

# Scenario Macroeconomico

**Servizio Studi e Ricerche**  
Marzo 2013

## Indice

|  |           |
|--|-----------|
| <b>Avanti adagio</b>   | <b>2</b>  |
| <b>Materie prime: i fondamentali sono ancora deboli</b>                            | <b>6</b>  |
| Petrolio   | 8         |
| <b>Stati Uniti - L'economia è finalmente risanata: crescita al 3% nel 2014</b>     | <b>12</b> |
| La domanda privata è ripartita, con l'aiuto della Fed                              | 13        |
| <i>Focus: il sequestro - un meccanismo rozzo per tagliare la spesa</i>             | 17        |
| <i>Focus: il cruscotto della Fed</i>   | 18        |
| <b>Area euro – Passata è la tempesta?</b>  | <b>19</b> |
| Il quadro congiunturale: nuove nubi all'orizzonte                                  | 20        |
| Inflazione: sotto il 2% e i rischi sono verso il basso                             | 27        |
| BCE: non c'è da aspettarsi un granché da Francoforte                               | 30        |
| Germania: partenza debole ma il peggio è passato                                   | 33        |
| <i>Focus I: la Germania rispetterà il fiscal compact già dal 2013</i>              | 35        |
| <i>Focus II: dieci anni dopo - da "malato" a "locomotiva d'Europa", ma durerà?</i> | 38        |
| Francia: 2013 di stagnazione   | 43        |
| Italia: è la politica, bellezza!   | 45        |
| Spagna: in attesa di indicazioni da Bruxelles                                      | 50        |
| <b>Regno Unito – Meno crescita oggi, maggiore sostenibilità domani</b>             | <b>55</b> |
| <b>Asia</b>  | <b>56</b> |
| Giappone: verso un'aggressiva espansione monetaria                                 | 56        |
| Cina: investimenti ed export riaccelerano nei primi mesi dell'anno                 | 61        |
| India: la ripresa che ancora non c'è   | 67        |
| <b>Mercati valutari – "Currency war": tra i litiganti il dollaro gode</b>          | <b>73</b> |

## Marzo 2013

|  |
|--|
| <b>Nota trimestrale</b>                                      |
| <b>Intesa Sanpaolo</b><br>Servizio Studi e Ricerche          |
| Macroeconomic and<br>Fixed Income Research                   |
| Macroeconomic Research<br>Team                               |
| <b>Luca Mezzomo</b><br>Responsabile                          |
| <b>Giovanna Mossetti</b><br>Economista - USA e Giappone      |
| <b>Anna Maria Grimaldi</b><br>Economista - Area Euro         |
| <b>Paolo Mameli</b><br>Economista - Area Euro                |
| <b>Guido Valerio Ceoloni</b><br>Economista - Area Euro       |
| <b>Daniela Corsini</b><br>Economista – Materie Prime         |
| <b>Asmara Jamaleh</b><br>Economista – Mercati Valutari       |
| <b>International Economics</b>                               |
| <b>Silvia Guizzo</b><br>Economista Macro - Asia<br>Emergenti |

## Avanti adagio

L'economia mondiale sta procedendo lungo i binari di una moderata espansione, senza che emergano pressioni inflazionistiche. Gli scenari di rischio sono stati finora disinnescati, anche se le criticità non mancano. Le politiche monetarie rimangono molto accomodanti, ma negli Stati Uniti la più efficace trasmissione potrebbe consentire una graduale estinzione dello stimolo quantitativo.

L'orientamento positivo espresso dai mercati finanziari nella seconda metà del 2012 ha trovato sostanziale conferma nell'andamento degli indicatori congiunturali. Le indagini di fiducia e i PMI hanno fornito segnali di un diffuso miglioramento dell'attività economica, sebbene con gradazioni differenziate per area (minore contrazione nell'Eurozona, effettiva accelerazione della crescita in Stati Uniti e BRICs). Tali indicazioni hanno iniziato a trovare conforto anche nelle misure reali di attività, come la produzione industriale.

Il rafforzamento dell'attività economica è stato favorito anche dall'evoluzione benigna delle politiche economiche e dagli sviluppi sui principali fronti di crisi, oltre che da un'evoluzione ordinata dei prezzi sulle materie prime energetiche. Le politiche monetarie sono rimaste molto accomodanti: l'unico sviluppo rilevante è costituito dalla svolta espansiva annunciata dalla Banca del Giappone, sebbene con decorrenza dal 2014. Inoltre, anche il rischio di eccessiva restrizione della politica fiscale americana non si è materializzato. Infine, tre dei Paesi europei in crisi (Irlanda, Portogallo, Spagna) hanno registrato un netto miglioramento delle condizioni di accesso ai mercati, mentre un quarto (l'Italia), per ora non è stato penalizzato quanto si temeva da un esito elettorale negativo per le prospettive di governabilità.

Luca Mezzomo

**L'ottimismo degli investitori riguardo alla tenuta della ripresa si è rivelato corretto**

| La crescita economica per area geografica |      |      |      |      |      |
|---|------|------|------|------|------|
|   | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| Stati Uniti                               | 2.4  | 1.8  | 2.2  | 1.8  | 3.1  |
| Giappone                                  | 4.7  | -0.5 | 2.0  | 0.8  | 2.2  |
| Area euro                                 | 2.0  | 1.5  | -0.5 | -0.5 | 0.9  |
| Europa Orientale                          | 3.6  | 3.7  | 2.8  | 1.9  | 3.5  |
| America Latina                            | 5.8  | 4.1  | 2.6  | 3.1  | 4.3  |
| OPEC                                      | 3.8  | 4.8  | 4.0  | 4.1  | 4.7  |
| Asia Orientale                            | 9.1  | 7.0  | 6.2  | 6.1  | 7.1  |
| Africa                                    | 3.8  | 3.4  | 2.7  | 4.0  | 4.9  |
| Crescita mondiale                         | 5.1  | 3.9  | 3.2  | 3.3  | 4.1  |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo – Servizio Studi e Ricerche

Lo scenario atteso per le politiche economiche non è mutato in modo sostanziale negli ultimi mesi. L'orientamento delle politiche fiscali, misurato dalla variazione del saldo primario corretto per il ciclo, rimane restrittivo nei Paesi avanzati, in particolare Eurozona e Stati Uniti, e neutrale per i Paesi emergenti. L'orientamento delle politiche monetarie rimane fortemente espansivo: il livello dei tassi di politica monetaria resterà per diversi trimestri nullo, e misure di stimolo quantitativo continueranno ad essere operative in Giappone (dove saranno potenziate fra aprile e gennaio 2014) e negli Stati Uniti (dove, al contrario, il rafforzamento dell'attività economica dovrebbe portare a un graduale esaurimento del programma in corso). La riduzione del bilancio della Banca Centrale Europea, che continuerà nei prossimi mesi, riflette il rientro di liquidità inoperosa, e non ha significative ripercussioni né sul livello dei tassi monetari, né sulle condizioni del credito. Per quanto riguarda la trasmissione della politica monetaria, è prevedibile che negli Stati Uniti le condizioni del credito riflettano sempre più lo stimolo monetario, grazie al miglioramento dei bilanci di banche, imprese e famiglie: la trappola della liquidità, insomma, sembra sul punto di essere superata. Nell'Eurozona la situazione è e rimarrà ancora molto differenziata, dato il livello di frammentazione ancora presente sui mercati finanziari e la disomogeneità delle spinte sulle condizioni locali del credito. Peraltro, diversi Paesi europei sono

**Nei Paesi avanzati, politiche monetarie espansive continueranno ad accompagnarsi a politiche fiscali restrittive**

caratterizzati da processi di riduzione dei livelli di indebitamento di famiglie e imprese, che riducono la trasmissione degli impulsi di politica monetaria alle componenti della domanda sensibili ai tassi di interesse; la domanda di credito è ulteriormente ridotta dalla presenza di capacità produttiva in eccesso e dall'incertezza sulle prospettive della domanda, che disincentivano gli investimenti produttivi.

| Proiezioni sui prezzi delle materie prime   |       |       |       |       |       |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|
|   | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  |
| Petrolio (Brent, \$/barile)                 | 79.5  | 111.3 | 112.0 | 108.9 | 113.6 |
|   | +29.1 | +40.1 | +0.6  | -2.8  | +4.4  |
| Materie prime escl. combustibili (1990=100) | 160.9 | 189.5 | 170.9 | 174.6 | 180.9 |
|   | +26.4 | +17.8 | -9.8  | +2.2  | +3.6  |
| Metalli (1990=100)                          | 202.3 | 229.7 | 191.0 | 200.9 | 209.8 |
|   | +48.2 | +13.5 | -16.8 | +5.2  | +4.4  |
| Agricole (1990=100)                         | 125.1 | 153.5 | 134.1 | 127.1 | 125.2 |
|   | +33.2 | +22.7 | -12.6 | -5.2  | -1.5  |

Nota: livelli e variazioni medie annue

Fonte: Intesa Sanpaolo – Servizio Studi e Ricerche

Le previsioni sulle variazioni del PIL sono state oggetto di revisioni molto modeste rispetto a tre mesi fa. A una marginale revisione al rialzo per gli Stati Uniti (da 1,7 a 1,8%) si contrappone una altrettanto marginale revisione al ribasso per l'Eurozona (da -0,4 a -0,5% a/a) e per l'India; le stime per la Cina sono rimaste invariate. La crescita nei Paesi avanzati rimarrà moderata, con tendenze disomogenee: accelerazione negli Stati Uniti e in Giappone, blanda recessione seguita da una modestissima ripresa nell'Eurozona.

L'andamento dei prezzi continua a essere frenato dalle condizioni di elevata disoccupazione e ampia capacità produttiva inutilizzata che caratterizzano molte economie avanzate. Inoltre, anche le spinte al rialzo sui prezzi energetici appaiono smorzate, e meno suscettibili di generare pressioni sui prezzi finali.

#### Il quadro per area in sintesi

Negli **Stati Uniti**, la crescita è in accelerazione dopo lo stallo del 4° trimestre 2012. L'aumento di stimolo monetario in atto da settembre, la svolta definitiva dei prezzi delle case e la normalizzazione dei bilanci delle famiglie, più che compensano il freno esercitato dalla politica fiscale restrittiva e incerta del Governo federale. La previsione di crescita è +1,8% nel 2013 (con rischi verso l'alto) e +3,1% nel 2014. La domanda privata dovrebbe vedere una dinamica sostenuta per tutte le componenti: consumi, investimenti fissi delle imprese, investimenti residenziali. Il contributo dello stimolo monetario è massiccio e sosterrà la crescita anche nel 2014-15. Alla ripresa ciclica, si aggiungono due fattori strutturali positivi che spingeranno la domanda aggregata in misura crescente nei prossimi anni: rilocalizzazione del settore manifatturiero e boom energetico. Quest'ultimo avrà effetti diretti, determinati da aumenti di produzione, investimenti e occupazione nel settore, e indiretti, attraverso una riduzione massiccia delle importazioni di petrolio nel prossimo quinquennio. La politica fiscale resta un freno. L'accordo sul *fiscal cliff*, i tagli automatici entrati in vigore a marzo e il tetto alla spesa per il resto dell'a.f. 2013 freneranno il PIL per circa 0,5-1pp. In arrivo ancora scontri in Congresso su budget 2014 (aprile) e limite del debito (agosto). La politica monetaria resterà super-espansiva ancora a lungo: tassi stabili fino a metà 2015, acquisti in graduale riduzione nel 2° semestre, bilancio sopra i tremila miliardi di dollari per un «periodo considerevole».

Il 2013 sarà un altro anno di recessione per l'area euro, simile al 2012 per quanto riguarda la flessione del PIL in media d'anno (-0,5%). Anche la composizione della domanda dovrebbe essere simile, con un contributo positivo del commercio con l'estero e un contributo negativo da domanda domestica e scorte. Il punto di minimo del ciclo potrebbe collocarsi proprio nel 1°

**Poche le revisioni alle stime di crescita. L'espansione del PIL sarà moderata nei Paesi avanzati**

**Nessun rischio di pressioni inflazionistiche**

**Stati Uniti: continua il rafforzamento dell'economia. Verso una lenta uscita dallo stimolo quantitativo. Permangono rischi sul fronte fiscale**

**Area euro  
Un altro anno di recessione, soprattutto per i Paesi della periferia. Persistono i rischi connessi alla crisi del debito**

trimestre del 2013; in ogni caso, solo nella seconda metà dell'anno si potrà assistere a una graduale e modesta ripresa dell'attività produttiva. L'economia dell'area euro potrebbe tornare a crescere nel 2014, ma nemmeno l'anno prossimo ci si può aspettare un contributo positivo dai Paesi periferici, ancora stretti nella morsa di politiche economiche e condizioni finanziarie restrittive, oltre che, in alcuni casi, di processi pluriennali di riduzione dei livelli di indebitamento nel settore privato.

L'inflazione nell'area euro dovrebbe calare dal 2,5% del 2012 all'1,7% nel 2013 e all'1,8% nel 2014. Il contributo dell'energia è atteso in calo fino all'autunno, quando ci aspettiamo che i prezzi del petrolio in euro tornino a salire. L'inflazione *core* dovrebbe calare all'1,4% dall'1,8% del 2012. Sulla dinamica annua peseranno aumenti di prezzi amministrati e tassazione indiretta, che si sono già verificati (e che pesano sulla media 2013) o che sono previsti per il 2013.

Per quanto riguarda la politica monetaria della BCE, il ribasso alle stime di crescita per il biennio in corso lascia aperta la porta a un ritocco del *refi* nei prossimi mesi. Tuttavia, pensiamo che la probabilità di un taglio del *refi* rimanga piuttosto esigua, e che ancora più improbabile sia un livello negativo del tasso sui depositi, ora a zero. Né ci aspettiamo un nuovo potenziamento delle misure non convenzionali.

Come in passato, lo scenario descritto esige che la crisi del debito nell'Eurozona non subisca evoluzioni estreme. D'altro canto, non tutti gli eventi 'estremi' avrebbero lo stesso potenziale di far deviare lo scenario dalla proiezione di riferimento. Come nel 2012, la linea del Piave della crisi rimane quella costituita da Italia e Spagna. Ma se nel 2012 era la Spagna a creare le maggiori preoccupazioni, attualmente il rischio più rilevante è creato dalla crisi politica italiana, in quanto l'efficacia dei meccanismi di sostegno dipende dalla disponibilità di strutture di governo in grado di negoziare e approvare l'apparato condizionale che accompagna i programmi.

In **Giappone**, il cambiamento di Governo dell'autunno 2012 ha avuto effetti immediati sulle variabili finanziarie, con indebolimento del cambio e rialzo delle aspettative di inflazione prima ancora che venissero attuate nuove misure di stimolo. La crescita nel 2013 dovrebbe essere dello 0,8%, in accelerazione al 2,2% nel 2014. Il sentiero di crescita e inflazione nel 2014-15 sarà fortemente influenzato dagli effetti del raddoppio dell'imposta sui consumi (aprile 2014, ottobre 2015). A regime, una volta eliminata la volatilità legata alla modifica dell'imposta, l'inflazione dovrebbe essere intorno all'1,5% nel 2017. La strategia del nuovo Governo agisce su due fronti: 1) **politica fiscale espansiva nel 2013, restrittiva successivamente**, per arrivare a stabilizzare il rapporto debito/PIL; 2) **politica monetaria aggressivamente espansiva, mirata a sconfiggere la deflazione** e raggiungere un'inflazione del 2% "nel più breve tempo possibile", con l'obiettivo di ridurre i tassi di interesse reali e di avere una crescita nominale positiva. Se le misure fiscali annunciate verranno effettivamente attuate, il deficit/PIL dovrebbe calare fino al 4% nel 2015 e stabilizzarsi intorno a quel livello. Il rapporto debito/PIL dovrebbe toccare un massimo di 217% nel 2014, e scendere gradualmente negli anni successivi. La **politica monetaria è la chiave principale della svolta** verso un'inflazione positiva. Un obiettivo credibile di inflazione al 2% e una strategia di politica monetaria molto più aggressiva hanno avuto effetti immediati sul cambio, sui tassi e sulle aspettative di inflazione, generando un significativo aumento di stimolo monetario.

**Giappone**

L'economia cinese ha chiuso il 2012 con una crescita annua del 7,8% a/a, in sensibile rallentamento rispetto al 9,3% del 2011. **Manteniamo ferme le nostre previsioni di crescita a 7,9% nel 2013**, con una minima accelerazione all'8,2% nel 2014. I rischi sullo scenario rimangono al ribasso per gli impatti negativi che potrebbe avere un nuovo rallentamento del

**Cina**

mercato immobiliare sia sulle finanze dei Governi locali, sia sulla performance del settore bancario. L'inflazione dovrebbe ritornare intorno a 2,4% a marzo e poi risalire gradualmente nel corso dell'anno. Le attese di aumento, seppur contenuto, del profilo d'inflazione e la riaccelerazione del credito nel 2012, attraverso il credito non bancario, nonché degli investimenti nel settore immobiliare, indurranno la PBOC a mantenere un atteggiamento attendista almeno nella prima parte dell'anno rinviando eventuali tagli a fine anno.

La crescita dell'economia indiana è scesa al 5,0% nel 2012 dal 7,5% del 2011 a causa di un marcato rallentamento dei consumi, in particolare privati (4,5% a/a vs 7,3% nel 2011), e degli investimenti (+0,7% a/a vs 6,2% nel 2011) a cui si è aggiunto un contributo negativo del canale estero. **Manteniamo una previsione di moderata accelerazione della crescita nel 2013, anche se rivediamo al ribasso le previsioni dal precedente 5,7% a 5,4%**, e di una ripresa a 6,9% nel 2014. Riteniamo che i rischi sulla crescita continuino a essere al ribasso nel breve medio termine e provengano da più fronti. Sul fronte interno i progressi nel campo delle riforme strutturali e fiscali appaiono ancora troppo timidi per favorire una forte ripresa del clima imprenditoriale. A questo si aggiunge il rischio di una discesa dell'inflazione più lenta delle attese con un impatto frenante sui consumi. Sul fronte esterno un riaccendersi della crisi europea potrebbe affiancarsi alla debolezza della ripresa internazionale. Entrambi i fattori continueranno a pesare sulla performance dell'export indiano e sul già elevato saldo delle partite correnti esacerbandone i rischi di finanziamento. I rischi al rialzo sull'inflazione e la presenza di deficit gemelli elevati limitano notevolmente gli spazi per un ulteriore allentamento della politica monetaria, pur in presenza di rischi al ribasso sulla crescita. Riteniamo pertanto che la RBI (*Reserve Bank of India*) effettuerà al massimo altri due tagli dei tassi da 25pb ciascuno nel corso dell'anno.

India

## Materie prime: i fondamentali sono ancora deboli

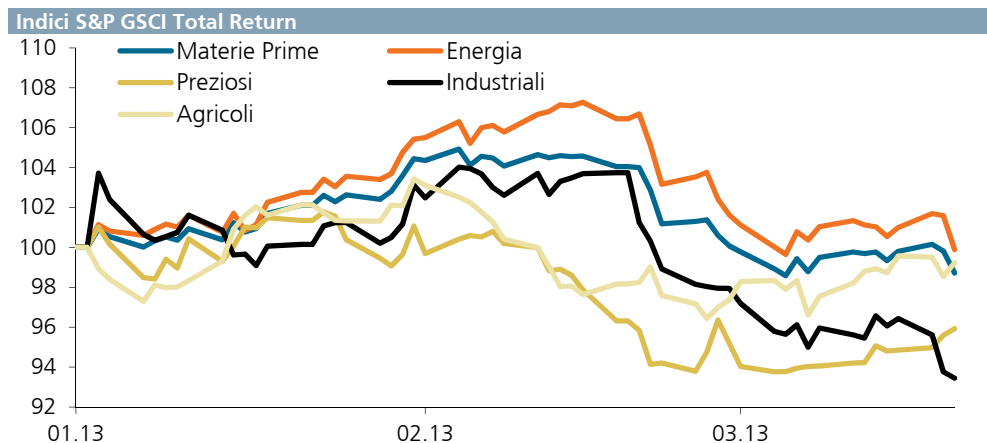
Daniela Corsini

Le nostre previsioni per l'universo *commodity* nel 2013 incorporano le attese di una modesta crescita dell'economia mondiale, su cui gravano importanti rischi al ribasso, principalmente legati all'incognita sulle decisioni politiche in Europa (per le difficoltà nei paesi periferici), negli Stati Uniti (per l'approvazione del budget e il tema del limite del debito) e in Cina (per le misure sul settore immobiliare e le attese ristrutturazioni nella struttura di importanti settori industriali). Sulla base dell'analisi di scenario macroeconomico e fondamentali di domanda e offerta, ci attendiamo che nel corso dell'anno i prezzi delle materie prime si manterranno su livelli storicamente elevati. Tuttavia, i mercati resteranno nervosi e ci saranno ancora ampi spazi per movimenti speculativi slegati dai fondamentali.

### Un difficile inizio d'anno

Nei primi mesi del 2013 abbiamo assistito a forti oscillazioni nelle quotazioni delle principali *commodity*. Sino a metà febbraio, energetici e metalli industriali sono stati trascinati al rialzo sia dall'ottimismo degli investitori, grazie alla rimozione di importanti fattori di incertezza, come lo scioglimento del nodo del *fiscal cliff* negli Stati Uniti, sia da mercati fisici più tesi per l'accelerazione stagionale della domanda cinese prima delle festività per il Nuovo Anno Lunare e per la riduzione temporanea dell'offerta di alcune materie prime, come ad esempio per le difficoltà nelle spedizioni di materiale ferroso a causa delle cattive condizioni metereologiche in Australia o per la riduzione della produzione di petrolio in Arabia Saudita.

Da metà febbraio, le materie prime hanno perso terreno per il deterioramento dello scenario macroeconomico globale dovuto allo stallo delle trattative fra Democratici e Repubblicani negli Stati Uniti, che ha portato all'avvio dei tagli automatici di spesa previsti dal Budget Control Act, e al ravvivarsi dei rischi al ribasso sulla crisi europea, acuiti sia dall'esito delle elezioni italiane, sia dal dibattito riguardo le severe condizioni imposte per il salvataggio di Cipro.



Per quanto riguarda i metalli preziosi, sin da inizio gennaio il comparto ha sofferto per il rafforzamento delle aspettative che la Federal Reserve (Fed) possa chiudere il programma di *quantitative easing* (QE). La preoccupazione principale è che una politica monetaria americana meno espansiva possa indebolire la domanda di oro per investimento sia tramite una riduzione della liquidità disponibile, sia per il rischio di un conseguente rafforzamento del dollaro. Occorre comunque precisare che la fine del QE non corrisponderebbe a un immediato drenaggio di liquidità nel sistema. Infatti, il nostro scenario centrale prevede una riduzione dell'ammontare degli acquisti mensili di titoli nella seconda metà del 2013 e l'interruzione del programma di acquisto titoli verso inizio 2014, mentre i tassi dovrebbero aumentare solo verso metà 2015.

Tuttavia, le quotazioni dell'oro stanno già incorporando una minore *attractiveness* del metallo prezioso rispetto ad altri tipi di investimenti, anche a causa degli elevatissimi prezzi raggiunti in termini reali nei paesi occidentali. Per determinare la futura evoluzione delle quotazioni aurifere, un ruolo cruciale sarà giocato dalla domanda di oro fisico in Asia. In particolare, attualmente preoccupa la fragilità dell'economia indiana e lo scarso spazio di manovra a disposizione della Reserve Bank of India, vincolata da significativi deficit di partite correnti e deficit di bilancio.

#### Importanti fattori di incertezza gravano ancora sullo scenario macroeconomico

Le nostre previsioni per l'universo *commodity* nel 2013 incorporano le attese di una moderata crescita dell'economia mondiale, sulla quale peraltro gravano alcuni rischi al ribasso, principalmente legati all'incognita sulle decisioni politiche in Europa (per la fragilità dello scenario politico in Italia e le difficoltà economiche nei paesi periferici) e negli Stati Uniti (per l'approvazione del budget e il tema del limite del debito).

La crescita globale sarà ancora guidata dai paesi emergenti e in particolar modo dalla Cina, dove la transizione ai vertici del Partito Comunista dovrebbe garantire continuità alle politiche monetarie e fiscali in essere. Fra le priorità del nuovo Governo sono stati indicati l'urbanizzazione, gli investimenti in infrastrutture e l'impegno a ridurre il divario fra le condizioni di vita di popolazione rurale e urbana. Nel breve periodo, la centralità di urbanizzazione e investimenti governativi in infrastrutture è molto positiva per la domanda di materie prime, principalmente per i metalli industriali. Nel medio periodo, queste politiche e la transizione da un modello di sviluppo basato sugli investimenti a uno maggiormente orientato ai consumi ridurranno il tasso di crescita potenziale, ma permetteranno una crescita economica più equilibrata e sostenibile nel lungo periodo, riducendo i futuri rischi di *hard-landing*.

Anche in Cina, vediamo come principale rischio al ribasso le decisioni politiche, che potrebbero portare a un raffreddamento più marcato delle attese nel settore immobiliare (con implicazioni estremamente negative sulle stime di domanda attesa per i metalli industriali) e a profonde ristrutturazioni nella struttura di importanti settori industriali, come ad esempio il settore siderurgico e il comparto dell'alluminio.

#### Le nostre previsioni sull'universo *commodity*

Sulla base dell'analisi di ciclo macroeconomico e fondamentali di domanda e offerta, ci attendiamo che nel corso dell'anno i prezzi delle materie prime si manterranno su livelli storicamente elevati. Tuttavia, a causa dei significativi *downside risk* che ancora minacciano la ripresa del ciclo economico globale, i mercati resteranno nervosi e ci saranno ancora ampi spazi per movimenti speculativi slegati dai fondamentali.

L'evoluzione delle politiche monetarie e il rafforzamento del dollaro americano saranno due temi critici per tutte le *commodity*, ma soprattutto per i metalli preziosi. In particolar modo, l'oro potrebbe soffrire di una minore domanda per investimento a causa delle contenute aspettative di inflazione e della maggior appetibilità di altre *asset class*, più esposte al rafforzamento del ciclo economico globale. Al contrario, la domanda di oro fisico da parte di Banche centrali e investitori asiatici dovrebbe rimanere robusta. In Europa, soprattutto nei paesi mediterranei, con l'aumentare dell'avversione al rischio potremmo assistere ad incrementi nella domanda di oro come bene rifugio (*safe heaven*), poiché l'oro potrebbe essere percepito come un'alternativa più sicura rispetto ai depositi bancari. Date queste spinte contrastanti, ci attendiamo una stabilizzazione delle quotazioni dell'oro attorno a 1.700 USD l'oncia per il 2013 e il 2014, mentre siamo più positivi sulle prospettive di medio-lungo periodo per platino e palladio grazie alla loro esposizione a domanda industriale e vendite di autoveicoli e grazie ai problemi endemici della produzione mineraria sudafricana.



Ci attendiamo un modesto aumento nelle quotazioni dei principali metalli industriali, guidati da domanda cinese e rischi di interruzioni inattese dell'offerta. Tuttavia, bruschi rialzi delle quotazioni saranno limitati sia da elevate scorte mondiali, in gran parte bloccate in contratti di finanziamento (*inventory financing deal*), sia da rischi di sostituzione. In termini di livelli, ci attendiamo per il 2013 prezzi leggermente superiori in media a quelli registrati nel 2012. Il rischio principale è rappresentato dagli interventi governativi nel settore, che potrebbero alterare significativamente le prospettive di futura offerta disponibile sul mercato nel medio e lungo periodo.

Per quanto riguarda gli agricoli, i rendimenti saranno molto eterogenei, sia per i diversi fondamentali di domanda e offerta, sia per la diversa esposizione a fattori di rischio e a driver unici. In particolare, il mercato monitorerà con attenzione le stime di produzione e domanda mondiale specifiche per ciascuna *commodity*. I principali fattori esogeni che potrebbero alterare significativamente il bilancio dei singoli mercati sono rischi politici e climatici, poiché eventi meteorologici estremi sono destinati a diventare più frequenti con l'acuirsi del fenomeno del *global warming*.

Infine, per quanto riguarda il petrolio prevediamo una moderazione delle quotazioni a causa dell'atteso miglioramento del bilancio di mercato nel corso del 2013. Tuttavia, le tensioni geopolitiche rimarranno in primo piano e contribuiranno a mantenere nervosi i mercati.

### Petrolio

Ci attendiamo che il petrolio rimanga in *trading range* ancora per alcuni mesi, in precario equilibrio fra pressioni al rialzo motivate dalle tensioni geopolitiche e pressioni al ribasso per i deboli fondamentali, data l'attesa di una più veloce crescita dell'offerta non-OPEC rispetto alla domanda mondiale per il rapido aumento della produzione in Nord America.

Rispetto al precedente scenario, delineato a dicembre 2012, abbiamo rivisto in leggero rialzo la stima del prezzo del petrolio per la crescente rilevanza delle tensioni geopolitiche e per l'attesa di un graduale rafforzamento della crescita economica mondiale nella seconda metà dell'anno.

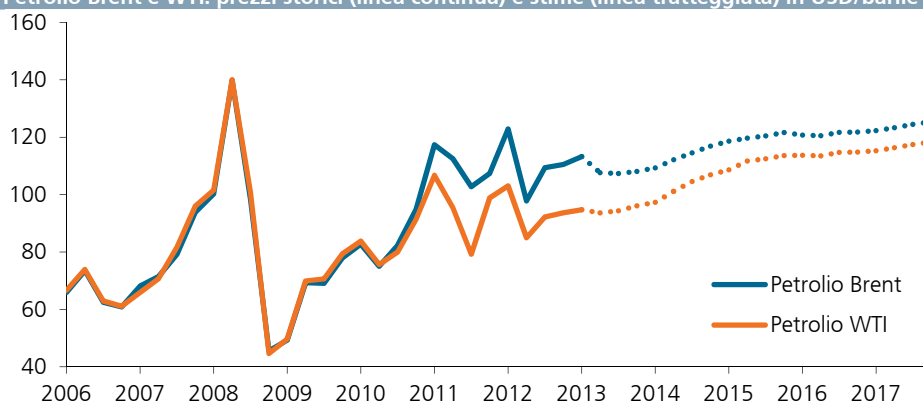
Tuttavia, ci attendiamo ancora per alcuni mesi deboli fondamentali di domanda e offerta e un petrolio in *trading range*. Abbiamo rivisto al rialzo il livello di supporto a 100 dollari per il Brent a causa degli elevati rischi geopolitici e dell'instabilità dell'area MENA. I fattori che impediranno eccessivi ribassi delle quotazioni sono: alta spesa fiscale in importanti paesi produttori, elevati costi di produzione da metodi di estrazione non convenzionali e problemi tecnici a giacimenti o infrastrutture, che manterranno l'offerta inferiore al potenziale. Inoltre, prolungati storni delle quotazioni dovrebbero essere contenuti da conseguenti tagli alla produzione OPEC, grazie alla flessibilità dell'output saudita. Infatti, la volontà (e, in alcuni casi, la necessità) di difendere prezzi del petrolio storicamente elevati emerge chiaramente dalle dichiarazioni di vari esponenti di paesi membri dell'OPEC, che hanno ripetutamente sottolineato come quotazioni fra i 100 e i 110 dollari sarebbero adeguate sia per produttori che consumatori.

Il livello di resistenza, che manteniamo a 120 dollari per il Brent, è determinato dalla debolezza della ripresa mondiale, dalle stime di abbondante produzione in Nord America e dal rischio di un rilascio di riserve di emergenza.

Nel nostro scenario centrale, stimiamo per il Brent un prezzo medio di 109 dollari nel 2013 e di 113 dollari nel 2014. Per il WTI, stimiamo un prezzo medio di 95 dollari nel 2013 e di 102,5 dollari nel 2014. Ci attendiamo quindi che lo spread fra Brent e WTI rimanga ampio per l'abbondante produzione americana e le limitazioni tecniche di rete di trasporto e infrastrutture. Il differenziale dovrebbe progressivamente contrarsi nei prossimi anni, ma non ne ipotizziamo la

chiusura completa nel corso del nostro orizzonte di previsione a causa della crescente rilevanza sul totale della produzione americana di petroli prodotti con metodi non convenzionali di estrazione (*shale oil*), caratterizzati da costi di trasporto strutturalmente più elevati.

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



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

Stime di prezzo del petrolio Brent

| al 20.03.13       | 2012  | 1Q13  | 2Q13  | 3Q13  | 4Q13  | 1Q14  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Stima             | 111.7 | 113.2 | 107.6 | 107.4 | 108.1 | 109.3 | 109.1 | 113.2 | 120.1 | 121.2 |
| Mediana Bloomberg | -     | 111.0 | 110.0 | 112.0 | 112.0 | 110.5 | 110.0 | 110.0 | 112.0 | 113.0 |
| Contratti Forward | -     | 112.8 | 108.8 | 104.6 | 103.5 | 102.3 | 105.9 | 100.8 | 97.3  | 94.8  |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

### Fondamentali di domanda e offerta

Per il 2013, l'analisi dei fondamentali suggerisce una più veloce crescita dell'offerta non-OPEC rispetto alla domanda mondiale di petrolio, a causa del rapido aumento della produzione in Nord America. Di conseguenza, per bilanciare i mercati l'OPEC dovrebbe ridurre la propria produzione, riavvicinandosi al target produttivo di 30 milioni di barili al giorno.

Attualmente, la capacità produttiva in eccesso (*spare capacity*) è concentrata quasi interamente in Arabia Saudita. Secondo le stime dell'U.S. Energy Information Administration (EIA), nel corso dell'anno la *spare capacity* dovrebbe ammontare in media a 2,9 Mb/g, in significativo rialzo rispetto ai 2,1 Mb/g registrati nel 2012.

Le scorte commerciali nei Paesi OCSE sono abbondanti, ma dovrebbero contrarsi nel corso di quest'anno rispetto al livello di 2,69 Mb registrato a fine 2012 (pari a 58,4 giorni di consumo). L'EIA stima che a fine 2013 le scorte commerciali nei Paesi OCSE dovrebbero ammontare a 2,63 Mb (56,7 giorni di consumo), per poi risalire a 2,66 Mb (57,7 giorni) a fine 2014.

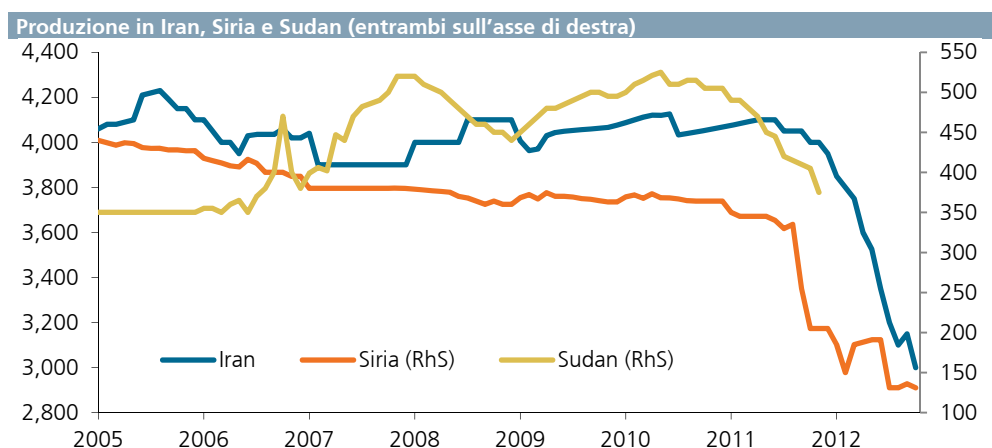
Stime di domanda e offerta pubblicate da OPEC, IEA e EIA, aggiornate a Marzo 2013

| Stime, Milioni di Barili | Domanda totale | Offerta non-OPEC | Offerta OPEC di LNG | Call on OPEC Crude |
|--------------------------|----------------|------------------|---------------------|--------------------|
| OPEC                     | 89.7           | 54.0             | 6.0                 | 29.7               |
| vs. 2012                 | 0.8            | 1.0              | 0.2                 | -0.4               |
| IEA                      | 90.6           | 54.5             | 6.4                 | 29.7               |
| vs. 2012                 | 0.8            | 1.1              | 0.2                 | -0.6               |
| EIA                      | 90.1           | 53.8             | 5.8                 | 30.3               |
| vs. 2012                 | 1.0            | 1.2              | 0.2                 | -0.6               |

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

Rischi geopolitici

Attualmente, i principali rischi al rialzo per le quotazioni petrolifere sono legati a interruzioni non pianificate dell'offerta, dovute principalmente a tensioni geopolitiche. I paesi più vulnerabili sono: Siria (dove la produzione ha perso 0,23 Mb/g dall'inizio dell'Arab Spring), Sudan e Sudan del Sud (dall'indipendenza proclamata a luglio 2011 la produzione è quasi completamente bloccata, ma potrebbe riprendere gradualmente da fine marzo se l'accordo di cooperazione firmato dai due Stati fosse rispettato), Nigeria (la cui capacità potenziale è strutturalmente ridotta da sabotaggi e furti nella regione del Delta del Niger) e Iran (per le tensioni riguardo il programma nucleare). Attualmente, l'offerta iraniana è limitata dalle pesanti sanzioni internazionali che gravano sui settori energetico, bancario e assicurativo. Si stima che la produzione iraniana abbia perso 1 Mb/g da fine 2011.



Fonte: elaborazione di Intesa Sanpaolo su dati U.S. Department of Energy (DOE)

In febbraio, sono ripresi i negoziati fra il gruppo P5+1 (composto da U.S., U.K., Francia, Germania, Cina e Russia) e l'Iran. Entrambe le parti hanno definito questo nuovo round di trattative come "costruttivo" e si sono impegnate a incontrarsi nuovamente il 18 marzo per discussioni tecniche a Istanbul e il 5 aprile per discussioni politiche in Kazakhstan. Il gruppo P5+1 avrebbe offerto di allentare alcune sanzioni se l'Iran bloccasse la produzione di uranio arricchito al 20%. Infatti, un tale livello di arricchimento dell'uranio sarebbe compatibile con la produzione di testate nucleari (il sospetto avanzato dalle Nazioni Unite), mentre sarebbe eccessivo per usi civili, ovvero produzione di energia elettrica e ricerca medica (unici obiettivi che il governo iraniano dichiara ufficialmente di perseguire). Le elezioni presidenziali in Iran previste per giugno 2013, le divisioni politiche interne e le estreme difficoltà economiche sofferte dal Paese potrebbero portare a un nuovo indurimento dei toni da parte dei negoziatori iraniani. Inoltre, le tensioni potrebbero ravvivarsi in concomitanza delle date previste per il rinnovo delle esenzioni temporanee alle sanzioni che gli Stati Uniti hanno concesso ad alcuni paesi (in marzo per il Giappone, in giugno per Cina, India, Malesia, Corea del Sud, Taiwan, Singapore, Sri Lanka, Sud Africa e Turchia).

La posizione americana, ribadita più volte da Obama, è che ci sia ancora spazio per diplomazia e pressioni politiche prima di ricorrere a misure più forti. Ad ogni modo, gli Stati Uniti garantiscono che terranno fede all'impegno (*unbreakable commitment*) a difendere la sicurezza di Israele, che sarebbe minacciata nel caso in cui l'Iran sviluppasse armi nucleari. Secondo Obama, l'Iran dovrebbe impiegare almeno un anno prima di raggiungere un tale livello di sviluppo del programma nucleare, mentre Israele teme che l'Iran possa raggiungerlo già nei prossimi mesi.

Data la complessità della situazione e le conseguenze devastanti che un'*escalation* di simili tensioni potrebbero innescare in tutta l'area mediorientale, i mercati petroliferi saranno profondamente sensibili agli esiti dei prossimi negoziati e delle elezioni presidenziali in Iran.

Nel nostro scenario centrale incorporiamo alle stime di prezzo un persistente premio al rischio per il protrarsi delle tensioni internazionali. Tuttavia, escludiamo l'ipotesi di attacchi militari (multilaterali, da parte di una coalizione, o unilaterali, da parte di Israele), blocchi anche temporanei dello Stretto di Hormuz da parte dell'Iran e ci attendiamo che i negoziati internazionali non si interrompano nei prossimi mesi. Nell'ipotesi di interventi militari nell'area, il Brent potrebbe risalire velocemente sopra i 130 dollari, seppure per un periodo limitato di tempo dato che interverrebbero rilasci di riserve di emergenza e fenomeni di razionamento della domanda.

Un altro paese che potrebbe compromettere il fragile equilibrio dei mercati petroliferi è il Venezuela, detentore delle più ampie riserve petrolifere al mondo. In aprile si terranno le nuove elezioni presidenziali per scegliere il successore del Presidente Chavez, scomparso il 5 marzo. Nell'ipotesi (ritenuta più probabile) di vittoria dell'attuale Vice-Presidente Maduro, appartenente al partito di maggioranza PSUV, la produzione petrolifera non dovrebbe essere compromessa nel breve periodo, ma restano forti dubbi riguardo la sostenibilità di lungo periodo, principalmente a causa dell'insufficienza di investimenti dedicati alle attività di sviluppo dei giacimenti e di manutenzione delle raffinerie. L'industria petrolifera domestica avrebbe bisogno di capitali e tecnologie a cui sarebbe più facile accedere tramite una maggiore apertura alla partecipazione di società straniere o multinazionali. Tuttavia, se alle prossime elezioni si confermerà vincitore il PSUV, difficilmente le politiche economiche e le relazioni internazionali subiranno profonde modifiche, data la volontà di difendere l'eredità politica di Chavez.

