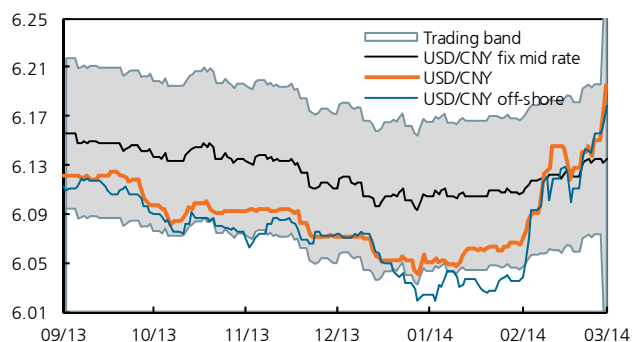
Fonte: Bloomberg, CEIC

**I prezzi degli immobili residenziali cominciano a rallentare**



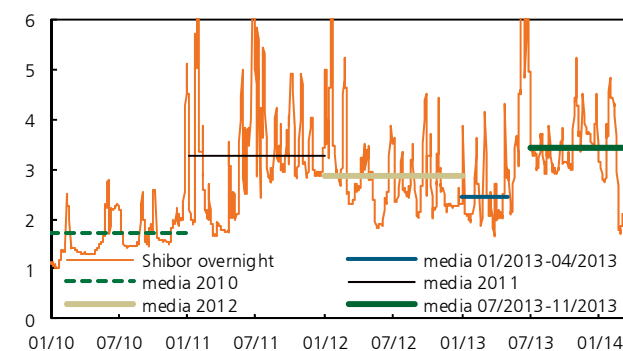
Nota: variazioni % a/a. Fonte: CEIC

**La PBOC fa deprezzare volutamente lo yuan**



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

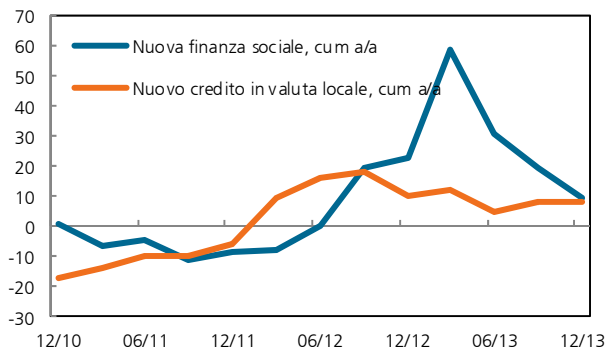
**I tassi monetari scendono**



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

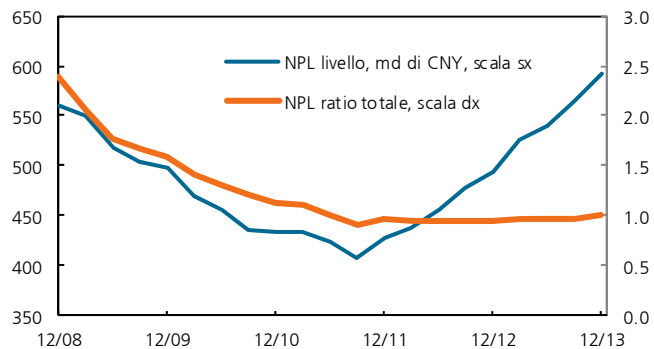


Il flusso di credito rallenta



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

I crediti incagliati continuano a salire



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

## India: crescita molto timida

Silvia Guizzo

- Nel 2013 la crescita del PIL è stata del 4,7% rispetto al 4,6% del 2012, frenata dal marcato rallentamento dei consumi privati (+2,8% vs 6% nel 2012) che si è sommato a una dinamica ancora molto debole degli investimenti fissi (+0,1%). Dal lato dell'offerta il rimbalzo del settore agricolo ha compensato il rallentamento dei servizi e dell'industria. Nel 4° trimestre il PIL (al costo dei fattori) è salito del 4,7%, lievemente al di sotto del 4,8% nel 3° trimestre, con una performance ancora fiacca della domanda interna e un contributo positivo dal canale estero.
- I dati sulla produzione industriale e sulle proposte di investimento continuano ad essere molto deboli. Il miglioramento degli indici di attività del PMI, in atto da novembre anche nella componente ordini, e degli indici di fiducia degli imprenditori, nonché l'aumento dell'approvazione dei progetti infrastrutturali da parte del Comitato Governativo, dovrebbero portare comunque un contenuto supporto all'economia nei prossimi mesi, in progressivo aumento nella seconda parte dell'anno.
- La banca centrale si aspetta che l'inflazione core continui a rimanere elevata, anche se la dinamica dell'inflazione totale beneficerà del rallentamento dei prezzi degli alimentari e continuerà quindi a scendere nei prossimi mesi. Ribadiamo il nostro scenario di tassi fermi, anche alla luce del recente rialzo dei tassi reali e delle indicazioni della Reserve Bank of India (RBI). Tuttavia, non escludiamo il rischio di un altro rialzo a giugno nel caso di aumento ulteriore dell'inflazione core. Riteniamo che esista un eventuale spazio per un allentamento della politica monetaria solo nella seconda parte dell'anno, in linea con un atteso maggior rientro dell'inflazione.
- Nonostante il Paese si trovi in una posizione esterna migliore rispetto ad un anno fa, il peso dei flussi di capitali esteri nella copertura del fabbisogno esterno e il verosimile sfioramento degli obiettivi sui conti pubblici del corrente anno fiscale impongono cautela. In questo contesto la probabile accelerazione del *tapering* da parte della Fed lascia il cambio esposto a nuovi movimenti al ribasso.
- A causa delle revisioni al ribasso del PIL per il 2012 e per il 2013, in particolare per la variabile investimenti, e della diversa dinamica dei consumi, rivediamo il profilo di crescita dal 5,2% al 4,8% nel 2014 e dal 5,7% al 5,3% nel 2015. I rischi sullo scenario sono bilanciati.