Nei prossimi mesi, i principali problemi che il PSUV dovrà affrontare sono: i rischi di divisioni interne al partito; la complessità della transizione da un modello di gestione del potere accentrato in un'unica persona (o in una limitatissima cerchia) ad un modello di maggiore condivisione di compiti e responsabilità; le difficoltà economiche dovute alla veloce crescita di inflazione e debito pubblico, alla scarsità di alcuni beni di base, alla sostenibilità dei generosi programmi sociali. In particolare, il deterioramento nella capacità di raffinazione domestica rischia di innescare un ulteriore aumento delle importazioni di prodotti raffinati dagli Stati Uniti e di conseguenza un peggioramento delle finanze pubbliche, già provate da generosi sussidi sui consumi di prodotti petroliferi e da ricavi inferiori al potenziale nella produzione di greggio, sia per le quotazioni internazionali vicine al livello necessario al Venezuela per raggiungere il pareggio di bilancio, sia per l'incidenza sulle esportazioni totali delle consegne di petrolio effettuate per ripagare prestiti finanziari (*oil-backed loan*) ricevuti da paesi terzi, Cina *in primis*. Questo difficile contesto economico potrebbe diventare insostenibile nel lungo periodo, generare instabilità politica e contribuire a rendere più tesi i mercati petroliferi.

## Stati Uniti - L'economia è finalmente risanata: crescita al 3% nel 2014

Giovanna Mossetti

- L'economia americana, come atteso, è in fase di accelerazione dopo lo stallo del 4° trimestre 2012. L'aumento di stimolo monetario in atto da settembre con il nuovo programma QE3, la svolta definitiva dei prezzi delle case (e quindi della ricchezza immobiliare) e la normalizzazione dei bilanci delle famiglie più che compensano il freno esercitato dalla politica fiscale restrittiva e incerta del governo federale. **La previsione di crescita è +1,8% nel 2013 (con rischi verso l'alto) e +3,1% nel 2014.**
- La **domanda privata dovrebbe vedere una dinamica sostenuta per tutte le componenti:** consumi, investimenti fissi delle imprese, investimenti residenziali. Il contributo dello **stimolo monetario** è massiccio e sosterrà la crescita anche nel 2014-15. Alla ripresa ciclica, si aggiungono due **fattori strutturali positivi** che spingeranno la domanda aggregata in misura crescente nei prossimi anni: **rilocalizzazione del settore manifatturiero** e **boom energetico**. Quest'ultimo avrà effetti diretti, determinati da aumenti di produzione, investimenti e occupazione nel settore, e indiretti, attraverso una riduzione massiccia delle importazioni di petrolio nel prossimo quinquennio.
- La **politica fiscale** è ora la palla al piede della crescita. L'accordo sul baratro fiscale, i tagli automatici entrati in vigore a marzo e le autorizzazioni di spesa per il resto dell'a.f. 2013 eserciteranno un freno sul PIL complessivamente compreso fra 0,5 e 1 punto percentuale. Restano ancora ampi elementi di incertezza. Infatti deve ancora essere definito il budget 2014, che dovrebbe includere il sentiero delle variabili fiscali fino al 2023. Inoltre ad agosto tornerà a essere vincolante il limite del debito. Prevediamo accordi dell'ultimo minuto, con correzione strutturale vicina ai 2mila miliardi di dollari su 10 anni.
- La **politica monetaria** aggressivamente espansiva più che compensa la restrizione fiscale e gli effetti dell'incertezza derivanti dai conflitti in Congresso. **Lo stimolo monetario per ora continua ad aumentare**, con +85 miliardi di dollari di acquisti al mese. Il ritmo di acquisto titoli è la nuova variabile di *policy* e verrà aggiustata in risposta all'evoluzione dello scenario. La politica monetaria resterà ampiamente accomodante per un periodo considerevole anche dopo la fine del programma di acquisti.

| Previsioni macroeconomiche     | 2012  |       |       | 2013 |      |      |      | 2014 |      |      |      |
|--------------------------------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|                                | 1     | 2     | 3     | 1    | 2    | 3    | 4    | 1    | 2    | 3    | 4    |
| PIL (US\$ 1996,a/a)            | 2.2   | 1.8   | 3.1   | 2.1  | 2.6  | 1.6  | 1.7  | 1.6  | 1.6  | 2.4  | 2.6  |
| - trim./trim. annualizzato     |       |       |       | 1.3  | 3.1  | 0.1  | 2.2  | 1.1  | 3.0  | 3.4  | 3.2  |
| Consumi privati                | 1.9   | 2.0   | 2.6   | 1.5  | 1.6  | 2.1  | 2.2  | 1.5  | 2.5  | 2.8  | 2.7  |
| IFL - privati non residenziali | 7.7   | 4.7   | 6.8   | 3.6  | -1.8 | 9.7  | 3.2  | 5.8  | 5.0  | 6.5  | 6.4  |
| IFL - privati residenziali     | 12.1  | 14.1  | 14.4  | 8.4  | 13.6 | 17.4 | 12.0 | 13.5 | 15.5 | 18.0 | 13.5 |
| Consumi e inv. pubblici        | -1.7  | -2.3  | -0.2  | -0.7 | 3.9  | -6.9 | -0.1 | -6.8 | 0.1  | -0.9 | 0.6  |
| Esportazioni                   | 3.3   | 2.9   | 7.3   | 5.2  | 1.9  | -3.9 | 3.4  | 5.1  | 6.6  | 8.0  | 7.7  |
| Importazioni                   | 2.4   | 1.9   | 5.8   | 2.8  | -0.6 | -4.5 | 4.2  | 3.3  | 5.6  | 5.8  | 5.6  |
| Var. scorte (contrib., % PIL)  | 0.1   | -0.1  | 0.1   | -0.1 | 0.1  | -0.4 | 0.1  | 0.1  | 0.1  | 0.1  | 0.0  |
| Partite correnti (%PIL)        | -3.0  | -2.7  | -2.6  | -3.1 | -2.8 | -2.8 | -2.9 | -2.8 | -2.7 | -2.7 | -2.6 |
| Deficit Federale (%PIL)        | -7.5  | -6.0  | -5.2  |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Debito pubblico (%PIL)         | 106.3 | 109.6 | 110.3 |      |      |      |      |      |      |      |      |
| CPI (a/a)                      | 2.1   | 1.6   | 1.8   | 1.9  | 1.7  | 1.9  | 1.5  | 1.6  | 1.7  | 1.6  | 1.8  |
| Produzione Industriale         | 3.8   | 1.8   | 4.4   | 2.4  | 0.3  | 2.6  | 3.0  | -0.3 | 1.7  | 4.1  | 5.3  |
| Disoccupazione (%)             | 8.1   | 8.0   | 7.7   | 8.2  | 8.0  | 7.8  | 7.8  | 8.1  | 8.2  | 8.1  | 8.0  |
| Federal Funds (%)              | 0.25  | 0.25  | 0.27  | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 |
| Tasso a 10 anni (%)            | 1.78  | 2.27  | 2.76  | 1.81 | 1.62 | 1.69 | 1.93 | 2.17 | 2.38 | 2.62 | 2.75 |
| Cambio effettivo               | 73.5  | 75.2  | 75.4  | 73.9 | 74.0 | 73.1 | 74.8 | 75.4 | 75.4 | 75.2 | 74.9 |

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

Fonte: Thomson Reuters-EcoWin, Intesa Sanpaolo

## La domanda privata è ripartita, con l'aiuto della Fed

L'economia americana sta riaccelerando dopo lo stallo di fine 2012. La nostra previsione è che la crescita d'ora in poi sia più simile a una ripresa normale di quanto non lo sia stata dalla fine della recessione (giugno 2009): **le nostre previsioni sono per 1,8% nel 2013 (con rischi verso l'alto) e il 2014 a 3,1%**. I freni degli ultimi anni, conseguenza della crisi (debito delle famiglie, investimenti residenziali, mercato del lavoro, finanze pubbliche statali e locali) **hanno svoltato** e contribuiscono ora positivamente alla crescita, rafforzandosi a vicenda. Inoltre, ci sono **fattori strutturali positivi** che spingeranno l'espansione in misura crescente: 1) la **rilocalizzazione dell'attività del settore manifatturiero**, grazie ai vantaggi comparati degli Stati Uniti e 2) il **boom del settore energetico**, che spingerà la crescita direttamente (attraverso investimenti e occupazione) e indirettamente (attraverso una significativa riduzione delle importazioni e un possibile aumento delle esportazioni). In sostanza, prevediamo che **la crescita USA sia pronta a rientrare in tempi brevi in un range vicino al 3%, che dovrebbe generare anche una dinamica occupazionale più sostenuta**, dai 150-200mila del 2010-2012, a 200-250mila. L'evoluzione della domanda privata rimane influenzata dagli effetti opposti delle **politiche economiche**: politica monetaria super-espansiva, politica fiscale restrittiva e fonte di grande incertezza. Tuttavia, **il saldo è ancora ampiamente positivo**: lo stimolo monetario prevale ampiamente, contribuendo all'accelerazione della ripresa ancora a lungo.

**1. Il risveglio della domanda privata.** Nel 2013 le diverse componenti della domanda privata torneranno a rinforzarsi a vicenda, come in una ripresa normale, permettendo alla crescita di superare la soglia di quasi stallo, di un risicato 2%, vista dal 2009 in poi.

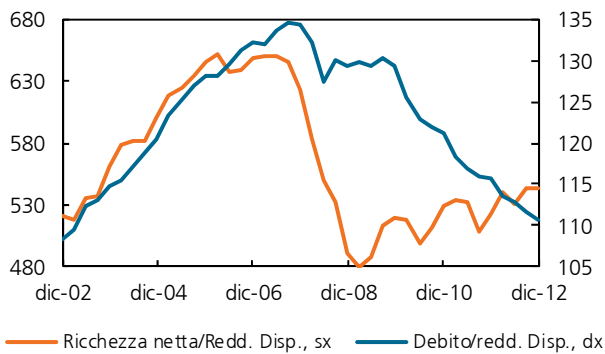
**Consumi. La situazione finanziaria delle famiglie ha svoltato:** nel 4° trimestre 2012 il debito delle famiglie è tornato a crescere, dopo 15 trimestri consecutivi di contrazione (da T12009). Anche se i mutui continuano a calare, il ritmo è sempre più contenuto e i flussi negativi sono ora più che compensati dall'aumento del credito al consumo. Gli aumenti di ricchezza e ricchezza netta, +7,4% a/a e +9% a/a rispettivamente, sono un fattore importante per spiegare la buona tenuta dei consumi anche di fronte al rialzo delle imposte di inizio 2013. Il valore della ricchezza immobiliare è in aumento ininterrotto da giugno 2011: i prezzi delle case hanno definitivamente svoltato e sono previsti in crescita a 2 cifre nel 2013-14. Il debito/reddito disponibile, a 110% a fine 2012, è tornato sui livelli di 10 anni prima (108,3% in T42002). Il servizio del debito/reddito disponibile, a 10,4% a fine 2012, è al minimo da quando esiste la serie (T11980) e continua a calare. Il fattore "bilanci delle famiglie" è la condizione necessaria, anche se non sufficiente, per una ripresa normale: questo è ora una vittoria della politica monetaria. La combinazione di ricchezza netta in crescita e miglioramento dell'occupazione fanno prevedere un'accelerazione dei consumi pur in presenza di imposte in rialzo (2% nel 2013, 2,6% nel 2014).

**Crescita, investimenti, occupazione.** Diversi fattori transitori hanno frenato le imprese nel 2° semestre 2012: uragano Sandy, timori del *fiscal cliff*, rallentamento dell'economia globale. Il 2013 parte con una marcia in più: le indagini e i dati congiunturali puntano a una significativa accelerazione nel manifatturiero (anche in risposta all'eccessiva riduzione dei magazzini nel quarto trimestre del 2012) e a espansione solida nei servizi. Gli ordini e le aspettative delle imprese segnalano che il fenomeno non è confinato al 1° trimestre, ma che ha i connotati di un trend duraturo e solido. Alla previsione di crescita più rapida della domanda, verso il 3%, si accompagna l'aspettativa di variazioni degli occupati in un intervallo superiore ai 200mila nuovi posti al mese. La nostra previsione è quindi di crescita solida degli investimenti fissi delle imprese nel 2013-14 (4,7% e 6,8%, rispettivamente). Lo scenario positivo del manifatturiero è rinforzato dalla **rilocalizzazione di produzione** dai paesi emergenti agli USA, diventati ora competitivi per produttività e costo del lavoro, e dalla **produzione di petrolio e gas naturale**, che permetteranno di ridurre ampiamente le importazioni, generando domanda per produzione domestica di energia (v. fig. 6). Le proiezioni dell'EIA per domanda e produzione di petrolio e distillati vedono

il contributo delle importazioni nette al consumo totale in calo dal 45% attuale al 34% nel 2019. L'import di greggio nel 2012 è stato pari al 2,6% del PIL. Un calo di un terzo su 6 anni porterebbe a minori importazioni di greggio di circa il 30%. Con ipotesi molto conservative, questo sentiero darebbe un contributo positivo alla crescita solo dal canale estero di circa 0,2pp all'anno.

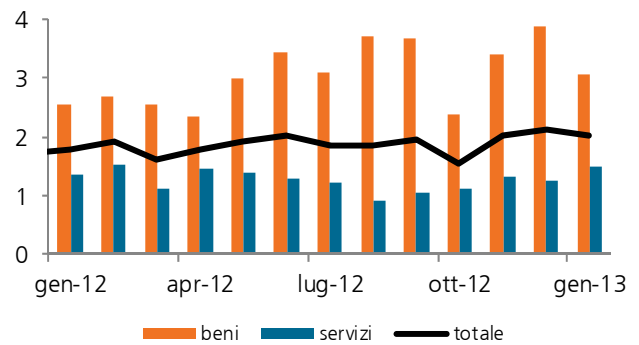
**Edilizia residenziale: è boom!** Il settore delle costruzioni residenziali ha contribuito positivamente alla crescita complessiva nel 2012. Tutti gli indicatori sono omogeneamente positivi nel segnalare ulteriore espansione del settore, alla luce del basso stock di case invendute e dell'aumento di domanda legato al trend positivo dei prezzi, al miglioramento del mercato del lavoro e alle condizioni favorevoli del credito. **Prevediamo una crescita del 14,1% nel 2013** e del 14,4% nel 2014, con ricadute positive su PIL e occupazione (v. fig. 5).

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



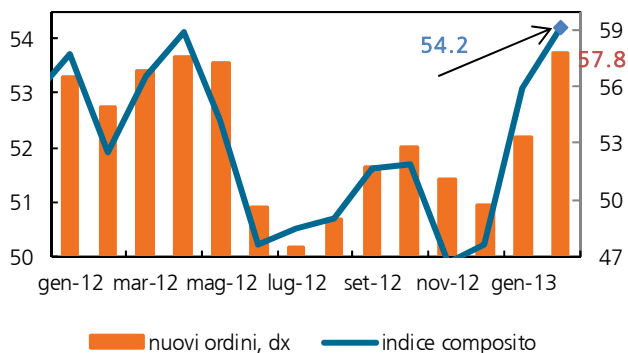
Fonte: Flow of Funds, Federal Reserve Board

Fig. 2 - Consumi spinti dai beni (soprattutto auto), ma anche i servizi stanno iniziando a riaccelerare



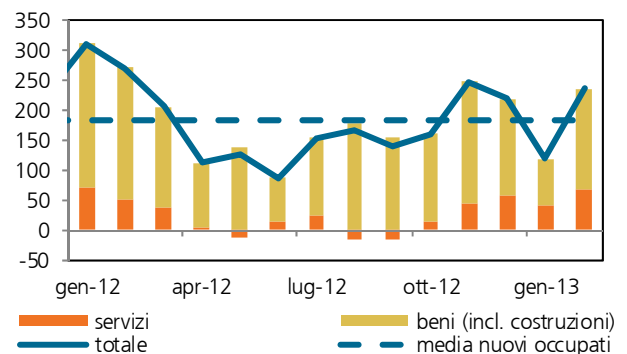
Fonte: Thomson Reuters Datastream. Var. a/a.

Fig. 3 - ISM: indice composito e componente ordini



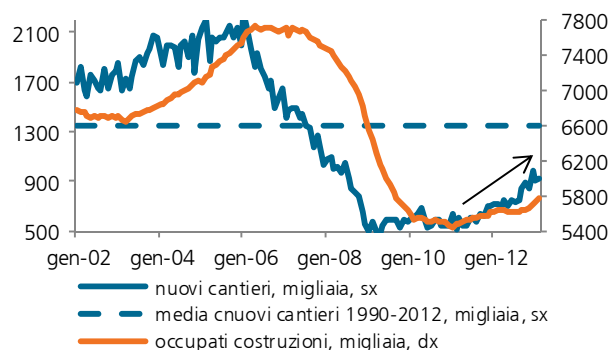
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 4 - Variazione degli occupati verso un ritmo più solido



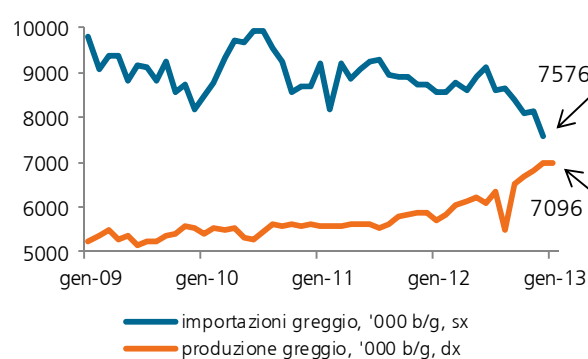
Fonte: Thomson Reuters Datastream. Variazioni mensili in migliaia.

Fig. 5 - Il settore delle costruzioni residenziali ha ancora molta strada da fare: effetti positivi su domanda e occupazione



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 6 - La produzione di petrolio permetterà di ridurre il peso della bolletta energetica sul deficit commerciale



Fonte: Department of Energy

**2. Politica fiscale: in corsa da un ostacolo all'altro.** La gestione della politica fiscale rimane irta di ostacoli, generati da un Congresso diviso con posizioni molto diverse sulla strategia di medio termine. A inizio anno il *fiscal cliff* è stato evitato con un accordo dell'ultima ora che ha determinato un rialzo delle imposte sui redditi più alti e ha riportato al livello pre-2011 la *payroll tax* (a 6,2% da 4,2% degli ultimi 2 anni). Il 1° marzo sono entrati in vigore i tagli automatici del Budget Control Act (vedi Box pagina seguente). Mancano ancora l'approvazione di un **budget per il 2014**, entro il 15 aprile per evitare il congelamento degli stipendi dei parlamentari, e il rialzo del **limite del debito**, che dovrebbe tornare a essere vincolante ad agosto. Il 20 marzo è stata approvata l'estensione dell'**esercizio provvisorio** per l'anno fiscale in corso, con alcune modifiche di razionalizzazione dei tagli di spesa del Budget Control Act. L'effetto restrittivo sulla crescita dovrebbe essere modesto, nell'ordine di circa 0,2-0,3pp sul 2013.

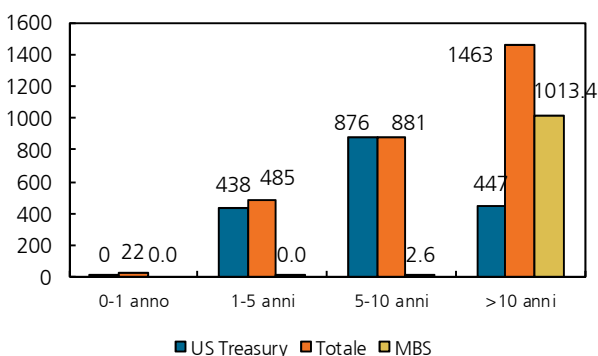
Le questioni più spinose restano il **budget e il limite del debito**. La Camera ha già approvato un budget repubblicano con tagli di spesa per 4,6 tln di dollari su 10 anni per arrivare a un bilancio in pareggio alla fine del periodo. La spesa in percentuale del PIL calerebbe al 19,1%, dall'attuale 22,2% e dal 21% medio degli ultimi 30 anni. Il piano include una riforma tributaria con due sole aliquote (10% e 25%) dalle attuali 7, con il gettito invariato grazie a un limite alle deduzioni. L'imposta sulle società verrebbe ridotta a 25% dall'attuale 35%. Dal lato della spesa, la crescita media è limitata al 3,4% dal 5% del trend previsto dalla legislazione attuale. Il piano include una riforma di Medicare (programma di spesa sanitaria per gli anziani) che prevede di offrire sussidi per l'acquisto di assicurazioni private e ampi tagli a Medicaid (sanità per i redditi bassi), e vari altri programmi di assistenza, mentre viene limitato l'intervento sulla Difesa, soggetta comunque a pesanti riduzioni. Il piano presentato dai democratici alla Camera è profondamente diverso. E include misure correttive per 1,875 tln di dollari su 10 anni suddivise in parti uguali fra spese e entrate. Per queste ultime si prevede un aumento complessivo sui 10 anni di 975 miliardi di dollari, in netto contrasto con il piano repubblicano. Sulla spesa i tagli per 975 miliardi colpirebbero per 240 miliardi la difesa (i repubblicani riducono le voci per la difesa di 500 miliardi), per 493 miliardi i programmi domestici (fra cui 275 miliardi di risparmi su Medicare e Medicaid); 242 miliardi vengono da risparmi sugli interessi. Nessuna delle due proposte diventerà legge: sono attualmente in corso negoziati che si protrarranno nella prima metà di aprile. Manteniamo la previsione che la **politica fiscale sia moderatamente restrittiva nei prossimi anni, con un freno alla crescita intorno a 0,5pp all'anno**, più che compensato dalla dinamica sostenuta della domanda privata e dallo stimolo fiscale.

**3. Politica monetaria: Helicopter Ben continua a volare.** La politica monetaria rimarrà superespansiva ancora a lungo. La Fed si sta sforzando di comunicare regole che guidino i mercati nella previsione di eventuali svolte su bilancio e tassi. Per quanto riguarda i **tassi ufficiali**, la guida del FOMC è ora delineata da soglie su disoccupazione e inflazione: il tasso sui *fed funds*



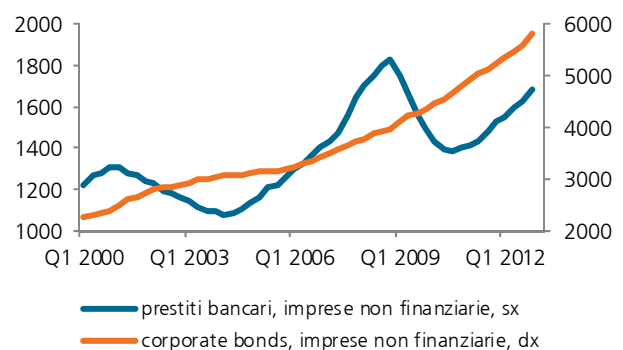
dovrebbe rimanere a zero almeno fino a quando il tasso di disoccupazione sarà al di sopra del 6,5% se l'inflazione nel medio termine si manterrà al di sotto del 2,5% e le aspettative di inflazione saranno ancorate. Con le attuali previsioni del FOMC, questo significa tassi probabilmente fermi fino almeno a metà 2015. Per quanto riguarda il **bilancio** ci sono due dimensioni: il flusso di acquisti e il livello. Il programma di acquisto titoli in corso ora prevede acquisti per 85 miliardi di dollari al mese (40 miliardi di MBS e 45 miliardi di Treasuries a lungo termine) fino a quando non ci sarà "un miglioramento sostanziale delle prospettive del mercato del lavoro": il FOMC guarderà un insieme di indicatori oltre al tasso di disoccupazione (vedi riquadro) per fare questa valutazione. Alla luce delle informazioni attuali, prevediamo che dopo giugno il FOMC inizi a segnalare l'arrivo di un ridimensionamento graduale degli acquisti (fra il 3° e il 4° trimestre) in modo da ridurre poco alla volta l'aumento dello stimolo monetario. Intorno a fine 2013 si dovrebbe vedere la fine di QE3. Tuttavia il mantenimento del bilancio sul livello di fine 2013 equivarrà a mantenere invariato lo stimolo. Se come prevediamo la crescita sarà intorno al 3%, il FOMC potrebbe decidere nella parte centrale del 2014 di fermare il reinvestimento delle scadenze dei titoli. Prevediamo che la Fed scelga di evitare di vendere titoli e affidi alle scadenze il ridimensionamento del bilancio: dato che la distribuzione dei titoli in portafoglio è concentrata sulle scadenze extra-lunghe, la riduzione dello stimolo sarà straordinariamente lenta, con il mantenimento di condizioni finanziarie ultra-espansive per anni. Ne beneficeranno i mercati delle attività più rischiose e la crescita della domanda aggregata. Nel quadro generale di ampie risorse inutilizzate, **non ci sono rischi di inflazione**: la dinamica dei prezzi resterà sotto il 2% almeno fino al 2015.

Fig. 7 - Titoli per scadenza nel portafoglio della Fed (6.3.2013)



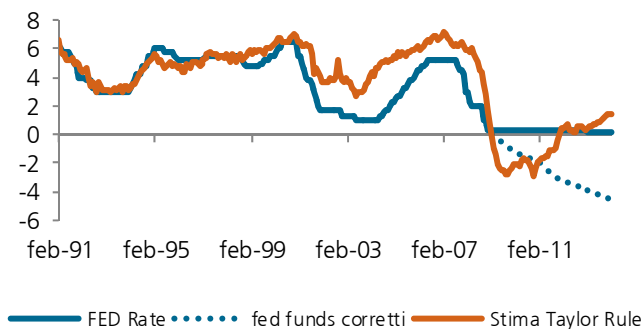
Fonte: Mld di dollari. Fonte: Federal Reserve Board

Fig. 8 - La politica monetaria favorisce l'espansione del credito



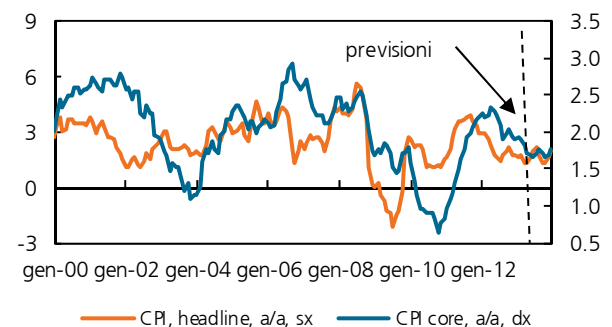
Fonte: Mld di dollari. Federal Reserve Board

Fig. 9 - Stimolo in eccesso rispetto a quanto previsto dalla regola di Taylor



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg. I fed funds corretti includono gli effetti stimati dei programmi di acquisto sui fed funds. Yellen ha affermato (dic 2012) che è ottimale seguire una regola più accomodante prima e più restrittiva dopo.

Fig. 10 - Tutto tranquillo sul fronte dell'inflazione



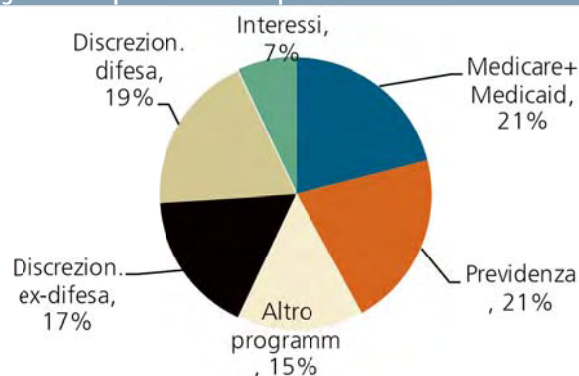
Fonte: Congressional Budget Office

Fig. 11 - I tagli automatici nell'anno fiscale 2013

|                          | Tagli 2013 | Riduz. % |
|--------------------------|------------|----------|
| Difesa                   | -42.7      | -7.9     |
| Ex-difesa                | -42.7      | -4.6     |
| - Spesa programmatica    |            |          |
| di cui: Medicare         | -9.9       | -2.0     |
| Altro                    | -4         | -5.8     |
| Subtotale spesa program. | -13.9      |          |
| - Spesa discrezionale    | -28.7      | -5.3     |
| <b>Totale</b>            | <b>-85</b> |          |

Fonte: Congressional Budget Office

Fig. 12 - Composizione della spesa federale nel 2012



Fonte: Congressional Budget Office

### Focus: il sequestro - un meccanismo rozzo per tagliare la spesa

Il 1° marzo 2013 sono entrati in vigore i tagli automatici previsti dal Budget Control Act (BCA) del 2011. Il BCA prevede una riduzione di spesa complessiva tra il 2013 e il 2021 di 1176 miliardi di dollari, attraverso una correzione di 490 miliardi (suddivisa in parti uguali fra difesa ed ex-difesa) sull'aggregato al netto degli interessi, e un risparmio di 216 miliardi di dollari in costo degli interessi. L'intervento annuo previsto è di 109,3 miliardi, di cui 54,7 miliardi per difesa e 54,7 miliardi per voci ex-difesa.

Le riduzioni di spesa dovevano entrare in vigore il 1° gennaio 2013, ma l'accordo del *fiscal cliff* ha spostato l'attuazione al 1° marzo e ridotto l'ammontare dei tagli a 85 miliardi per l'a.f. in corso (fino al 1° ottobre).

Le riduzioni si applicano sulle autorizzazioni di spesa e sono determinate in modo lineare su tutti i programmi e le attività, a parte un insieme di programmi esenti. I programmi multi-periodali (sanità, previdenza, gran parte dell'assistenza, prestiti agli studenti) sono quasi del tutto esenti; su Medicare (programma sanità per anziani) e Veteran Affairs i tagli non possono superare il 2%.

Il Congressional Budget Office stima che sul 2013 i tagli effettivi di spesa siano inferiori al totale indicato dalla legge, e siano intorno a 42 miliardi di dollari (0,25% del PIL). Questo è dovuto al fatto che la riduzione sulle autorizzazioni può portare a un effetto di cassa inferiore per l'anno in corso. Inoltre, i tagli legati al personale richiedono tempo per essere implementati: la richiesta di congedo non pagato per i dipendenti federali deve essere comunicata con un mese di anticipo. Pertanto, il totale della riduzione di spesa non è particolarmente ampio ed era già incluso nelle previsioni di crescita per il 2013. Stimiamo che l'effetto di riduzione della crescita sia intorno a 0,3pp di PIL.

L'attuazione dei tagli è difficile perché la prevista riduzione lineare di tutti i programmi impedisce una definizione razionale delle voci da tagliare. Nelle aree ad alta intensità di lavoro, l'unico strumento disponibile nel breve periodo è il congedo temporaneo (non pagato) dei dipendenti federali: questo richiede un preavviso di un mese. Una volta ridotto l'organico di molte agenzie, ci saranno ampi disagi nella vita quotidiana del Paese se non si modificherà il meccanismo di attuazione dei tagli.

In Congresso non ci sono stati negoziati seri per evitare i tagli automatici: entrambi i partiti hanno agito nel mese scorso su altri fronti, segnalando implicitamente che non avrebbero aperto discussioni per evitare i tagli. Le questioni ancora aperte sono il budget 2014, da approvare entro il 15 aprile per evitare il congelamento degli stipendi dei parlamentari, e il limite del debito, che potrebbe essere vincolante di nuovo ad agosto 2013.

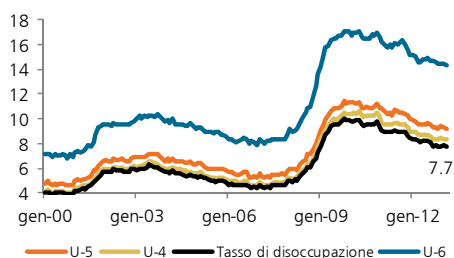
Il 21 marzo la Camera ha approvato un disegno di legge che estende la *continuing resolution* fino alla fine dell'a.f. 2013 e include i tagli previsti dal Budget Control Act (per 85 mld di dollari), modificando però il meccanismo attuativo per alcuni ministeri. Vengono infatti inserite deroghe ai tagli lineari per le competenze dei ministeri della Difesa, dei Veteran Affairs e di diverse altre agenzie, in modo da scongiurare effetti particolarmente negativi sull'operatività di molti uffici federali e sulle riduzioni di organico che avrebbero avuto effetto da aprile in poi. Pertanto, i tagli rimarranno in vigore in termini di quantità, ma viene modificata la modalità di applicazione.

L'approvazione della nuova *continuing resolution* è un raro caso di accordo bipartisan, che potrebbe dare qualche speranza per i prossimi negoziati su budget 2014 e limite del debito.

### Focus: il cruscotto della Fed

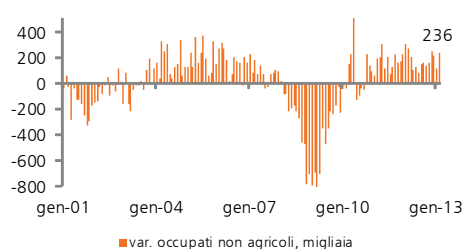
In questo "quadro" presentiamo gli indicatori che la Fed seguirà per valutare il "miglioramento sostanziale delle prospettive del mercato del lavoro". Al momento, nessuno dei 4 gruppi di indicatori ha registrato un significativo e duraturo miglioramento rispetto al graduale trend di normalizzazione in atto dalla fine della recessione. Alla luce dei dati recenti, ci aspettiamo che alla prossima riunione (1° maggio) gli indicatori più positivi siano consumi, PIL e crescita degli occupati, con ulteriori miglioramenti alle riunioni giugno.

Fig. 1 - Misure di disoccupazione



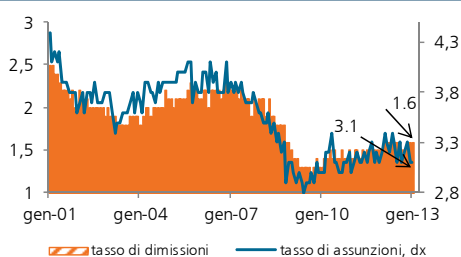
Fonte: Bureau of Labor Statistics. Per le definizioni delle variabili v. nota sotto

Fig. 2 - Variazione occupati non agricoli



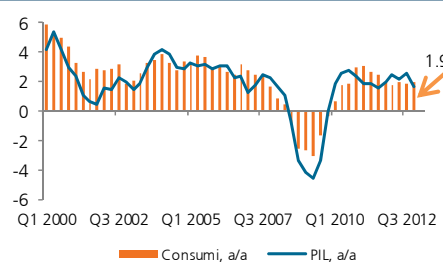
Fonte: Bureau of Labor Statistics. Per le definizioni delle variabili v. nota sotto

Fig. 3 - Flussi lordi di lavoro



Fonte: Bureau of Labor Statistics, JOLTS

Fig. 4 - Crescita della domanda reale: consumi e PIL



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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

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

## Area euro – Passata è la tempesta?

- Il 2013 sarà un altro anno di recessione per l'area euro, simile al 2012 per quanto riguarda la flessione del PIL in media d'anno (-0,5%). Anche la composizione della domanda dovrebbe essere simile, con un contributo positivo del commercio con l'estero e un contributo negativo da domanda domestica e scorte. Tale scenario non incorpora rischi "estremi" circa l'evoluzione della crisi del debito. Se supererà tali rischi, l'economia dell'area euro potrebbe tornare a crescere nel 2014, ma nemmeno l'anno prossimo ci si può aspettare un contributo positivo dai Paesi periferici, ancora stretti nella morsa di politiche economiche e condizioni finanziarie restrittive.
- L'inflazione nell'area euro dovrebbe calare dal 2,5% del 2012 all'1,7% nel 2013 e all'1,8% nel 2014. L'inflazione *core* dovrebbe calare all'1,4% dall'1,8% del 2012. Sulla dinamica annua peseranno aumenti di prezzi amministrati e tassazione indiretta, che si sono già verificati o che sono previsti per il 2013 (come l'aumento dell'IVA in Italia previsto in luglio).
- Non si attendono sostanziali novità sul fronte della politica monetaria. Draghi, all'audizione al Parlamento europeo, ha indicato che il problema non è l'impulso di politica monetaria ma la trasmissione dello stesso. Un taglio del *refi* è possibile, ma poco probabile. Ancor meno probabile una riduzione del tasso sui depositi, ora a zero. Allo stesso tempo, non pare che vi sia l'intenzione di sperimentare nuove misure non convenzionali.

Anna Grimaldi  
Paolo Mameli

| Previsioni macro              | 2012 | 2013 | 2014 | 2012 |      |      |      | 2013 |      |      |      | 2014 |
|-------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|                               |      |      |      | 2    | 3    | 4    | 1    | 2    | 3    | 4    | 1    |      |
| PIL (prezzi costanti, a/a)    | -0.5 | -0.5 | 0.9  | -0.5 | -0.6 | -0.9 | -0.9 | -0.8 | -0.6 | 0.2  | 0.5  |      |
| - t/t                         |      |      |      | -0.2 | -0.1 | -0.6 | -0.1 | 0.0  | 0.1  | 0.2  | 0.2  |      |
| Consumi privati               | -1.2 | -0.7 | 0.6  | -0.5 | -0.1 | -0.4 | -0.4 | 0.0  | 0.1  | 0.2  | 0.1  |      |
| Investimenti fissi            | -3.9 | -2.3 | 1.9  | -1.7 | -0.8 | -1.1 | -0.7 | -0.2 | 0.2  | 0.6  | 0.5  |      |
| Consumi pubblici              | -0.1 | -0.3 | 0.4  | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | 0.0  | 0.1  | 0.1  |      |
| Esportazioni                  | 2.9  | 2.6  | 4.8  | 1.6  | 1.0  | -0.9 | 0.7  | 1.1  | 1.0  | 1.1  | 1.5  |      |
| Importazioni                  | -0.9 | 1.2  | 4.5  | 0.6  | 0.1  | -0.9 | 0.3  | 0.8  | 0.8  | 1.4  | 1.3  |      |
| Var. scorte (contrib., % PIL) | -0.7 | -0.3 | -0.3 | 0.0  | -0.3 | -0.1 | 0.1  | -0.2 | -0.1 | 0.0  | -0.2 |      |
| Partite correnti (%PIL)       | 1.2  | 1.8  | 1.8  | 1.1  | 1.3  | 1.6  | 2.8  | 1.8  | 1.4  | 1.4  | 2.7  |      |
| Deficit pubblico (%PIL)       | -3.5 | -2.9 | -2.7 |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Debito pubblico (%PIL)        | 93.1 | 95.2 | 95.3 |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Prezzi al consumo (IPCA, a/a) | 2.5  | 1.7  | 1.8  | 2.5  | 2.5  | 2.3  | 1.8  | 1.8  | 1.6  | 1.7  | 1.7  |      |
| Produzione industriale (a/a)  | -2.3 | 1.4  | 1.8  | -0.5 | 0.1  | -2.1 | 0.5  | 1.8  | 1.8  | 1.1  | 0.0  |      |
| Disoccupazione (ILO, %)       | 11.4 | 12.3 | 11.9 | 11.3 | 11.5 | 11.8 | 12.0 | 12.2 | 12.4 | 12.4 | 12.3 |      |
| Euribor 3 mesi                | 0.57 | 0.20 | 0.47 | 0.70 | 0.36 | 0.20 | 0.18 | 0.20 | 0.20 | 0.20 | 0.20 |      |
| Rendim. 10 anni               | 4.02 | 3.22 | 3.52 | 4.27 | 3.99 | 3.41 | 3.03 | 3.17 | 3.25 | 3.42 | 3.61 |      |
| EUR/USD                       | 1.29 | 1.31 | 1.28 | 1.28 | 1.25 | 1.30 | 1.32 | 1.32 | 1.31 | 1.29 | 1.28 |      |

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

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

## Il quadro congiunturale: nuove nubi all'orizzonte

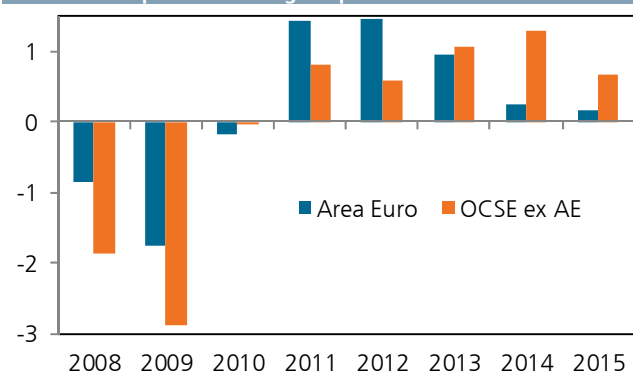
Il 2013 sarà un anno di transizione per l'area euro, simile al 2012 per quanto riguarda la flessione del PIL in media d'anno (-0,5%). Anche la composizione della domanda dovrebbe essere simile, con un contributo positivo del commercio con l'estero e un contributo negativo da domanda domestica e scorte. Il nostro scenario non incorpora rischi "estremi" circa l'evoluzione della crisi del debito. Se supererà tali rischi, l'economia dell'area euro potrebbe tornare a crescere nel 2014, ma nemmeno l'anno prossimo ci si può aspettare un contributo positivo dai Paesi periferici, ancora stretti nella morsa di politiche economiche e condizioni finanziarie restrittive.

Paolo Mameli

Il ciclo in corso nell'area euro appare per molti versi anomalo. Infatti, dopo soli due anni di modesta ripresa dopo la recessione "globale" del 2009, quando il PIL crollò del 4,3%, l'area euro è tornata in recessione nel 2012 pur in un quadro di ciclo mondiale espansivo. Ciò è avvenuto sulla scia di una causa molto precisa, la crisi del debito nei Paesi periferici, che ha indotto una politica fiscale molto restrittiva già a partire dal 2011 (con una stretta complessiva di quasi quattro punti di PIL nel triennio 2011-2013). In altri termini, **la politica fiscale, dopo essersi mossa in senso anticiclico fino al 2010, già dal 2011 ha cominciato ad evolversi in senso prociclico, causando la recessione del 2012, destinata con ogni probabilità a proseguire nell'anno in corso.** Il confronto con il resto del mondo (limitando l'analisi ai soli Paesi sviluppati) evidenzia che altrove la politica fiscale, oltre che essere stata più espansiva nel 2008-2009, è risultata decisamente meno restrittiva nel biennio 2011-2012. La stretta nel resto del mondo potrebbe in ogni caso accentuarsi già a partire da quest'anno e soprattutto dal 2014. **Nel caso in cui tale stretta (più verosimilmente nel 2015 che nel 2014) si accompagnasse a un aggiustamento anche della politica monetaria (oggi ultraespansiva ovunque) e comportasse una ricaduta recessiva del ciclo mondiale, difficilmente l'Eurozona ne sarebbe immune, visto il suo orientamento (accentuatosi di recente) all'export.**

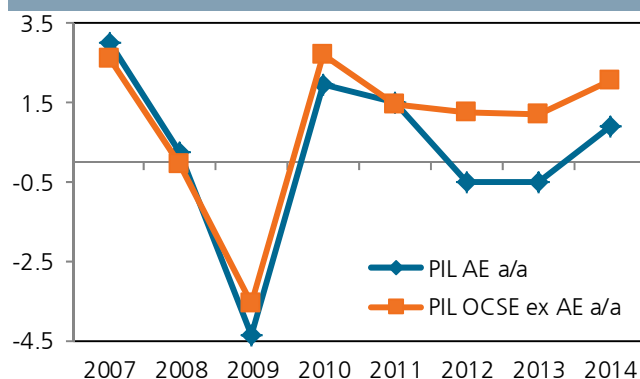
Un ciclo "anomalo"

La politica fiscale nell'area euro è stata meno espansiva che nel resto del mondo durante la recessione del 2008-2009, e decisamente più restrittiva già a partire dal 2011...



Nota: variazioni del saldo primario corretto per il ciclo. Fonte: OCSE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

...causando uno sfasamento del ciclo rispetto al resto del mondo nel biennio 2012-2013



Fonte: OCSE, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Dove si collocherà il punto di minimo del ciclo, ovvero quando si avrà un'inversione di rotta? Aggiorniamo a tal fine l'esercizio di **datazione del ciclo** effettuato nel numero di settembre 2011 di questa pubblicazione<sup>1</sup>, ovvero l'analisi dei punti di svolta in termini di: a) produzione industriale (scegliamo di considerare il livello della produzione industriale al netto delle costruzioni); b) livello delle scorte (indicato dalle imprese secondo l'indagine di fiducia delle

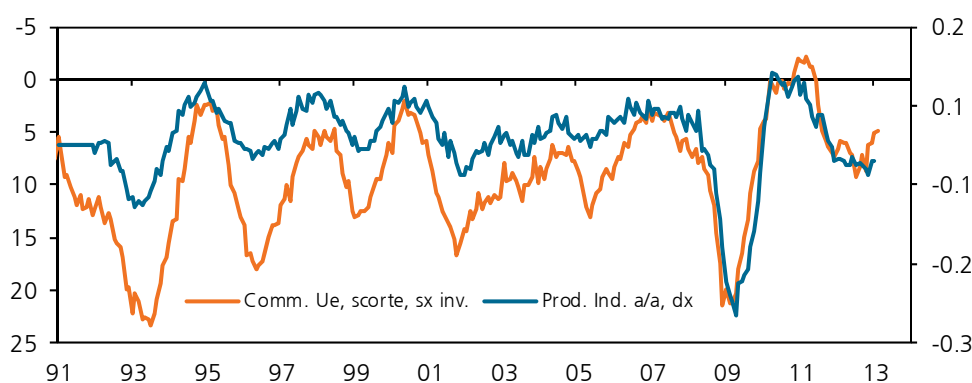
Quando una svolta nel ciclo?

<sup>1</sup> Intesa Sanpaolo, "Scenario Macroeconomico Settembre 2011", pagine 25-26.

imprese industriali della Commissione Europea). L'analisi storica mostra infatti innanzitutto che le scorte manifestano una correlazione molto elevata (con valenza spesso anticipatrice) sulla produzione. Infatti il punto di svolta delle scorte sembra anticipare quello della produzione industriale (in particolare laddove si tratti di un punto di massimo – e non di minimo – del ciclo) in media di 5 mesi. Da notare anche che la durata dei cicli valutata sulle indicazioni dalle scorte risulta superiore (in media di 5 mesi) rispetto alla durata dei cicli misurata sui dati reali di produzione industriale. In ogni caso, **tutti i punti di svolta del ciclo dei magazzini si sono riflessi in punti di svolta per la produzione** (non ci sono stati in tal senso “falsi segnali”). Un'analisi dell'evidenza storica disponibile mostra che la durata media dei cicli (“negativi”) di scorte/produzione è di rispettivamente 15 e 10 mesi (con una punta massima, toccata in occasione della pesante recessione del 2008-2009, rispettivamente di 24 e 14 mesi).

In base a tale “cronologia”, se l'attuale ciclo fosse “standard”, il punto di svolta sia per le scorte che per la produzione avrebbe dovuto collocarsi a metà 2012. Tale durata sembra essere stata superata, e dunque l'attuale ciclo si è già dimostrato di durata superiore alla media storica. Nel caso in cui la durata dell'attuale ciclo fosse quella massima registrata nel passato recente (nel 2008-2009, appunto), il punto di svolta si collocerebbe tra l'ottobre del 2012 e il marzo del 2013. Sinora un punto di minimo provvisorio per la produzione è stato toccato a novembre 2012 (un punto di massimo per le scorte addirittura a luglio del 2012), ma non è detto che esso non possa essere superato. Tale analisi, come peraltro evidenziato già un anno e mezzo fa<sup>2</sup>, mostra che **il punto di minimo del ciclo potrebbe collocarsi proprio nel 1° trimestre del 2013; in ogni caso, nel nostro scenario solo nella seconda metà dell'anno si potrà assistere a una (sia pur graduale e modesta) ripresa dell'attività produttiva.**

I punti di svolta del ciclo delle scorte ricalcano (in molti casi anticipandoli) i punti di svolta per la produzione industriale



Fonte: Commissione UE, Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

<sup>2</sup> Intesa Sanpaolo, “Scenario Macroeconomico Settembre 2011”, pagina 26: “il prossimo punto di svolta potrebbe collocarsi nella migliore delle ipotesi a fine 2012-inizio 2013”; “l'intonazione congiunturale resterà molto debole almeno sino a fine 2012/inizio 2013, e solo a 2013 inoltrato si potrebbe assistere a una apprezzabile ripresa dell'attività produttiva”.

## Scenario Macroeconomico

Marzo 2013

| Durata dei cicli "recessivi" (in base a scorte e produzione industriale) nella recente esperienza storica |        |                                   |        |               |
|---|--------|-----------------------------------|--------|---------------|
|   |        |                                   |        | Durata (mesi) |
| Min scorte  | Feb 95 | Max scorte                        | Mag 96 | 15            |
| Max prod  | Mag 95 | Min prod                          | Apr 96 | 11            |
| Min scorte  | Giu 98 | Max scorte                        | Gen 99 | 7             |
| Max prod  | Lug 98 | Min prod                          | Dic 98 | 5             |
| Min scorte  | Mag 00 | Max scorte                        | Ott 01 | 17            |
| Max prod  | Dic 00 | Min prod                          | Nov 01 | 11            |
| Min scorte  | Mag 04 | Max scorte                        | Mag 05 | 12            |
| Max prod  | Lug 04 | Min prod                          | Mag 05 | 10            |
| Min scorte  | Dic 06 | Max scorte                        | Dic 08 | 24            |
| Max prod  | Feb 08 | Min prod                          | Apr 09 | 14            |
| <b>Media durata cicli:</b>  |        |                                   |        |               |
| Scorte: 15 (max 24)   |        |                                   |        |               |
| Produzione: 10 (max 14)   |        |                                   |        |               |
| Min scorte  | Mar 11 | Max scorte:                       |        | (Lug 12?)     |
|   |        | -ipotesi durata media ciclo (15m) | Giu 12 |               |
|   |        | -ipotesi durata max ciclo (24m)   | Mar 13 |               |
| Max prod  | Ago 11 | Min prod:                         |        | (Nov 12?)     |
|   |        | -ipotesi durata media ciclo (10m) | Giu 12 |               |
|   |        | -ipotesi durata max ciclo (14m)   | Ott 12 |               |

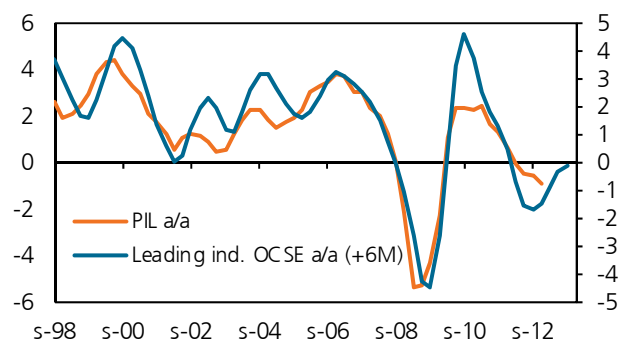
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Commissione UE ed Eurostat

Un altro modo per prevedere l'evoluzione del ciclo (con un orizzonte superiore a 3-6 mesi) è considerare l'evoluzione delle **politiche economiche** (le determinanti fondamentali dell'andamento del ciclo appunto):

- **POLITICA FISCALE.** Se l'analisi di cui sopra è corretta, ovvero se la crisi del debito, con le sue conseguenze in termini di stretta della politica fiscale e delle condizioni finanziarie, costituisce la causa pressoché unica della recessione in corso, è ancora più importante considerarne l'evoluzione per capire quando potrà collocarsi una svolta nell'attuale ciclo. Come evidenziato nel paragrafo precedente, **solo dal 2014 la "morsa" fiscale nell'area euro diventerà poco significativa** (dell'ordine di pochi decimi di PIL). Quest'anno l'aggiustamento, se si attenerà rispetto ai due anni precedenti, resterà di entità importante (circa un punto di PIL dopo il punto e mezzo in media nel biennio 2011-2012), e dunque non coerente con una ripresa del PIL in media d'anno.
- **POLITICA MONETARIA.** Più difficile valutare gli effetti della politica monetaria, visto che è vero che i tassi di interesse ufficiali sono a un livello molto vicino allo zero (come nella maggior parte degli altri Paesi sviluppati) e i tassi reali in negativo, ma: a) la situazione è molto differenziata per Paese, in quanto in base alla regola di Taylor la politica monetaria è molto accomodante in alcuni Paesi (Germania), circa neutra in altri (Francia) e addirittura **restrittiva in tutti i periferici**; la divergenza è ancora più significativa laddove si consideri il tasso di crescita della domanda domestica messo a confronto con il livello dei tassi a breve in termini reali; b) la liquidità è ampia (ed è determinata in maniera endogena dalle banche in base al meccanismo di *full allotment*) ma non si trasmette agli aggregati monetari più ampi e al credito. Un indicatore che cattura l'impatto della politica monetaria sul ciclo è M1 reale, riconosciuto dalla stessa BCE<sup>3</sup> come indicatore dei punti di svolta del ciclo (esso cattura la liquidità non fermandosi al livello dei tassi o alla base monetaria, pur non arrivando all'aggregato monetario ampio M3) con un anticipo di circa un anno. Si nota anzi che, dagli anni '80 a oggi, tutti i punti di svolta di M1 sono stati associati a punti di svolta (con un ritardo medio di un anno, tra 3 e 6 trimestri) del PIL (peraltro, non tutti i punti di svolta del PIL sono stati anticipati da punti di svolta di M1). La correlazione è compresa tra il 66% e il 94%. Nell'attuale ciclo, l'analisi di **M1 reale sta dando un segnale di punto di svolta nella variazione annua del PIL già a partire da inizio 2013** (nel nostro scenario in realtà il PIL a/a toccherà un minimo a -0,9% nel 1° trimestre 2013 per cominciare una lieve inversione di tendenza nel trimestre primaverile a -0,8%).

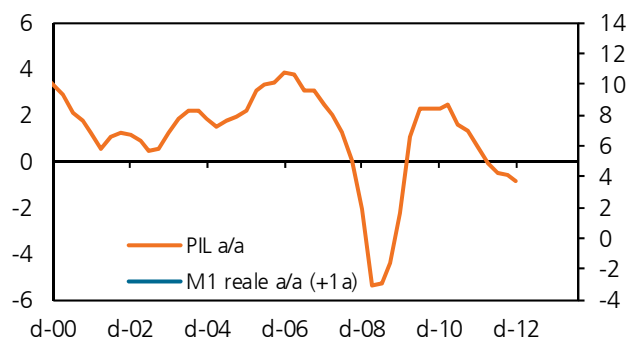
<sup>3</sup> "The informational content of real M1 growth for real GDP growth in the euro area", ECB monthly bulletin, October 2008

Gli indicatori anticipatori stanno segnalando una attenuazione della flessione annua del PIL...



Fonte: Eurostat, OCSE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

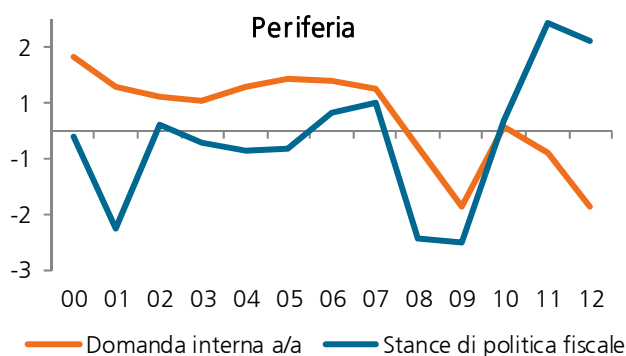
...già a partire dalla prima metà del 2013



Fonte: Eurostat, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

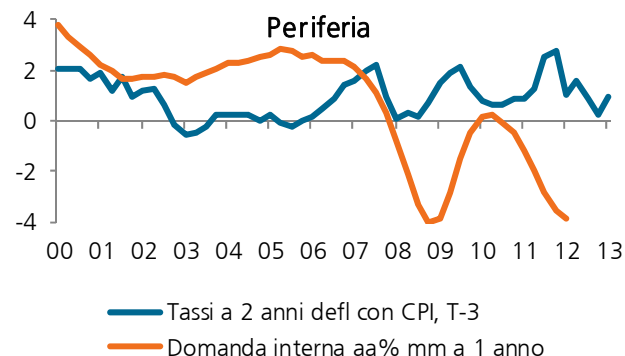
Nel complesso insomma le politiche economiche restano molto differenziate per Paese, e nei periferici non sembrano coerenti con una significativa ripresa dell'attività economica: la politica fiscale è come noto molto restrittiva (e lo resterà anche nel 2013) e la politica monetaria, se valutata in relazione al tasso di crescita della domanda domestica (al netto delle scorte) appare anch'essa restrittiva. Superfluo dire che anche le condizioni finanziarie permangono molto tese. Insomma, nel 2013 e forse anche nel 2014 i periferici non torneranno a contribuire alla crescita dell'Eurozona nel suo complesso.

Nella periferia non solo la politica fiscale...



Nota: stance di politica fiscale=variazione del saldo primario corretto per il ciclo; periferia=media ponderata Italia, Spagna, Portogallo, Grecia, Irlanda. Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

...ma anche la politica monetaria è restrittiva ove si tenga conto della dinamica della domanda interna



Nota: periferia=media ponderata Italia, Spagna, Portogallo, Grecia, Irlanda. Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il *pattern* di composizione della domanda nel 2013 sarà simile a quanto visto nel 2012, sia pure con variazioni meno accentuate. Stimiamo un contributo ancora positivo dalle esportazioni nette (0,7% dopo l'1,6% del 2012), e negativo dalle scorte (-0,3%, dopo il -0,7% del 2012) e soprattutto dalla domanda domestica finale (che ci attendiamo flettere di 0,9% dopo il -1,4% del 2012). Il contributo del commercio con l'estero si ridurrà in quanto, in presenza di una crescita dell'export simile a quella vista lo scorso anno, tornerà viceversa a crescere l'import. La minor flessione degli investimenti si spiega con un'attenuazione della recessione nelle costruzioni, mentre più frenati che lo scorso anno saranno gli investimenti in macchinari e attrezzature. I consumi saranno affossati da un altro anno (il quinto consecutivo!) di flessione del potere d'acquisto in termini reali (e nemmeno nel 2014 il reddito disponibile reale è atteso crescere significativamente). Infine, la spesa pubblica correrà per il terzo anno consecutivo sulla scia del sentiero di correzione fiscale.

Le componenti di domanda



## Scenario Macroeconomico

Marzo 2013

| Reddito disponibile nominale e reale delle famiglie (var. % annue) |      |      |      |      |      |      |      |      |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|
|  | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| Reddito disponibile  | 4.3  | 3.4  | -0.3 | 1.0  | 1.9  | 0.6  | 0.6  | 2.1  |
| Inflazione   | 2.1  | 3.3  | 0.3  | 1.6  | 2.7  | 2.5  | 1.7  | 1.8  |
| Potere d'acquisto  | 2.2  | 0.1  | -0.6 | -0.6 | -0.8 | -1.9 | -1.1 | 0.3  |

Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati OEF

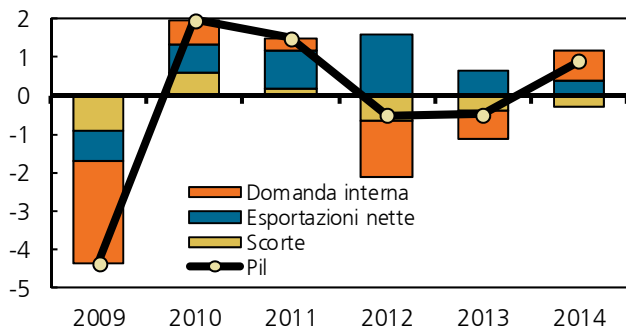
Nel nostro scenario centrale (che esclude l'avverarsi di rischi "estremi" come l'uscita dalla zona euro di alcun Paese rilevante o la perdita di accesso al mercato da parte di Italia o Spagna) l'economia europea tornerà a crescere dal 2014, quando, in presenza di un contributo ancora positivo dagli scambi con l'estero e negativo dalle scorte (tuttavia in entrambi i casi di entità inferiore rispetto a quella vista gli anni scorsi), la domanda domestica potrebbe tornare in territorio positivo. In sintesi, **dopo un 2013 molto simile al 2012 (-0,5%), l'area euro potrebbe tornare a crescere** (dello 0,9%, nelle nostre stime) **solo dal 2014**. Peraltro, la ripresa l'anno prossimo sarà ancora una volta trainata dai Paesi *core*, mentre i periferici daranno nella migliore delle ipotesi un contributo nullo al PIL dopo aver frenato il ciclo per oltre mezzo punto percentuale nel biennio 2012-2013.

I rischi sul nostro scenario centrale restano indubbiamente **verso il basso**. Se il rischio dell'incepparsi di quello che è al momento l'unico "motore di crescita", l'export, in relazione all'apprezzamento del cambio avvenuto tra luglio e gennaio sembra aver perso di importanza di recente, visto il movimento in senso contrario registrato dall'euro in febbraio e marzo, oggi la più grave minaccia gravante sullo scenario congiunturale resta un'eventuale **recrudescenza della crisi del debito** che potrebbe venire da due focolai di crisi: 1) l'*impasse* circa la negoziazione ed eventualmente l'implementazione di un pacchetto di salvataggio per Cipro (più importante per la credibilità dei meccanismi di sostegno che per diretti rischi di contagio); 2) il rischio di ingovernabilità emerso dopo l'esito delle consultazioni elettorali dello scorso febbraio in Italia (che ha un potenziale destabilizzante decisamente maggiore). Anche la revisione del programma sulla Grecia e le sfide del ribilanciamento macroeconomico in Spagna e Portogallo costituiscono fattori potenzialmente in grado di tenere alta la tensione, ma gli sviluppi recenti indicano che i rischi, almeno sul fronte iberico, si vanno riducendo. Vi sono degli importanti **fattori che a nostro avviso possono limitare il contagio** (da Cipro e Italia agli altri Paesi "in crisi"), e cioè:

### I rischi

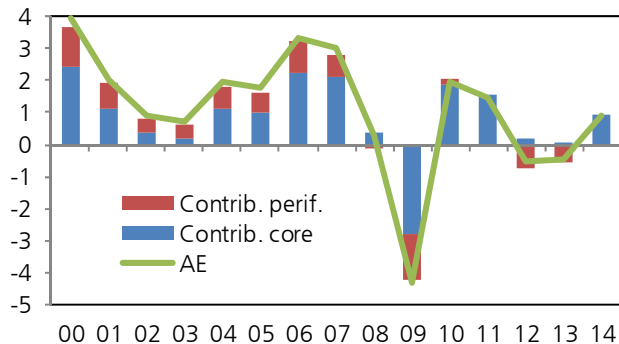
- 1) in primo luogo, gli investitori sono confortati dai segnali che la strategia di correzione fiscale della Spagna nel 2012 ha funzionato molto meglio di quanto si temesse; la performance del mercato locale pare sostenuta da flussi esteri di investimento, come testimonia la continua e ampia riduzione delle passività nette del *Banco de España* nei confronti del resto dell'Eurosistema (308 mld a fine febbraio, 25 meno che a gennaio, in controtendenza con quanto registrato nello stesso mese dalla Banca d'Italia);
- 2) la rinegoziazione delle *promissory notes* utilizzate dall'Irlanda per la ricapitalizzazione delle banche ha ridotto il fabbisogno finanziario del Tesoro irlandese; anche grazie a ciò l'Irlanda è tornata a collocare titoli a lungo termine a rendimenti inferiori a quelli pagati dall'Italia;
- 3) la flessibilità della Commissione Europea in merito agli obiettivi fiscali per il Portogallo: la concessione di un anno in più rendere più credibile lo sforzo fiscale richiesto nel 2013-14 ed elimina i rischi che il programma si incagli proprio ora che l'80% dei fondi è già stato erogato.

Domanda interna in frenata, possibile un lieve recupero nel 2014



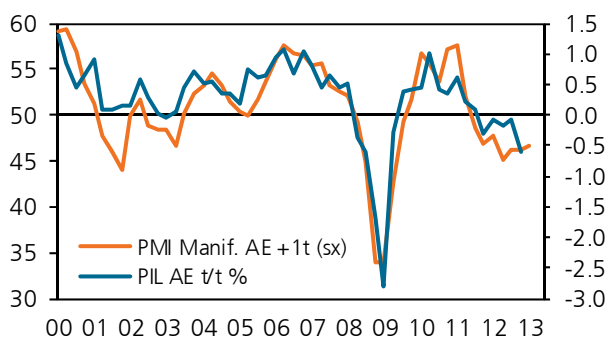
Fonte: Eurostat e previsioni Intesa Sanpaolo

La periferia non contribuirà alla crescita nemmeno l'anno prossimo



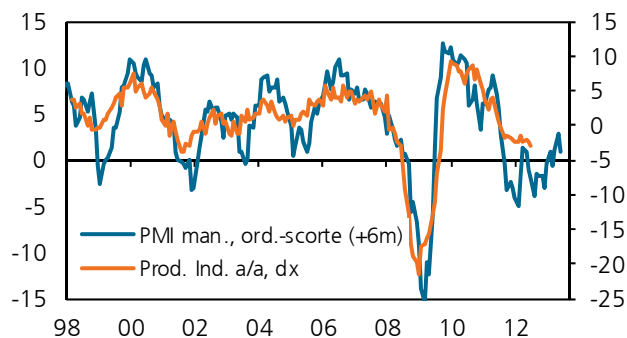
Fonte: Eurostat, Markit, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Le indagini segnalano una stabilizzazione del ciclo su bassi livelli...



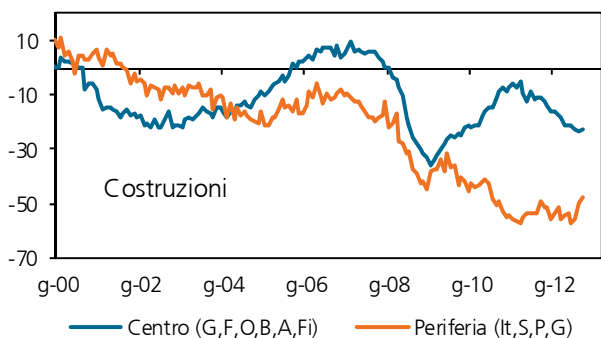
Fonte: Eurostat, Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

...ma il peggio potrebbe essere alle spalle nell'industria



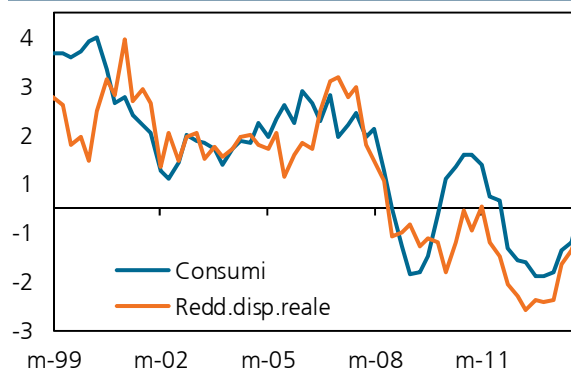
Fonte: Eurostat, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Permangono molto deboli, specie nei Paesi periferici, le costruzioni



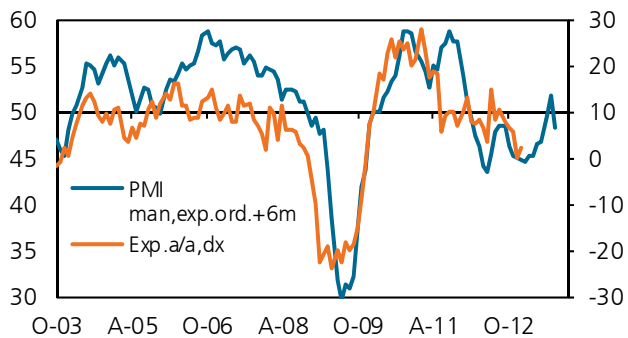
Fonte: Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I consumi si contrarranno per tutto l'anno, frenati dalla dinamica del potere d'acquisto



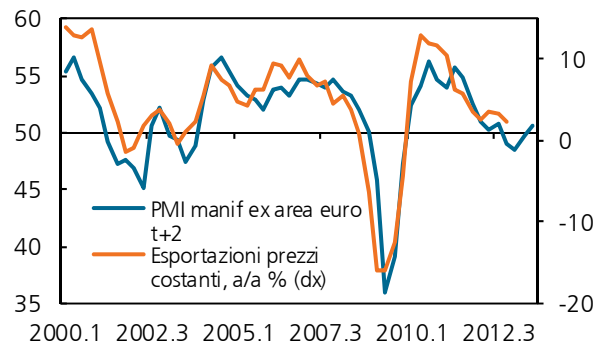
Fonte: Eurostat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Segnali di debole ripresa dall'export nel settore manifatturiero...



Fonte: Eurostat, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

...sulla scia del recupero della domanda mondiale



Fonte: Eurostat, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

## Inflazione: sotto il 2% e i rischi sono verso il basso

L'inflazione è calata all'1,8% a/a in febbraio dal 2,6% a/a di fine estate. Il rallentamento è spiegato quasi interamente dal più moderato contributo dei prezzi energetici, in calo a 0,4% a/a a febbraio dal +0,9% a/a di settembre. Il contributo degli alimentari alla dinamica dei prezzi al consumo è rimasto circa invariato da settembre allo 0,4%. L'aumento dei prezzi delle *commodity* alimentari osservato nei mesi estivi non ha avuto un impatto sulla dinamica dell'indice degli alimentari, dal momento che le pressioni verso l'alto dei prodotti freschi sono state controbilanciate dal calo degli altri beni alimentari. L'inflazione al netto di energia ed alimentari freschi (che sono circa il 30% del paniere dell'indice armonizzato) è calata all'1,4% dal +1,6% di settembre scorso e dal 2,0% di fine 2011. Al netto di tabacchi, prezzi amministrati e tasse, l'inflazione a febbraio era a 0,5% dal +1,0% di fine 2011.

Anna Grimaldi

L'inflazione è calata all'1,8% a febbraio dal 2,6% di fine estate

Ci aspettiamo che il calo dell'inflazione prosegua nei prossimi mesi fino a toccare un minimo all'1,5% a settembre. Le pressioni a monte della catena produttiva sono rientrate; il PMI per i prezzi pagati è calato a marzo a 46,8 dal 54,7 di ottobre, molto probabilmente per effetto dell'apprezzamento del cambio effettivo avutosi tra agosto e gennaio. I prezzi all'importazione della Germania, al netto dell'energia, suggeriscono che l'aumento dei prezzi dei beni di consumo rallenterà ancora.

Nell'area euro l'inflazione dovrebbe calare dal 2,5% del 2012 all'1,7% nel 2013 e all'1,8% nel 2014. Il contributo dell'energia è atteso in calo fino all'autunno, quando ci aspettiamo che i prezzi in euro del petrolio tornino a salire. Le ipotesi alla base delle nostre stime sono di un cambio euro/dollaro a 1,31 nel 2013 e in calo a 1,28 nel 2014, sensibilmente più debole rispetto alle ipotesi incorporate nelle stime di dicembre scorso (1,35 nel 2013). Il petrolio è pressoché stabile (dai 112 dollari del 2012 passa a 109 nel 2013 e risale a una media di 113 nel 2014).

Inflazione in media all'1,7% nel 2013 e all'1,8% nel 2014 e inflazione *core* all'1,4%

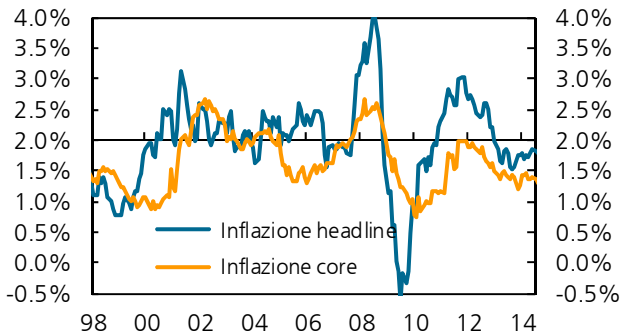
L'inflazione *core* dovrebbe calare all'1,4% dall'1,8% del 2012. Sulla dinamica annua peseranno aumenti di prezzi amministrati e tassazione indiretta che si sono già verificati e che pesano sulla media 2013, o che sono previsti per il 2013 (come l'aumento dell'IVA in Italia previsto per il luglio 2013).

Riteniamo che i rischi per l'inflazione siano più verso il basso che non verso l'alto. Vi è come sempre un rischio di movimenti aberranti del prezzo delle materie prime sull'orizzonte di previsione. Ma al di là di ciò, pensiamo che la dinamica sottostante dei prezzi al consumo potrebbe frenare più del previsto. L'*output gap* è atteso rimanere fortemente negativo, -3,9%, ma sostanzialmente stabile rispetto al 2012. **L'ampio eccesso di offerta nel mercato del lavoro limiterà le pressioni da salari e costi sulla dinamica dei prezzi interni.** La disoccupazione potrebbe continuare a salire fino al 12,4% dall'11,9% di gennaio. Il costo del lavoro è rallentato all'1,3% a fine 2012 dal 2,2% di fine 2011 ed escludiamo rialzi significativi nei prossimi mesi. A partire dalla primavera del 2013, ci aspettiamo un recupero ciclico di produttività che dovrebbe tenere sotto controllo il costo unitario del lavoro. Una fase di debolezza più pronunciata di quella incorporata nelle nostre stime potrebbe spingere la dinamica sottostante dei prezzi al consumo al netto di energia, alimentari e prezzi amministrati al di sotto dell'1,0% per fine 2013.

Attese d'inflazione (*survey based*) suggeriscono rischi più verso il basso che verso l'alto

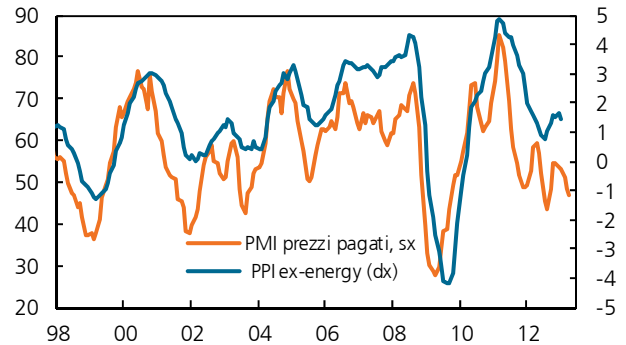
Le attese di inflazione derivabili dagli *inflation swap* sono calate marginalmente negli ultimi due mesi. La distribuzione di frequenze delle attese d'inflazione a 5 anni, come derivabili dall'indagine BCE, evidenzia che è aumentata, al margine, la percentuale di previsori che vede l'inflazione tra l'1,0% e l'1,9%, mentre cala la percentuale di quelli che si aspettano l'inflazione al di sopra dell'1,9%. Draghi nella conferenza stampa di marzo ha sottolineato che le attese di inflazione sono stabili e che si è ridotto il costo della copertura da uno shock sui prezzi verso l'alto ma anche verso il basso.

L'inflazione continuerà a calare fino all'autunno



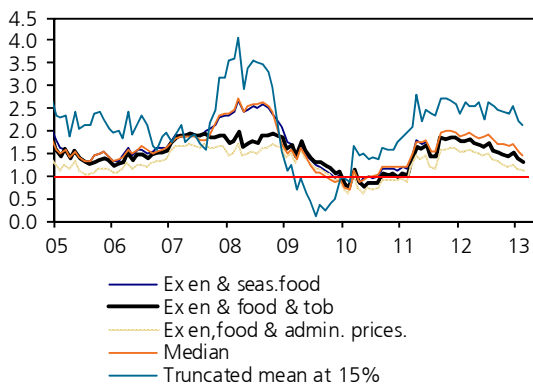
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le pressioni a monte in calo, in parte per effetto dell'apprezzamento del cambio tra agosto e fine gennaio



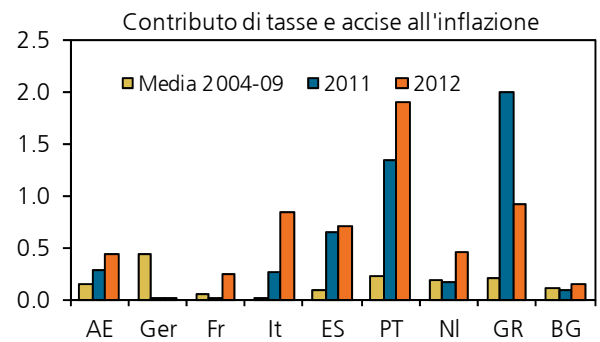
Fonte: Eurostat, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'inflazione core è calata su tutte le misure negli ultimi nove mesi, nonostante l'aumento...



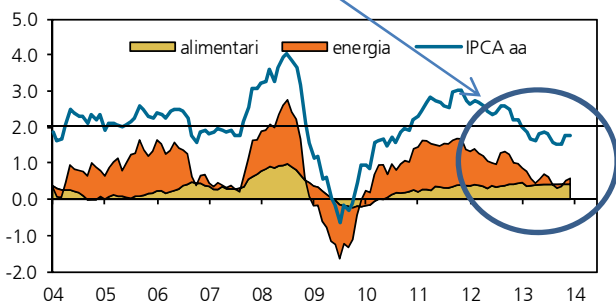
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... della tassazione indiretta



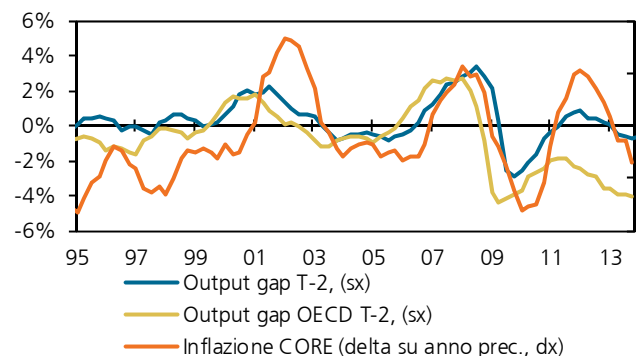
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



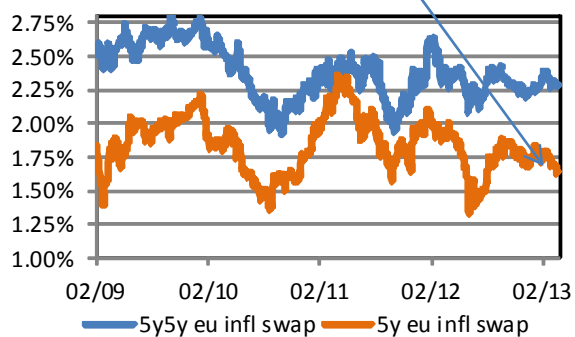
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I rischi per la dinamica dell'inflazione core sono verso il basso



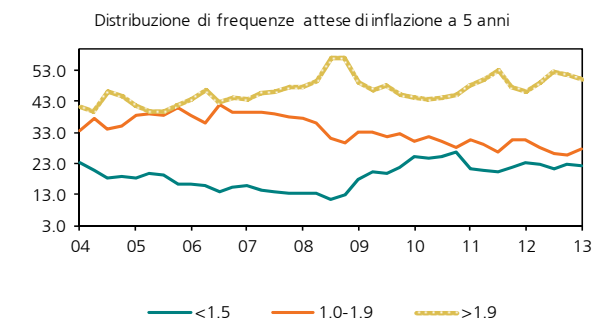
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Attese di inflazione di mercato in lieve calo



Fonte: Bloomberg e Intesa Sanpaolo

Aumenta la percentuale di previsori che vede l'inflazione a 5 anni al di sotto del 2%



Fonte: Markit, Eurostat e Intesa Sanpaolo

### BCE: non c'è da aspettarsi un granché da Francoforte

La BCE ha lasciato i tassi fermi a marzo. La revisione verso il basso alle stime di crescita per il biennio in corso (si veda la tabella in coda al testo) lascia aperta la porta a un ritocco del *refi* nei prossimi mesi; tuttavia, pensiamo che la probabilità di un taglio del *refi* rimanga piuttosto esigua, dal momento che un ritocco al *refi* avrebbe un impatto assai limitato sull'economia reale. D'altronde, Draghi, nell'audizione al Parlamento europeo, è sembrato gettare acqua sul fuoco quando ha indicato che il problema non è l'impulso di politica monetaria ma la trasmissione dello stesso: *"Quel che dobbiamo fare, e questa è la vera sfida per la BCE, è assicurare la trasmissione della politica monetaria in tutta l'area"*.

Sulla decisione di tagliare o meno il *refi* pensiamo possano pesare più le condizioni di mercato monetario che non i rischi verso il basso per lo scenario macro, anche se questi fornirebbero una giustificazione formale alla decisione. In un regime d'asta ad assegnazione piena, il *refi* rappresenta un limite per i tassi monetari dal momento che a tassi significativamente più alti sarebbe più conveniente per le banche finanziarsi in BCE. Fino allo scorso 20 marzo, l'ammontare di fondi rimborsati dalle due aste triennali era pari a 231 miliardi di euro e l'eccesso di riserve a 382 miliardi di euro, ancora ampiamente al di sopra della soglia di 200 miliardi, soglia che la BCE considera, in linea indicativa, necessaria perché i tassi di mercato monetario rimangano schiacciati sul pavimento di oscillazione, che è dato dal tasso sui depositi. Con la crisi di Cipro e l'incertezza politica in Italia, il ritmo dei rimborsi potrebbe rallentare.

La BCE ha dichiarato di essere tecnicamente pronta a tagliare il tasso sui depositi, ma continuiamo a pensare che un tale passo sia un evento con probabilità assai remota. Un tasso negativo sui depositi potrebbe essere distorsivo per il mercato dei repo e particolarmente penalizzante per i fondi monetari. Inoltre, un taglio potrebbe risultare controproducente per la dinamica del credito, come indicato da Constancio lo scorso 14.02.2013: *"Nel contesto attuale, in cui la domanda di credito è debole, le banche potrebbero anche trasferire sui tassi sui prestiti il costo dei depositi presso le Banche centrali. La BCE ha guardato all'esperienza di Danimarca e Svezia, che hanno applicato un tasso negativo sui depositi per un periodo breve di tempo, e ha concluso che l'effetto di una tale misura di policy non è chiaro"*.

Nonostante abbia lasciato i tassi fermi a marzo, la BCE si è impegnata a mantenere accomodante la politica monetaria. Ma pensiamo che non arriveranno grosse novità sul fronte delle misure non convenzionali, in parte per le forti resistenze della Bundesbank a potenziare lo stimolo monetario con misure mirate a ripristinare l'impulso di politica monetaria ai paesi della periferia. Draghi ha più volte ribadito che la mancata trasmissione dell'impulso di politica monetaria alla periferia è da ricondursi alla frammentazione del mercato interbancario e che *"quello che dobbiamo fare è aspettare che la politica monetaria accomodante si trasmetta all'economia reale"*. Draghi sostiene che la mancata trasmissione dell'impulso di policy dipende dalla frammentazione del mercato interbancario, che si è ridotta solo in parte anche dopo l'annuncio delle OMTs.

A parte il cantiere dell'unione bancaria, che ha tempi lunghi pur essendo cruciale, il principale strumento cui Draghi ha fatto riferimento per indicare che la BCE è pronta a mantenere accomodante la politica monetaria è l'assegnazione piena nelle aste di rifinanziamento, che pensiamo resterà in essere quanto meno fino a fine 2014. Ma tale regime non è certo una novità; inoltre, ha impedito che si verificasse una crisi di bilancia dei pagamenti e mitigato gli effetti della frammentazione, ma non è stato sufficiente a compensare gli altri fattori che hanno compromesso la trasmissione dell'impulso di policy ai Paesi della periferia, dove non solo la politica fiscale ma anche la politica monetaria è assai restrittiva.

Anna Grimaldi

**Un taglio del *refi* potrebbe arrivare se con lo storno di fondi triennali si dovesse verificare un significativo rialzo dei tassi di mercato monetario, ma questo non è lo scenario centrale**

**Un taglio del tasso sui depositi rimane un evento assai remoto**

**Cosa altro può fare la BCE per mantenere accomodante la politica monetaria?**

Un modo per valutare il grado di restrizione monetaria è guardare alla dinamica dei tassi reali a breve termine rispetto alla dinamica della domanda interna. Come può notarsi dai grafici i tassi reali sono più bassi al centro ma assai più elevati nella periferia. La differenza nella *stance* di politica monetaria è evidente anche nell'andamento dei tassi sui prestiti al di sotto del milione di euro con un periodo di determinazione del tasso fino all'anno.

Draghi, nel suo intervento alla conferenza sull'integrazione finanziaria lo scorso 19 marzo, ha indicato che la BCE sta lavorando alla possibilità dell'uso transfrontaliero del collaterale nelle operazioni di credito "per migliorarne l'efficienza". Tali dichiarazioni rappresentano una novità e una presa d'atto che qualcosa va fatto per arginare la frammentazione del mercato interbancario. La modifica alle regole sul collaterale potrebbe prendere la forma di revisioni ai margini di garanzia applicate sugli strumenti di debito di altre istituzioni creditizie, ma non è chiaro se l'innovazione recherà benefici significativi.