Previsioni macro	2009	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P
PIL (prezzi costanti, al costo dei fattori)	6.5	9.7	7.5	4.6	4.7	4.8	5.3
Consumi privati	6.9	8.6	7.9	6	2.8	3.6	5.6
Consumi pubblici	9.2	8.1	6.1	7.8	3.9	5.8	8.5
Investimenti fissi	-0.7	17.5	10	0.6	0.1	3.8	5.6
Esportazioni	-7.7	15.4	17.9	9	5.9	11.3	7.3
Importazioni	-8.3	18.2	17.7	11.8	1	3.8	7.2
Produzione industriale	0.2	9.7	4.8	0.7	0.5	3.8	7
Inflazione (CPI)	10.9	12	8.9	9.3	10.9	7.2	6.9
Tasso di disoccupazione	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.4	12.3
Salari medi	10.6	19.6	16.2	7.1	11.2	10.8	10.5
Tasso sui depositi a 1 anno	5.5	6.3	9.5	9.5	9.3	8.9	8.1
Cambio USD/CNY (media)	48.37	45.74	46.69	53.47	58.57	63.00	63.5
Saldo delle partite correnti	-1247.01327	-2396	-2958	-4894	-3551	-3761	-3550
Saldo delle partite correnti (%del PIL)	-2.2	-3.4	-3.6	-5.4	-3.5	-3.3	-2.1
Saldo di bilancio in % del PIL	-7.4	-4.0	-7.2	-5.9	-5.9	-5.9	-3.4

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

### Economia reale e inflazione

Nel 2013 la crescita del PIL è stimata al 4,7% rispetto al 4,6% del 2012, frenata dal marcato rallentamento dei consumi privati (+2,8% vs 6% nel 2012) che si è sommato a una dinamica ancora molto debole degli investimenti fissi (+0,1%). Un apporto positivo è giunto dalle esportazioni ma anche dalle scorte. Dal lato dell'offerta il rimbalzo del settore agricolo ha compensato il rallentamento dei servizi e dell'industria. Nel 4° trimestre il PIL (al costo dei fattori) è salito del 4,7%, lievemente al di sotto del 4,8% nel 3° trimestre, con una performance ancora fiacca della domanda interna e un contributo positivo dal canale estero.

La **produzione industriale** ha continuato ad essere piatta e, nonostante il marginale aumento tendenziale dopo due mesi di variazioni negative, è scesa dello 0,4% 3m a/a a gennaio trascinata ancora al ribasso dal calo della produzione manifatturiera, in particolare dei beni capitali e dei beni di consumo durevoli. L'indice PMI manifatturiero è stato sopra 50 e in aumento progressivo da novembre, con un notevole miglioramento a gennaio e febbraio delle componenti sia degli ordini totali sia di quelli dall'estero. La stessa dinamica mostra l'indagine sulle **imprese industriali** relativa al 4° trimestre del 2013, che vede un miglioramento della valutazione corrente e delle aspettative sugli ordini nel 1° trimestre del 2014. Il miglioramento è marginale per quanto riguarda la valutazione complessiva delle prospettive economiche correnti, dove l'indice rimane comunque sotto la soglia di 100, mentre resta al di sopra di tale soglia la valutazione sulle prospettive future. I dati sugli **investimenti industriali** con sostegno istituzionale mostrano che il numero di proposte di investimenti è stato ancora in calo (-18,8%) nei primi due mesi dell'anno rispetto allo stesso periodo del 2013, lasciando ancora deboli le prospettive per gli investimenti. Su questo fronte, tuttavia, è positivo l'aumento del numero di approvazioni da parte del Comitato per gli Investimenti e del Gruppo di Monitoraggio sui progetti che erano fermi nel 2013, e che dovrebbe portare supporto, nel corso dell'anno, almeno alla dinamica degli investimenti in infrastrutture.

Il deficit delle partite correnti è sceso dal 5,4% del PIL nel 2012 a 3,5% nel 2013, grazie alla diminuzione del **deficit commerciale** nella seconda parte dell'anno. Il deficit della bilancia commerciale al netto del petrolio è nettamente migliorato a causa del blocco delle importazioni di oro ma anche del rallentamento delle importazioni degli altri beni, in linea con la debolezza della domanda interna, e di una riaccelerazione delle esportazioni nell'autunno. Tra dicembre e febbraio 2014 le esportazioni però sono rallentate, fino a registrare un calo del 3,7% a/a a febbraio, mentre le importazioni hanno continuato a scendere (-17,1% a/a), in particolare quelle al netto del petrolio (-24,5%). Il deficit commerciale nei primi due mesi del 2014 è stato di 18 miliardi di dollari, poco più della metà dello stesso periodo del 2013 (34,1 miliardi). L'aumento della componente ordini dall'estero nell'indice PMI prefigura un miglioramento del commercio estero nei prossimi mesi.

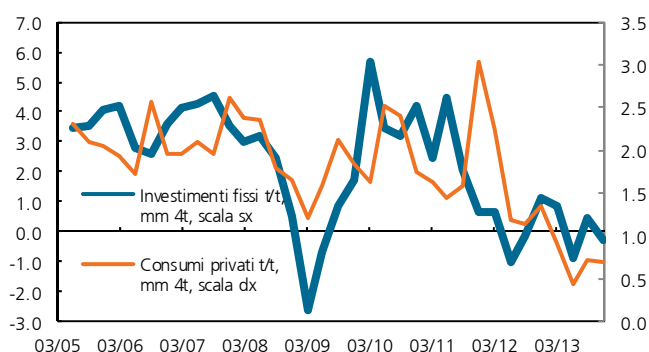
Dopo il picco del 7,5% a novembre, l'**inflazione dei prezzi all'ingrosso** è scesa velocemente fino al 4,7%, grazie al netto rallentamento dei prezzi degli alimentari (8,1% a febbraio vs 19,7% a/a a novembre), dei carburanti e dell'elettricità e al calo dei prezzi dei minerali (-1,6% a/a). I prezzi dei prodotti primari non alimentari hanno marginalmente accelerato a febbraio a causa di aumenti nei comparti della canna da zucchero e dei mangimi e dell'elevata inflazione delle fibre tessili grezze (+19,6%). L'inflazione al netto di alimentari e carburanti è risalita al 2,2%. L'**inflazione dei prezzi al consumo** resta più elevata (8,1% a/a a febbraio) ma in netto rallentamento rispetto al picco dell'11,2% di novembre 2013. L'inflazione al netto di alimentari e carburanti resta comunque molto alta (7,9%) e preoccupa la RBI (Reserve Bank of India).