C'è da chiedersi inoltre a quali strumenti la BCE potrebbe ricorrere se le recenti tensioni sui mercati innescate dall'incertezza politica in Italia e dalla crisi a Cipro non dovessero rientrare?

L'acquisto di titoli di stato sul secondario non è più un'opzione dal momento che l'SMP è stato ufficialmente archiviato a settembre scorso. Un'ipotesi è rivedere le regole sul collaterale.

Ricordiamo che l'acquisto di titoli governativi è ormai condizionato a una richiesta di aiuto formale da parte di un Paese Membro come ricordato da Draghi ("è rimesso alle decisioni dei Governi"). Inoltre, l'uso dello strumento è limitato ai Paesi che non hanno perso accesso al mercato e quindi non applicabile a Cipro.

Non è escluso che la BCE possa annunciare altre aste a medio lungo termine per limitare le ripercussioni sulla posizione di liquidità delle banche della periferia. Pensiamo tuttavia che altre aste lunghe non risolverebbero il problema di rischio di credito e rischio controparte che continua a limitare la circolazione dei capitali dal Centro alla Periferia anche se meno che un anno fa.

In **conclusione**, la BCE si è impegnata a mantenere accomodante la politica monetaria, a tal scopo l'assegnazione piena rimarrà in essere fino a data da destinarsi. Ma al di là di ciò la BCE non introdurrà nuove misure mirate a ripristinare l'impulso di politica monetaria ai paesi della periferia. La revisione alle stime di crescita lascia la porta aperta per un taglio del *refi*, che però continuiamo a pensare sia poco probabile.

**In arrivo una modifica alle regole sull'uso transfrontaliero del collaterale?**

**Quali strumenti ha la BCE per contrastare il rischio di contagio? L'OMT, e non aspettiamoci altro**

**Una nuova asta lunga? Forse, ma se ci fosse contagio e tornassero problemi di raccolta per le banche**

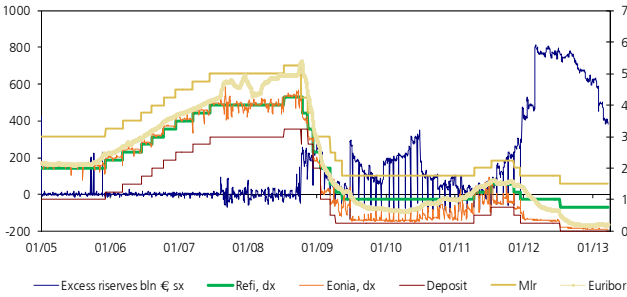
Tab. 1 - La BCE ha rivisto al ribasso le stime di crescita e inflazione

| Data previsione | Anno | BCE            |                   | Consenso |      | Intesa Sanpaolo |      |
|-----------------|------|----------------|-------------------|----------|------|-----------------|------|
|                 |      | IPCA           | PIL               | IPCA     | PIL  | IPCA            | PIL  |
| set-12          | 2012 | 2.4/2.6 (2.5)  | -0.6/-0.2 (-0.4)  | 2.3      | -0.5 | 2.5             | -0.4 |
| set-12          | 2013 | 1.3/2.5 (1.9)  | -0.4/1.4 (0,5)    | 1.7      | 0,5  | 2               | 0,3  |
| dic-12          | 2012 | 2.4/2.6 (2.5)  | -0.5/-0.2 (-0.4)  | 2.5      | -0,5 | 2.5             | -0,4 |
| dic-12          | 2013 | 1.1/2.1 (1.6)  | -0.9/0.3 (-0,3)   | 1.9      | 0.0  | 1.8             | 0.0  |
| dic-12          | 2014 | 0.6/2.2 (1.4)  | +0.2/2.2 (1.2)    | 1.6*     | 1.4* |                 | 1.0  |
| mar-13          | 2013 | 1.2/2.0 (1.6)↑ | -0.9/-0.1 (-0.5)↓ | 1.8      | -0.2 | 1.8             | -0.5 |
| mar-13          | 2014 | 0.6/2.2 (1.4)  | +0.0/2.0 (1.2)↓   | 1.7      | 1.8  | 1.9             | 0.9  |

Nota: (\*) stime della Commissione UE di novembre, a questa data le stime di consenso per il 2014 non erano disponibili.  
Fonte: BCE, Consensus Economics e stime Intesa Sanpaolo

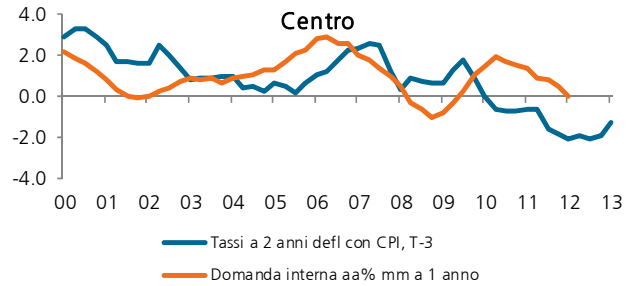


La BCE sostiene che con il *full allotment* la politica monetaria rimarrà accomodante e che l'impulso si trasmetterà anche alla periferia della zona euro



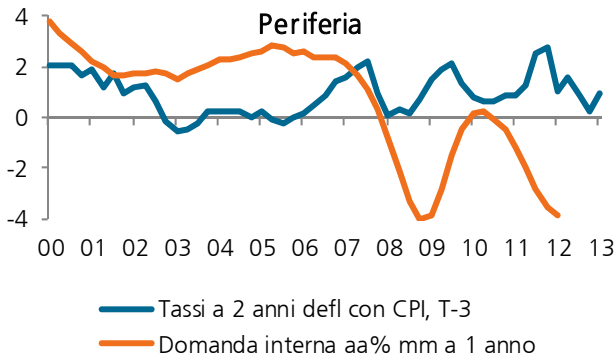
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Ma per ora la politica monetaria è accomodante solo al Centro...



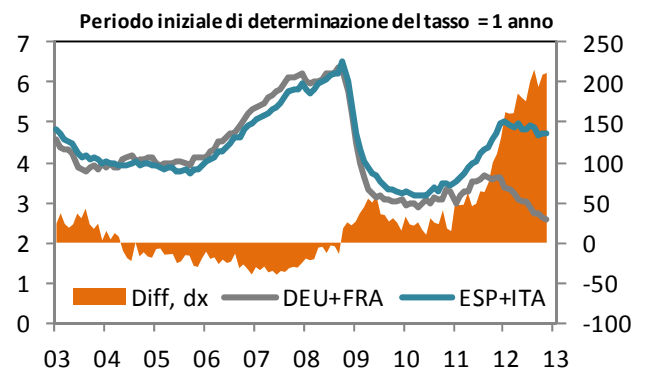
Fonte: Bloomberg, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

...e molto restrittiva nella periferia



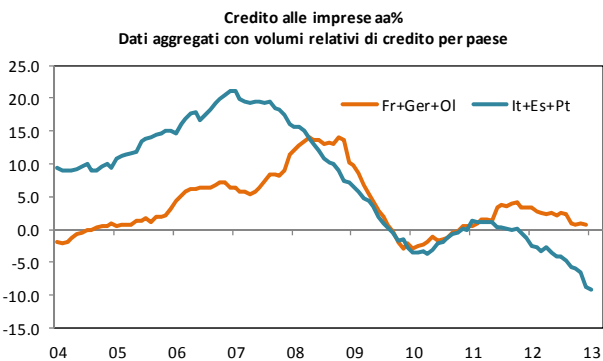
Fonte: Bloomberg, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le imprese della Periferia pagano circa 200pb in più sui prestiti entro un milione di euro



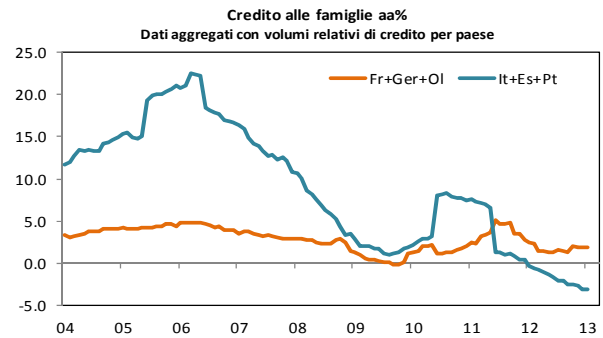
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Non ci sono segnali di ripresa del credito alle imprese e...



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

...alle famiglie nella periferia



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

## Germania: partenza debole ma il peggio è passato

Confermiamo la nostra previsione di crescita del PIL tedesco di 0,5% nel 2013 dopo il +0,7% dello scorso anno. La stima per l'anno in corso è condizionata dalla debole uscita dal 2012: -0,6% t/t. Le indagini di clima e in particolare la componente aspettative dell'IFO segnalano una svolta del ciclo già a inizio 2013, grazie al recupero della domanda globale ex area euro. Tuttavia, il PIL tornerà in territorio solo marginalmente positivo nel 1° trimestre di quest'anno, data la debole entrata nel 2013 di ordini e produzione industriale. Non possono inoltre escludersi rischi verso il basso per fattori climatici in particolare nel comparto delle costruzioni. I fondamentali ancora solidi dell'economia tedesca, la migliore posizione competitiva e la tenuta del mercato del lavoro dovrebbero consentire un'accelerazione del ciclo a partire dalla primavera. Condizioni finanziarie ancora ampiamente espansive e misure di politica fiscale a sostegno del reddito dovrebbero favorire il recupero della domanda interna. Dal 2014, quindi, il PIL tedesco dovrebbe crescere dell'1,8%, oltre il potenziale stimato dalla Bundesbank all'1,3% e dall'OECD all'1,6%. Già nel 2013 la domanda interna dovrebbe contribuire alla crescita del PIL più del canale estero, dato il crescente *import content* dell'export tedesco. La Germania dovrebbe quindi contribuire al processo di ribilanciamento all'interno della zona euro, esportando crescita.

Anna Grimaldi

I rischi per lo scenario 2013-2014 sono verso il basso e derivano da sviluppi avversi nell'area euro e da un recupero più fiacco della domanda globale di quanto da noi assunto, nonché da una ripresa meno decisa della domanda interna ed in particolare della spesa per investimenti delle imprese.

| Previsioni Macro                  | 2012 | 2013 | 2014 | 2012 |      |      |      | 2013 |      |     |     | 2014 |
|-----------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-----|-----|------|
|                                   |      |      |      | 2    | 3    | 4    | 1    | 2    | 3    | 4   | 1   |      |
| PIL (prezzi costanti, a/a)<br>t/t | 0.9  | 0.5  | 1.8  | 1.0  | 0.9  | 0.4  | 0.0  | 0.2  | 0.4  | 1.5 | 1.9 |      |
| Consumi privati                   | 0.6  | 0.9  | 1.4  | 0.2  | 0.0  | 0.1  | 0.2  | 0.4  | 0.3  | 0.4 | 0.4 |      |
| Investimenti fissi lordi          | -2.0 | -1.0 | 4.0  | -1.9 | -0.5 | -0.8 | -0.6 | 0.3  | 0.9  | 1.0 | 1.2 |      |
| Consumi pubblici                  | 1.4  | 1.4  | 1.5  | -0.3 | 0.7  | 0.4  | 0.3  | 0.3  | 0.4  | 0.4 | 0.4 |      |
| Esportazioni                      | 4.3  | 2.8  | 5.4  | 3.3  | 1.5  | -2.0 | 0.5  | 1.8  | 1.3  | 1.2 | 1.4 |      |
| Importazioni                      | 2.2  | 3.4  | 5.9  | 2.3  | 0.6  | -0.6 | 0.8  | 1.8  | 1.0  | 1.4 | 1.7 |      |
| Var. scorte (contrib., % PIL)     | -0.6 | 0.0  | -0.2 | -0.1 | -0.3 | 0.2  | 0.1  | 0.0  | -0.1 | 0.0 | 0.0 |      |
| Partite correnti (%PIL)           | 6.4  | 6.4  | 5.7  | 6.5  | 7.0  | 5.9  | 6.3  | 6.6  | 6.6  | 6.2 | 6.0 |      |
| Deficit (%PIL)                    | -0.6 | -0.2 | 0.0  |      |      |      |      |      |      |     |     |      |
| Debito (%PIL)                     | 80.6 | 78.6 | 76.5 |      |      |      |      |      |      |     |     |      |
| CPI (a/a)                         | 2.1  | 1.7  | 1.5  | 2.1  | 2.1  | 2.0  | 1.7  | 1.8  | 1.8  | 1.6 | 1.6 |      |
| Produzione Industriale            | -0.4 | 0.9  | 4.0  | 0.1  | 0.4  | -2.3 | 0.4  | 1.1  | 2.0  | 1.0 | 0.5 |      |
| Disoccupazione (%)                | 6.8  | 7.2  | 7.0  | 6.8  | 6.8  | 6.9  | 6.9  | 7.1  | 7.3  | 7.3 | 7.2 |      |

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

**Prospettive di breve termine:** La produzione industriale tedesca non è cresciuta a inizio 2013, dopo l'aumento di 0,6% m/m a fine 2012. Il dato contrasta con le indicazioni di recupero di attività industriale dalle indagini di clima IFO e ZEW, ma è in linea con la dinamica del PMI manifatturiero osservata tra novembre e gennaio. Il dato di gennaio lascia la produzione in rotta per un modesto recupero a marzo 2013, +0,4% t/t. I dati sulle vendite al dettaglio segnalano un andamento della spesa per consumi più sostenuto rispetto allo 0,2% t/t della seconda metà del 2012. Le esportazioni sono cresciute di 1,4% in termini nominali a gennaio a fronte di una crescita dell'import del 3,3%. Nel complesso il PIL crescerà al più di 0,1% t/t dopo il calo di 0,6% t/t di fine 2012, ma la ripresa dovrebbe accelerare già nei mesi primaverili a +0,4% t/t.

Ci aspettiamo, difatti, che l'export recuperi ulteriormente quota nel corso del 2013 grazie anche al ritorno alla crescita della zona euro verso cui va ancora circa il 40% delle esportazioni tedesche. In media annua vediamo l'export in aumento del 2,8% nel 2013 e del 5,4% nel 2014. Le importazioni sono attese crescere più dell'import sia nel 2013 (3,4%) che nel 2014 (5,9%)

Grazie a un'accelerazione dell'export e ...

dato l'elevato *import content* della produzione e degli investimenti in macchinari tedeschi. Ci aspettiamo, quindi, che le esportazioni nette offrano, progressivamente, un contributo meno significativo alla crescita del PIL rispetto agli anni 2000. Assisteremo quindi a una parziale chiusura dell'avanzo commerciale dal 6,0% del 2012.

La domanda interna offrirà un supporto ancora limitato alla crescita nella prima parte di quest'anno dato il clima ancora incerto. Tuttavia, consumi e investimenti dovrebbero accelerare sensibilmente in corso d'anno, supportati da politiche economiche espansive.

Le prospettive di breve termine per la spesa in macchinari sono ancora incerte: la capacità produttiva è risalita solo marginalmente e gli ordini dall'estero sono calati a inizio 2013. Le condizioni finanziarie ampiamente favorevoli e la necessità di sostituire lavoro con capitale dovrebbe innescare una progressiva accelerazione degli investimenti aziendali. Tuttavia, fin quando non si avrà una chiarita sulle prospettive di medio periodo, è possibile che la spesa delle imprese sarà limitata alla sostituzione o razionalizzazione di impianti esistenti. La spesa per ampliamento della capacità produttiva è attesa ripartire solo nella seconda parte dell'anno. In media annua, la spesa in macchinari è attesa ancora in territorio negativo -2,4% nel 2013, data la debole uscita dal 2012, ma in recupero al 4% nel 2014. Una crescita più sostenuta della spesa in macchinari in Germania tipicamente ha delle ripercussioni positive sull'export della zona euro dato l'elevato *import content* degli investimenti aziendali tedeschi. I dati Eurostat sul commercio di beni mostrano che le importazioni tedesche di macchinari nel 2012 provenivano ancora per il 39% (117 miliardi di euro) dal resto della zona euro e questo nonostante sia sensibilmente cresciuto il peso delle produzioni al di fuori della zona euro. Olanda e Italia coprivano ancora rispettivamente il 9% e il 6% delle importazioni totali di macchinari lo scorso anno.

Gli **investimenti in costruzioni** dovrebbero tornare a crescere dalla primavera dopo la debolezza osservata tra fine 2012 e inizio 2013. Tuttavia, i dati su ordini e permessi sia per l'edilizia residenziale che per gli edifici ad uso commerciale suggeriscono che la tendenza di fondo potrebbe essere meno positiva che nel 2011 (+6,0%). In media annua, gli investimenti in costruzioni sono visti in crescita di 0,9% nel 2013 (sulla dinamica annua pesa un effetto base sfavorevole rispetto alla prima metà dello scorso anno) e in accelerazione al 2,5% nel 2014.

La **spesa per consumi è attesa solo marginalmente più forte che nel 2012 (+0,9% da +0,6%)**, in parte per effetto del trascinarsi dalla fine dello scorso anno. Ci aspettiamo altresì una **crescita più sostenuta all'1,4% nel 2014**. I consumi delle famiglie dovrebbero essere supportati oltre che dalle politiche economiche anche dalla dinamica del reddito da lavoro. I **salari negoziali dovrebbero crescere più o meno allo stesso passo che nel 2012: (2,7% in media)**. Nel 2013 vengono rinegoziati i salari di 12,5 milioni di lavoratori. La Bundesbank stima che gli aumenti saranno in linea con quelli visti nel 2012, ma non è escluso che si possa vedere qualcosa di più<sup>4</sup>. I salari negoziali sono attesi accelerare nel 2014, grazie alla ripresa ciclica. Le retribuzioni sono attese in crescita in linea con la dinamica dei salari negoziali nel 2013, come già si è osservato lo scorso anno, la tendenza è spiegata dal fatto che negli ultimi anni sono stati accordati aumenti delle retribuzioni per lo più tramite incrementi permanenti delle retribuzioni base. La dinamica più sostenuta dei salari nel periodo 2008-2013, rispetto alla moderazione del periodo 2004-2008, innescata dalle riforme Schroeder del 2003, dovrebbe indurre un ciclo più espansivo dei consumi e favorire il ribilanciamento della crescita all'interno dell'area euro. La quota dei salari sul PIL è salita tra il 2005 e il 2012, mentre la quota dei profitti ha cominciato a scendere dal 2009, la redistribuzione del reddito in atto dovrebbe consentire alla Germania di esportare crescita contribuendo al processo di ribilanciamento all'interno della zona euro.

... della domanda interna, sostenuta da politiche espansive

La ripresa degli investimenti di ampliamento degli impianti avrà effetti positivi sulla crescita dell'export

<sup>4</sup> La IG Metall ha richiesto per il 2013 (i negoziati sono iniziati il 21 marzo) aumenti salariali del 5,5% dal 6,5% domandato nel 2012, quando ottenne un aumento del 4,3% (comunque il più significativo degli ultimi 20 anni e più di due volte l'inflazione 2012). Nelle costruzioni sono stati richiesti aumenti del 6,6% e i dipendenti pubblici rivendicano aumenti del 6,6%.

Le prospettive per il mercato del lavoro rimangono favorevoli. Le indagini congiunturali indicano solo un modesto rallentamento delle intenzioni ad assumere a inizio anno, il numero delle *vacancy* è calato marginalmente a gennaio e febbraio e contestualmente si è registrato un calo dei disoccupati di 18 mila unità nello steso periodo. Il tasso di disoccupazione ha toccato un nuovo minimo a gennaio al 6,8% per poi risalire marginalmente a febbraio al 6,9%. Non è escluso che si possa ancora vedere un effetto ritardato del ciclo sulla dinamica occupazionale. Tuttavia, l'aggiustamento passerà ancora più per una riduzione delle ore lavorate, tramite gli accordi negoziati a livello di singole imprese, che attraverso una massiccia espulsione di occupati. Il punto di minimo per la creazione di posti di lavoro dovrebbe vedersi a inizio estate quando prevediamo che la crescita dell'occupazione possa frenare allo 0,3% a/a dallo 0,6% a/a di gennaio scorso. La disoccupazione potrebbe toccare il 7,3% in estate per poi tornare a ridiscendere nel 2014. Potrebbe, inoltre, incidere negativamente sulla dinamica del tasso di disoccupazione, un aumento della forza lavoro. La Bundesbank si aspetta un aumento del tasso di partecipazione nel 2013 grazie a flussi migratori di circa 300 mila persone.

**Il mercato del lavoro tiene ancora, ma non è escluso un aumento della disoccupazione fino al 7,3% in estate**

L'**inflazione** dovrebbe ritornare all'1,7% nel 2013 dal 2,1% stimato per il 2012. Le minori pressioni dalla componente energia dovrebbero controbilanciare l'aumento del costo del lavoro unitario associato all'aumento delle retribuzioni e alla crescita meno sostenuta dell'occupazione. Nel 2013 la dinamica sottostante si muoverà in linea con l'indice generale dei prezzi, dopo il +1,5% a/a di quest'anno. Nel 2014, l'inflazione è attesa circa stabile all'1,6%.

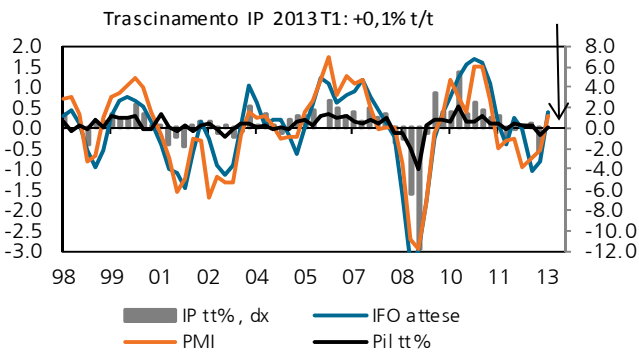
### Focus I: la Germania rispetterà il fiscal compact già dal 2013

Il saldo di bilancio ha chiuso in lieve surplus nel 2012: +0,1% del PIL in miglioramento dal -0,8% del 2011 e ben meglio del -0,9% del PS 2012. Il miglior risultato 2012 è da ascrivere a un aumento del gettito da tassazione sui profitti in eccesso della crescita del reddito d'impresa<sup>5</sup> e ad una crescita della spesa sociale inferiore alle attese, riconducibile ad una performance migliore del previsto del mercato del lavoro. Il calo della spesa per interessi ha pesato per solo uno 0,1% di PIL. A gennaio scorso, la Commissione proiettava una spesa per interessi del 2,6% del PIL mentre i dati di febbraio della Bundesbank mostravano la spesa per interessi al 2,5% del PIL. Il deficit strutturale è migliorato di 0,9% nel 2012 a -0,5% del PIL, il risultato è in linea con le proiezioni del PS dello scorso aprile 2012. Il debito 2012 dovrebbe aver chiuso all'81,7% del PIL dall'80,5% del 2011. per effetto del pagamento dei contributi all'ESM (29 miliardi di garanzie da stanziare per l'EFSF e 27 miliardi per l'ESM), nonché di liquidazione della Banca Regionale WestLB. Nel 2013, il saldo di bilancio è atteso tornare in deficit a -0,5% del PIL, dal momento che il rallentamento ciclico della seconda metà del 2012 dovrebbe erodere l'influenza positiva del ciclo. Inoltre, in vista delle elezioni di autunno, sono state introdotte una serie di misure a sostegno del reddito (riduzione dei contributi previdenziali al 18,8% dal 19,6%; l'allargamento della base imponibile su cui si applicano deduzioni delle aliquote IRPEF; l'eliminazione del ticket sulle visite specialistiche; l'introduzione di incentivi fiscali sulle ristrutturazioni) solo in parte bilanciate da tagli di spesa. I principali risparmi deriveranno da condizioni finanziarie ancora ampiamente favorevoli (il calo dei rendimenti a medio lungo termine tipicamente si trasmette con un *lag* sulla spesa per interessi) e dal venire a scadenza delle obbligazioni statali a sostegno delle istituzioni finanziarie che controbilanciano gli impegni per i meccanismi di sostegno europei. Il piano di budget pluriennale presentato dal Consiglio dei Ministri Merkel, lo scorso 14 marzo 2013 proietta un deficit ancora nel 2014 (6,4 mld di euro dai 17,1 mld di euro previsti per il 2013) e un ritorno del deficit in pareggio nel 2015. Il Piano di Budget prevede una crescita delle entrate del 10% tra il 2014 e il 2017 e un calo di spesa del 2%, ipotesi che sembrano realistiche dal momento che la crescita potenziale è stimata all'1,4% dalla Commissione. Il **saldo**

<sup>5</sup> Secondo la Bundesbank l'ampia varianza dei residui, nel 2009 si era visto un calo del gettito della tassazione sulle imprese nel 2009 in eccesso della contrazione dei profitti, è spiegato dalla struttura di pagamento delle imposte che non o riflesse a pieno nei modelli.

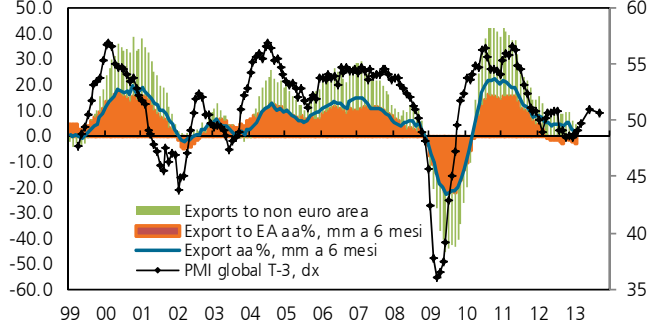
**strutturale** è atteso circa invariato nel 2013 e in pareggio già nel 2014. La Germania può vantare di essere in una posizione nettamente più solida rispetto agli altri partner europei, il termine per il rispetto del *fiscal compact* (saldo strutturale non superiore al -0,5%) è il 2015. Inoltre, già nel 2013, il rapporto debito/PIL potrebbe tornare a scendere allo scadere delle passività legate al sostegno delle *bad bank*.

I dati di produzione suggeriscono solo un lieve recupero del PIL a inizio 2013, ma le indagini congiunturali sono positive



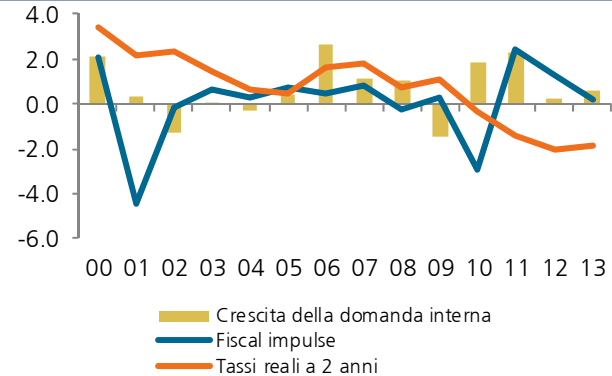
Nota: IFO e PMI deviazioni standard dalla media di lungo termine  
Fonte: Markit, Deutsche Bundesbank ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il maggior ottimismo riflette il recupero di domanda globale segnalato dai PMI ex AE



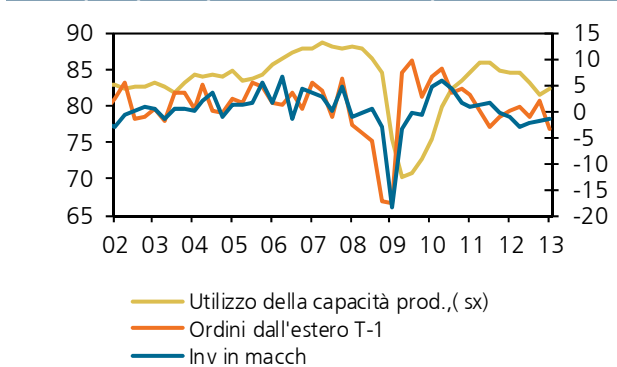
Fonte: Markit, Deutsche Bundesbank ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le politiche economiche supporteranno la dinamica della domanda interna



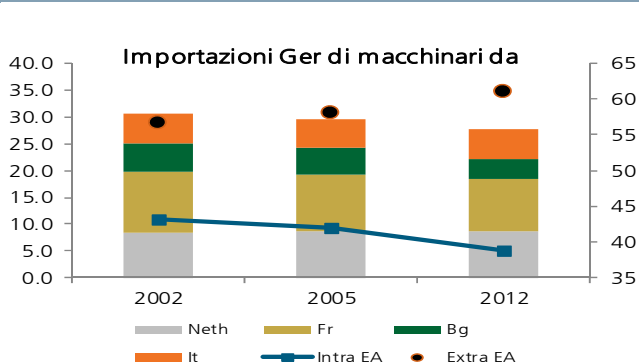
Fonte: Bloomberg, Commissione UE, Deutsche Bundesbank ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Prospettive per gli investimenti ancora incerte a inizio anno, ma la spesa per ampliamento dovrebbe ripartire nel 2013H2



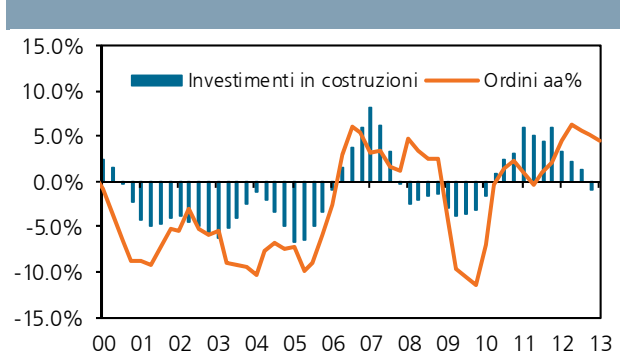
Fonte: FSO, Deutsche Bundesbank ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il ciclo degli investimenti avrà effetti positivi sul resto dell'area dal momento che la Germania importa ancora il 39% dei macchinari dall'euro zona



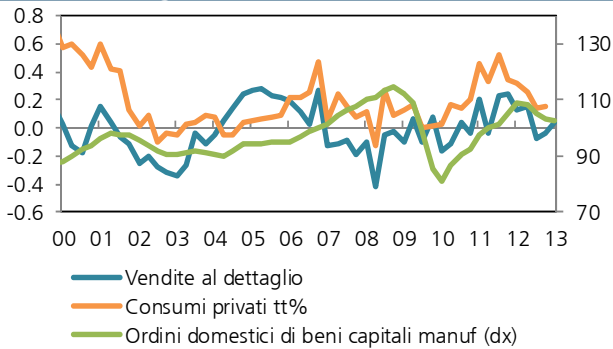
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Costruzioni: proseguirà l'espansione ma a un ritmo più blando che nel 2010-2011



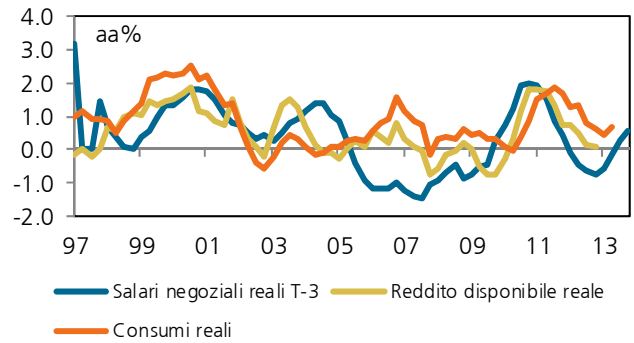
Fonte: FSO, Deutsche Bundesbank ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Consumi fiacchi fino alla primavera, ma poi è attesa un'accelerazione grazie alla...



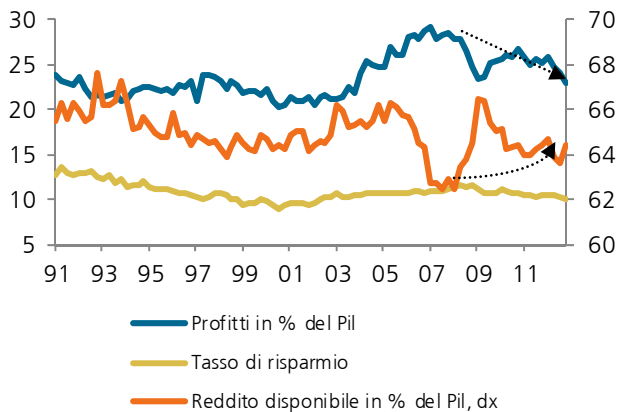
Fonte: FSO, Deutsche Bundesbank ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... crescita più sostenuta di salari e reddito disponibile (grazie alle misure fiscali)



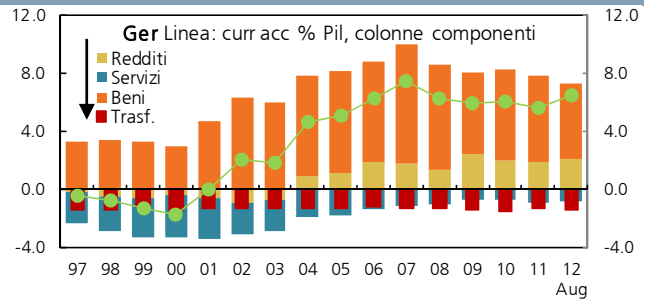
Fonte: FSO, Deutsche Bundesbank ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La Germania esporterà crescita? La quota dei profitti sul PIL scende mentre quella dei consumi sale



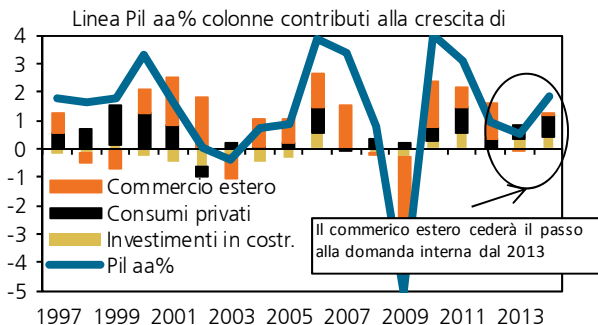
Fonte: Deutsche Bundesbank e stime Intesa Sanpaolo

C'è ancora ampio margine per ribilanciare il saldo di parte corrente



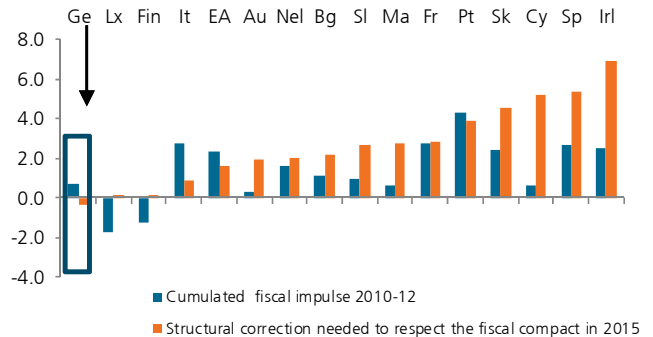
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Dal 2013 la domanda interna offrirà un contributo più significativo delle esportazioni nette



Fonte: Deutsche Bundesbank e stime Intesa Sanpaolo

La Germania soddisferà il *fiscal compact* (saldo strutturale a -0,5% del PIL) già nel 2013



Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Focus II: dieci anni dopo: da "malato" a "locomotiva d'Europa", ma durerà?

Nel 2003, a tre anni dall'introduzione dell'euro, la Germania veniva additata come "il malato d'Europa", oggi è presa come modello economico per il resto d'Europa. La performance sub par della Germania rispetto alla media area euro tra il 1995 ed il 2005 è in parte imputabile all'eredità pesante del processo di riunificazione. Tuttavia, il Paese nel 2003, sotto la guida dell'allora Cancelliere social democratico (SPD) Schroeder, seppe innescare un profondo processo di trasformazione delle relazioni industriali e del mercato del lavoro implementando un ambizioso programma di riforme noto come Agenda 2010. Il pacchetto di riforme si poneva come obiettivo di "modernizzare l'economia sociale" rendendo più flessibile il mercato dei prodotti e favorendo il business delle piccole e medie imprese che oggi, come allora, rappresentano in modo preponderante il tessuto industriale tedesco. Lo zoccolo duro dell'Agenda 2010<sup>6</sup> è indubbiamente costituito dalle **leggi note come Hartz I e IV** (dal nome dell'ex manager Volkswagen che le propose) che rispondevano allo **scopo di rendere il mercato del lavoro tedesco più flessibile in uscita e in entrata e di ridurre la disoccupazione di lunga durata**.

Le **leggi Hartz I e II del 2002** riguardavano i cosiddetti "minijobs" e le agenzie di *personal service*, due nuovi strumenti che dovevano concorrere a controllare il lavoro nero. La **legge Hartz III** trasformò l'Ufficio Federale del lavoro in **Agenzia per l'Impiego**, deputata a migliorare il processo di incontro tra domanda e offerta di lavoro. La riforma **Hartz IV accorpò i sussidi di disoccupazione federali e indennità municipali** (sussidi sociali) in un unico strumento di assistenza che garantiva un assegno di 345 euro mensili all'ovest e di 331 euro all'est (il precedente sussidio Arbeitslosenhilfe garantiva il 53% dell'ultimo stipendio netto). La riforma limitava a 12 mesi la durata del sussidio di disoccupazione (18 mesi per i lavoratori al di sopra dei 55 anni) e il diritto a goderne decadeva qualora il beneficiario avesse rifiutato una proposta di lavoro. Furono inoltre promosse politiche di riqualificazione della forza lavoro allo scopo di favorire il calo della disoccupazione di lunga durata. **La riforma Hartz IV prevedeva, inoltre, regole più flessibili per i licenziamenti e la possibilità di escludere i lavoratori qualificati e/o considerati strategici per l'azienda nel medio periodo dai criteri sociali di licenziamento**<sup>7</sup>.

Tra il 2004 e il 2005 la **contrattazione a livello di singola azienda di ore e retribuzioni divenne più diffusa**. Si ricorda il sistema di bonus, legato alla performance aziendale, negoziato dalla Volkswagen nel 2004 e dalla Opel nel 2005. L'introduzione, nel 2005, di un intervallo per le ore lavorate tra 36 e 40 ore per un periodo di 36 mesi e della possibilità di ridurre i salari del 10% per salvaguardare la competitività e l'occupazione.

#### Effetti delle riforme sulla dinamica di occupazione e salari

1. Per la prima volta, ad inizio 2005, il numero dei disoccupati registrati superò i 5 milioni, il tasso medio annuo aveva raggiunto quasi il 12%. Sette anni dopo la situazione è cambiata radicalmente e **la disoccupazione è sui minimi post-riunificazione** ed al di sotto della soglia fatidica di 3 milioni di persone. La disoccupazione è ormai in linea con le stime dell'OCSE della disoccupazione strutturale: 7,1% nel 2012 6,7-6,8% per il biennio in corso.

<sup>6</sup> Si veda per il dettaglio delle misure varate il sito della Commissione UE ed in particolare gli indicatori sulle riforme nel mercato del lavoro:

[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/indicators/economic\\_reforms/labref/result.cfm](http://ec.europa.eu/economy_finance/indicators/economic_reforms/labref/result.cfm)

<sup>7</sup> La misura introduceva l'opzione per il lavoratore di scegliere per un'indennità di fine rapporto (pari a metà delle retribuzioni per ogni anno lavorato) o un'azione legale (posto che, nel caso in cui l'azione legale si concluda a favore dell'azienda, il lavoratore non può più beneficiare dell'indennità).



2. La **disoccupazione di lunga durata ha invertito tendenza** sia che la si guardi in percentuale della forza lavoro, che della popolazione totale.
3. Nell'ultimo ciclo l'aggiustamento del fattore lavoro è passato in modo preponderante per il monte ore, più che attraverso la dismissione di forza lavoro come si verificava nei cicli precedenti e se nel 2008-09 il *Kurzerbeirt* ha pesato in modo non trascurabile (spiegando un terzo della riduzione del numero di ore lavorate) lo stesso non può dirsi per il 2012. L'OECD stima che. Sulla base della relazione storica PIL occupazione, la disoccupazione sarebbe dovuta salire di almeno 3 punti. E' vero che in questo ciclo è stato il settore manifatturiero a risentire maggiormente della crisi mentre i settori ad uso intensivo di lavoro come le costruzioni sono rimasti indenni;
4. Il costo del lavoro nell'industria, al netto delle costruzioni, è cresciuto meno che nel resto dei principali paesi della zona euro.

L'OECD nel Country Report sulla Germania riconosce che le riforme passate hanno contribuito ad aumentare la resilienza dell'occupazione nell'ultimo ciclo e ad abbattere la disoccupazione di lunga durata e cita la Germania come esempio per altri Paesi dell'area euro.

#### I costi delle riforme e l'attuale dibattito politico

I costi della riforma non sono stati trascurabili. Stando ai dati della Commissione UE, la spesa sociale è aumentata del 3,3% (8,6 miliardi di euro) tra il 2003 e il 2006, circa tre volte la crescita della spesa primaria al netto degli interessi e dei trasferimenti.

Al di là di una quantificazione puntuale dei costi in termini di bilancio pubblico, molti sostengono che le riforme Hartz hanno innescato un calo forzoso della disoccupazione tramite la proliferazione di lavori a tempo parziale e a spese dell'uguaglianza sociale. In effetti, un *paper* dell'OECD dello scorso aprile 2012<sup>8</sup> ed il IV rapporto sulla ricchezza e l'uguaglianza del Ministero del Lavoro tedesco mostrano un aumento della disuguaglianza sociale in Germania.

Il dibattito politico si sta animando in vista delle elezioni di settembre e l'SPD, che volle la riforma dell'economia sociale nel 2003, ha imperniato il programma sulla redistribuzione del reddito ed una maggiore giustizia sociale. Il documento dell'SPD propone l'introduzione di un salario minimo nazionale di 8,5 euro all'ora, limiti all'applicazione del contratto di lavoro a tempo parziale, un aumento dell'aliquota massima sul reddito (a 49% dall'attuale 42%) e della tassazione sui *capital gain* (dal 25% al 32%) e l'introduzione di una patrimoniale. L'inversione di rotta dell'SPD rispetto al liberalismo sociale di dieci anni fa è motivato dalla necessità di differenziarsi dalla piattaforma della CDU. La Merkel ha ampiamente beneficiato del rinascimento economico tedesco tra il 2005 e il 2009 vincendo le elezioni per già due legislature nel 2005 (quando guidò una coalizione CDU-SPD) e nel 2009 (con una coalizione con i liberali FDP) e vanta ancora un vantaggio personale nella corsa alle elezioni di settembre. All'interno della CDU, il ministro per gli affari sociali Ursula Von der Leyen si è detta favorevole all'introduzione di un salario minimo mentre l'FDP, partito liberale, nella persona del ministro all'economia Rosler rimane contrario a misure di redistribuzione del reddito. La Merkel si è distanziata dal dibattito sulla giustizia sociale in modo da tenere aperte le opzioni per un governo sia con l'SPD che con l'FDP.

Le rivendicazioni di maggiore eguaglianza in Germania sono in parte giustificate. Tuttavia non andrebbero ignorati i rischi per la crescita potenziale nel medio periodo del Paese. I dati sulla demografia sono piuttosto allarmanti e mostrano un rapido invecchiamento della popolazione che andrebbe contrastato, come nota l'OECD, non solo con i flussi migratori, ma anche favorendo la partecipazione femminile a tempo pieno nel mercato del lavoro. Lo stesso

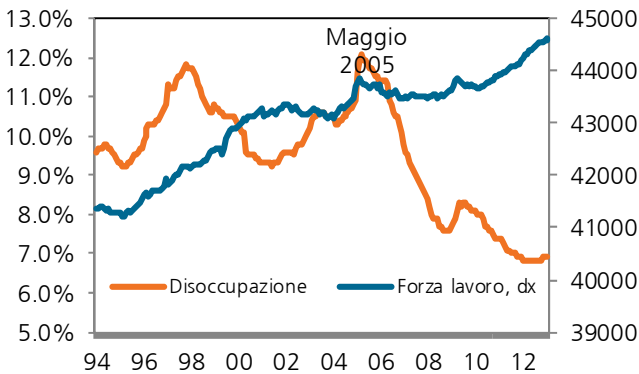
<sup>8</sup> Si veda [Income inequality in the European Union, April 2012 OECD report](#)



Schroeder, in un discorso dello scorso 24 aprile, indica che il processo di riforme in Germania non può fermarsi e deve avere come obiettivo un aumento della partecipazione femminile e una maggiore integrazione, tramite il sistema d'istruzione, delle popolazioni immigrate.

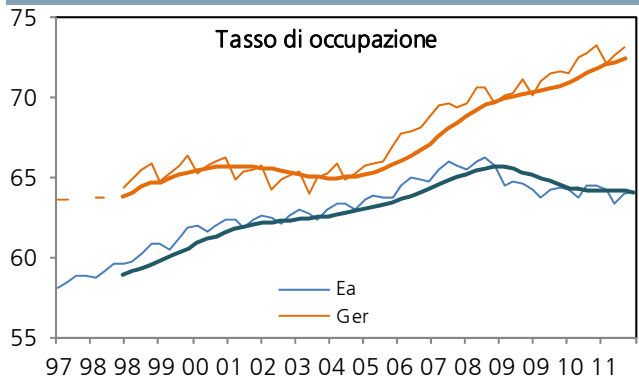
Riteniamo che l'economia tedesca rimarrà in una posizione favorita rispetto al resto della zona euro anche oltre il biennio in corso, posto che il Paese sappia cogliere le sfide volte a mantenere il vantaggio economico riconquistato negli ultimi dieci anni.

**A due anni dalla riforma Hartz la disoccupazione ha cominciato a scendere ed ora è ai minimi post riunificazione**



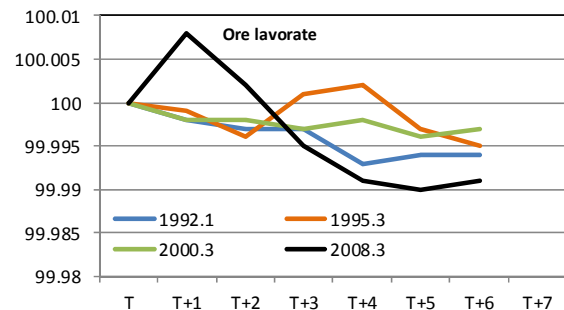
Fonte: FSO e stime Intesa Sanpaolo

**Il tasso di occupazione ha invertito**



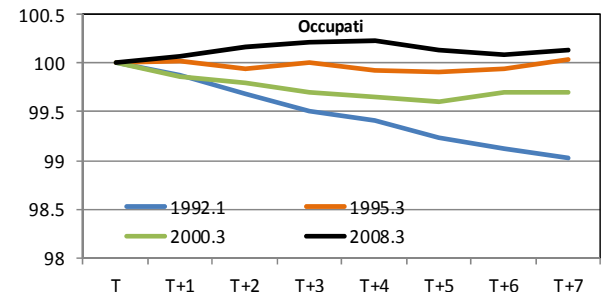
Fonte: Eurostat e stime Intesa Sanpaolo

**Nell'ultimo ciclo le ore lavorate hanno reagito**



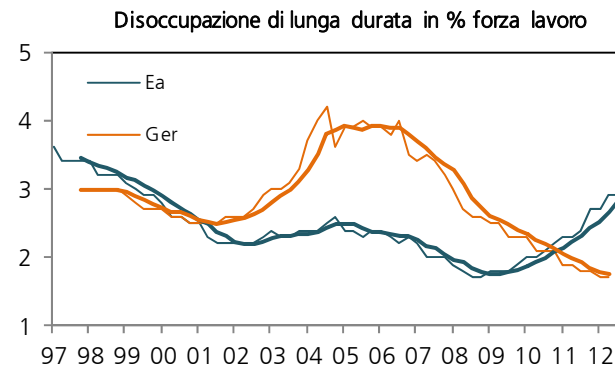
Fonte: Eurostat e stime Intesa Sanpaolo

**... più degli occupati (grazie anche ai sussidi statali nel 2008)**



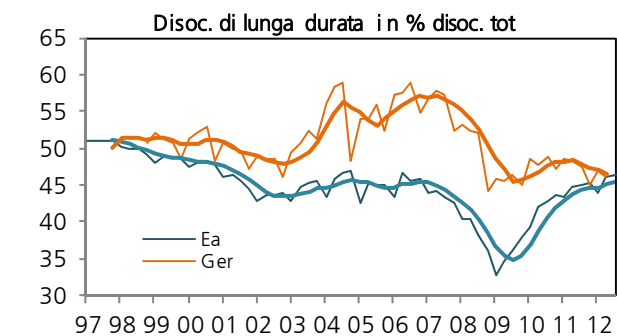
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Rimane innegabile che la disoccupazione di lunga durata è scesa in Germania sia in percentuale della popolazione attiva che...**



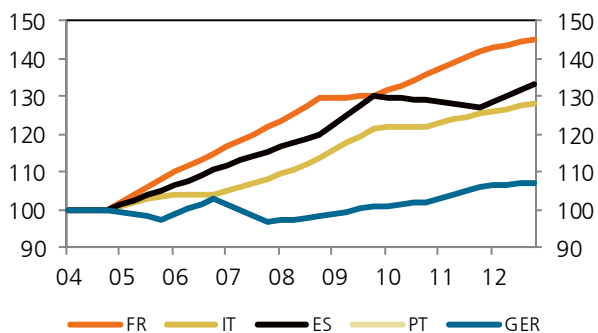
Fonte: Eurostat e stime Intesa Sanpaolo

**... della disoccupazione totale a differenza di quanto osservato nella media area euro**



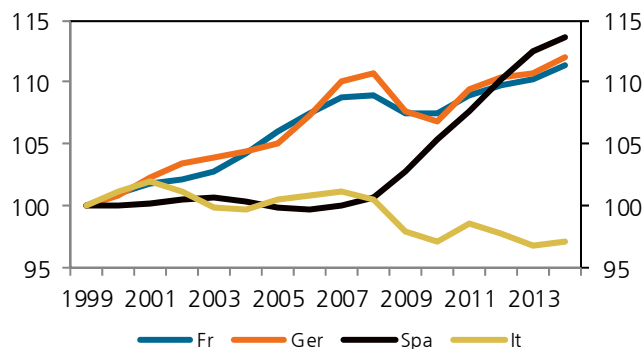
Fonte: Eurostat e stime Intesa Sanpaolo

Il costo del lavoro nell'industria è salito meno che nel resto della zona euro



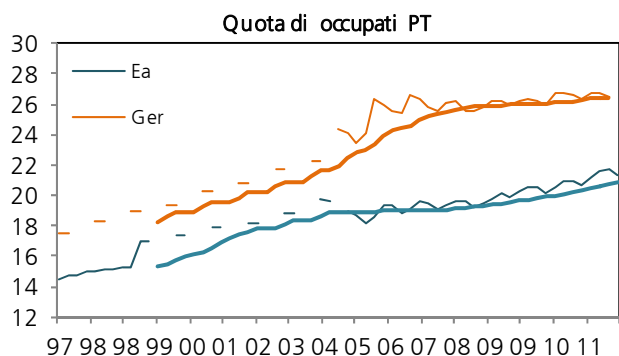
Fonte: Eurostat e stime Intesa Sanpaolo

La produttività è in linea con la dinamica francese



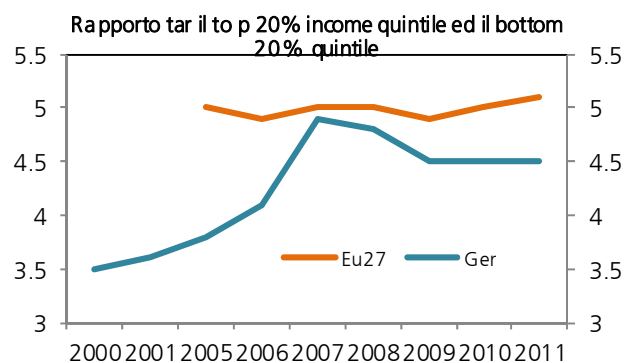
Fonte: OECD e stime Intesa Sanpaolo

L'aumento di occupazione si è avuto tramite creazione di lavoro a tempo parziale e spesso mal retribuito



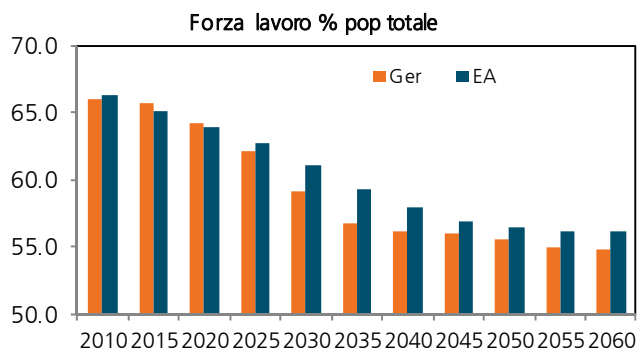
Fonte: Eurostat e stime Intesa Sanpaolo

E molti additano la riforma come la causa dell'aumento della disuguaglianza in Germania tra il 2005 e il 2009



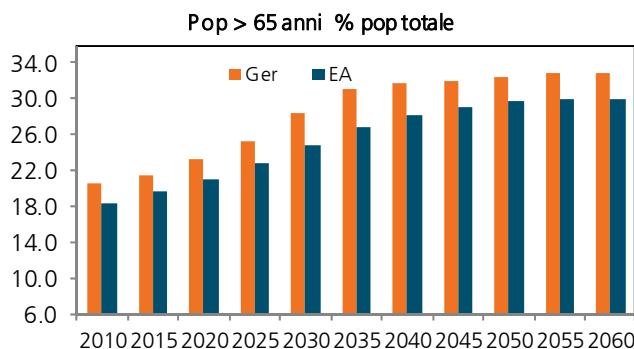
Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

E' necessario contrastare il calo della forza lavoro



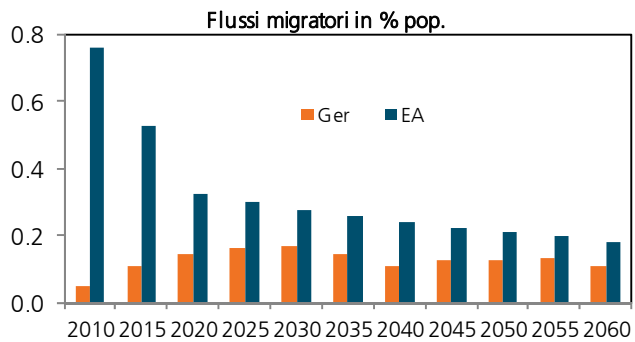
Fonte: Commissione UE e stime Intesa Sanpaolo

Associato all'invecchiamento della popolazione



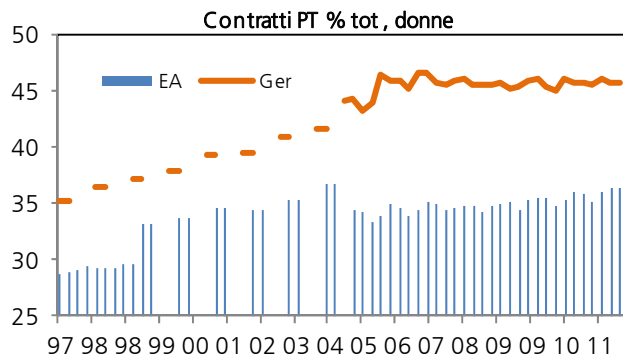
Fonte: Commissione UE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I flussi migratori non bastano



Fonte: Commissione UE e stime Intesa Sanpaolo

Va aumentata la quota di donne occupate a tempo pieno



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

## Francia: 2013 di stagnazione

La Francia ha chiuso il 2012 con una crescita sostanzialmente nulla in un contesto di stagnazione economica. Anche il 4° trimestre infatti è stato negativo: -0,3 t/t.

Guido Valerio Ceoloni

Le stime per quest'anno mantengono uno scenario di lieve crescita, +0,1 a/a: la debolezza di fine anno si dovrebbe trascinare fino alla prima metà del 2013, accennando poi nella seconda metà a una ripresa che dovrebbe comunque far chiudere l'anno solo leggermente in positivo. Anche il Governo francese, per bocca del ministro delle finanze Moscovici, a febbraio ha comunicato che le stime di crescita per il 2013 dovranno essere riviste al ribasso anche a causa della pesante congiuntura internazionale. Ancora a dicembre la previsione del Governo per il 2013 era confermata a +0,8% a/a.

I consumi delle famiglie hanno tenuto nel 4° trimestre, facendo anzi registrare una leggera crescita, +0,3% t/t rispetto al +0,2% t/t del 3° trimestre. Le restrizioni fiscali per quest'anno incideranno sulle scelte di consumo già dal 1° trimestre, come anticipato dall'andamento della fiducia dei consumatori, ma nel prosieguo dell'anno si attende un ritorno alla crescita (moderata). In effetti la domanda interna resta debole a causa della riduzione del reddito disponibile delle famiglie, in un contesto del mercato del lavoro che rimarrà difficile anche quest'anno. L'inversione di tendenza per quanto riguarda il reddito disponibile si attende per il 2014, anno in cui anche il consolidamento fiscale è previsto allentarsi.

Gli investimenti hanno registrato un forte peggioramento nell'ultimo trimestre 2012, -1,0% t/t rispetto a -0,5% t/t del 3° trimestre. Il dato dovrebbe rimanere negativo anche nel 1° trimestre 2013, anche a causa della maggiore imposizione fiscale a carico delle aziende, per passare in territorio positivo solo dalla metà dell'anno. Le prospettive della spesa in conto capitale non sono buone, dato che la stagnazione del 2012 e i margini di profitto del settore industriale in continua riduzione dal 2011 hanno influenzato negativamente le attese degli imprenditori. Nel 2014 la graduale ripresa della domanda aggregata e degli indici di fiducia dovrebbero stimolarne la ripresa.

Sul versante della bilancia commerciale, le esportazioni nell'ultimo trimestre 2012 sono scese rispetto al trimestre precedente (-0,6 t/t da 0,7 t/t) e anche le importazioni sono diminuite più del 3° trimestre passando da -0,5% t/t a -0,8% t/t contribuendo nel complesso positivamente sul PIL per quello che riguarda il saldo di bilancia commerciale. Nel complesso la bilancia commerciale ha contribuito positivamente al PIL per 0,1 punti nel 4° trimestre. Ci aspettiamo che nel 2013 il saldo della bilancia commerciale contribuirà all'evoluzione del PIL, ma solo timidamente a causa della perdita di competitività a livello internazionale e della debolezza della domanda estera. Per quanto riguarda la dinamica delle esportazioni, se ne analizziamo l'andamento della variazione anno dopo anno dal 1997 a oggi, vediamo quelle francesi sono calate di quasi un quarto, solo l'Italia ha fatto peggio. nello stesso periodo le esportazioni tedesche sono cresciute quasi del 20%.

Il contributo delle scorte al PIL, infine, ha mantenuto il suo trend decrescente anche a fine 2012, passando a -0,4% t/t da -0,3% t/t.

La dinamica occupazionale vede la chiusura del 2012 con un tasso di disoccupazione al 10,3%. Le previsioni per quest'anno sono di progressivo aumento, fino al 10,6% a fine anno.

Per cercare di contrastare queste due dinamiche avverse, a gennaio il Governo ha varato una serie di misure mirate all'occupazione e al recupero di competitività. Una delle misure principali è la creazione di un credito d'imposta, CICE (Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi), che dovrebbe erogare circa 20 miliardi complessivi tra il 2014 e il 2016 sui redditi dichiarati dal 2013 al 2015 attraverso la riduzione del cuneo fiscale per la parte contributiva gravante sulle imprese a beneficio dei redditi fino a circa 90mila euro. Questa misura dovrebbe iniziare a spiegare i suoi effetti dall'anno prossimo attraverso il miglioramento dei flussi di cassa delle aziende, il

## Scenario Macroeconomico

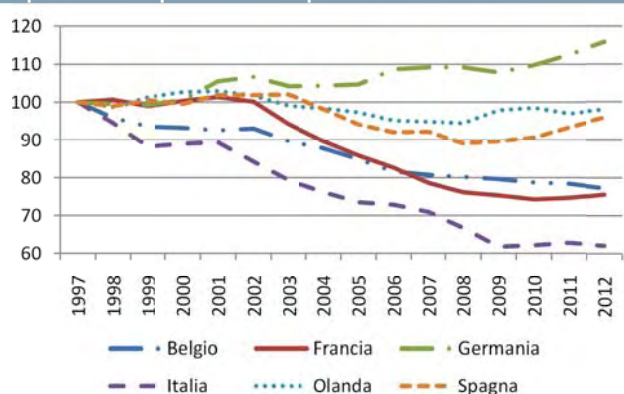
Marzo 2013

rallentamento del trend di crescita del costo del lavoro e la creazione di circa 400 mila posti di lavoro in tre anni, anche se l'impatto sull'occupazione rimarrebbe verosimilmente modesto.

Il reperimento delle risorse per finanziare queste misure verrà principalmente attraverso l'aumento dell'IVA, ma solo a partire dal 2014: l'aliquota ora al 19,6% salirà al 20% e quella ora al 7% salirà al 10%. A livello di dinamica dei prezzi, pertanto, l'inflazione, che ha chiuso il 2012 attorno all'1,5% e sta mantenendo il suo percorso al ribasso per tutto il 1° trimestre 2013, inizierà a invertire il percorso verso l'inizio dell'estate per portarsi entro fine anno attorno all'1,6%.

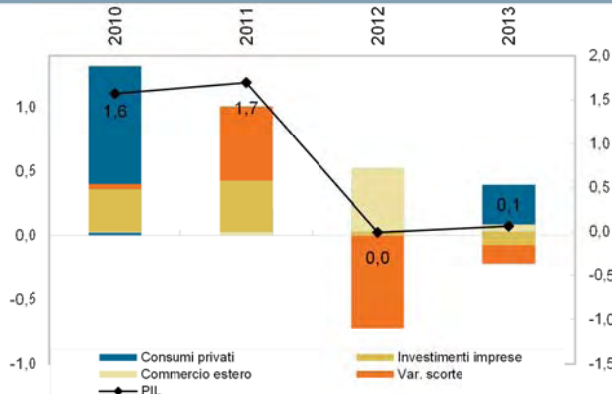
Sul versante dei conti pubblici ci si aspetta che quest'anno la Francia riduca il deficit al -3,7% del PIL rispetto al -4,6% del 2012, mentre l'ammontare del debito pubblico aumenterà di circa 3 punti percentuali al 93,4% del PIL. Viene così definitivamente accantonato il precedente scenario che prevedeva di portare il deficit sotto il -3% già da quest'anno. La manovra per quest'anno peserà intorno al 3% del PIL, con misure aggiuntive pari ad altri 1,5 punti. La revisione dell'obiettivo di deficit è da imputarsi al cambiamento dello scenario macroeconomico, dato che la crescita prevista per quest'anno sarebbe stata 0,8% portando il deficit strutturale per il 2013 a -1,9% dal -3,3% del 2012, mentre il saldo primario corretto per il ciclo è atteso peggiorare da -0,6% del 2012 a circa -1% atteso per quest'anno.

Indice di performance delle esportazioni: variazione % delle esportazioni rispetto all'anno precedente



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo; Nota: il dato riguarda le esportazioni totali di beni e servizi

Andamento e previsioni di crescita del PIL con indicazione dei contributi alla crescita



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo

### Previsioni macro

|                               | 2012  |       |       | 2013 |      |      |      | 2014 |      |      |      |
|-------------------------------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|                               | 1     | 2     | 3     | 1    | 2    | 3    | 4    | 1    | 2    | 3    | 4    |
| PIL (prezzi costanti, a/a)    | 0.0   | -0.1  | 1.2   | 0.1  | 0.0  | -0.3 | -0.4 | -0.3 | -0.1 | 0.6  | 1.1  |
| t/t                           | -0.1  | 0.1   | -0.3  | -0.2 | 0.3  | 0.2  | -0.1 | 0.0  | 0.3  | 0.4  | 0.3  |
| Consumi privati               | 0.0   | 0.2   | 0.9   | -0.2 | 0.3  | 0.2  | -0.1 | 0.0  | 0.2  | 0.2  | 0.3  |
| Investimenti fissi lordi      | 0.0   | -1.0  | 1.3   | 0.3  | -0.5 | -1.0 | -0.2 | 0.0  | 0.1  | 0.3  | 0.4  |
| Consumi pubblici              | 1.4   | 1.5   | 1.5   | 0.4  | 0.4  | 0.4  | 0.4  | 0.3  | 0.2  | 0.3  | 0.5  |
| Esportazioni                  | 2.3   | 2.0   | 4.3   | 0.3  | 0.7  | -0.6 | 0.6  | 1.0  | 0.9  | 1.0  | 1.1  |
| Importazioni                  | -0.3  | 1.2   | 4.1   | 1.4  | -0.5 | -0.8 | 0.5  | 0.4  | 0.8  | 2.0  | 1.0  |
| Var. scorte (contrib., % PIL) | -1.1  | -0.6  | 0.1   | 0.2  | -0.3 | -0.4 | -0.2 | -0.2 | 0.1  | 0.5  | -0.1 |
| Partite correnti (% PIL)      | -2.4  | -1.8  | -1.6  | -2.8 | -2.4 | -1.8 | -1.8 | -1.6 | -1.7 | -2.0 | -1.9 |
| Deficit (% PIL)               | -4.7  | -5.8  | -5.4  |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Debito (% PIL)                | 115.9 | 122.1 | 127.2 |      |      |      |      |      |      |      |      |
| CPI (a/a)                     | 2.0   | 1.2   | 1.5   | 2.0  | 2.0  | 1.5  | 1.0  | 1.1  | 1.3  | 1.5  | 1.5  |
| Produzione Industriale        | -2.6  | -2.4  | 0.9   | -0.9 | 0.2  | -1.9 | -0.7 | 0.0  | -0.1 | -0.4 | 0.3  |
| Disoccupazione (%)            | 9.9   | 10.6  | 10.6  | 9.8  | 9.9  | 10.2 | 10.4 | 10.7 | 10.7 | 10.7 | 10.6 |

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

## Italia: è la politica, bellezza!

Sebbene sia iniziato con una nota meno negativa che a fine 2012, il 2013 per l'economia italiana sarà un altro anno di recessione (-1,5% nelle nostre stime, dopo il -2,4% del 2012), la più lunga da più di trent'anni. Infatti, i potenti fattori recessivi del 2012 rimarranno attivi per buona parte dell'anno, e la ripresa potrà arrivare solo dalla fine del 2013. Un parziale sollievo arriverà dallo sblocco dei pagamenti della PA. I rischi sullo scenario restano peraltro verso il basso, il principale dei quali è costituito dall'incertezza del quadro politico. Il Paese non necessita di una manovra aggiuntiva per l'anno in corso, ma al contempo non può per il momento permettersi di allentare il percorso di aggiustamento fiscale.

Paolo Mameli

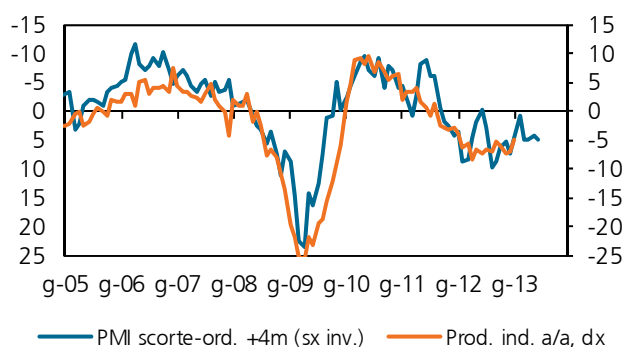
**Il 2013 per l'economia italiana potrebbe iniziare con una nota decisamente meno negativa che a fine 2012.** Sulla base del rimbalzo di gennaio della produzione industriale (e nonostante il tono ancora pessimistico delle indagini), è infatti possibile che l'industria abbia dato un contributo circa nullo al valore aggiunto nel 1° trimestre. Tenendo conto che il valore aggiunto dovrebbe aver continuato a calare nei servizi (e nelle costruzioni), in ogni caso le indicazioni sono coerenti con un PIL significativamente meno negativo (in calo di due/tre decimi) a inizio 2013, dopo il pesante -0,9% t/t di fine 2012.

Il 2013 si apre con una nota meno negativa che a fine 2012...

**Tuttavia, 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). In primavera si potrebbe avere una ricaduta degli investimenti in particolare in macchinari e attrezzature dopo il miglioramento di inizio anno, ma l'anticipo di acquisti di beni durevoli connesso al programmato aumento dell'IVA dal 1° luglio potrebbe viceversa sostenere i consumi; al contrario, nel trimestre estivo si potrebbe avere una ripresa per gli investimenti e viceversa una ricaduta dei consumi. Il contributo del commercio con l'estero è atteso rimanere positivo per tutto l'anno vista la dinamicità (già dal mese di gennaio) dell'export mentre anche sull'import potrebbe gravare una certa volatilità indotta dal rincaro IVA. La tenuta dell'export è confermata dalla divergenza osservata di recente nelle indagini tra ordini dall'estero in ripresa e commesse dal mercato domestico in ulteriore calo.

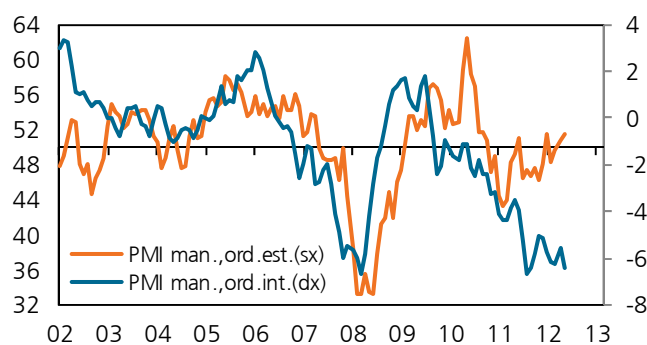
...ma la ripresa è ancora lontana

Le indagini segnalano un ciclo meno negativo nell'industria...



Fonte: Istat, Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

...grazie unicamente al traino dall'estero, mentre la domanda interna continua a soffrire



Fonte: Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Il profilo descritto proietta una flessione annua del PIL di un punto percentuale e mezzo nel 2013, dopo quella del 2,4% vista lo scorso anno.** Solo nel 2014 l'economia potrebbe tornare a crescere in media d'anno, sia pure su ritmi non certo entusiasmanti (0,5%, nelle nostre stime). Il punto è che i fattori recessivi che hanno causato una recessione così accentuata nel 2012 (a solo due anni di distanza dalla precedente) saranno ancora attivi nel 2013, sia pure presumibilmente

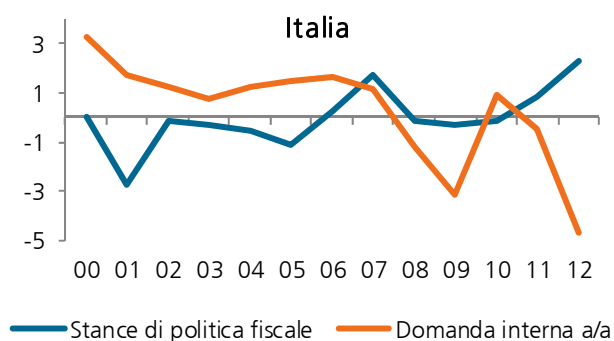
Politiche economiche e condizioni finanziarie permangono in territorio restrittivo

con un'intensità minore. Si tratta dei due effetti della crisi del debito, in termini di indotta restrizione sia della politica fiscale che delle condizioni finanziarie:

- 1) **POLITICA FISCALE:** in base alle proiezioni a legislazione invariata della Commissione UE, la stretta sul 2013 (misurata dalla variazione del saldo primario corretto per il ciclo) sarà pari per l'Italia allo 0,9% del PIL, dopo il 2,3% registrato nel 2012 (1,2% da 2,9% in base alle stime del FMI). Solo nel 2014 la politica fiscale diverrà neutrale (o addirittura lievemente espansiva secondo le proiezioni a legislazione vigente della Commissione);
- 2) **CONDIZIONI FINANZIARIE:** la recente evoluzione sia dello scenario politico interno (con il rischio di ingovernabilità scaturito dai risultati della recente consultazione elettorale) che del contesto europeo (con l'accendersi di un nuovo focolaio di crisi avente come epicentro Cipro) pone dei rischi sul nostro scenario centrale che vede per la media 2013 condizioni finanziarie ancora restrittive, ma meno che nel 2012 (la media registrata sinora nel 2013 dall'indicatore di sintesi di rischio-Paese rappresentato dallo spread BTP-Bund sulla scadenza decennale è risultata inferiore a 300pb, contro i 400pb della media 2012).

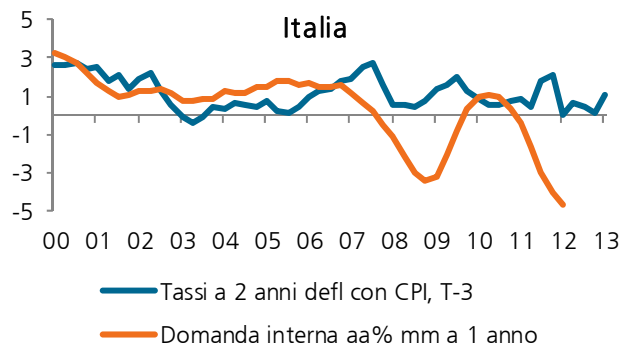
In questo quadro, a controbilanciare tali fattori recessivi c'è, è vero, l'espansività della **POLITICA MONETARIA**. Tuttavia occorre aggiungere i seguenti *caveat*: a) nel 2013 non si avrà stimolo addizionale; b) l'ampliamento del bilancio della Banca Centrale non si è trasmesso sugli aggregati monetari più ampi e sul circuito del credito; c) la politica monetaria appare stretta in una morsa di "trappola della liquidità" visto che anche con tassi a zero essa appare restrittiva tenendo conto dei fondamentali di crescita. Ciò è visibile dai grafici sotto, che mostrano come, in relazione alla dinamica assai debole della domanda interna, non solo la politica fiscale ma anche la politica monetaria possa valutarsi al momento per l'Italia restrittiva.

Non solo la politica fiscale...



Nota: stance di politica fiscale=variazione del saldo primario corretto per il ciclo; periferia=media ponderata Italia, Spagna, Portogallo, Grecia, Irlanda. Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

...ma anche la politica monetaria è restrittiva ove si tenga conto della dinamica della domanda interna



Nota: periferia=media ponderata Italia, Spagna, Portogallo, Grecia, Irlanda. Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Occorre specificare che le ipotesi alla base del nostro scenario sono:

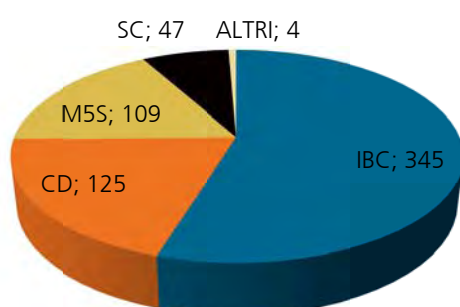
- 1) il **mantenimento di un ciclo espansivo su scala mondiale**, con un graduale consolidamento dei segnali di ripresa visti nelle indagini di fiducia relative ai primi mesi dell'anno, non solo negli USA e in Cina ma anche in Germania (vedi IFO);
- 2) un'evoluzione della crisi politica che consenta quantomeno di evitare gli scenari più «**estremi**» (impennata dello *spread* sopra i livelli medi dello scorso anno, perdita di accesso al mercato, ricorso alla rete di sicurezza ESM-BCE).

**Lo scenario non incorpora rischi "estremi"**

In sintesi, il nostro scenario di base non incorpora scenari più "estremi", che pure non sono da escludere del tutto, come un ritorno ravvicinato alle urne che profilasse o una rinnovata

situazione di governabilità o il successo di forze dichiaratamente contrarie al rispetto dei Trattati europei; oppure una crisi di fiducia che obbligasse preventivamente il Paese alla negoziazione di un pacchetto di salvataggio, negoziazione che risulterebbe complicata in quanto è vero che probabilmente non implicherebbe una correzione fiscale aggiuntiva ma richiederebbe un programma di riforme che dovrebbe essere condiviso dai principali partiti politici (almeno in assenza di un nuovo governo). È chiaro che **nel caso tali rischi si realizzassero ne deriverebbe un impatto significativamente negativo sull'economia reale** attraverso gli usuali canali della fiducia degli operatori economici e delle condizioni del credito.

Ripartizione dei seggi per coalizioni alla Camera dei Deputati  
(maggioranza richiesta: 315)



Camera

Nota: IBC: Italia Bene Comune (coalizione PD-SEL e altri); CD: PDL+Lega Nord; SC=Scelta Civica.  
Fonte: Ministero dell'Interno, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Ripartizione dei seggi per coalizioni al Senato della Repubblica  
(maggioranza richiesta: 160)

|         |          |                    |
|---------|----------|--------------------|
| SC; 19  | ALTRI; 2 | SENATORI A VITA; 4 |
| M5S; 54 |          | IBC; 123           |
| CD; 117 |          |                    |

Senato

Nota: IBC: Italia Bene Comune (coalizione PD-SEL e altri); CD: PDL+Lega Nord; SC=Scelta Civica.  
Fonte: Ministero dell'Interno, elaborazioni Intesa Sanpaolo

In ogni caso, riteniamo che l'ingovernabilità oggi possa essere sì dannosa (soprattutto per le prospettive di crescita), ma meno che in passato per quanto riguarda la vulnerabilità dell'Italia a un eventuale attacco speculativo sui mercati finanziari. In particolare vi sono a nostro avviso dei **fattori importanti che fanno sì che la situazione oggi sia molto diversa da quella di fine 2011**, quando si insediò il Governo Monti:

- 1) i **fondamentali di finanza pubblica** dell'Italia appaiono migliori: il Paese ha già effettuato il grosso della correzione fiscale e non sono richieste manovre aggiuntive (quest'anno l'Italia uscirà dalla procedura di deficit eccessivo e le ultime proiezioni UE vedono un sostanziale raggiungimento del target di pareggio di bilancio in termini strutturali);
- 2) il **fabbisogno di finanziamento** per il 2013 è di molto inferiore a quello dello scorso anno: le emissioni lorde caleranno a 418 miliardi dai 481 del 2012, quelle nette a 36 da 53 dello scorso anno; in particolare l'offerta netta di BTP tornerà vicina ai livelli pre-crisi (34 miliardi dai 54 miliardi del 2012) e le emissioni nette di BOT torneranno in territorio negativo; inoltre, i primi tre mesi dell'anno hanno già visto un massiccio *prefunding* con 52 miliardi di emissioni nette e 133 miliardi di emissioni lorde (il 32% del totale dell'anno); inoltre oggi la percentuale di debito detenuta all'estero è scesa significativamente rispetto a un anno e mezzo fa (ammonta a circa il 37% contro un picco di 52%);
- 3) in Italia, come in altri Paesi periferici, è in atto un più generale processo di **rebalancing nei conti con l'estero**, visibile nel trend di chiusura del disavanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti (e di conseguenza nei conti di "target 2"), guidato principalmente dal ritorno in positivo del saldo della bilancia commerciale, che attenua le necessità di attrarre capitali dall'estero;



4) il **contesto europeo** appare molto diverso per tre motivi: a) la presenza di una rete di sicurezza costituita dal meccanismo predisposto da BCE ed ESM, che riduce significativamente il rischio in caso di perdita di accesso ai mercati; b) i fondamentali fiscali stanno migliorando anche negli altri Paesi più colpiti dalla crisi del debito sovrano; c) in sede europea sta prevalendo un approccio più flessibile alla crisi ovvero la concessione di più tempo per l'aggiustamento fiscale ai Paesi dove la recessione è più severa.

Tali fattori mitiganti possono a nostro avviso limitare la volatilità sui mercati e far sì che i principali indicatori di rischio non ritornino sui picchi raggiunti a fine 2011.

Secondo i dati della Banca d'Italia, le imprese vantavano nel 2011 un credito verso le Pubbliche Amministrazioni pari a **71 miliardi ovvero il 4,5% del PIL**. Verosimilmente l'incidenza di tali crediti è ulteriormente cresciuta (si stima possa essere arrivata ad almeno 80 miliardi lo scorso anno). Se la direttiva 2011/7/UE relativa alla lotta contro i ritardi di pagamento nelle transazioni commerciali fa obbligo di pagare i beni e servizi loro forniti entro 30 giorni di calendario o, in circostanze eccezionali, entro 60 giorni, con applicazione sui nuovi contratti sottoscritti a partire dal 1° gennaio, il problema dello sblocco dei crediti arretrati resta di grande importanza. Dopo il sostanziale via libera dall'UE, il Governo ha illustrato la relazione con cui intende informare il Parlamento per favorire l'accelerazione del pagamento dei debiti della PA verso i propri fornitori (con il relativo impatto su crescita e conti pubblici) per gli anni 2013 e 2014. **Gli importi "sbloccabili" ammontano a circa 20 miliardi nella seconda parte del 2013 e ulteriori 20 miliardi nel corso del 2014**. Le misure riguardano: a) deroga alle spese 2013 per i cofinanziamenti nazionali dei fondi strutturali comunitari; b) i debiti degli enti locali attraverso: (1) un allentamento dei vincoli del Patto di stabilità interno per consentire l'utilizzo degli avanzi di amministrazione disponibili; (2) l'esclusione dal Patto di stabilità delle Regioni dei pagamenti effettuati in favore degli Enti locali sui residui passivi a cui corrispondono residui attivi di Comuni e province; (3) l'istituzione di fondi rotativi per assicurare la liquidità agli Enti territoriali (Regioni ed Enti Locali), con obbligo di restituzione in un arco temporale certo e sostenibile; c) i debiti del comparto sanitario, attraverso la concessione di anticipazioni di cassa, per il pagamento dei debiti relativi a operazioni già conteggiate negli esercizi finanziari precedenti ai fini del calcolo dell'indebitamento netto, che verranno successivamente restituite secondo un piano di rientro finanziariamente sostenibile; d) i rimborsi fiscali pregressi a carico dello Stato, attraverso l'utilizzo delle giacenze di tesoreria.

**Qualche spiraglio dallo sblocco dei pagamenti della PA**

I settori interessati sono: a) EDILIZIA (19 mld); b) SETTORE SANITARIO/FARMACEUTICO (10 mld); c) IMPRESE DI SERVIZI che vantano crediti verso il SSN (34 mld); d) HI-TECH (3 mld). Lo sblocco dei pagamenti potrebbe quindi avere un **importante impatto in termini settoriali**. Più difficile è valutare l'**impatto sul ciclo economico complessivo**. Il totale dei debiti della PA verso le imprese che il Governo si impegna a pagare nel biennio 2013-2014 vale il 2,5% del PIL. Ora, nel caso in cui il pagamento fosse assimilabile a una minor imposta, l'impatto sul ciclo sarebbe (sulla base del moltiplicatore della politica fiscale secondo il modello OCSE *Interlink*) circa pari all'1,1% del PIL. Ma in realtà il pagamento dei crediti non è un taglio di imposte perché non incide sul bilancio di un'azienda, semplicemente ne migliora la posizione di liquidità. Sembra sensato allora quantomeno applicare quelle ipotesi solo alle imprese che soffrono di uno *shortage* di liquidità e per le quali dunque il pagamento *cash* potrebbe equivalere negli effetti a un taglio di imposta (o a un sussidio). Applicando pertanto tale stima alla % di imprese che dichiara problemi di liquidità in relazione ai ritardati pagamenti (il 70% delle imprese, secondo i dati dell'*European payment index* 2012), l'impatto sarebbe dello 0,8% ("spalmato" su due anni). Ma tale stima appare ottimistica, perché la quota di imprese che dichiara di soffrire di ritardi di pagamento andrebbe valutata non sul numero di imprese ma sul fatturato (il che implicherebbe verosimilmente una percentuale assai minore del 70%). Assumendo tale stima "ottimistica", l'impatto su base annua sarebbe dunque dello 0,4% del PIL.