Il **settore dei servizi** ha registrato un'accelerazione della crescita nel 4° trimestre dell'anno (6,7% vs 5,8% del 3° trimestre) soprattutto grazie al settore immobiliare e dei servizi alle imprese (+12,5% a/a) mentre il settore delle costruzioni ha continuato a rallentare. L'indice PMI dei servizi pur rimanendo da luglio al di sotto della soglia di 50, è salito dal minimo di 46,7 a dicembre a 48,8 a febbraio. Altri segnali positivi vengono dalle vendite di telefoni cellulari che hanno segnato le prime variazioni tendenziali positive a dicembre e gennaio, dopo un anno di

cali. Salgono inoltre i ricavi in valuta locale dagli arrivi di turisti aiutati dall'aumento del numero di ingressi e dalla debolezza della rupia verso il dollaro.

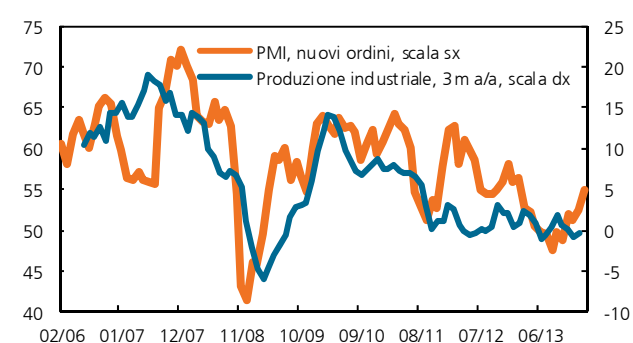
Le vendite domestiche di automobili hanno registrato un aumento dell'1,4% a gennaio dopo mesi di cali. Nel 4° trimestre la **fiducia dei consumatori** è salita dal minimo della serie (88,00 nel 3° trimestre) a 90,7, pur rimanendo al di sotto della soglia di 100. Un balzo più marcato hanno registrato le aspettative. La maggior parte degli intervistati ha dichiarato un aumento della spesa nel trimestre, ma le intenzioni di spesa per i prossimi tre mesi sono rimaste invariate. In miglioramento le valutazioni sul reddito e sulle prospettive di lavoro. La media trimestrale della componente occupazione del PMI rimane solo marginalmente sopra 50, sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi. Il quadro dipinto dalle intenzioni di assunzione dell'Indagine Manpower è più brillante: quelle per il 2° trimestre sono infatti notevolmente salite, portandosi poco al di sotto dei massimi della serie.

#### Domanda interna ancora debole

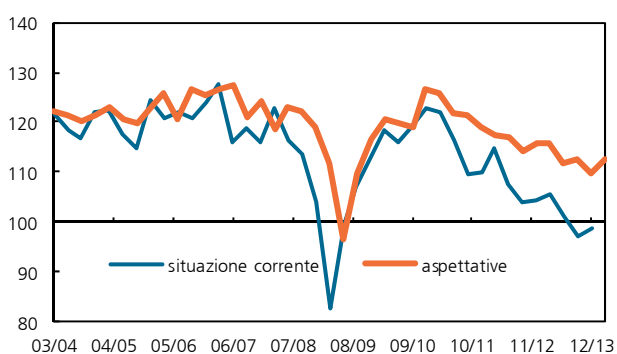


Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Produzione industriale piatta ma gli ordini salgono

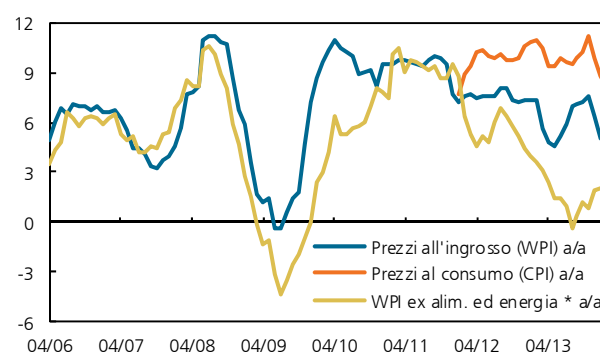


#### Migliora marginalmente la valutazione degli imprenditori\*



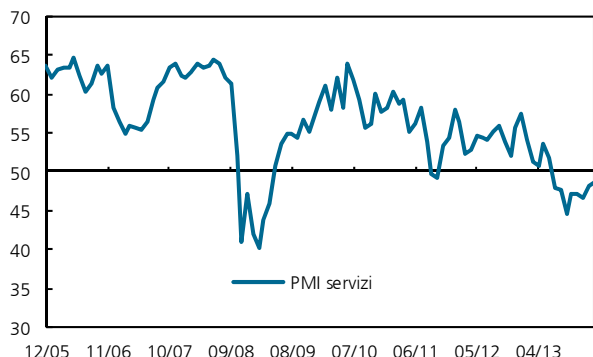
\*Business Expectation Index, Industrial Outlook Survey. Fonte: Reserve Bank of India

#### Inflazione rallenta grazie agli alimentari e all'energia



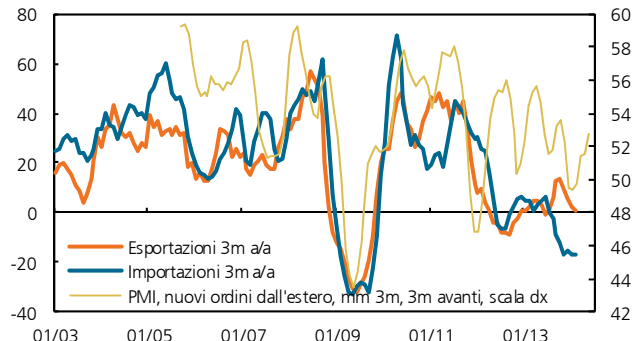
\*Stima ISP. Fonte: CEIC

Le prospettive del settore dei servizi in timido miglioramento



Fonte: Markit

Le importazioni continuano a scendere



Fonte: CEIC, Markit

Politica economica, monetaria e cambio

Le elezioni politiche per il rinnovo della camera bassa (*Lok Saba*, o House of the People) si svolgeranno in 9 giornate diverse, a seconda degli Stati e delle circoscrizioni, a partire dal 7 aprile fino al 12 maggio. Il conteggio dei voti è previsto per il 16 maggio. I sondaggi finora danno per favorita la coalizione dell'Alleanza Nazionale Democratica (National Democratic Alliance, NDA) guidata dal Bharatiya Janata Party (BJP), maggiore partito di opposizione. L'attuale coalizione di governo, la United Progressive Alliance (UPA), è in carica dal 2004 (essendo stata rieletta nel 2009) ed è sempre stata guidata dai membri della famiglia Gandhi. Rahul Gandhi è il vice presidente e attuale leader della campagna elettorale. La NDA ha governato il Paese nel periodo 1999-2004 e Narendra Modi, primo ministro dello stato del Gujarat in carica dal 2001, è il candidato premier della coalizione. Esiste poi il Terzo Fronte, eletto nel periodo 96-98, alleanza di partiti regionali alcuni dei quali sostengono l'attuale coalizione di governo. Altri partiti regionali non appartengono a nessuna coalizione, ma hanno avuto recentemente un discreto successo, come l'Aam Admi Party (capitanato dall'ex primo ministro del Delhi, Arvind Kejriwal), per le battaglie contro la corruzione.

Il Governo ha recentemente ribadito la propria stima del **deficit pubblico** per l'anno fiscale 2013-2014 al 4,6%, in calo rispetto al 4,8% inizialmente proposto. Anche la RBI è però scettica<sup>12</sup> sulla possibilità di raggiungere l'obiettivo: nel 4° trimestre del 2013 infatti le entrate statali sono rallentate, a causa di un calo del gettito delle imposte, mentre le uscite sono accelerate rispetto al 3° trimestre. Il deficit pubblico nell'anno solare 2013 è stato pari al 5,9%, e nei primi tre trimestri dell'AF 2013-2014 (che terminerà a marzo) ha già raggiunto il 98,4% della stima del Governo. È molto probabile dunque che il deficit per l'anno fiscale 2013-2014 si attesti intorno al 5%. Il **bilancio provvisorio** proposto a metà febbraio per l'AF 2014-2015 ha come obiettivo un ulteriore calo del deficit al 4,1%. Il bilancio non ha presentato novità particolari: ha ribadito la volontà di aumentare gli investimenti in infrastrutture (ferrovie, energia nucleare, energia solare) anche con progetti di partecipazione pubblico-privato e ha previsto un aumento della spesa per sussidi e della spesa militare. Dal lato delle imposte, ha proposto una diminuzione dell'imposta di consumo (excise duty) su molti beni, anche capitali, in vigore fino al 30 giugno 2014. Il bilancio definitivo verrà poi approvato in estate.

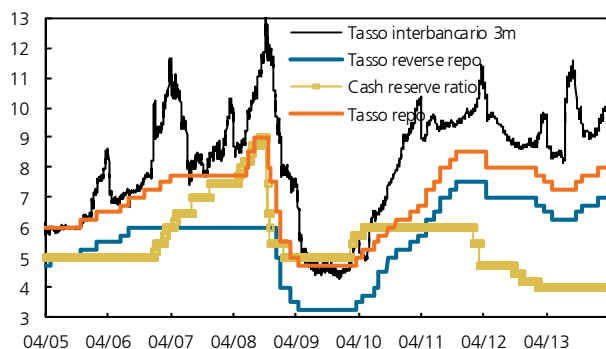
Il **credito al settore commerciale** non alimentare è salito del 14,9% a/a a gennaio, in lieve accelerazione rispetto a novembre (14,6%), continuando a fornire sostegno all'economia e rimanendo in linea con le previsioni della Banca centrale. L'aumento dell'inflazione core ha indotto la Reserve Bank of India ad effettuare un altro rialzo dei tassi di 25pb a fine gennaio, portando il tasso repo all'8%. La **banca centrale** si aspetta che l'inflazione core continui a rimanere elevata, anche se la dinamica dell'inflazione totale beneficerà del rallentamento dei

<sup>12</sup> RBI: Macroeconomic and Monetary Policy Development Third Quarter Review 2013-2014, gennaio 2014.

prezzi degli alimentari e continuerà a scendere nei prossimi mesi. Essa vede qualche rischio al rialzo alla previsione centrale del Comitato Patel<sup>13</sup> dell'8% per marzo 2015. La banca centrale si riunirà d'ora in poi ogni due mesi, con il prossimo meeting in calendario per l'1 aprile. Ribadiamo il nostro scenario di tassi fermi nei prossimi mesi, anche alla luce del recente rialzo dei tassi reali e delle indicazioni della RBI. Non escludiamo comunque il rischio di un altro rialzo a giugno nel caso di aumento ulteriore dell'inflazione core. Riteniamo che esista un eventuale spazio per un allentamento della politica monetaria solo nella seconda parte dell'anno, in linea con un atteso maggior rientro dell'inflazione.

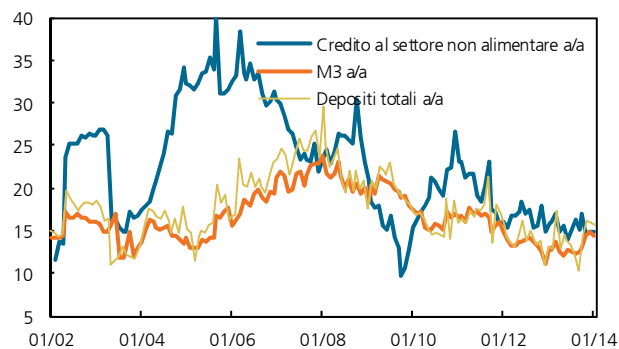
La **rupia** si è apprezzata dell'1,85% vs dollaro tra metà dicembre e metà marzo, e del 3% dal minimo raggiunto a fine gennaio (63,10). Come detto precedentemente, il deficit commerciale è stato in netto miglioramento nella seconda parte dell'anno tanto che il saldo delle partite correnti ha chiuso il 2013 al 3,5% del PIL dal 5,4% del 2012. L'ultima parte dell'anno ha registrato anche un miglioramento del saldo del conto finanziario grazie ad un aumento dei flussi di portafoglio e a una tenuta degli investimenti diretti esteri. Ciò ha permesso così alla banca centrale di aumentare le riserve in valuta estera da un minimo di 247,0 miliardi di dollari in agosto a 268 miliardi di dollari a fine dicembre e ha favorito la stabilizzazione della rupia. Il cambio effettivo è rimasto sostanzialmente invariato negli ultimi 6 mesi e il deprezzamento del 12,4% in termini nominali e del 9,9% in termini reali rispetto a un anno fa dovrebbe contribuire ad sostenere un recupero dell'export nei prossimi mesi. Nonostante il Paese si trovi in una posizione esterna migliore rispetto all'anno scorso, il peso dei flussi di capitali esteri nella copertura del fabbisogno esterno e il verosimile sforamento degli obiettivi sui conti pubblici del corrente anno fiscale impongono cautela. In questo contesto, la probabile accelerazione del *tapering* da parte della Fed lascia il cambio esposto a nuovi movimenti al ribasso.