Impatto sul ciclo dello sblocco dei pagamenti della PA

|   | in mld    | in % PIL   |
|---|-----------|------------|
| Totale ritardi di pagamento della PA (dati 2011)                                  | 71        | 4.5        |
| Importi che il governo si impegna a "sbloccare" nel 2013-2014                     | 40        | 2.5        |
| Impatto sul PIL nel caso in cui il pagamento sia assimilato a uno sgravio fiscale | 18        | 1.1        |
| <b>Impatto applicato alla % di imprese che soffrono di pagamenti ritardati</b>    | <b>13</b> | <b>0.8</b> |

Fonte: stime Intesa Sanpaolo su dati Banca d'Italia, MEF, OCSE

Dopo aver chiuso al 3% il 2012, il disavanzo pubblico tendenziale è atteso ridursi ulteriormente quest'anno, stimiamo al 2,5% grazie all'implementazione delle ulteriori misure di aggiustamento previste dalle disposizioni approvate dai governi Berlusconi e Monti tra il 2010 e il 2012. A ciò occorre aggiungere il mezzo punto in più di deficit derivante, come stimato dallo stesso Ministero del Tesoro, dal pagamento dei debiti commerciali arretrati della PA (che, per la parte di spesa per investimenti, avrebbe appunto un impatto non solo sul debito ma anche sul disavanzo). Dunque il 2013 chiuderebbe con un deficit al 3% del PIL, come il 2012. Peraltro, se l'obiettivo governativo contenuto nell'aggiornamento al DEF di settembre (-1,8%) non sarà raggiunto, ciò sarà dovuto pressoché interamente all'aggravarsi della recessione (il Governo ha appena rivisto a -1,3%, da un precedente -0,2%, la stima sul PIL 2013, ma potrebbe non bastare). In altri termini, il deficit strutturale, corretto per il ciclo, pur non azzerandosi come da obiettivo iniziale si attesterà nelle nostre stime allo 0,5% del PIL ovvero rispetterà la lettera del nuovo *Fiscal Compact*. L'avanzo primario, dopo il robusto miglioramento al 2,5% del PIL nel 2012, crescerà ancora nel 2013, stimiamo al 3,3%. In altri termini, **il Paese non necessita, come ormai riconosciuto anche dalla Commissione Europea, di una manovra aggiuntiva per il 2013, anche se permane il rischio che i miglioramenti si esauriscano con l'anno in corso**. Inoltre il debito potrebbe toccare un picco sopra il 130% del PIL quest'anno per iniziare a calare solo dal 2015. Insomma, vista la situazione ancora molto delicata sui mercati finanziari, non è ancora possibile abbassare la guardia circa il sentiero delle principali variabili di finanza pubblica.

Le prospettive per la finanza pubblica

Previsioni macro

|                                    | 2012  | 2013  | 2014  | 2012 |      |      | 2013 |      |      | 2014 |      |
|------------------------------------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|                                    |       |       |       | 2    | 3    | 4    | 1    | 2    | 3    | 4    | 1    |
| PIL (prezzi 2005, a/a)             | -2.4  | -1.5  | 0.5   | -2.6 | -2.6 | -2.8 | -2.2 | -1.6 | -1.7 | -0.6 | -0.1 |
| t/t                                |       |       |       | -0.7 | -0.2 | -0.9 | -0.3 | -0.1 | -0.3 | 0.2  | 0.1  |
| Consumi delle famiglie             | -4.3  | -2.1  | 0.3   | -1.1 | -1.1 | -0.7 | -0.7 | 0.1  | -0.4 | 0.1  | 0.1  |
| Consumi collettivi                 | -2.9  | -0.9  | -0.4  | -0.6 | -0.1 | -0.3 | -0.3 | -0.3 | -0.3 | -0.2 | -0.1 |
| Investimenti fissi                 | -8.0  | -3.6  | 0.6   | -1.8 | -1.2 | -1.2 | -1.0 | -0.9 | -0.4 | 0.5  | 0.1  |
| Importazioni                       | -7.8  | -2.8  | 2.1   | -0.6 | -1.7 | -1.0 | -1.2 | 0.2  | -0.2 | 0.2  | 0.7  |
| Esportazioni                       | 2.2   | 3.0   | 3.3   | 1.0  | 1.2  | 0.3  | 1.0  | 0.6  | 0.5  | 0.8  | 0.8  |
| Var. scorte (contrib., %PIL)       | -0.6  | -1.1  | -0.2  | -0.1 | -0.1 | -0.7 | -0.3 | -0.1 | -0.2 | -0.1 | 0.0  |
| Partite correnti (% PIL)           | -1.2  | 0.7   | 1.1   |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Saldo di bilancio della PA (% PIL) | -3.0  | -3.0  | -2.5  |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Debito (% PIL)                     | 127.0 | 130.3 | 130.3 |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Prezzi al consumo (a/a)            | 3.0   | 1.8   | 2.1   | 3.3  | 3.2  | 2.5  | 1.9  | 1.5  | 1.7  | 2.1  | 2.2  |
| Produzione industriale             | -6.4  | -2.5  | 0.7   | -1.9 | -0.5 | -2.3 | 0.0  | -0.1 | 0.0  | -0.1 | 0.0  |
| Disoccupazione (%)                 | 10.6  | 12.3  | 12.3  | 10.6 | 10.7 | 11.2 | 11.8 | 12.3 | 12.5 | 12.6 | 12.6 |

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

### Spagna: in attesa di indicazioni da Bruxelles

Nel corso del 2012, si sono avuti numerosi sviluppi positivi in Spagna: completamento delle riforme necessarie a gestire la ristrutturazione del sistema bancario spagnolo (unitamente alla richiesta formale di aiuti all'EFSS/ESM per far fronte alle esigenze di ricapitalizzazione); riforme della normativa vigente per imporre obiettivi più stringenti di bilancio ai Governi locali; istituzione di un'Autorità fiscale indipendente; pagamento dei debiti della PA tramite un fondo statale FFP con dotazione di 30 miliardi di euro (a fronte di un totale di 65 miliardi); riforma del mercato del lavoro. Le misure adottate nel corso del 2012 e l'annuncio del piano BCE in estate hanno innescato un ritorno di capitali stranieri in Spagna, come evidente dal miglioramento dei saldi TARGET II tra settembre e febbraio e il miglioramento del saldo finanziario, al netto della Banca di Spagna. Il flusso finanziario dall'estero è tornato in positivo a fine 2012 per la prima volta dall'inizio del 2012. Tuttavia, data l'elevata posizione debitoria netta sull'estero, il processo di *deleveraging* interno, sia delle famiglie che del settore pubblico, deve proseguire. La prognosi sul Paese rimane pertanto ancora riservata.

Anna Grimaldi

**Nonostante gli sviluppi positivi del 2012 la prognosi sul Paese rimane riservata**

La recessione iniziata a dicembre 2011, a soli due anni dalla crisi del 2009, si è aggravata a fine 2012 quando il PIL è calato di 0,8% t/t per effetto delle misure fiscali varate a settembre scorso e che hanno pesato sulla parte finale dell'anno. Nei primi mesi del 2013 è probabile che il PIL si contragga ancora di 0,6% t/t dal momento che la restrizione fiscale potrebbe continuare a penalizzare la dinamica della domanda interna ed in particolare la spesa per consumi. Continuiamo a prevedere un calo del PIL di -1,6% nel 2013 dopo il -1,4% del 2012. Il **Paese tornerà a crescere solo nel 2014 (+0,4%)** ma la *performance* economica rimarrà sotto al potenziale (1,1% da ultime stime OCSE) almeno fino al 2015. La domanda interna è attesa contrarsi più del PIL nel 2013: -4,7% e rimarrà in territorio negativo anche nel 2014: -0,9%. La **spesa per consumi** è attesa contrarsi del 4% nel 2013 e di 0,4% nel 2014 gravata dalle misure di politica fiscale, dalla dinamica del reddito disponibile, dal processo di *deleveraging* e dal calo della ricchezza associato alla correzione dei valori immobiliari. La **correzione nel comparto delle costruzioni proseguirà** nel 2013 (-7,5%) e nel 2014 (-1,7%) anche se a un ritmo meno severo -7,5% che nei quattro anni precedenti -11%. Gli investimenti in macchinari risentono del clima di domanda debole e della penuria di credito e resteranno pertanto negativi fino a fine 2013 - inizio 2014, quando dovrebbero tornare a crescere almeno gli investimenti di sostituzione. L'unico motore di crescita dovrebbero rimanere le esportazioni (+4,4% nel 2013 e +5,0% nel 2014) trainate dalla ripresa della domanda globale e dal recupero di competitività degli ultimi anni. Le importazioni cresceranno meno dell'*export* (-3,6% nel 2013 e +2,7% nel 2014) per effetto del calo di domanda interna. La chiusura del deficit di parte corrente dovrebbe quindi proseguire sull'orizzonte di previsione, grazie al miglioramento della bilancia commerciale che è tornata in lieve surplus già nel 2011. Per consolidare il miglioramento di bilancia commerciale è fondamentale che prosegua la svalutazione interna del costo del lavoro iniziata a fine 2008.

**La domanda interna si contrarrà più del PIL**

**Esportazioni unico motore di crescita**

I salari negoziati hanno frenato il passo sensibilmente nel corso del 2012, a seguito della riforma di inizio 2012. I dati di ottobre non mostravano un adeguamento dei salari all'aumento dell'inflazione verificatosi a settembre (al 3,5% da un precedente 2,7%) per effetto dell'aumento dell'IVA. È importante che questa tendenza sia confermata anche nei prossimi mesi. L'ampio *output gap* dovrebbe frenare l'**inflazione** nei prossimi mesi dal 2,8% di febbraio fino all'1,5% a fine estate, quando uscirà dal confronto annuale il rialzo dell'IVA. In media annua l'inflazione è attesa al 2,2% nel 2013 e all'1,9% nel 2014.

**Crescita dei salari più contenuta dopo la riforma di inizio 2012**

Le prospettive per il **mercato del lavoro** rimangono preoccupanti. La disoccupazione è salita al 26,2% a gennaio 2013, un massimo assoluto dal 1980. Le indagini di clima suggeriscono che l'espulsione di forza lavoro proseguirà nei prossimi mesi. Ci aspettiamo che la disoccupazione continui a salire nel corso del 2013 e che possa toccare il massimo al 26,8% per fine estate, dato il ritardo rispetto al ciclo di 6/9 mesi. Con una crescita del PIL modesta anche dopo il 2014 difficilmente la disoccupazione potrà tornare sui livelli pre-crisi.

### Finanze pubbliche: in attesa di indicazioni da Brussels

Il saldo di bilancio ha chiuso con un deficit del 6,7% nel 2012 dal -8,9% del 2011. Le misure a sostegno del sistema finanziario pesano per 0,5% di PIL nel 2011 e per 3,3% nel 2012. Il risultato è solo di mezzo punto al di sopra del target concordato con la Commissione a luglio scorso. Il calo del deficit è dovuto a un miglioramento di 1,3 punti di PIL del saldo delle amministrazioni centrali, dal -5,1% al -3,8% del PIL e di un calo 1,6 punti del deficit delle Regioni all'1,7% del PIL. La sicurezza sociale, invece, ha chiuso con un deficit dell'1,0% dal -0,07% del 2011. Il risultato sulle Regioni è assai positivo e indica che il patto di stabilità interno, approvato a inizio 2012, ha contribuito al raggiungimento degli obiettivi. Si noti che la spesa delle Regioni è costituita in larga misura da spesa per sanità e istruzione che sono tipicamente inerziali.

Nonostante il miglior risultato 2012 pensiamo che i saldi di finanza pubblica siano lontani dagli obiettivi del PS 2012-2015 negoziati con Bruxelles a luglio scorso (si veda la tabella I). Il Governo all'epoca aveva una previsione di calo del PIL di solo 0,5% nell'anno in corso, mentre la Commissione a febbraio stimava un calo del PIL di 1,4%. La crescita più debole spiega solo in parte le previsioni più pessimistiche della Commissione Europea per il deficit 2013 e 2014 -6,0% e -6,4% rispettivamente (si veda la tabella II). Le previsioni della Commissione vengono fatte a legislazione vigente dal momento che incorporano solo le misure effettivamente approvate, a partire da una stima dei saldi tendenziali. Riteniamo che molte delle misure in vigore nel 2012 (taglio della tredicesima per i dipendenti pubblici, modifiche alla tassazione delle imprese) saranno confermate anche per il 2013 e pertanto ci aspettiamo che il deficit chiuda al 5,5% quest'anno e che risalga al 5,6% nel 2014, quando verrà meno l'effetto sulle entrate della patrimoniale, in vigore nel 2012 e nel 2013.

E' possibile che il raggiungimento del 3% sia spostato in avanti al 2015 dal 2014, in parte per effetto del ciclo. Il ministro per il Budget Cristóbal Montoro, ha indicato che la revisione dovrebbe riguardare in particolare le regioni per le quali era stato fissato un calo del deficit a 0,7% del PIL. Quali saranno le concessioni che la Spagna riuscirà a spuntare con Bruxelles è ancora da vedere. Nonostante il Paese abbia attuato una correzione dei saldi strutturali di oltre 3 punti di PIL nel 2012, il rispetto del nuovo patto di stabilità imporrebbe un saldo primario corretto per il ciclo in surplus di 3,2 punti di PIL nel 2015, e le nostre stime sono per un saldo primario ancora in deficit di 0,8 punti nel 2014. La Commissione si aspetta finanche un saldo primario corretto per il ciclo in deficit di 2,5 punti di PIL. In sostanza, nelle stime della Commissione la Spagna dovrebbe mettere in atto uno sforzo strutturale di 5,7 punti di PIL tra il 2013 ed il 2015 per rispettare le nuove regole di finanza pubblica; per quanto ampi siano i margini di trattativa, un'ampia correzione fiscale sarà comunque necessaria. E' certo però che uno sforzo strutturale di 5,7% lascerebbe il Paese in recessione anche nel 2014. A seconda di quanto flessibile sarà la Commissione sul processo di rientro dei saldi tendenziali è possibile immaginare una più o meno debole ripresa del ciclo.

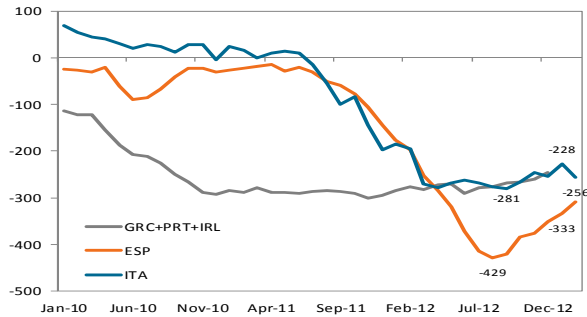
Il debito è salito all'84,1% del PIL dal 68,5% del 2011, per effetto dei contributi ai meccanismi di sostegno europei e dell'emersione del debito della PA verso fornitori. Il debito è atteso salire fino al 95,8% del PIL nel 2014. Sulla dinamica del debito peseranno ancora i contributi ai fondi europei (7 miliardi di euro nel 2013 e 4,15 miliardi nel 2014) e il pagamento del debito verso fornitori per 2,7 miliardi di euro. Lo Stato ha istituito un fondo FPP per il pagamento dei debiti verso fornitori con una dotazione di 30 miliardi di euro (3,0% del PIL) a fronte di debiti complessivi della PP.AA. per 65 miliardi di euro (6% del PIL). Il fondo è stato finanziato con emissioni governative. Fino ad ora sono stati utilizzati fondi per 27 miliardi di euro (9,3 miliardi di euro per gli Enti Locali e 17,5 miliardi per le Regioni). Pagamento del debito della PP.AA.

## Scenario Macroeconomico

Marzo 2013

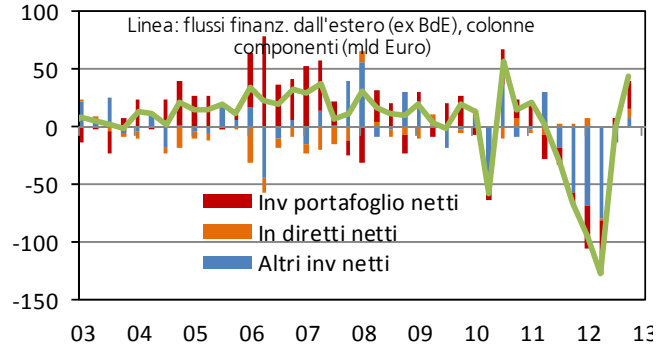
dovrebbe avere un effetto sull'economia tra 0,5% e 0,8 del PIL secondo le stime del Tesoro spagnolo<sup>9</sup>.

### Il miglioramento dei saldi TARGET II suggerisce che la fiducia sta tornando



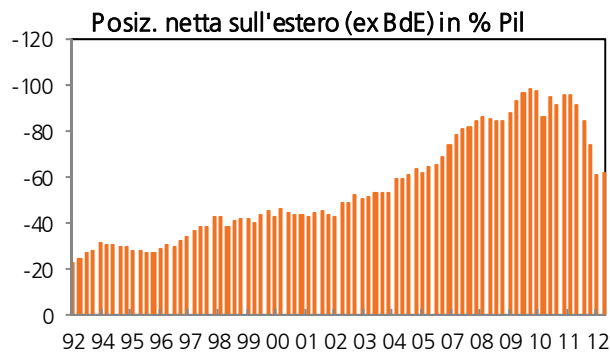
Fonte: dati Eurosystema

### Tra settembre e dicembre il flusso finanziario dall'estero è tornato positivo per la prima volta da inizio 2011



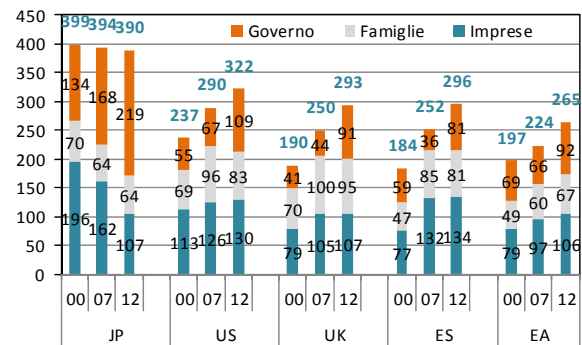
Fonte: Banca di Spagna

### Tuttavia l'elevata posizione debitoria sull'estero rende il Paese ancora dipendente dai capitali stranieri



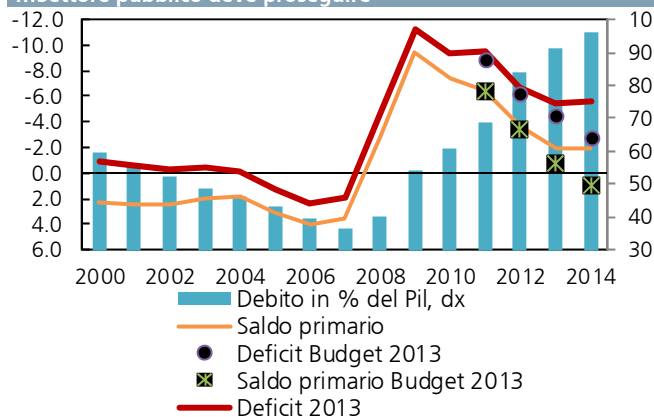
Fonte: Banca di Spagna

### Il processo di *deleveraging* del settore privato e del ...



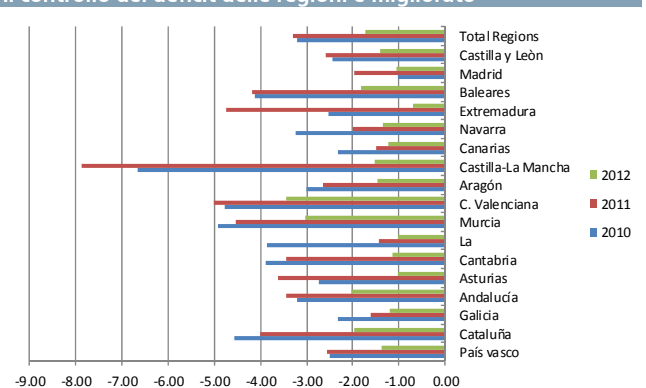
Fonte: Banche Centrali Nazionali ed elaborazioni Intesa Sanpaolo. Nota: debito prestiti e *securities*. Debito pubblico Commissione UE (EDP)

### ...Settore pubblico deve proseguire



Fonte: Tesoro e Commissione UE

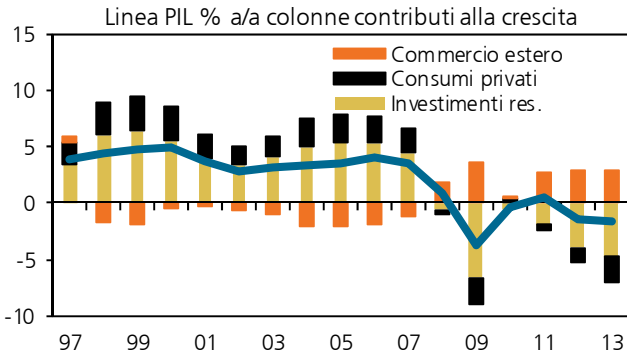
### Il controllo del deficit delle regioni è migliorato



Fonte: Tesoro e Commissione UE

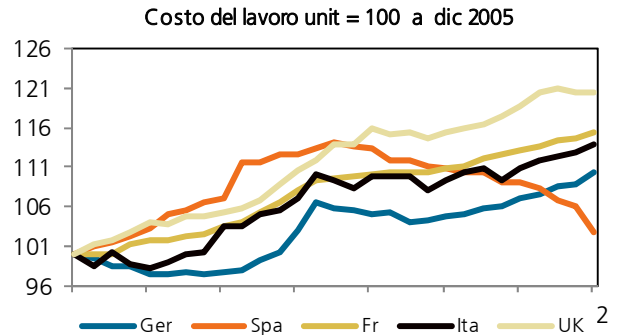
<sup>9</sup> <http://www.tesoro.es/doc/130301%20Presentation%20Kingdom%20of%20Spain2.pdf>

La crescita dovrà venire dal canale estero



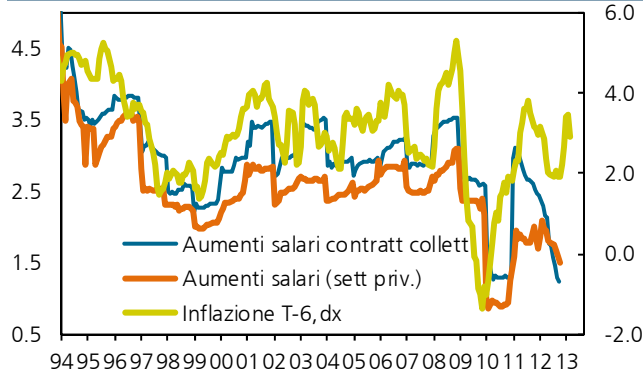
Fonte: Eurostat

Il recupero di competitività prosegue



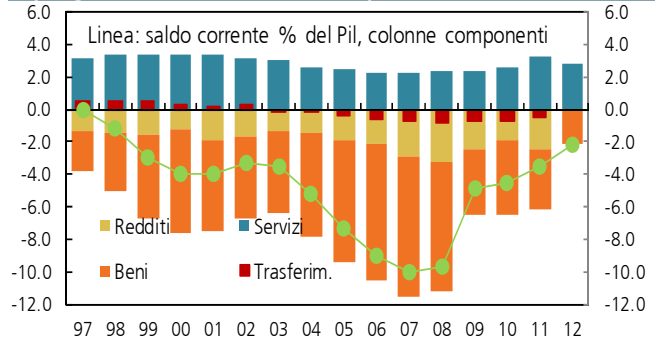
Fonte: Eurostat

La moderazione salariale rimane chiave



Fonte: Eurostat

.. per garantire un aumento del surplus di bilancia commerciale



Fonte: Eurostat

Tabella 1 – Gli obiettivi di bilancio concordati a luglio scorso non sembrano raggiungibili

|                           | 2011<br>(PS 2011-14) | 2011<br>consuntivo | 2012 | 2012<br>consuntivo | 2013 | 2014 | 2015 |
|---------------------------|----------------------|--------------------|------|--------------------|------|------|------|
| Stato                     | -4.1                 | -5.0               | -4.5 | -3,8               | -3.8 | -2.7 | -2.1 |
| Comunità Autonome         | -1.3                 | -3.4               | -1.5 | -1,7               | -0.7 | -0.1 | 0.2  |
| Enti Locali               | -0.3                 | -0.4               | -0.3 | -0.2               | 0.0  | 0.0  | 0.0  |
| Sicurezza Sociale         | 0.4                  | -0.2               | 0.0  | -1.0               | 0.0  | 0.0  | 0.0  |
| Amministrazioni Pubbliche | -6.0                 | -8.9 (-9.4)*       | -6.3 | -6.7(-9.9)*        | -4.5 | -2.8 | -1.9 |

\* () deficit corretto per l'effetto degli aiuti alle banche per 5,4 mld di euro nel 2011 e 34 mld di euro nel 2012  
Fonte: Minhap ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

## Scenario Macroeconomico

Marzo 2013

| Tabella 2 – La Spagna dovrà attuare uno sforzo di 4 punti di PIL per rispettare il nuovo patto di stabilità |             |             |             |             |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|
| % PIL   | 2011        | 2012        | 2013        | 2014        |
| Deficit (stima Intesa Sanpaolo)   | -9.4        | (-7.2*)-6.7 | -5.5        | -5.6        |
| Deficit (stima Commissione Europea)*  | -9.4        | (-7.0*)-6.7 | -6.7        | -7.2        |
| Saldo primario  | -6.5        | -3.6        | -1.9        | -1.9        |
| Saldo primario (stima Commissione Europea)  | -6.5        | -4.0        | -3.2        | -3.6        |
| Spesa per interessi (stima Intesa Sanpaolo)   | 2.5         | 3.1         | 3.6         | 3.7         |
| Spesa per interessi (stima Commissione Europea)   | 2.9         | 3.0         | 3.5         | 3.6         |
| Saldo corretto per il ciclo (stima Intesa)  | -7.4        | -4.6        | -3.7        | -4.5        |
| Saldo corretto per il ciclo (stima Commissione)   | -7.6        | -4.6        | -4.6        | -6.1        |
| <b>Saldo primario corretto per il ciclo (Intesa)</b>  | <b>-4.9</b> | <b>-1.5</b> | <b>-0.1</b> | <b>-0.8</b> |
| Saldo primario corretto per il ciclo (Commissione)  | 4.7         | -1.6        | -1.1        | -2.5        |
| <b>Saldo primario corretto coerente con il nuovo SP</b>   |             |             |             | <b>3.2</b>  |
| Debito in % del PIL   | 68.5        | 84.0        | 91.2        | 95.8        |

Fonte: MinHap, elaborazioni Intesa Sanpaolo e stime d'inverno della Commissione UE \*Previsioni

## Regno Unito – Meno crescita oggi, maggiore sostenibilità domani

La ripresa si sta rivelando un'impresa più ardua del previsto per l'economia britannica, ma in questo caso la stagnazione è il ponte su cui passa il necessario **ribilanciamento** tra domanda domestica e canale estero: meno crescita oggi, crescita più sostenibile domani. La "continua debolezza" del quadro di crescita è costata il **declassamento** di Moody's (22 febbraio) con perdita della tripla A. Comunque, anche secondo Moody's, il contesto strutturale rimane solido e il *downgrade* non ha prodotto effetti drammatici di mercato, perché in parte già scontato nei prezzi. Inoltre, più che evidenziare criticità nuove, il declassamento ha attestato lo *status quo*, suonando di fatto più come una *warning* che come una bocciatura. Per Moody's infatti la continuativa debolezza dell'economia non rappresenta un problema in termini assoluti, quanto piuttosto un rischio per il sentiero di correzione fiscale. Tale rischio è stato però neutralizzato con il **Budget 2013** (20 marzo), con il quale Osborne si è attenuto al piano di *austerità* già delineato nell'Autumn Statement (5 dicembre). Il programma di rientro del disavanzo viene quindi mantenuto, con una proiezione governativa di calo del deficit/PIL dall'11,2% del 2009-10 al 7,4% quest'anno per arrivare al 2,2% nel 2017-18. Le previsioni di crescita fornite dall'OBR per il nuovo Budget sono state riviste al ribasso: dimezzata da 1,2% a 0,6% nel 2013, ridotta da 2,0% a 1,8% nel 2014. Anche noi **rivediamo al ribasso la crescita attesa 2013 da 1,0% a 0,7%** dopo un magro +0,2% nel 2012, con accelerazione verso 1,9% nel 2014. Il principale fattore di sostegno alla crescita giunge dalla politica monetaria. Osborne, con la presentazione del Budget 2013, ha infatti proposto una **revisione del mandato di policy per la Bank of England, mantenendo il regime di inflation targeting (2%±1%) con l'aggiunta** però di nuove condizioni, tra le quali (a) l'esplicitazione di una *forward guidance* (stile Fed) e (b) la definizione chiara dei *trade-off* relativi al tempo di ritorno dell'inflazione a *target*. La BoE dovrà fornire i dettagli del nuovo regime di *policy* con l'*inflation report* di agosto, dopo il subentro (1 luglio) del nuovo governatore Mark Carney a Mervyn King. Osborne ha anche aggiunto che l'Asset Purchase Facility resterà in essere fino all'anno prossimo e che Tesoro e BoE stanno lavorando a un programma di possibile ampliamento del **Funding for Lending Scheme**. L'avvio atteso del ciclo di rialzi dei tassi viene pertanto rinviato a non prima di fine 2014. Al meeting BoE di febbraio, 3 membri su 9 hanno chiesto un incremento dell'APF. La spaccatura 3-6 è rimasta a marzo, nel timore che uno stimolo potesse compromettere la credibilità dell'*inflation target* causando un ulteriore calo della sterlina. Ora però che è stato rivisto il mandato di *policy* la BoE avrà spazio per agire in senso espansivo, aiutando così la ripresa di consumi e investimenti, mentre il recente deprezzamento della sterlina aiuterà a neutralizzare il contributo negativo del canale estero. La buona dinamica occupazionale controbilancerà l'alta inflazione e la bassa crescita salariale. Dopo la contrazione del 4° trimestre 2012 (-0,3% t/t), la crescita dovrebbe tornare positiva già nel 1° trimestre 2013.

Asmara Jamaleh

| Previsioni macro                 | 2012 | 2013 | 2014 | 2012 |      |      |      | 2013 |      |      |      | 2014 |
|----------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|                                  |      |      |      | 2    | 3    | 4    | 1    | 2    | 3    | 4    | 1    |      |
| PIL (prezzi cost., a/a)<br>t/t   | 0.2  | 0.7  | 1.9  | -0.2 | 0.2  | 0.3  | 0.5  | 1.0  | 0.4  | 1.0  | 1.4  |      |
| Consumi privati                  | 1.0  | 1.1  | 1.8  | 0.5  | 0.3  | 0.2  | 0.2  | 0.2  | 0.4  | 0.4  | 0.6  |      |
| Investimenti fissi               | 1.4  | 2.2  | 5.7  | 2.0  | -0.6 | -0.4 | 0.5  | 0.7  | 1.5  | 1.8  | 1.1  |      |
| Consumi pubblici                 | 2.6  | -0.1 | -1.6 | -1.6 | 0.5  | 0.6  | -0.1 | -0.2 | -0.3 | -0.4 | -0.4 |      |
| Esportazioni                     | -0.3 | 2.7  | 5.4  | -1.3 | 1.7  | -1.5 | 0.8  | 1.5  | 1.7  | 1.8  | 1.3  |      |
| Importazioni                     | 2.0  | 2.7  | 4.7  | 1.3  | 0.3  | -1.2 | 0.9  | 1.4  | 1.6  | 1.5  | 1.3  |      |
| Var. scorte (contrib., % PIL)    | -0.2 | -0.1 | 0.0  | 0.2  | 0.5  | -0.4 | 0.0  | 0.0  | -0.1 | -0.2 | 0.1  |      |
| Partite correnti (%PIL)          | -3.6 | -3.1 | -2.8 | -4.5 | -3.4 | -3.3 | -3.3 | -3.2 | -3.0 | -2.9 | -3.0 |      |
| Deficit (%PIL)                   | -6.4 | -6.2 | -5.9 |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| CPI (a/a)                        | 2.8  | 2.7  | 2.5  | 2.8  | 2.4  | 2.7  | 2.8  | 2.7  | 2.8  | 2.6  | 2.5  |      |
| Produzione Industriale           | -2.3 | 0.1  | 1.8  | -0.9 | 0.6  | -2.1 | 0.8  | 0.5  | 0.4  | 1.0  | 0.2  |      |
| Disoccupazione (%)               | 4.9  | 4.7  | 4.6  | 4.9  | 4.8  | 4.8  | 4.7  | 4.7  | 4.7  | 4.7  | 4.6  |      |
| Tasso interbancario a 3 mesi (%) | 0.83 | 0.50 | 0.54 | 0.99 | 0.73 | 0.53 | 0.51 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.50 |      |
| Sterlina/dollaro                 | 1.58 | 1.57 | 1.64 | 1.58 | 1.58 | 1.61 | 1.55 | 1.53 | 1.59 | 1.62 | 1.63 |      |
| Cambio effett. (1990=100)        | 83.1 | 81.8 | 87.5 | 83.2 | 84.1 | 83.7 | 80.1 | 79.2 | 82.7 | 85.1 | 86.7 |      |

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



## Asia

### Giappone: verso un'aggressiva espansione monetaria

Giovanna Mossetti

- Il cambiamento di governo dell'autunno 2012 ha avuto effetti immediati sulle variabili finanziarie. L'aspettativa di una svolta nella politica reflazionistica ha determinato una svolta sul cambio e sulle aspettative di inflazione prima ancora che venissero attuate nuove misure di stimolo. La crescita nel 2013 dovrebbe essere dello 0,8%, in accelerazione al 2,2% nel 2014. Il sentiero di crescita e inflazione nel 2014-15 sarà fortemente influenzato dagli effetti del raddoppio dell'imposta sui consumi (aprile 2014, ottobre 2015). A regime, una volta eliminata la volatilità legata alla modifica dell'imposta, l'inflazione dovrebbe essere intorno all'1,5% nel 2017.
- La strategia del nuovo governo agisce su due fronti: 1) **politica fiscale espansiva nel 2013, restrittiva successivamente**, per arrivare a stabilizzare il rapporto debito/PIL; 2) **politica monetaria aggressivamente espansiva, mirata a sconfiggere la deflazione** e raggiungere un'inflazione del 2% "nel più breve tempo possibile", con l'obiettivo di ridurre i tassi di interesse reali e di avere una crescita nominale positiva (generando finalmente del signoraggio sul debito pubblico).
- Dal lato della **politica fiscale**, è stata introdotta una manovra aggiuntiva di stimolo per il 2013, mirata a rafforzare la crescita prima dell'inizio di un lungo sentiero di restrizione fiscale. Il Governo mantiene l'obiettivo di raddoppiare l'imposta sui consumi fra il 2014 e il 2015 e di ridurre in misura significativa il deficit primario nel prossimo triennio. Se le misure annunciate verranno effettivamente attuate, il deficit/PIL dovrebbe calare fino al 4% nel 2015 e stabilizzarsi intorno a quel livello. il rapporto debito/PIL dovrebbe toccare un massimo di 217% nel 2014, e scendere gradualmente negli anni successivi.
- La **politica monetaria è la chiave principale della svolta** verso un'inflazione positiva. L'annuncio di un credibile obiettivo di inflazione al 2% e di una strategia di politica monetaria molto più aggressiva sia in termini di programmi di acquisto sia in termini di comunicazione ha avuto effetti immediati sul cambio, sui tassi e sulle aspettative di inflazione. Il risultato è un cambio dollaro/yen atteso intorno a 95-100 nel 2013-14, tassi di interesse reali negativi su tutta la curva e tassi nominali ancorati dall'aspettativa di un massiccio incremento di acquisto di JGB, anche su scadenze lunghe, fino a quando non si raggiungerà l'obiettivo di inflazione al 2%.

| Previsioni macro              | 2012  |       |       | 2013  |       |       |       | 2014  |       |       |       |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                               | 2012  | 2013  | 2014  | 2     | 3     | 4     | 1     | 2     | 3     | 4     | 1     |
| PIL (prezzi costanti, a/a)    | 2.0   | 0.8   | 2.2   | 4.0   | 0.4   | 0.4   | -0.5  | -0.1  | 1.5   | 2.3   | 3.1   |
| - trim/trim annualizzato      |       |       |       | -0.9  | -3.7  | 0.2   | 2.4   | 0.9   | 2.6   | 3.4   | 5.5   |
| Consumi privati               | 2.4   | 1.0   | 1.6   | -0.1  | -1.9  | 2.0   | 0.8   | 1.2   | 2.1   | 2.8   | 5.7   |
| IFL - priv. non residenziali  | 2.0   | -0.5  | 4.3   | -0.3  | -12.5 | -5.7  | 6.1   | 1.4   | 2.5   | 4.2   | 4.3   |
| IFL - priv. residenziali      | 2.9   | 1.0   | 0.7   | 9.1   | 6.8   | 14.9  | -11.0 | -0.8  | 0.1   | 1.0   | 0.8   |
| Investim. pubblici            | 12.5  | 4.1   | -3.9  | 27.1  | 10.7  | 7.2   | -5.9  | 1.5   | 8.4   | 4.1   | -7.8  |
| Consumi pubblici              | 2.7   | 0.8   | 1.3   | 1.7   | 1.6   | 2.7   | -1.6  | 0.8   | 1.2   | 1.6   | 1.6   |
| Esportazioni                  | -0.2  | 0.4   | 11.9  | 0.2   | -19.0 | -14.0 | 10.1  | 8.3   | 10.8  | 12.3  | 13.2  |
| Importazioni                  | 5.3   | 2.6   | 8.0   | 6.8   | -1.9  | -9.0  | 8.2   | 5.0   | 5.6   | 9.6   | 9.4   |
| Var. scorte (contrib., % PIL) | 0.0   | 0.2   | -0.1  | -0.4  | 0.3   | -0.1  | 0.5   | -0.2  | -0.1  | 0.0   | 0.2   |
| Partite correnti (%PIL)       | 1.0   | 0.2   | 0.7   | 1.3   | 0.7   | 0.5   | -0.1  | 0.2   | 0.3   | 0.4   | 0.5   |
| Deficit (%PIL)                | -10.0 | -10.2 | -7.2  |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Debito/PIL (%PIL)             | 209.6 | 218.8 | 217.8 |       |       |       |       |       |       |       |       |
| CPI (a/a)                     | 0.0   | -0.2  | 2.0   | 0.2   | -0.3  | -0.2  | -0.6  | -0.5  | 0.1   | 0.3   | 0.5   |
| Produzione Industriale        | -1.0  | 0.5   | 4.5   | -7.7  | -15.8 | -7.2  | 14.3  | 4.5   | 1.7   | 3.9   | 4.9   |
| Disoccupazione (%)            | 4.4   | 4.4   | 4.0   | 4.4   | 4.3   | 4.2   | 4.3   | 4.4   | 4.4   | 4.3   | 4.2   |
| Tasso a 3 mesi - CD (%)       | 0.19  | 0.13  | 0.27  | 0.20  | 0.19  | 0.19  | 0.08  | 0.09  | 0.16  | 0.19  | 0.21  |
| Dollaro/Yen (Yen)             | 79.8  | 94.6  | 98.6  | 80.1  | 78.6  | 81.2  | 92.1  | 93.9  | 95.8  | 96.8  | 97.7  |
| Cambio effettivo (1990=100)   | 178.9 | 150.0 | 144.5 | 178.5 | 183.1 | 175.0 | 153.9 | 151.0 | 148.1 | 146.9 | 145.6 |

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

### Reflazione ai tempi della politica monetaria non convenzionale

Il cambiamento di governo nell'autunno 2012 ha determinato una profonda svolta nella politica economica giapponese. L'impegno alla reflazione del nuovo primo ministro, S. Abe, si è trasmesso alle variabili finanziarie già a novembre, ancora prima dell'annuncio di nuovo stimolo fiscale e del nuovo corso nelle politiche contro la deflazione a gennaio, e dell'attuazione di interventi di stimolo monetario (attesi ad aprile). La strategia del governo Abe agisce su due fronti: 1) stimolo fiscale immediato per rafforzare l'economia in vista dell'inizio di un sentiero di restrizione che culminerà con il rialzo dell'imposta sui consumi (04/2014 e 10/2015); 2) pressione sulla Banca centrale per una lotta aggressiva alla deflazione. Il Governo ha approvato un budget 2013 che include una manovra per gli ultimi 3 mesi dell'a.f. 2012 (cioè il 1° trim. 2013), con un aumento di spesa per infrastrutture di 5,2 tln di yen da attuare nella parte centrale del 2013, e poi una previsione di riduzione del deficit primario complessivo per l'a.f. 2013. Sul fronte della deflazione, la svolta politica ha determinato un significativo deprezzamento del cambio dall'autunno, accompagnato da un rialzo delle aspettative di inflazione (e conseguente calo dei rendimenti reali, finalmente in territorio negativo su tutta la curva).

Le politiche economiche saranno gli elementi principali dello scenario giapponese nel 2013-14. Alla luce degli sviluppi domestici e internazionali, le previsioni di crescita per il 2013-14 sono positive, con 10,8% nel 2013 e 2,2% nel 2014. La ripresa si protrarrà a ritmi solidi almeno fino al 1° trimestre 2014. Il rialzo dell'imposta sui consumi ad aprile 2014 e a ottobre 2015 determinerà volatilità per i sentieri di crescita e inflazione. Il risultato della combinazione di politiche fiscali restrittive e di politica monetaria super espansiva su un orizzonte al 2016 dovrebbe essere una riduzione del deficit verso il 3-4% del PIL, una stabilizzazione del debito/PIL intorno a 217% (seguita da un lento e graduale calo negli anni successivi), un'inflazione intorno all'1,5% a/a, e una crescita intorno all'1%. L'economia giapponese rimarrà caratterizzata da un crescente deficit commerciale, causato dall'importazione di energia e da un contributo netto dell'export negativo una volta stabilizzato il cambio. Nel medio termine il problema di un saldo di partite correnti sempre più risicato potrebbe costituire un fattore di rischio.