La RBI alza i tassi



Fonte: Bloomberg

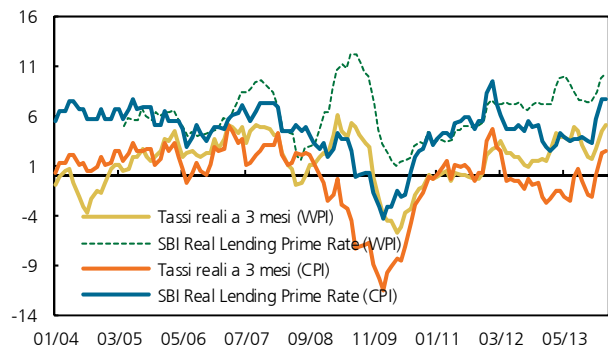
La dinamica del credito è stabile



Fonte: Bloomberg

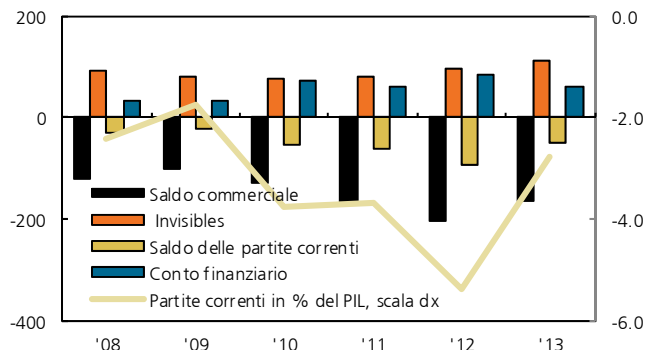
<sup>13</sup> Comitato istituito a settembre 2013 con il compito di esaminare la politica monetaria e di fare raccomandazioni, in linea con l'obiettivo di dare maggior peso all'inflazione dei prezzi al consumo nella determinazione della politica monetaria, finora basata solo sui prezzi all'ingrosso.

Tassi reali in aumento



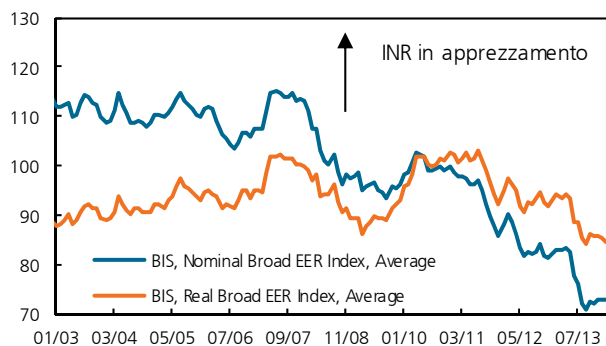
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Saldo delle partite correnti (miliardi di dollari)



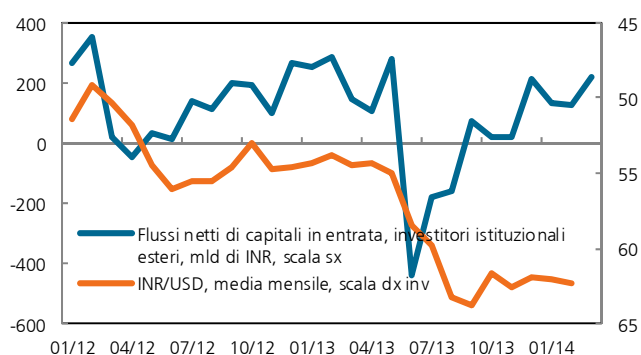
Fonte: Bloomberg

Tasso di cambio effettivo



Fonte: CEIC

Il ritorno dei capitali finanziari stabilizza la rupia



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

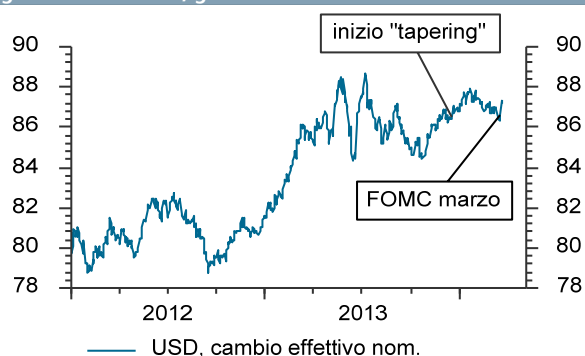
## Mercati Valutari - La Fed "rassicura" i mercati: il dollaro riparte