### Politica monetaria - Obiettivo di inflazione e nuove politiche monetarie non convenzionali.

L'aspettativa di una svolta alla BoJ ha influenzato cambio e aspettative di inflazione già da novembre (v. grafici). Le principali novità sono avvenute in due tempi.

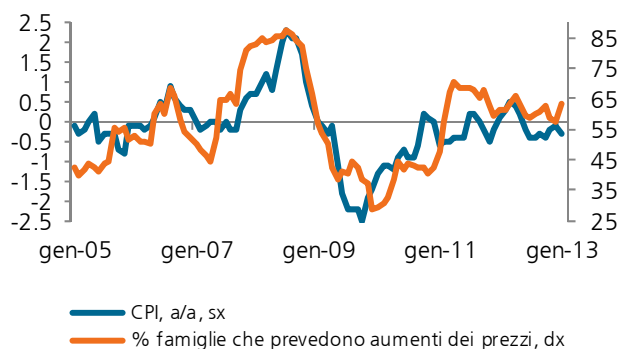
1. A gennaio è stato introdotto un **obiettivo ufficiale di inflazione** al 2%, da raggiungere nel più breve tempo possibile, e si è aperta una fase di **cooperazione esplicita fra governo e BoJ** sulla lotta alla deflazione. Inoltre è stato annunciato un **programma di acquisto titoli "aperto"** (senza scadenza e senza tetto alle quantità di JGB in acquisto), sullo stile di quello della Fed, da attuare da gennaio 2014, quando saranno completati i programmi già in essere, e da mantenere fino al raggiungimento dell'obiettivo di inflazione.
2. Il 20 marzo è avvenuto il cambio della guardia al vertice della **BoJ**, in seguito alla scadenza dei mandati del governatore e dei 2 vice-governatori. Il nuovo vertice (Kuroda, Iwata, Nakaso) è stato selezionato in base alla posizione dei candidati sulla politica anti-deflazione.

La Banca centrale probabilmente introdurrà nuove misure di stimolo ad aprile. Prevediamo che i programmi esistenti siano modificati con un **aumento del ritmo di acquisti di JGB** e con un **allungamento delle scadenze dei JGB acquistati**. Il Comitato potrebbe anche aggiungere **l'impegno a mantenere i tassi a zero e aperti i programmi a tempo indeterminato**, fino al ritorno dell'inflazione al 2%, ancorando così l'intera curva dei rendimenti pur in presenza di aspettative di inflazione in rialzo. La Banca centrale dovrebbe anche eliminare la *"banknote rule"*, un limite auto-imposto che fissa un tetto ai JGB detenuti in portafoglio al valore delle banconote in circolazione. Altre proposte già discusse includono la riduzione del tasso di interesse pagato sulle riserve in eccesso e l'acquisto di derivati nel programma di acquisto titoli. Lo strumento chiave resta comunque l'acquisto di titoli obbligazionari e questo sarà il focus principale del nuovo

Board. Alla luce delle ampie aspettative di mercato per interventi aggressivi, la BoJ potrebbe sparare più cartucce simultaneamente per non deludere i mercati e mantenere l'abbrivio conquistato anticipatamente grazie all'"effetto attesa". **La nuova BoJ dovrebbe quindi agire in modo molto simile alla Fed** sia in termini di comunicazione sia in termini di programmi di acquisto titoli. Il risultato dovrebbe essere una significativa accelerazione del ritmo di aumento del bilancio della Banca centrale, con un incremento della quota di JGB e della crescita della liquidità in circolazione. L'effetto della svolta si dovrebbe sentire anche sulle condizioni finanziarie dell'economia mondiale.

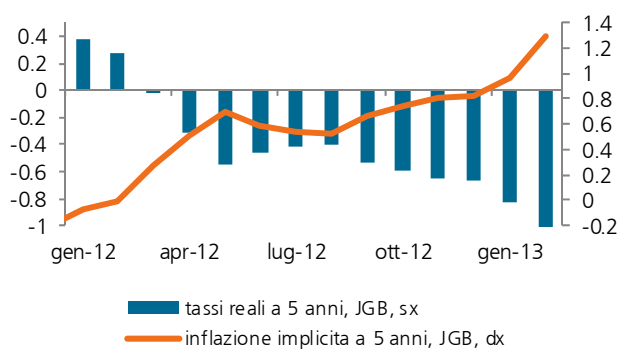
**Inflazione: deve ancora peggiorare prima di migliorare.** La deflazione si è aggravata a gennaio con il CPI in calo di -0,3% a/a e il core in contrazione di -0,7% a/a, da -0,6% a/a. Le indicazioni dei prezzi segnalano un probabile peggioramento della deflazione nei prossimi mesi, ma prevediamo che l'ampio deprezzamento dello yen induca una modesta correzione del trend negativo nel secondo semestre. Indicazioni in questo senso vengono dalla svolta delle componenti prezzi pagati delle indagini delle imprese. L'elemento centrale è comunque **l'aumento delle aspettative sui prezzi**, che dovrebbe determinare un'accelerazione dei consumi e una riduzione dei tassi reali, con effetti positivi sugli investimenti.

Fig. 1 - Inflazione e percentuale di famiglie che si aspettano prezzi in rialzo



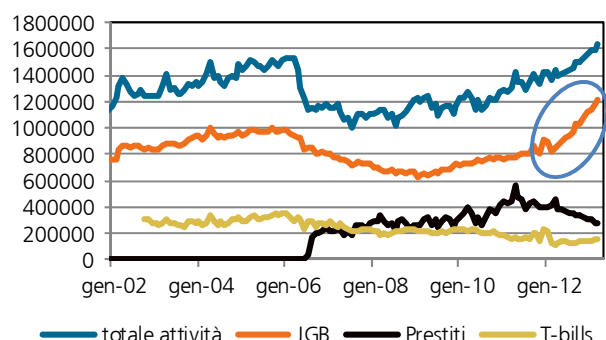
Fonte: Thomson Reuters - Datastream

Fig. 2 - Le aspettative di inflazione in rialzo fanno scendere i tassi reali in territorio negativo



Fonte: Thomson Reuters - Datastream

Fig. 3 - Il bilancio della BoJ: attesa un'accelerazione del ritmo di aumento del programma di acquisto titoli



Fonte: Bloomberg

Fig. 4 - Debito pubblico per detentore

|                       | Sett. 2012   |              | Sett. 2011   |              |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                       | tln yen      | % sul totale | tln yen      | % sul totale |
| Famiglie              | 25.2         | 2.7          | 29.5         | 3.9          |
| Banche                | 401.9        | 42.4         | 326.6        | 43.7         |
| Assicurazioni         | 183          | 19.3         | 155.3        | 20.8         |
| Fondi pensione        | 28.9         | 3.0          | 29           | 3.9          |
| Pensioni pubbliche    | 66.6         | 7.0          | 70.3         | 9.4          |
| <b>Boj</b>            | <b>104.9</b> | <b>11.1</b>  | <b>63.6</b>  | <b>8.5</b>   |
| Fiscal loan fund      | 2.3          | 0.2          | 0.9          | 0.1          |
| Governo (ex pensioni) | 24.2         | 2.6          | 2            | 0.3          |
| Altro                 | 25.2         | 2.7          | 23.5         | 3.1          |
| <b>Non residenti</b>  | <b>85.9</b>  | <b>9.1</b>   | <b>47.4</b>  | <b>6.3</b>   |
| <b>Totale</b>         | <b>948.1</b> |              | <b>748.1</b> |              |

Fonte: Ministry of Finance

**Politica fiscale: stimolo temporaneo, prima di iniziare la lunga marcia della restrizione.** Il budget presentato dal Governo a gennaio copre 15 mesi, l'a.f. 2013 più i tre mesi finali dell'a.f. 2012. Il budget prevede una riduzione del deficit primario nel 2013, in parte generata artificialmente dall'aumento di spesa incluso nell'ultimo trimestre dell'a.f. 2012, ma in parte determinata anche da una genuina svolta correttiva. **Il saldo totale passerebbe a -9,3% del PIL nell'a.f. 2013** da -9,8% nel 2012; il saldo primario sarebbe in calo più ampio, a -4,75% del PIL nel 2013 da -5,2% nel 2012. La correzione viene attuata in parte attraverso un aumento delle imposte sui redditi elevati, ma per lo più attraverso un calo dei trasferimenti agli enti locali per il personale: i costi dei dipendenti pubblici vengono ridotti dello 0,8% del PIL, operando sia sul numero degli occupati sia su salari e benefit. Il budget 2013 mostra un aumento del costo degli interessi di 297 mld di yen, a 4,6% del PIL da 4,5% del 2012, dovuto alla crescita del debito, nonostante interessi bloccati su tutta la curva dalla politica monetaria. La vera restrizione si avrà nel 2014-2015 con il rialzo dell'imposta sui consumi. Sulla base del forte aumento delle entrate tributarie generato dal raddoppio a regime dell'imposta sui consumi, **il deficit/PIL scenderebbe a -3,7% a fine 2015 e si stabilizzerebbe intorno al 4% nel biennio successivo.** Le entrate /PIL passerebbero dal 33% del 2013 al 37% di fine 2015, a fronte di un calo delle spese/PIL a 41% da 43,1% del 2013, grazie anche al calo della spesa per interessi. Il quadro del 2014-15 è molto rischioso: perché l'austerità fiscale non sia completamente controproducente, è indispensabile avere un PIL nominale in crescita. Per questo **la politica monetaria reflazionistica**, con cambio debole e tassi di interesse reali negativi, **è una condizione necessaria (anche se non sufficiente) per il consolidamento fiscale.**

**Domanda privata: sostegno a consumi e investimenti dalle aspettative di inflazione positiva.** Le previsioni di crescita per il biennio 2013-14 sono positive grazie agli effetti congiunti di stimolo fiscale nella parte centrale del 2013, dell'anticipazione dei consumi precedente il rialzo dell'imposta sui consumi di aprile 2014 e degli effetti di stimolo della svolta su cambio e tassi di interesse reali. **Il PIL dovrebbe crescere dello 0,8% nel 2013 e del 2,2% nel 2014.** Il 2013 è frenato dall'uscita negativa del 2012 (-0,5% in media), ma già dal 1° trimestre si dovrebbe registrare una dinamica trimestrale positiva, in rapida accelerazione nel corso dell'anno, fino al 1° trimestre 2014. La performance attesa per il 2013-2014 non è indicativa di un aumento della crescita potenziale del Giappone che rimane stimata dalla BoJ fra 0,5% e 1%. Dal 2015 in poi la crescita dovrebbe rallentare in misura significativa, sotto il peso della restrizione fiscale.

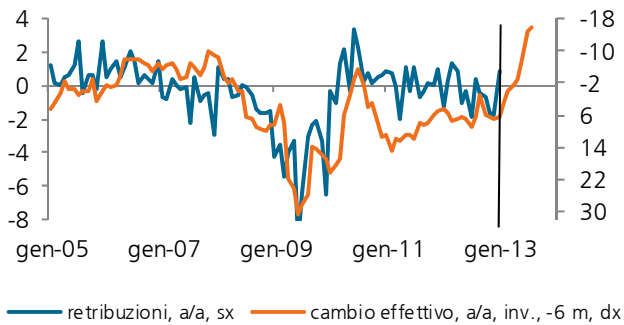
Nel 2013, il rialzo delle aspettative di inflazione, la ripresa dei salari nominali e l'anticipazione della spesa in vista dell'aumento dell'imposta sui consumi si rinforzeranno a vicenda nella seconda metà dell'anno. Nel 2012 la spesa delle famiglie aveva beneficiato di incentivi per gli acquisti di beni durevoli, che avevano determinato una crescita annua di 2,4%. Nel 2013, **la crescita media dei consumi è prevista a 1%, in accelerazione a 1,6% nel 2014.** Quest'anno, la dinamica trimestrale dovrebbe essere mediamente vicina a 0,4% t/t, salendo a fine anno a 0,7% t/t, per poi accelerare ancora nel 1° trimestre 2014 (1,4% t/t), spinta dall'arrivo del rialzo della tassa sui consumi (da 5% a 8%) ad aprile.

Gli **investimenti fissi delle imprese** sono previsti in netta ripresa già dal 1° trimestre di quest'anno, dopo 4 trimestri consecutivi in calo. La svolta del cambio e dei tassi di interesse reali, insieme all'aspettativa di prezzi di vendita in aumento, dovrebbe sostenere investimenti in crescita di 1,5% t/t nel 1° trimestre; nel resto dell'anno la dinamica dovrebbe essere più contenuta, ma sempre positiva e mediamente vicina all'1% t/t. Il trascinamento negativo del 2012 pesa sulla media annua che sarebbe ancora negativa con -0,5% nel 2013, in aumento al 4,3% nel 2014 e al 5,1% nel 2015.

Le **esportazioni** sono attese in forte accelerazione, dopo 2 anni negativi (+0.4% nel 2013, +11,9% nel 2014, +9% nel 2015), grazie agli effetti del cambio e alla ripresa della domanda internazionale. Le **importazioni** restano il tallone d'Achille dell'economia giapponese dopo il

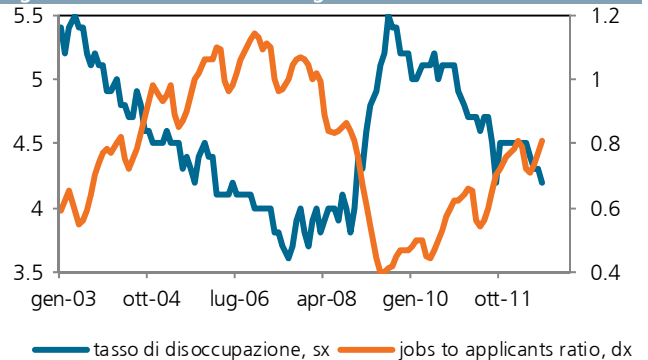
terremoto del 2011: con la ripresa della crescita nel 2013-14, l'import accelererà (+2,6% nel 2013, +8% nel 2014), mantenendo negativo il saldo della bilancia commerciale. **Le partite correnti restano comunque positive grazie al saldo della bilancia dei redditi.** Inoltre, la chiusura del deficit pubblico contribuirà a mantenere sotto controllo eventuali rischi di crisi della bilancia dei pagamenti.

Fig. 5 - Variazioni del tasso di cambio e dei salari



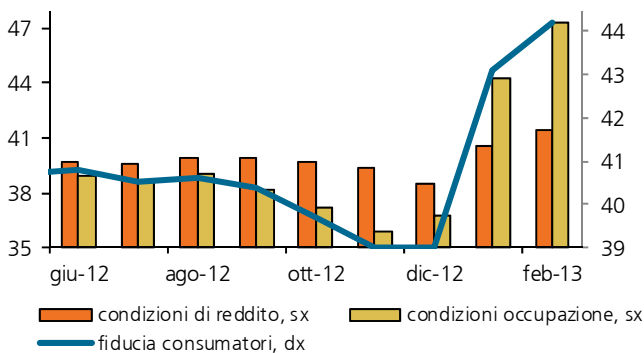
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 6 - Il mercato del lavoro migliora



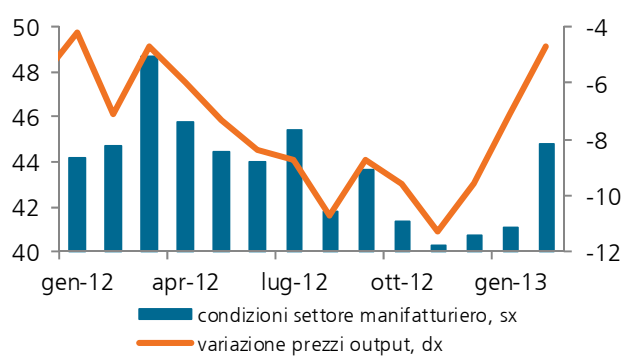
Fonte: Thomson Reuters Datastream

Fig. 7 - La fiducia dei consumatori ha svoltato



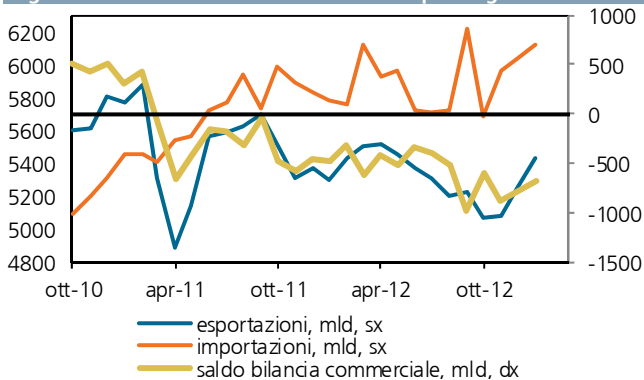
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 8 - Indagine piccole/medie imprese (Shoko Chukin): la reflazione è credibile



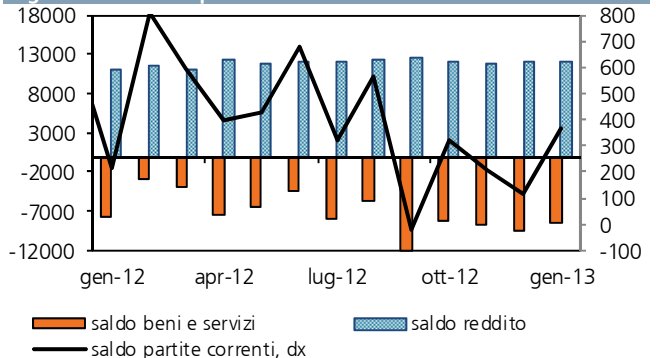
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 9 - Bilancia commerciale: il saldo sempre negativo...



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 10 - ...frena le partite correnti



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

## Cina: investimenti ed export riaccelerano nei primi mesi dell'anno

Silvia Guizzo

- L'economia cinese ha chiuso il 2012 con una crescita annua del 7,8% a/a, in sensibile rallentamento rispetto al 9,3% del 2011. Verosimilmente l'accelerazione dei consumi pubblici ha compensato un marcato rallentamento degli investimenti e una lieve decelerazione dei consumi privati, mentre il contributo del canale estero dovrebbe essere stato ancora positivo. I dati dei primi due mesi dell'anno sono sempre di difficile lettura a causa della cadenza non fissa delle festività per il capodanno cinese che oscilla tra gennaio e febbraio. In termini cumulati i primi due mesi dell'anno hanno registrato un rallentamento delle vendite al dettaglio e della produzione industriale, mentre gli investimenti fissi sono riaccelerati (+21,2% a/a) guidati dagli investimenti statali e del settore immobiliare residenziale, ma anche da una ripresa degli investimenti in acquisto di macchinari. Gli investimenti del settore manifatturiero hanno continuato a frenare (17,0% cum a/a a febbraio vs 22% a dicembre), controbilanciati dall'accelerazione di quelli del settore dell'agricoltura e dei servizi.
- La fiducia dei consumatori pur mostrando una certa volatilità, è in un trend di miglioramento da metà del 2012. L'indice totale e quello delle aspettative hanno raggiunto di nuovo i massimi di inizio 2011 ma rimane ancor ampio il divario tra aspettative e valutazione corrente. L'indagine sulle imprese industriali relativa al 1° trimestre 2013 mostra un aumento della fiducia degli imprenditori relativa alle condizioni economiche generali molto più marcato rispetto a quello relativo alla propria situazione aziendale, e un marginale aumento degli ordini domestici accompagnato da un calo di quelli esteri.
- L'aumento dell'inflazione dei prezzi al consumo a febbraio (+3,2% a/a da 2% a gennaio) è principalmente dovuto all'effetto stagionale delle festività del capodanno con aumenti dei prezzi concentrati sul comparto alimentare (+6% a/a da 2,9% a gennaio). I prezzi alla produzione rimangono ancora in calo. L'inflazione dovrebbe ritornare intorno a 2,4% a marzo e poi risalire gradualmente nel corso dell'anno. Le previsioni di aumento, seppur contenuto, del profilo d'inflazione e la riaccelerazione del credito nel 2012, attraverso il credito non bancario, nonché degli investimenti nel settore immobiliare indurranno la PBOC a mantenere un atteggiamento attendista almeno nella prima parte dell'anno rinviando eventuali tagli a fine anno.
- Manteniamo ferme le nostre previsioni di crescita a 7,9% nel 2013, con una minima accelerazione all'8,2% nel 2014. I rischi sullo scenario rimangono al ribasso per gli impatti negativi che potrebbe avere un nuovo rallentamento del mercato immobiliare sia sulle finanze dei Governi locali sia sulla performance del settore Bancario. Esternamente, per un ulteriore rallentamento della crescita negli Stati Uniti e nell'area euro, associato al rallentamento delle altre economie asiatiche, con un impatto negativo sulle esportazioni.

| Previsioni macro                        | 2008   | 2009   | 2010   | 2011   | 2012E  | 2013F  | 2014F  |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| PIL (prezzi costanti)                   | 9.6    | 9.2    | 10.4   | 9.3    | 7.8    | 7.9    | 8.2    |
| Consumi privati                         | 9.5    | 11     | 11.4   | 8.5    | 8.4    | 8.6    | 8.9    |
| Consumi pubblici                        | 4.8    | 3.8    | 6.9    | 9.4    | 9.7    | 9.7    | 9.2    |
| Investimenti fissi                      | 9.2    | 22.2   | 11.3   | 9.2    | 7.4    | 8      | 7.4    |
| Esportazioni                            | -1.1   | -11.2  | 25.9   | 3.9    | 3      | 7.5    | 8.5    |
| Importazioni                            | -6     | 5.2    | 18.4   | 2.7    | 4.2    | 8.1    | 8.1    |
| Produzione industriale                  | 9.9    | 9.9    | 12.3   | 10.3   | 8.1    | 8.7    | 7.7    |
| Inflazione (CPI)                        | 5.9    | -0.7   | 3.3    | 5.4    | 2.6    | 2.6    | 3.4    |
| Tasso di disoccupazione                 | 4.1    | 4.3    | 4.2    | 4.1    | 4.1    | 4.1    | 4.1    |
| Salari medi                             | 16     | 10.6   | 12.8   | 14.9   | 14.8   | 14.4   | 13.8   |
| Tasso sui depositi a 1 anno             | 4.3    | 1.7    | 2.7    | 5.3    | 4.6    | 4.2    | 4.2    |
| Cambio USD/CNY (media)                  | 6.95   | 6.83   | 6.77   | 6.46   | 6.31   | 6.18   | 6.10   |
| Saldo delle partite correnti            | 2912.1 | 1661.6 | 1604.2 | 1298.6 | 1348.7 | 1834.3 | 2162.7 |
| Saldo delle partite correnti (%del PIL) | 5.7    | 3.2    | 3.1    | 2.5    | 3.0    | 3.3    | 3.5    |
| Saldo di bilancio in % del PIL          | -0.2   | -1.5   | -1.3   | -1.0   | -3.0   | -3.3   | -2.9   |

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

### Economia reale e inflazione

L'economia cinese ha chiuso il 2012 con una crescita annua del 7,8% a/a, in sensibile rallentamento rispetto al 9,3% del 2011. Verosimilmente l'accelerazione dei consumi pubblici ha compensato un marcato rallentamento degli investimenti e una lieve decelerazione dei consumi privati, mentre il contributo del canale estero dovrebbe essere stato ancora positivo.

Stimiamo che la **spesa pro-capite delle famiglie** in termini reali sia stata solida con una crescita intorno all'8,5% a/a nel 2012, ma in rallentamento rispetto all'8,9% del 2011. In termini tendenziali la spesa è rallentata nel corso dell'anno in linea con la dinamica più contenuta dei redditi sia nelle città sia nelle campagne. Le vendite al dettaglio sono rallentate da 17,1% a/a nel 2011 a 14,3% a/a nel 2012. Il rallentamento dell'inflazione dovrebbe aver mantenuto la crescita delle vendite al dettaglio in termini reali sostanzialmente stabile intorno al 12%. I dati dei primi due mesi dell'anno sono sempre di difficile lettura a causa della cadenza non fissa delle festività per il capodanno cinese che oscilla tra gennaio e febbraio. In termini nominali e cumulati, le vendite al dettaglio sono salite del 12,3% a/a a febbraio, in rallentamento rispetto a 14,3% a/a a dicembre, più marcato in termini reali dato l'aumento dell'inflazione nei primi due mesi dell'anno.

La **fiducia dei consumatori** (NBS), pur mostrando una certa volatilità, è in un trend di miglioramento da metà del 2012. L'indice totale e quello delle aspettative hanno raggiunto di nuovo i massimi di inizio 2011 ma rimane ancor ampio il divario tra aspettative e valutazione corrente. L'indagine sui depositanti urbani condotta trimestralmente dalla PBOC (Urban Depositors Survey) indica che nel primo trimestre del 2013 consumatori sono diventati più ottimisti rispetto al loro reddito corrente e alle prospettive di impiego ma hanno lievemente diminuito la fiducia sulle prospettive di reddito future che comunque rimangono sui livelli di fine 2011. Scende inoltre la percentuale dei consumatori che intende acquistare una casa o un'auto nei prossimi tre mesi. La componente **occupazione** dell'indice PMI manifatturiero è stata in calo negli ultimi 6 mesi per il settore manifatturiero nella rilevazione dell'ufficio statistico e in aumento in quella di Markit ad eccezione dei primi mesi del 2013. È stata invece in calo in entrambe le rilevazioni per il settore dei servizi, anche se rimane a un livello più elevato. Le intenzioni di assunzione per il 2° trimestre del 2013 rilevate dall'indagine Manpower sono stabili e in aumento in tutti i settori. Le prospettive per i consumi rimangono stabili, sostenute dall'atteso calo dell'inflazione e dalle annunciate politiche di sostegno ai redditi deboli e di aumento dei salari.

L'aumento dell'**inflazione** dei prezzi al consumo a febbraio (+3,2% a/a da 2% a gennaio) è principalmente dovuto all'effetto stagionale delle festività del capodanno con aumenti dei prezzi concentrati sul comparto alimentare (+6% a/a da 2,9% a gennaio). I prezzi alla produzione rimangono ancora in calo. L'inflazione dovrebbe ritornare intorno a 2,4% a marzo e poi risalire gradualmente nel corso dell'anno.

Le **esportazioni** hanno registrato un notevole rimbalzo negli ultimi mesi (+19,8% 3m a/a a febbraio, molto maggiore rispetto a quello delle importazioni (+5,3% 3m a/a), su cui pesa ancora il calo di quelle dalla UE e in maggior misura dal Giappone e una bassa domanda di importazioni di beni ordinari per uso domestico (-1,7% 3m a/a). Le esportazioni verso l'area ASEAN continuano a crescere a tassi elevati (+34,7% 3m a/a) e sono in miglioramento anche quelle verso gli Stati Uniti (+13,2% 3m a/a) e verso la UE (+6,9% 3m a/a), mentre rimangono ancora in calo quelle verso il Giappone (-2,7% 3m a/a). L'andamento della componente ordini dall'estero del PMI e della componente ordini di molti paesi asiatici non punta tuttavia ad una forte accelerazione dell'export nel breve periodo.

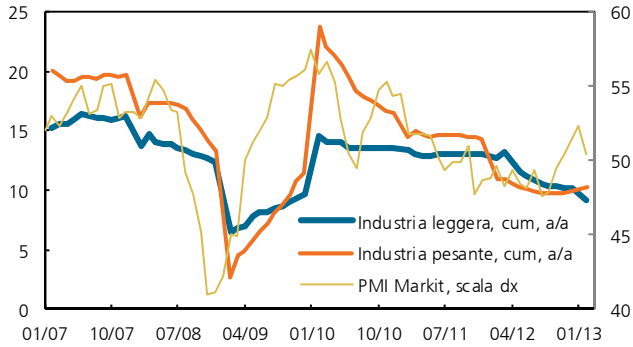


La **produzione industriale** è salita del 9,9% cumulato a/a in febbraio, rispetto al 10% di dicembre, con un rallentamento dell'industria leggera. L'indice PMI del settore manifatturiero è calato tra gennaio e febbraio in entrambe le rilevazioni, con cali sia della componente ordini totali sia di quella degli ordini dall'estero. La stima preliminare di Markit registra un aumento a marzo, in particolare per la componente ordini, che porterebbe la media trimestrale lievemente al di sopra del 4° trimestre 2012. La rilevazione dell'ufficio statistico conferma tuttavia ancora la forte difficoltà delle piccole e medie imprese. L'indagine sulle imprese industriali relativa al 1° trimestre 2013 mostra un aumento della **fiducia degli imprenditori** relativa alle condizioni economiche generali molto più marcato rispetto a quello relativo alla propria situazione aziendale e un marginale aumento degli ordini domestici accompagnato da un calo di quelli esteri. La valutazione della propensione delle banche a concedere prestiti è salita riportandosi quasi ai livelli del 2009-2010, in un periodo di allentamento della politica monetaria.

Gli **investimenti fissi** sono saliti del 21,2% cum. a/a a febbraio, rispetto a 20,6% cum. a dicembre, guidati dagli investimenti statali e del settore immobiliare residenziale, ma anche da una ripresa degli investimenti in acquisto di macchinari (+22,9% a/a), nella trasformazione (+27,2%) e nelle costruzioni e installazioni (+26,2%) di impianti. Gli investimenti del settore manifatturiero hanno invece continuato a frenare (17,0% cum a/a a febbraio vs 22% a dicembre), controbilanciati dall'accelerazione di quelli del settore dell'agricoltura e dei servizi. In particolare prosegue l'accelerazione degli investimenti in infrastrutture di trasporto (15,7% a/a vs 9,1% a dicembre, sostenuti dal rimbalzo di ferrovie e autostrade). Geograficamente la riaccelerazione è guidata dalle regioni orientali costiere. La superficie residenziale venduta ha registrato un forte rimbalzo nei primi due mesi dell'anno (+49,5% cum a/a a febbraio), accompagnata da continui e crescenti aumenti dei prezzi degli immobili tanto che il Governo ha ribadito la necessità di mantenere in piedi e, in qualche caso, inasprire le misure anti speculative sul mercato immobiliare introducendo anche un'imposta del 20% sui proventi della vendita di immobili residenziali nel mercato secondario. Le agenzie di rating (Moody's e S&Ps) hanno recentemente portato a stabile l'outlook sugli immobilizeristi in Cina, per il miglioramento delle compravendite, delle condizioni di liquidità e di finanziamento, nonché per le prospettive della continua urbanizzazione del paese. Tuttavia continua a salire velocemente la superficie residenziale in attesa di vendita (+42,9% cum a/a a febbraio) così come le scorte di edifici invenduti dei costruttori (+18,9% cum nei primi tre trimestri del 2012).

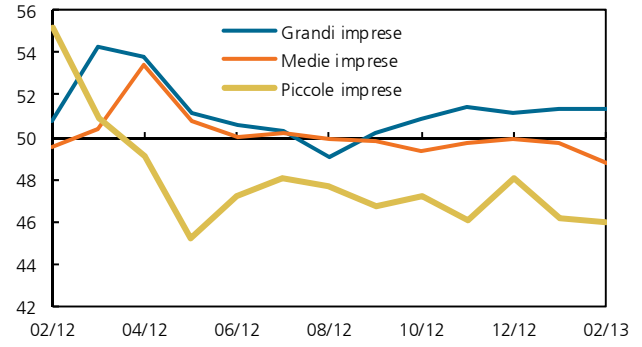


Produzione industriale: l'industria leggera rallenta



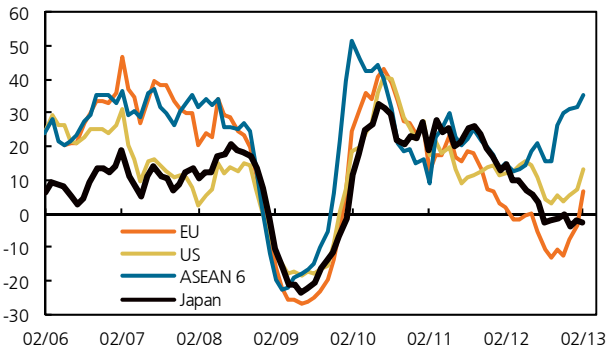
Fonte: CEIC, Markit

Le PMI sono ancora in difficoltà



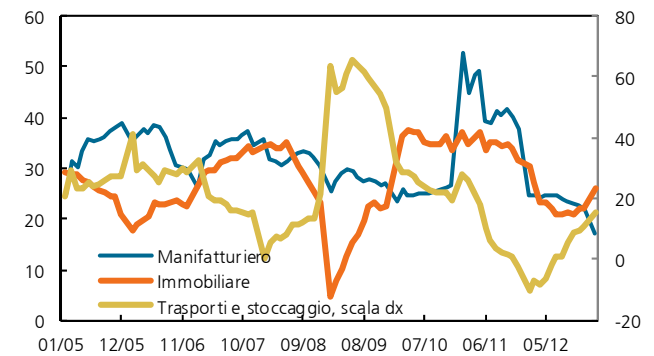
Nota: PMI manifatturiero; Fonte: CEIC

Le esportazioni vs i paesi industrializzati migliorano



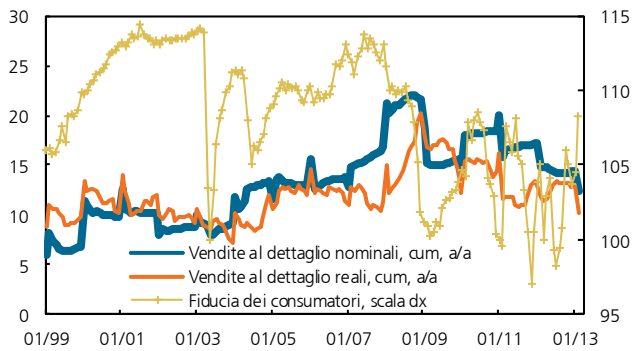
Nota: Var. % 3m a/a. Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Trasporti e settore immobiliare guidano gli investimenti (%)



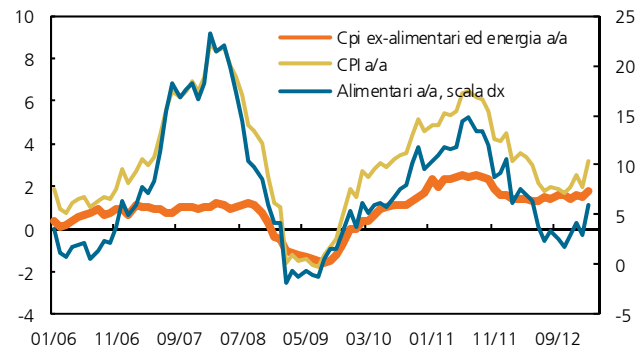
Nota: Investimenti nominali, var a/a. Fonte: Datastream

La fiducia dei consumatori continua a migliorare



Fonte: Bloomberg, CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'inflazione risale



Fonte: Bloomberg

### Politica monetaria e fiscale

Nelle prime due settimane di marzo il Congresso del Popolo si è riunito nella prima sessione plenaria procedendo, come largamente atteso, all'elezione di Xi Jinping a presidente della Repubblica e a quella di Li Keqiang a primo ministro. Nel discorso al Parlamento il Premier ha elencato come i tre compiti fondamentali del nuovo Governo il mantenimento della crescita economica, il miglioramento delle condizioni di vita dei cittadini e la salvaguardia della giustizia sociale. Il Governo per questo punta a un tasso di crescita medio del 7,5% del PIL all'anno, che permetterebbe di raddoppiare il PIL pro capite del 2010 entro il 2020. Rimane fermo l'obiettivo di aumentare la rete di protezione sociale e di aumentare il reddito disponibile sia nelle campagne sia nelle città, allargando la classe media e puntando su una urbanizzazione sostenibile. Allo scopo di migliorare le condizioni di vita dei cittadini e supportare così i consumi privati il Consiglio di Stato a gennaio ha approvato delle linee guida sulla **distribuzione del reddito** che prevedono l'aumento dei salari minimi di almeno il 40% dei livelli medi attuali entro il 2015, il miglioramento della legislazione sul lavoro nonché della legislazione sui diritti di proprietà. Contemporaneamente le linee guida prevedono che le imprese statali aumentino la quota dei loro trasferimenti al governo centrale, ora intorno al 15% dei profitti, del 5% entro il 2015 e suggeriscono un tetto agli stipendi dei manager. Il Governo conferma l'obiettivo di crescita del PIL del 7,5% nel 2013, abbassando l'obiettivo di inflazione al 3,5% dal 4% del 2012, e quello di M2 dal 14% al 13%.

Il Governo ha aumentato il **bilancio per il 2013** a 1200 miliardi di yuan dagli 800 dell'anno scorso, prevedendo un aumento del rapporto deficit PIL al 2% dal precedente 1,5%, con maggiori spese soprattutto nei comparti della sanità, delle pensioni e dell'istruzione. Il fabbisogno delle amministrazioni locali è stato portato a 350 miliardi dai 200 precedenti, finanziato per la parte eccedente con titoli emessi direttamente dal Ministero delle Finanze. Il provvedimento è stato giudicato negativamente da Moody's perché, dato il rallentamento delle entrate fiscali e la forte domanda di infrastrutture, potrebbe indurre i governi locali a continuare a finanziarsi attraverso i veicoli finanziari creati ad hoc (Local Government Financing Vehicles, LGFVs) che tanto hanno contribuito finora ad innalzare il livello del loro debito. Tuttavia la China Banking Regulatory Commission ha recentemente suggerito alle banche di applicare criteri più stringenti nella concessione di crediti ai LGFVs, in particolare a quelli con alti livelli di debito.

Il Parlamento ha poi approvato la riorganizzazione di alcuni ministeri e agenzie governative. In particolare l'Agenzia per il controllo alimentare (State Food and Drug Administration) è stata trasformata in un ministero, è stata creata l'Agenzia Nazionale per la Salute e la Pianificazione Familiare dalla fusione di due agenzie precedenti, così come l'agenzia per la regolamentazione del Media. Il ministero delle Ferrovie è stato incluso in quello dei trasporti e le operazioni commerciali delle Ferrovie sono affidate a una nuova società statale, la China Railway Corporation. La National Energy Agency assorbe l'agenzia incaricata delle tariffe elettriche e all'Agenzia Statale per gli oceani (State Oceanic Administration) è affidata la supervisione della guardia costiera, della pesca e delle unità marittime anti-contrabbando, prima affidate a tre uffici diversi. Le linee guida sono quindi di semplificazione ed efficientamento dei ministeri e di velocizzazione delle procedure di approvazione dei progetti di investimento.

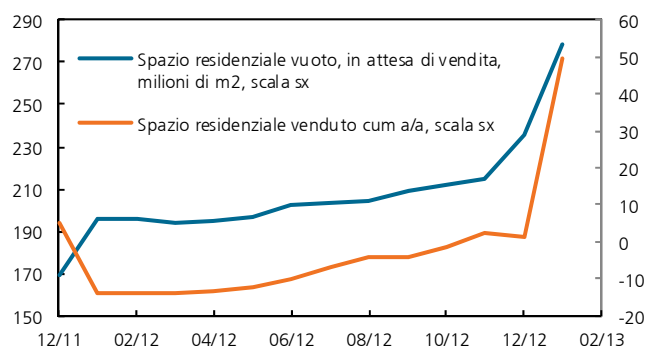
Lo stock di **credito** bancario è in moderato rallentamento (+15,0% a/a a febbraio dal picco di 16,3% a/a a settembre 2012). Nel corso del 2012 l'aggregato della "finanza sociale" è aumentato di più (+22,9%) rispetto a quello del credito bancario (+9,8%), sostenuto in particolare dai prestiti fiduciari e dalle emissioni corporate. La tendenza sembra confermata dai dati sul nuovo credito dei primi due mesi dell'anno. Nella seconda parte del 2012 la PBOC ha progressivamente intensificato le operazioni di Reverse Repo per fornire liquidità ai mercati ma nonostante ciò i tassi a tre mesi sono progressivamente saliti. Da gennaio la banca centrale ha annunciato che introdurrà a breve anche un nuovo strumento per le operazioni di mercato

## Scenario Macroeconomico

Marzo 2013

aperto (Open Market Operation), denominato Short Term Liquidity Operation che sarà di scadenza inferiore ai 7 giorni e verrà intervallato alle normali OMO in relazione alla necessità di stabilizzare la liquidità e i tassi interbancari. Le previsioni di aumento, seppur contenuto, del profilo d'inflazione e la riaccelerazione del credito totale, nonché degli investimenti nel settore immobiliare, indurranno la PBOC a mantenere un atteggiamento attendista almeno nella prima parte dell'anno rinviando eventuali tagli a fine anno.