DOLLARO

Asmara Jamaleh

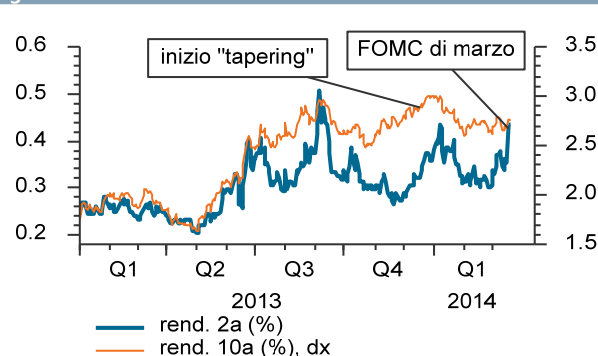
Da inizio febbraio il dollaro è tornato a deprezzarsi (perlopiù contro le *majors*), ma l'esito del FOMC del 18-19 marzo dovrebbe aver posto le basi per un rimbalzo già nel breve e un ulteriore apprezzamento, generalizzato, più avanti in corso d'anno. Il cedimento di febbraio infatti è stato determinato da una tornata di dati USA più deboli delle attese, che aveva fatto temere un rallentamento della crescita statunitense piuttosto che un consolidamento della ripresa. In realtà questi dati hanno risentito negativamente delle avverse condizioni climatiche registratesi durante il periodo, che hanno provocato uno scostamento dal sentiero atteso, ma trattasi di uno scostamento *una tantum* e, soprattutto, che non compromette il trend di ripresa nei trimestri successivi. Questo è stato fondamentalmente il messaggio trasmesso a marzo dalla Fed, che sembra essere riuscita a rassicurare i mercati sulla tenuta e la qualità della ripresa USA, producendo un effetto immediato di generalizzato rimbalzo sul dollaro.

Fig. 1 – Dollaro USA, guidato dai FOMC



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Rendimenti USA e FOMC



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Ha infatti proseguito il *tapering* allo stesso ritmo dei mesi precedenti perché, nonostante l'inizio d'anno più debole del previsto, "ora ritiene che vi sia una forza sottostante dell'economia nel suo complesso sufficiente a supportare il continuo miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro". La limatura al ribasso della crescita media attesa è stata pressoché insignificante (a 2,9% da 3,0% quest'anno e a 3,1% da 3,2% il prossimo), ma soprattutto (1) è stato rivisto al ribasso il tasso di disoccupazione atteso su tutto l'orizzonte previsivo e (2) le proiezioni sui tassi ufficiali sono state riviste marginalmente verso l'alto: la maggioranza dei membri continua a prevedere che il primo rialzo dei Fed Funds sarà nel 2015, ma si aspetta un punto di arrivo dei tassi leggermente più elevato rispetto a dicembre, a 1,00% a fine 2015 (invece che 0,75%) e uguale o maggiore di 2,00% a fine 2016 (invece che 1,75%). **L'avvio del ciclo di rialzi potrebbe quindi aversi già a metà 2015, ma la novità di quest'ultimo FOMC è che il focus sembra essersi spostato da "quando sarà il primo rialzo" a "quanto saliranno i Fed Funds dal 2015 in poi".** In questa direzione conduce la **modifica della *forward guidance*** apportata alla riunione di marzo. Con riferimento a "quando sarà il primo rialzo": per decidere quanto a lungo mantenere i Fed Funds al livello attuale la Fed ha infatti abbandonato la condizione minima del raggiungimento di un livello preciso del tasso di disoccupazione (6,5%), sostituendola con la valutazione (basata non su una sola variabile ma su un ampio set di informazioni) del "progresso – sia realizzato sia atteso – verso gli obiettivi di massima occupazione e di inflazione al 2%". Con riferimento invece a "quanto saliranno i Fed Funds dal 2015 in poi": se fino alla riunione precedente (gennaio) la Fed si preoccupava di segnalare che probabilmente sarebbe stato opportuno mantenere il livello attuale dei Fed Funds anche una volta raggiunto il tasso di disoccupazione del 6,5%, a marzo si è spinta a dare una segnalazione sul punto di arrivo del ciclo di rialzi, che

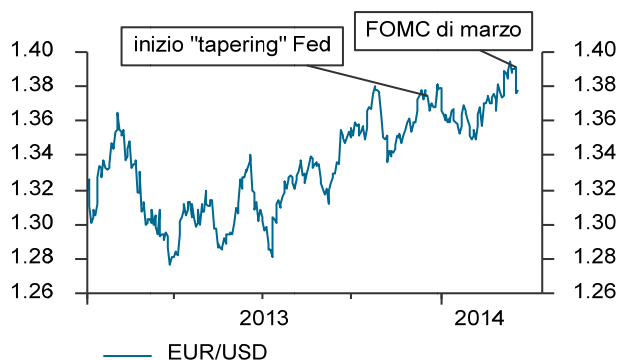


potrebbe essere inferiore al livello che sarebbe stato giudicato adeguato nel passato pre-crisi, più precisamente "anche una volta che siano stati pressoché raggiunti gli obiettivi di occupazione e inflazione, le condizioni economiche potrebbero richiedere che per qualche tempo i tassi ufficiali vengano mantenuti al di sotto dei livelli che il Board ritiene normali nel più lungo termine". Questo suggerisce che nella fase iniziale del ciclo di rialzi i tassi potranno essere (i) più alti di quanto il mercato si aspettava prima di questo FOMC, il che dovrebbe aiutare nel breve un recupero del dollaro rispetto al calo recente, (ii) ma più bassi di quanto sarebbe stato nei cicli passati (pre-crisi), il che potrebbe ridimensionare l'upside successivo del dollaro. Per quanto riguarda però la dinamica attesa del biglietto verde nel prosieguo del 2014 e l'inizio almeno del 2015 dovrebbe essere più rilevante il primo punto che il secondo, soprattutto fintantoché la Fed manterrà un vantaggio temporale (nel timing del primo rialzo) sulle principali banche centrali delle economie avanzate, area euro in primis. **Condizione importante** sarà che la crescita USA nei prossimi mesi non deluda, ma tale rischio appare ora più basso, sia alla luce del FOMC di marzo sia alla luce del fatto che il dollaro arriva già da una correzione, subita per l'appunto a causa di un inizio d'anno risultato più debole delle attese ma solo per fattori transitori.

**EURO** – Il calo riprende dopo le rassicurazioni Fed e l'abbandono del "benign neglect" BCE.

Le "rassicurazioni" della Fed sulla crescita USA al FOMC del 19 marzo, pochi giorni dopo la dismissione del "benign neglect" della BCE sul cambio (13 marzo: discorso di Draghi a Vienna, v. sotto), dovrebbero aprire la seconda fase della correzione attesa dell'euro. Il deprezzamento – da 1,38 a 1,34 EUR/USD – avviato dopo il FOMC del 18 dicembre (annuncio del tapering) si è infatti interrotto a inizio febbraio a causa dei dati USA più deboli del previsto sull'inizio dell'anno che hanno penalizzato il dollaro. Insieme al "benign neglect" sul cambio emerso alla riunione BCE di dicembre e replicato anche agli incontri successivi, ne è derivata una brusca sterzata dell'euro, che ha superato così i massimi 2013 salendo fino in area 1,39. Da qui, prima che arrivasse alla soglia critica di 1,40, l'ha scalzato il FOMC di marzo, arretrando in meno di due giorni da 1,39 a 1,37.

Fig. 3 – Euro e riunioni Fed



Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 4 – Stime basate sulla relazione con i rendimenti



Fonte: Thomson Reuters-Datstream

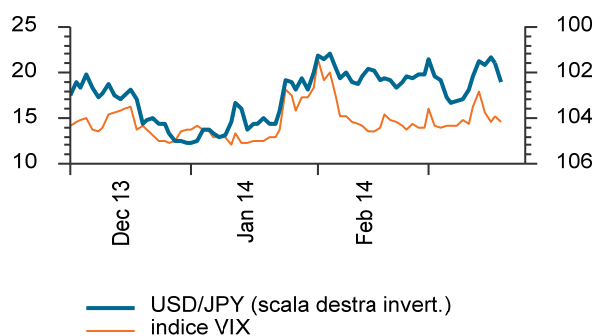
Cruciale, perché la correzione prosegua, sarà che i dati USA non deludano più. Tale ipotesi, a parte eventuali conseguenze residuali del maltempo nel brevissimo termine (che dovrebbero però essere stati già scontati dal mercato) appare comunque abbastanza ragionevole, sia alla luce dello scenario trasmesso dalla Fed, sia alla luce del fatto che la ripresa USA nel 2° trimestre dovrebbe apparire ancora più convincente dopo il rallentamento del 1°. Contemporaneamente inoltre il grado di sopravvalutazione dell'euro è andato aumentando (Fig. 4) e quando è arrivato a un soffio da 1,4000 (massimo a 1,3967 il 13 marzo) Draghi, in un discorso a Vienna, ha affrontato apertamente il tema del cambio. Due sono i punti che ha sottolineato: (1) la forward guidance della BCE crea di fatto un allentamento monetario, per cui i tassi di interesse reali

dovrebbero scendere, sia in termini assoluti sia in spread rispetto al resto del mondo e questo, *ceteris paribus*, dovrebbe esercitare pressioni ribassiste sull'euro; (2) il rafforzamento del cambio effettivo dell'euro nell'ultimo anno e mezzo ha avuto un ruolo significativo nel ridurre l'inflazione e, dati gli attuali livelli (molto bassi) di questa, sta diventando sempre più rilevante per la BCE nella sua valutazione della stabilità dei prezzi. Ciò significa che in questa fase un ulteriore apprezzamento dell'euro inizierebbe a diventare sgradito alla BCE, perché potrebbe allontanare ancora di più (al ribasso) l'inflazione dall'obiettivo, rischio che la BCE non vuole correre. Infatti si è detta pronta a tagliare i tassi e adottare le altre misure necessarie per scongiurare il rischio di deflazione. Senza contare che un cambio ancora più forte porrebbe rischi verso il basso sulla crescita, specie ora che sta appena cominciando a riprendersi e per di più molto debolmente. **Manteniamo pertanto attese di ulteriore discesa dell'euro**, verso 1,35-1,34 almeno entro l'orizzonte a 3m, e verso 1,30 o poco sotto sul finire dell'anno quando, al termine del programma di acquisti Fed, inizierà il conto alla rovescia verso il primo rialzo dei tassi USA. I rischi restano ancora verso l'alto, ovvero di un euro che scenda meno o più lentamente delle attese, soprattutto nel breve.

**YEN** – I fondamentali restano ribassisti: rimbalzo d'inizio anno prossimo ad esaurimento.

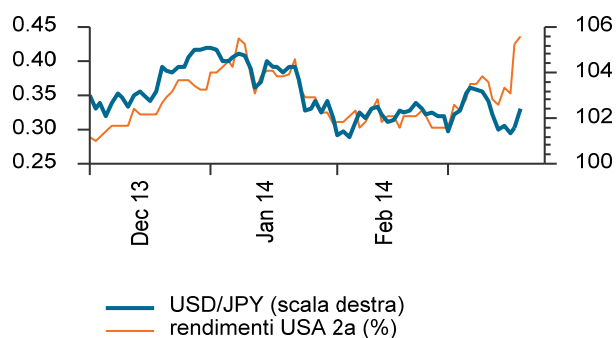
Lo yen rimane una valuta che non vive di vita propria. La sua dinamica continua a essere guidata dagli sviluppi sul fronte USA e dall'evoluzione dell'avversione al rischio. Quest'ultima, quando aumenta, tende a rafforzare la valuta nipponica (Fig. 5), come si è visto anche di recente a fronte della crisi russo-ucraina. Mentre per quanto riguarda gli sviluppi sul fronte USA, questi sono ben sintetizzati dalla dinamica **dei rendimenti USA** (a breve e a lunga), che vengono replicati da quella del cambio USD/JPY (Fig. 6).

Fig. 5 – USD/JPY e avversione al rischio



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 6 – USD/JPY e rendimenti USA



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Da inizio anno la correlazione è stata elevatissima (88% con i rendimenti a due anni, 94% con quelli a dieci) e rimane anche con i differenziali USA-Giappone, perché il livello dei rendimenti domestici è basso e la dinamica è quasi annullata dalla politica monetaria ultra-accomodante della BoJ. La correlazione con i differenziali è comunque più bassa, a testimoniare che a fare da *driver* sono i rendimenti statunitensi. E così, quando al FOMC di dicembre la Fed ha annunciato il tanto atteso avvio del *tapering*, lo yen è sceso, passando da 102 a 105 USD/JPY. Successivamente però, appurato che il *tapering* non avrebbe permesso alla curva USA di salire tanto facilmente e soprattutto a causa di un'inattesa tornata di dati USA deboli a inizio anno, i rendimenti statunitensi sono andati ritirandosi e lo yen si è rafforzato risalendo fino a quota 100 USD/JPY. I dati USA dovrebbero comunque iniziare a mostrare dei miglioramenti già **nel breve**, mentre in Giappone al contrario la crescita risentirà negativamente dell'aumento ad aprile dell'imposta sui consumi, e la BoJ è pronta a fornire stimolo monetario aggiuntivo per rimediare al problema. Manteniamo pertanto attese di rientro dello yen verso i minimi di gennaio (area

105 USD/JPY) entro l'orizzonte a 3m. **Nella seconda metà dell'anno**, al consolidarsi della ripresa USA e all'approssimarsi della conclusione del programma di acquisti Fed dovrebbero iniziare a prevalere le pressioni rialziste sui rendimenti statunitensi, soprattutto nel conto alla rovescia verso il primo rialzo dei Fed Funds atteso nel 2015. Manteniamo quindi attese di ulteriore deprezzamento dello yen tra 105 e 110 USD/JPY entro l'orizzonte a 6m-12m. Ne abbassiamo invece la proiezione a 24m da 105 a 110 USD/JPY per la possibilità di una nuova fase di rallentamento dell'economia giapponese nel 2015, connessi anche alla seconda *tranche* di aumento dell'imposta sui consumi programmata per ottobre dell'anno prossimo. I rischi su tale orizzonte sono verso il basso, ovvero di uno yen che potrebbe indebolirsi oltre quota 110 USD/JPY, soprattutto se la Fed dovesse anticipare l'avvio del ciclo di rialzi dei tassi. Anche in tal caso comunque l'eventuale superamento di quota 110 non dovrebbe estendersi né nel tempo né nell'entità: a tale livello infatti lo yen sarebbe già sottovalutato del 15% circa secondo le nostre stime e le ricadute complessive sull'economia domestica potrebbero diventare negative.

**STERLINA** – Nuova *forward guidance* BoE. Ancora *upside*, più contro euro che contro dollaro.

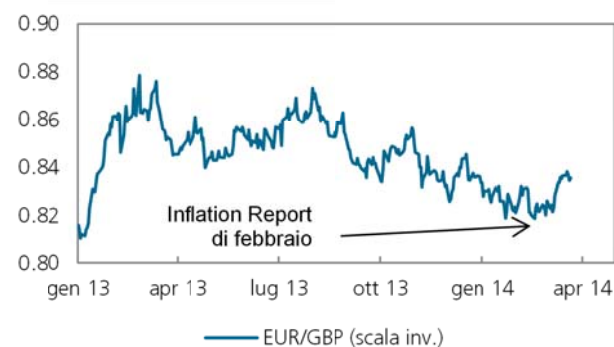
La sterlina si è rafforzata ulteriormente e a febbraio ha inaugurato nuovi massimi rispetto al 2013 a 1,68 GBP/USD e a 0,81 EUR/GBP. Il consolidamento della ripresa dell'economia britannica è stato il motivo di fondo della tenuta al rialzo della sterlina, ma a determinare l'accelerazione rialzista è stato l'*Inflation Report* BoE (12 febbraio) contenente l'annuncio della nuova *forward guidance*.

Fig. 7 – Massimi della sterlina sull'IR di febbraio



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 – ... anche contro euro



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

All'avvicinarsi della soglia (7,0%) del tasso di disoccupazione raggiunto il quale – secondo la precedente f.g. – la BoE avrebbe teoricamente potuto iniziare ad alzare i tassi, la banca centrale ha infatti dovuto modificare le condizioni che le consentirebbero di avviare la normalizzazione della politica monetaria, non potendo permettersi di farlo subito pena la compromissione della ripresa nascente. **Secondo la nuova *guidance***, che comincerà a essere applicata al raggiungimento della soglia suddetta al 7%, fermo restando l'obiettivo dell'*inflation targeting*, **la BoE intende muoversi in modo che tutta la "spare capacity" presente nel sistema venga assorbita entro i prossimi due-tre anni. Come? Prima aspettando ad alzare i tassi finché, dai livelli attuali di capacità inutilizzata, ne venga già assorbita una prima parte (leggi: dando per ora priorità alla crescita: "la BoE non intende mettere a rischio la ripresa"), e solo dopo attraverso rialzi che siano però gradualmente e limitati** (leggi: con un timing dell'avvio del ciclo di rialzi più tardivo e un punto di arrivo finale inferiore rispetto ai cicli passati pre-crisi). Il mercato sembra aver recepito correttamente il messaggio della BoE: i rendimenti, sia a breve sia a lunga, sono tendenzialmente scesi (in linea con uno scenario di rialzi dei tassi non già quest'anno ma l'anno prossimo – approssimativamente verso metà 2015), mentre la sterlina si è apprezzata, (in linea con la migliore performance – corrente – di crescita sia agli USA che all'area euro). Sul FOMC di

marzo anche la sterlina ha corretto contro dollaro, per quanto un po' meno dell'euro, e questo potrebbe segnalare una pausa, temporanea, del trend rialzista in corso dall'estate, per due ragioni: **(1)** la crescita attesa nel Regno Unito e negli Stati Uniti quest'anno è molto simile, a 2,6%-2,7% e 2,7% rispettivamente, così come molto vicino è attualmente il *timing* atteso del primo rialzo dei tassi di BoE e Fed (metà 2015 circa); **(2)** i rischi verso il basso sull'inflazione britannica sembrano al momento leggermente superiori rispetto a quella USA, il che, a parità di crescita, potrebbe indurre la BoE a indugiare un po' di più prima di alzare i tassi. Complessivamente questo non dovrebbe impedire alla sterlina di toccare nuovi massimi in corso d'anno (verso 1,70 GBP/USD), ma potrebbe impedirle di risalire già nel brevissimo, orizzonte sul quale appare più probabile che l'inflazione UK sia più bassa. **Maggiore è invece lo spazio di apprezzamento ancora da realizzare contro euro**, sia per la divergenza di politica monetaria sia per la netta sopra-performance della crescita britannica sull'area euro (meno della metà, a 1,1% quest'anno), con nuovi massimi attesi verso almeno 0,80-0,78 EUR/GBP.

## Scenario Macroeconomico

Marzo 2014

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

## Appendice

### Certificazione degli analisti

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

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

### Comunicazioni specifiche:

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

### Comunicazioni importanti

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

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

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Metodologia di valutazione

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

## Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

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