### Superficie residenziale: aumentano le vendite ma anche gli stock di invenduto



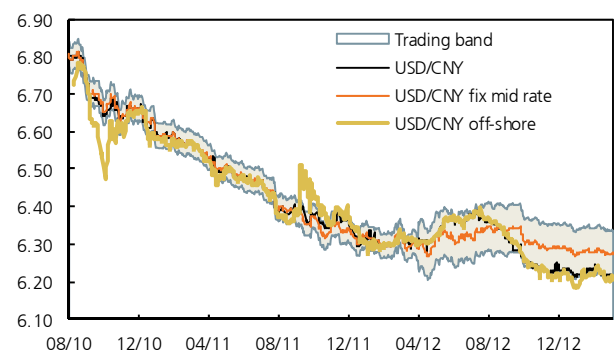
Fonte: Bloomberg

### I prezzi degli immobili residenziali continuano ad aumentare



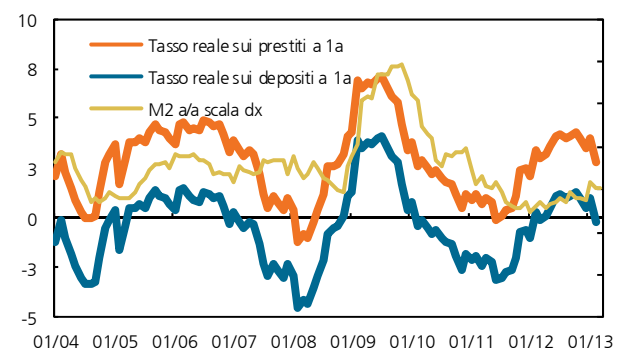
Nota: Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Il cambio rimane stabile



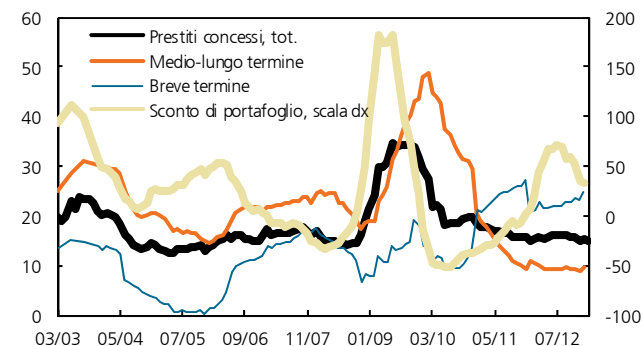
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Tassi reali



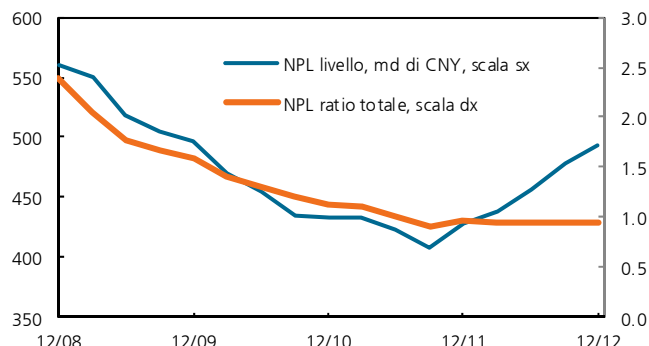
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

### La crescita del credito rimane stabile



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

### I crediti incagliati cominciano a salire



Nota: NPL delle banche commerciali. Fonte: CEIC

## India: la ripresa che ancora non c'è

Silvia Guizzo

- La crescita dell'economia indiana è scesa al 5,0% nel 2012 dal 7,5% del 2011 a causa di un marcato rallentamento dei consumi, in particolare privati (4,5% a/a vs 7,3% nel 2011), e degli investimenti (+0,7% a/a vs 6,2% nel 2011) a cui si è aggiunto un contributo negativo del canale estero. Nel corso del 2012 la dinamica del PIL, mantenuta poco al di sopra del 5% nei primi tre trimestri, è progressivamente rallentata. Il 4° trimestre ha registrato una crescita del 4,5% a/a pur con un recupero dei consumi privati (+4,6% a/a) e degli investimenti fissi (+6% a/a). Hanno pesato, invece, ancora al ribasso il rallentamento marcato dei consumi pubblici e il contributo negativo del canale estero.
- Le indagini di fiducia delle imprese indicano solo un marginale miglioramento delle condizioni economiche nel 1° trimestre del 2013, con aspettative contrastanti sugli ordini. La produzione di beni capitali continua a scendere e la dinamica degli investimenti, dato l'aumento dei progetti in stallo e la diminuzione di quelli avviati nel 4° trimestre 2012, sarà ancora debole nel breve termine. L'indice di fiducia dei consumatori è sceso ulteriormente sia nella valutazione corrente sia nelle aspettative e, nonostante la discesa dell'inflazione *core* dei prezzi all'ingrosso, l'inflazione dei prezzi al consumo rimane elevata (10,9% a/a in febbraio).
- L'obiettivo di riduzione del deficit dal 5,2% del PIL nell'anno fiscale 2012-13 al 4,8% nell'anno fiscale 2013-14 appare apprezzabile ma troppo ottimistico. Il Bilancio non ha inoltre affrontato in profondità alcuni problemi chiave quali quello del finanziamento del deficit delle partite correnti, dell'allargamento della base fiscale e della razionalizzazione delle spese. I rischi al rialzo sull'inflazione e la presenza di deficit gemelli elevati limitano notevolmente gli spazi per un ulteriore allentamento della politica monetaria, pur in presenza di rischi al ribasso sulla crescita. Riteniamo pertanto che la RBI (*Reserve Bank of India*) effettuerà al massimo altri due tagli dei tassi da 25pb ciascuno nel corso dell'anno.
- Manteniamo una previsione di moderata accelerazione della crescita nel 2013, anche se rivediamo al ribasso le previsioni dal precedente 5,7% a 5,4%, e di una ripresa a 6,9% nel 2014. Riteniamo che i rischi sulla crescita continuino a essere al ribasso nel breve medio termine e provengano da più fronti. Sul fronte interno i progressi nel campo delle riforme strutturali e fiscali appaiono ancora troppo timidi per favorire una forte ripresa del clima imprenditoriale. A questo si aggiunge il rischio di una discesa dell'inflazione più lenta delle attese con un impatto frenante sui consumi. Sul fronte esterno un riaccuirsi della crisi europea potrebbe affiancarsi alla debolezza della ripresa internazionale. Entrambi i fattori continueranno a pesare sulla performance dell'export indiano e sul già elevato saldo delle partite correnti esacerbandone i rischi di finanziamento.

| Previsioni macro                            | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012E | 2013F | 2014F |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| PIL (prezzi costanti, al costo dei fattori) | 8.1   | 6.5   | 9.7   | 7.5   | 5     | 5.4   | 6.9   |
| Consumi privati                             | 8.4   | 6.9   | 8.6   | 7.3   | 4.5   | 6.9   | 7.9   |
| Consumi pubblici                            | 18    | 9.2   | 8.1   | 7.8   | 6.2   | 3.6   | 5.7   |
| Investimenti fissi                          | 9.4   | -0.7  | 17.5  | 6.2   | 0.7   | 5.4   | 7.3   |
| Esportazioni                                | 18    | -7.7  | 15.4  | 18.3  | 5.8   | 8.2   | 11.1  |
| Importazioni                                | 32.6  | -8.3  | 18.2  | 18.4  | 9.8   | 9.5   | 10.7  |
| Produzione industriale                      | 7.7   | 0.2   | 9.7   | 4.8   | 0.7   | 5.1   | 7.6   |
| Inflazione (CPI)                            | 8.3   | 10.9  | 12    | 8.9   | 9.3   | 7.9   | 4.5   |
| Tasso di disoccupazione                     | 12.6  | 12.5  | 12.5  | 12.5  | 12.5  | 12.4  | 12.4  |
| Salari medi                                 | 15.2  | 9.1   | 21.4  | 16.3  | 9.2   | 11.2  | 10.3  |
| Tasso sui prestiti a 1 anno                 | 9.9   | 5.6   | 6.3   | 9.5   | 9.5   | 8.4   | 7.9   |
| Cambio USD/INR (media)                      | 43.5  | 48.36 | 45.74 | 46.69 | 53.48 | 52.95 | 50.74 |
| Saldo delle partite correnti                | -1394 | -1247 | -2396 | -2958 | -4640 | -5421 | -5327 |
| Saldo delle partite correnti (% del PIL)    | -2.5  | -2.0  | -3.2  | -3.4  | -4.8  | -4.9  | -4.3  |
| Saldo di bilancio in % del PIL              | -4.8  | -7.0  | -3.8  | -6.7  | -5.5  | -5.7  | -4.8  |

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

Fonte: Oxford Economics Forecasting e Intesa Sanpaolo

### Economia reale e inflazione

La crescita dell'economia indiana è scesa al 5,0% a/a nel 2012 dal 7,5% del 2011 a causa di un marcato rallentamento dei consumi, in particolare privati (4,5% a/a vs 7,3% nel 2011), e degli investimenti (+0,7% a/a vs 6,2% nel 2011) a cui si è aggiunto un contributo negativo del canale estero. Nel corso del 2012 la dinamica del PIL, mantenuta poco al di sopra del 5% nei primi tre trimestri, è progressivamente rallentata. Il 4° trimestre ha registrato una crescita del 4,5%, il tasso più basso degli ultimi 15 trimestri, pur con un recupero, anche su base congiunturale, dei consumi privati (+4,6% a/a) e degli investimenti fissi (+6% a/a). Hanno pesato, invece, ancora al ribasso, il rallentamento marcato dei consumi pubblici e il contributo negativo del canale estero. Dal lato dell'offerta la decelerazione è stata guidata dalla debole dinamica del settore agricolo e di quello manifatturiero a cui si è accompagnato anche un rallentamento dei servizi.

Su base tendenziale le **importazioni** sono tornate in territorio positivo nel 4° trimestre del 2012 con un aumento del 7,1% a/a, sostenute dal forte rimbalzo delle importazioni petrolifere (+26,1%). Le importazioni al netto del petrolio sono invece ancora deboli (-0,7% a/a) così come quelle dei beni capitali. Le **esportazioni** hanno registrato ancora un calo (-3,6% a/a) se pur inferiore a quello del trimestre precedente (-11,4% a/a) e sono state anch'esse favorevolmente influenzate dalle esportazioni di prodotti petroliferi. Il calo più marcato delle esportazioni rispetto alle importazioni nel 2012 ha provocato un nuovo aumento del deficit commerciale da 161 miliardi di dollari nel 2011 a 197 miliardi nel 2012 (FOB-CIF; da 8,6% a 10,8% del PIL). La componente ordini dall'estero dell'indice PMI è scesa a 53,2 a febbraio da 56,4 a dicembre, ma la media trimestrale rimane ampiamente al di sopra di 50.

La produzione industriale ha dato segnali di timido miglioramento a gennaio (+2,4% a/a) anche se la produzione di beni capitali continua a scendere. La dinamica degli investimenti, dato l'aumento dei progetti in stallo e la diminuzione di quelli avviati nel 4° trimestre del 2012<sup>10</sup>, sarà ancora debole almeno nella prima parte dell'anno. Le misure di liberalizzazione degli FDI prese in autunno e di velocizzazione dell'approvazione dei progetti d'investimento superiori a 10 miliardi di rupie attraverso il Comitato sugli Investimenti (*Cabinet Committee on Investments*), se pur positive, si stanno rivelando di difficile implementazione in particolare per problemi legati all'acquisizione dei terreni, alle autorizzazioni ambientali, alle limitazioni all'attività mineraria e alla produzione e consumo di carbone (*coal linkage*). La recente approvazione della Legge sull'acquisizione dei terreni è sicuramente un passo positivo a favore di una ripresa degli investimenti nel medio termine. Le indagini di fiducia delle imprese (*Industrial Outlook Survey, Dun & Bradstreet*) indicano solo un marginale miglioramento delle condizioni economiche nel 4° trimestre 2012 e nel 1° trimestre del 2013, anche se con aspettative contrastanti sugli ordini, saliti tuttavia tra gennaio e febbraio nell'indice di attività PMI. L'indice di **fiducia dei consumatori** è invece sceso nuovamente nel 4° trimestre sia nella valutazione corrente sia nelle aspettative ed è scesa la percentuale di consumatori che intende aumentare i consumi sia attuali sia futuri. Le vendite domestiche di automobili sono ancora in forte calo (-25,7% a/a a febbraio) e continuano a diminuire anche le sottoscrizioni di telefoni cellulari (-3,3% a/a a dicembre) dopo il picco raggiunto a giugno 2012 con 934 milioni di sottoscrizioni.

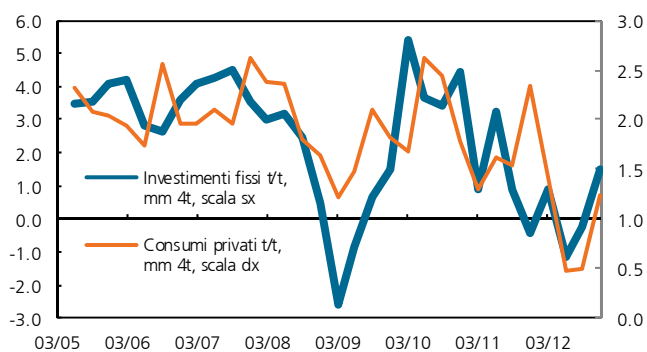
L'**inflazione dei prezzi all'ingrosso** è salita marginalmente a 6,8% a/a in febbraio da 6,6% in gennaio pur rimanendo in un trend di lenta decelerazione da agosto 2012. L'**inflazione dei prezzi al consumo** continua tuttavia ad essere elevata. Essa è salita al 10,6% a/a a dicembre e successivamente fino a 10,9% a febbraio. Il deprezzamento del cambio, la recente possibilità concessa ai produttori di introdurre gradualmente aumenti dei prezzi dei carburanti e le pressioni al rialzo sul comparto dei cereali, puntano ad un profilo d'inflazione solo in marginale calo nel 2013, in particolare per i prezzi al consumo, con i rischi che rimangono al rialzo.

---

<sup>10</sup> Vedi Ministero delle Finanze, Economic Survey 2012-13

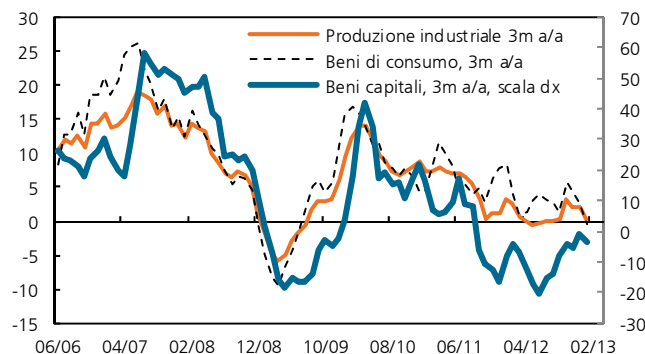
Economia reale e inflazione

Investimenti e consumi in margine recupero



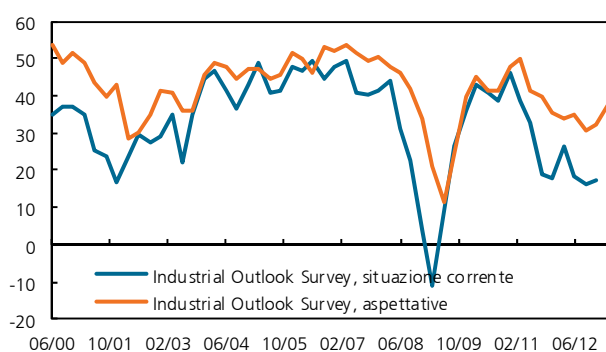
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La produzione industriale ancora indebolita dai beni capitali



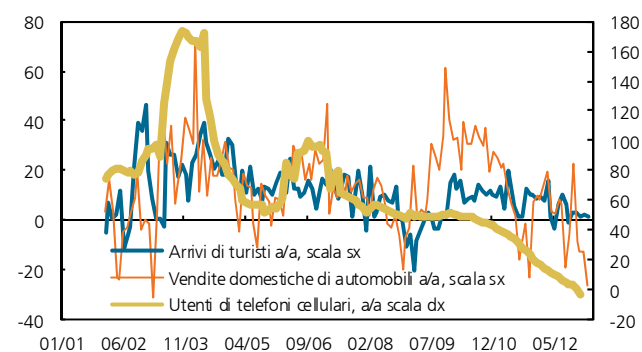
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Indici di fiducia delle imprese: migliorano le aspettative



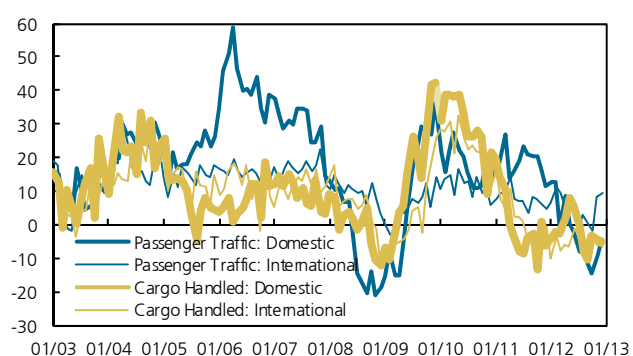
Fonte: CEIC

Rallentano i ricavi dal turismo, in calo le vendite di auto



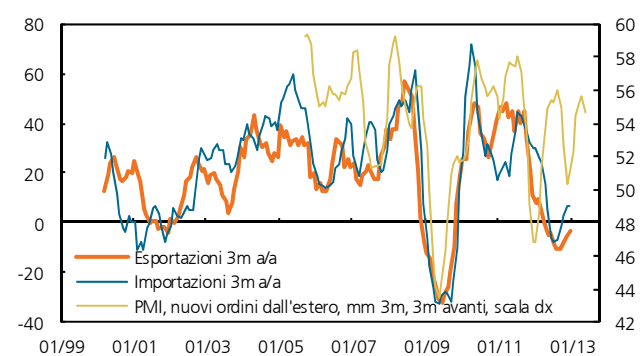
Fonte: Bloomberg, CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Traffico domestico e internazionale



Fonte: CEIC. Variazioni % a/a

Commercio estero in moderato recupero



Fonte: Bloomberg, HSBC-Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Politica economica, fiscale e monetaria

Il Governo ha presentato la bozza della **Legge di Bilancio** che dovrà poi essere approvata a fine marzo. Il deficit per l'Anno Fiscale (AF) 2012-13 è atteso al 5,2% del PIL, in diminuzione rispetto al 5,8% dell'AF 2011-12 ma in lieve aumento rispetto a una prima stima preliminare di 5,1%. La revisione al rialzo è da imputarsi in particolare a minori proventi da disinvestimenti delle partecipazioni statali e dalle vendite delle frequenze telefoniche, e ad una spesa in sussidi maggiore delle attese. Il Governo stima un tasso di crescita del PIL del 5% nell'AF 2012-13, si attende un'accelerazione della crescita in un intervallo compreso tra il 6,1% e il 6,7% nell'AF 2013-14 e un calo del **rapporto deficit/PIL** al 4,8%.

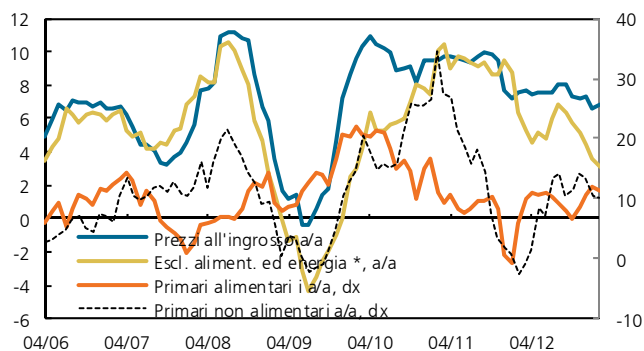
Una crescita più equamente partecipata e sostenibile rimane l'obiettivo principale del Governo attuato soprattutto con un aumento degli stanziamenti a favore delle minoranze e dello sviluppo rurale, in particolare con aumenti di spesa nella sanità, nell'istruzione e nella gestione dell'acqua. L'obiettivo dello sviluppo sostenibile si inserisce tuttavia in un bilancio tipicamente pre-elettorale che ha sostanzialmente evitato di affrontare in profondità alcuni problemi chiave quali quello del finanziamento del deficit delle partite correnti, della generazione dei ricavi attraverso un maggiore allargamento della base fiscale e della razionalizzazione delle spese. L'obiettivo di riduzione del rapporto deficit/PIL, se pur apprezzabile, appare troppo ottimistico. Esso è infatti basato su una previsione di crescita del PIL nominale del 13,5%, di un sensibile aumento delle entrate fiscali (19%) nonché di ingenti entrate non fiscali da disinvestimenti (550 miliardi di rupie) e dalle aste delle frequenze telefoniche (400 miliardi di rupie), obiettivi già rivelatisi difficili da raggiungere in passato.

Il **credito** al settore commerciale non alimentare ha continuato a decelerare nella seconda parte del 2012 ed è salito del 15,8% a/a riportandosi sui tassi di crescita di fine 2011. La crescita di M3 (+12,7% a/a a gennaio) sembra essersi stabilizzata negli ultimi tre mesi ma rimane, insieme alla crescita del credito, al di sotto della previsione della RBI. La RBI a gennaio ha rivisto al ribasso le previsioni per fine marzo 2013 da 14% a 13% per M3 lasciando invariate quelle sul credito al settore commerciale non alimentare al 16%. Il rallentamento del tasso di crescita dei depositi, dovuto ai tassi reali molto bassi e in qualche misura negativi, ha favorito lo spostamento del risparmio in attività non finanziarie e in particolare nell'acquisto di oro e rimane una fonte di preoccupazione per la Banca centrale sia per le implicazioni sull'attività bancaria, sia per quelle sulla bilancia dei pagamenti.

Le condizioni di **liquidità** sono state più restrittive dalla fine di novembre. Nonostante le operazioni di mercato aperto (*Open Market Operations* OMOs) tra dicembre e gennaio l'ammontare richiesto in repo attraverso la LAF (*Liquidity Adjustment Facility*) è stato in media di 970 miliardi di rupie, aumentato in media a 1134 nel mese di febbraio, ben al di là del livello ritenuto accettabile dalla Banca centrale. Alla riunione di fine gennaio, la RBI ha tagliato i tassi di riferimento di 25pb ed ha ridotto di 25pb anche il coefficiente di riserva obbligatoria portandolo al 4% e ha tagliato di nuovo i tassi di 25pb alla riunione del 19 marzo, portando il tasso repo al 7,5%. La Banca centrale si aspetta che, nonostante il recente rallentamento dell'inflazione dei prezzi all'ingrosso non alimentari, l'inflazione totale dei prezzi all'ingrosso rimanga intorno ai livelli attuali nell'AF 2013-14. La dinamica dei prezzi degli alimentari e di quelli amministrati mantiene un forte divario tra prezzi al consumo e prezzi all'ingrosso, con implicazioni al rialzo sulle aspettative d'inflazione. A questo si aggiungono i rischi di finanziamento del deficit delle partite correnti che, nei primi tre trimestri del 2012 è stato pari al 4,5% del PIL, in sensibile aumento rispetto allo stesso periodo del 2011 (3% del PIL) e difficilmente sostenibile nel lungo periodo. I rischi di finanziamento sarebbero significativi in caso di repentino aumento dell'avversione al rischio sui mercati internazionali. Questi due aspetti limitano notevolmente gli spazi per un ulteriore allentamento della **politica monetaria**, pur in presenza di rischi al ribasso sulla crescita. Riteniamo pertanto che la RBI continuerà a preferire operazioni di mercato aperto per mantenere ampia la liquidità effettuando al massimo altri due tagli dei tassi da 25pb ciascuno nel corso dell'anno.

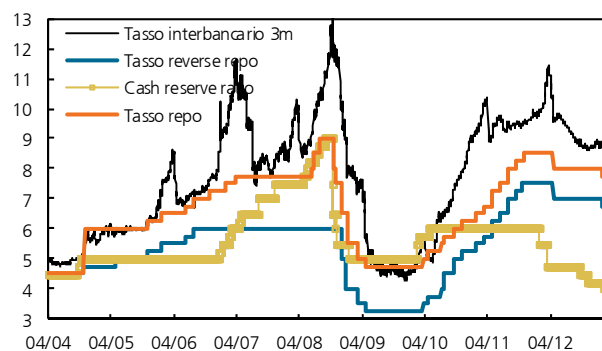
Politica fiscale, monetaria e cambio

L'inflazione dei prezzi all'ingrosso rallenta



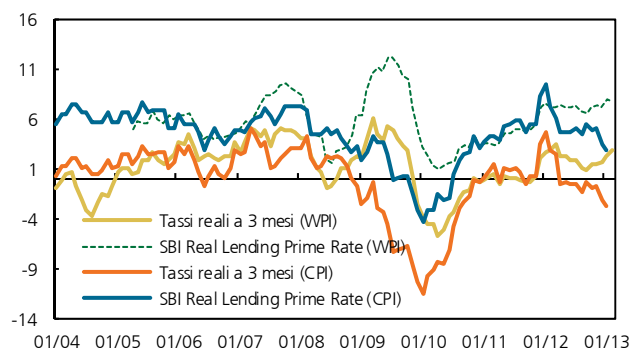
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo, \* stime Intesa Sanpaolo

La RBI taglia i tassi



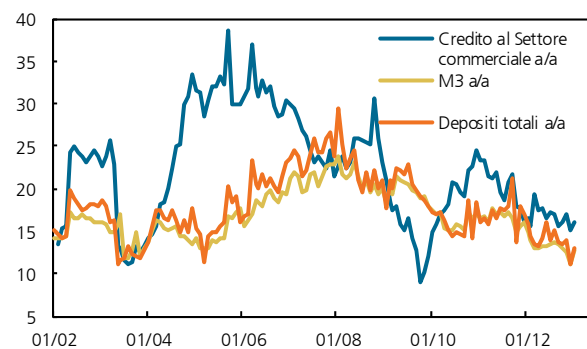
Fonte: Bloomberg

Tassi reali



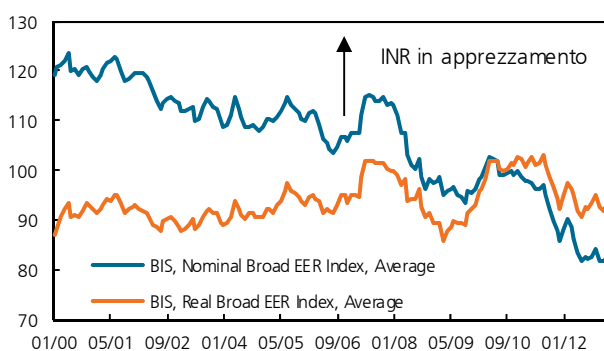
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il credito non accelera



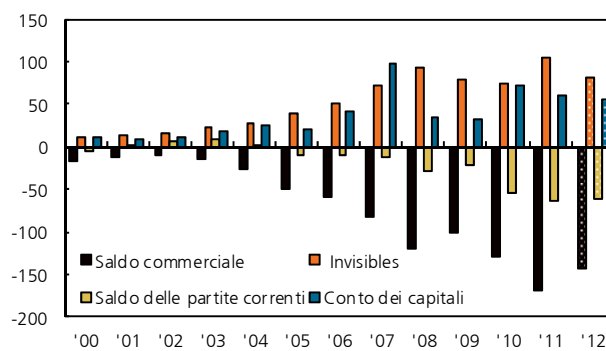
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tasso di cambio effettivo in deprezzamento



Fonte: CEIC

Il saldo delle partite correnti peggiora (miliardi di dollari)



Nota: per l'anno 2012 dati dei primi tre trimestri. Fonte: Bloomberg



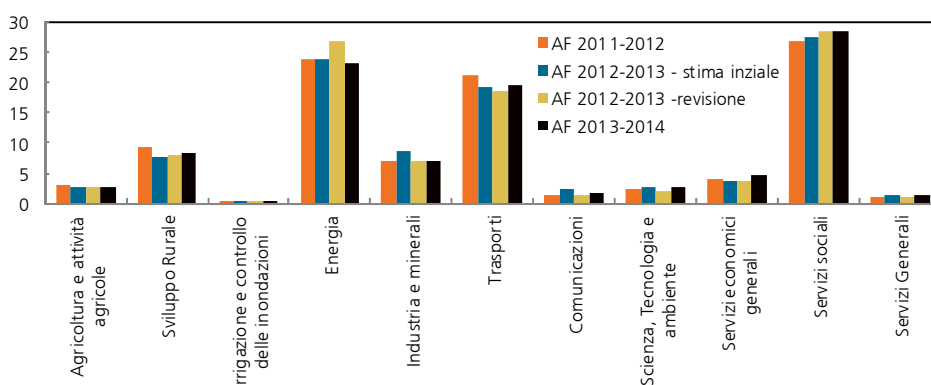
### Focus: il bilancio per l'anno fiscale 2013-14

La riduzione del deficit/PIL al 4,8% per l'AF 2013-14 dal 5,2% atteso per l'AF 2012-13 è prevista attraverso un aumento delle entrate statali, sia fiscali sia non fiscali.

In particolare il Governo ha innalzato le aliquote addizionali sul reddito delle imprese superiore ai 100 milioni di rupie (portata dal 5% al 10% per le imprese domestiche e dal 2 al 5% per quelle straniere che pagano l'aliquota massima) e sul reddito delle persone fisiche superiore a 10 milioni di rupie (stabilita al 10%). L'imposta sui dividendi distribuiti passa dal 5% al 10% mentre si impone una ritenuta del 20% sulla distribuzione dei profitti di aziende non quotate attraverso il buyout di azioni. L'aumento delle entrate non fiscali atteso da maggiori proventi delle operazioni di disinvestimento non portate avanti nel precedente anno fiscale e dalle nuove aste sulle frequenze telefoniche potrebbe di nuovo rivelarsi ottimistico. Nell'anno fiscale 2011-12 il Governo ha dovuto infatti ridurre le stime sulle entrate provenienti da queste aste da 400 miliardi di rupie a 194 miliardi: le aste di novembre e gennaio hanno avuto una partecipazione ridotta di operatori scoraggiati da prezzi di base giudicati troppo elevati e dalle cancellazioni di molte assegnazioni del 2008 da parte della Corte Suprema su accusa di corruzione e manipolazioni di prezzo.

Agli aumenti delle imposte dirette si aggiungono ritocchi al rialzo anche di quelle indirette in particolare delle imposte di consumo (o di dazi) sulle sigarette e sui prodotti di lusso (dalle auto ai telefonini). Le allocazioni principali rimangono quelle ai servizi sociali (28,4% del totale), seguiti dall'energia (23,3%, in calo rispetto all'AF 2012-13) e i trasporti (19,6% del totale, in aumento rispetto a quelle dell'AF 2012-13). In aumento le allocazioni nei settori della Scienza, Tecnologia e Ambiente (da 2,2% a 2,6%) e quelle nello sviluppo rurale (da 7,9% a 8,3%). La bozza di legge contiene tuttavia agevolazioni fiscali sia per i redditi di fascia minima e per l'acquisto della prima casa, sia per alcuni investimenti in impianti e macchinari e conferma l'obiettivo di lungo periodo di portare il rapporto deficit/PIL al 3% per l'AF 2016-2017. I sussidi, che nell'anno fiscale 2012-13 sono stati in aumento del 35,6% rispetto alla stima iniziale, sono previsti in calo dal 2,6% al 2% del PIL nell'AF 2013-14, con un aumento dei sussidi alimentari finanziato dai tagli a quelli energetici e dei fertilizzanti.

Allocazione delle spese per settore (in % del totale)



Fonte: Ministero delle Finanze ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il Governo ha ribadito l'intenzione di introdurre il Testo Unico sulle imposte dirette, il cui progetto di legge pur presentato in Parlamento dall'agosto del 2010 non è ancora stato riesaminato, e l'imposta generale su beni e servizi (*Good and Service Tax*). Il rapporto del comitato sullo studio della GST è stato presentato a fine gennaio ed è tuttora all'esame del Governo, è difficile quindi prevedere un'implementazione prima dell'inizio del prossimo anno fiscale (marzo 2014). L'entrata in vigore del regolamento generale sull'elusione fiscale (*General Anti-Avoidance Rule*) è stata rinviata al 1° aprile 2016.

## Mercati valutari – “Currency war”: tra i litiganti, gode il dollaro

DOLLARO USA

Asmara Jamaleh

### NELL'ANNO DEL DOLLARO

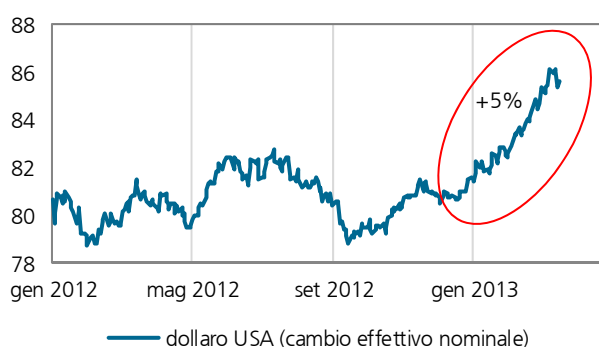
Il 2013 è iniziato all'insegna di una diffusa euforia (o netto miglioramento di *sentiment*) tra le varie *asset-class*, scaturita da una favorevole combinazione di

- (a) segnali positivi sulla crescita mondiale (Cina *in primis*, poi anche USA), e
- (b) rientro della *risk aversion* specifica verso l'area euro (quasi-azzeramento del cosiddetto “rischio-di-coda” relativo alla crisi del debito sovrano).

Sui mercati valutari, (1) il fattore “crescita” ha favorito in particolare un ampio e protratto rafforzamento del dollaro USA (Fig. 1), mentre (2) il fattore “rientro della *risk aversion* specifica” ha favorito un ampio, ma non durevole, rafforzamento dell'euro (Fig. 2).

La fase rialzista dell'euro ha riguardato infatti il solo mese di gennaio, mentre il periodo febbraio-marzo è stato quello della fase correttiva.

Fig. 1 – Dollaro: avvio d'anno al rialzo



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 2 – Euro: ascesa e caduta



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

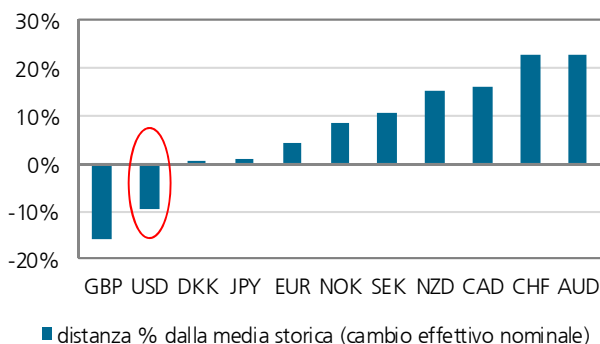
Il dollaro invece ha continuato a salire anche a febbraio-marzo, grazie al miglioramento corrente (dati USA) e prospettico (“commitment” della Fed alla crescita) del quadro di crescita USA.

Dopo una simile performance, è lecito chiedersi se si sia trattato soltanto di un fuoco di paglia. La nostra idea di fondo è che il recente rafforzamento del dollaro sia destinato a proseguire in corso d'anno, anche se non necessariamente in modo uniforme.

Il futuro ridimensionamento del *quantitative easing* dovrebbe rappresentare uno sviluppo favorevole al dollaro indipendentemente dall'essere o meno l'anticamera dell'avvio di un ciclo di rialzi dei tassi. Nel primo caso (*exit strategy* come preludio dell'avvio di un ciclo di rialzi) l'assunzione di una direzionalità pronunciata della curva dei tassi/rendimenti dopo un periodo lunghissimo di tassi a zero favorirebbe in modo diretto il dollaro contro tutte le valute, sia avanzate sia emergenti. La Fed infatti ha azzerato i tassi (da 1,00% a 0,25%) a dicembre 2008 e da allora non li ha più toccati, mentre altre banche centrali hanno nel frattempo già alzato i tassi, salvo poi fermarsi, oppure – non avendoli azzerati – li ha tagliati ancora o stanno valutando se effettuare altri tagli. Nel secondo caso (*exit strategy* seguita da un periodo più o meno lungo di tassi fermi a zero), la condizionalità dell'azione di *policy* al raggiungimento di un “preciso” obiettivo di crescita (e/o di occupazione) consentirebbe comunque di mantenere abbastanza saldamente aspettative di miglioramento della crescita, con effetto di conseguenza positivo sul

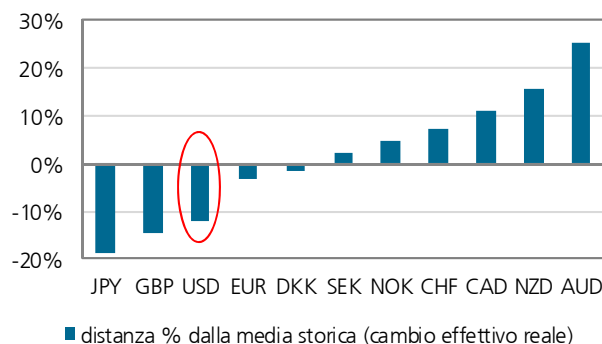
dollaro. Certo, in questo secondo caso, è possibile che dopo l'ampio apprezzamento recente il biglietto verde possa subire un parziale ritracciamento, ma si tratterebbe di uno sviluppo contenuto nello spazio e nel tempo, cui seguirebbe un successivo recupero, più o meno rapido e più o meno continuativo, ma fermo restando un *trend* rialzista di fondo.

Fig. 3 – Dollaro su livelli ancora molto bassi...



Fonte: Thomson Reuters-Datastream  
 Nota: il riferimento è alla media storica calcolata dal 1999 sui cambi effettivi nominali (di fonte: BRI)

Fig. 4 – ... anche in termini reali



Fonte: Thomson Reuters-Datastream  
 Nota: il riferimento è alla media storica calcolata dal 1999 sui cambi effettivi reali (di fonte: BRI)

Perché le "sole" aspettative di crescita USA dovrebbero essere sufficienti a favorire il dollaro? Principalmente per tre ragioni: (1) perché in questa fase, anche al di fuori degli Stati Uniti, la crescita rappresenta ancora un problema o un'incertezza per buona parte delle altre economie, sia avanzate che emergenti, e i segnali recenti negli USA sono stati positivi; (2) perché nonostante l'ottima partenza d'anno, il dollaro rimane ancora su livelli molto bassi, attorno al 10% sotto la propria media storica sia in termini nominali che reali (Fig. 3 e Fig. 4), laddove quasi tutte le altre valute (G10) sono pressoché allineate alla media o sopra di essa (con l'unica eccezione della sterlina e, in termini reali, dello yen); (3) perché i tassi USA sono i più bassi al mondo (dopo il Giappone, restando nei G10), e quindi l'*upside* sui tassi/rendimenti è più elevato.

L'esito dell'ultimo FOMC (20 marzo), offre a nostro avviso conforto alla prospettiva che il recente rafforzamento del dollaro abbia spazio per continuare in corso d'anno. Bernanke infatti ha spianato la strada verso l'avvio di un'*exit strategy*, che sarà però attentamente calibrata sugli sviluppi in fieri della crescita USA, perché la Fed vuol essere sicura che i miglioramenti cui si assisterà non siano delle evoluzioni transitorie ma siano sostenibili e duraturi. Pertanto potrebbe anche passare molto tempo tra completamento dell'*exit strategy* e avvio del ciclo di rialzi dei tassi, ma questo si presenta come una sorta di garanzia sulla crescita, che diviene a propria volta la condizione/presupposto per alzare i tassi. Così il valore del dollaro potrà riflettere non solo (i) la performance ma anche (ii) la qualità della crescita, nonché (iii) offrire un ritorno (tassi/rendimenti) che, partendo da zero, può solo salire.

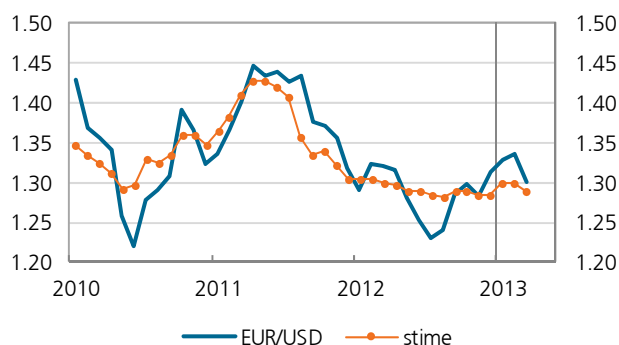
EURO

ASSENZA DI SPUNTI RIALZISTI: RISCHI VERSO IL BASSO SOTTO 1,30 EUR/USD, MA NON SOTTO 1,20

Il 2013 è iniziato molto bene per l'euro, che in meno di un mese è salito da 1,30 a 1,37 EUR/USD, livello quest'ultimo abbandonato nel novembre del 2011. Il rientro dei cosiddetti *tail risks* relativi alla crisi del debito sovrano ha portato infatti gli investitori internazionali ad alleggerire parte delle posizioni assunte su altre valute che erano state utilizzate come parcheggio di sicurezza in caso di eventi estremi rientrando sulla moneta unica. La fiducia è andata consolidandosi dopo la prima riunione BCE dell'anno (10 gennaio) grazie anche alle parole di Draghi, che aveva prospettato l'avvio della ripresa economica nell'area già quest'anno (anche se solo verso la parte finale dell'anno). Un rafforzamento dell'euro poteva essere quindi

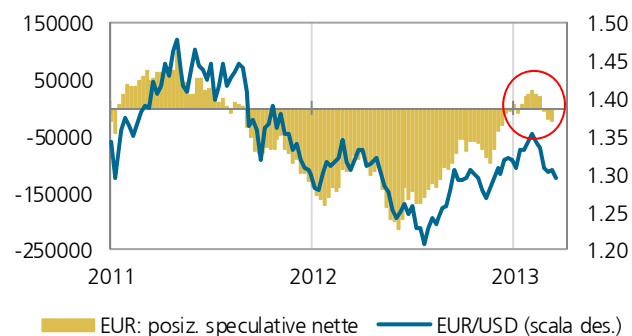
giustificato, ma un'ascesa e permanenza al di sopra di quota 1,35 configurava a nostro avviso un rafforzamento eccessivo. Infatti, secondo le nostre stime basate sulla relazione con i rendimenti a breve euro e USA il cambio di equilibrio tra gennaio e marzo avrebbe dovuto collocarsi mediamente tra 1,29 e 1,30 EUR/USD (Fig. 5).

Fig. 5 – Cambio di equilibrio stimato a 1,29-1,30 EUR/USD



Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – Euro non ancora sufficientemente rassicurante



Fonte: CME e Thomson Reuters-Datastream

La decisa correzione intrapresa già da inizio febbraio (da 1,37 a 1,28 in poco più di un mese) ha suffragato tale considerazione: il flusso di dati ha fornito evidenza di un miglioramento economico in corso negli Stati Uniti e assente invece nell'area euro (in recessione tanto quanto l'anno scorso), e BCE e Fed ne hanno preso atto. L'incertezza generata dall'esito delle elezioni italiane e la crisi di Cipro hanno poi accentuato la tendenza già in atto. Gli speculativi, riposizionatisi lunghi euro a inizio trimestre dopo un anno e mezzo di corto protratto, ultimamente sono tornati corti (Fig. 6). L'esposizione è tuttavia molto contenuta, il che segnala una maggior predisposizione verso ulteriore indebolimento dell'euro piuttosto che disponibilità ad un rimbalzo che possa essere durevole. Sviluppi recenti e quadro prospettico, perlomeno nel breve, presentano ben pochi spunti rialzisti per la moneta unica. Fatte salve sorprese favorevoli dall'area euro o particolari delusioni dagli USA, il dollaro appare preferibile all'euro nel confronto bilaterale diretto.

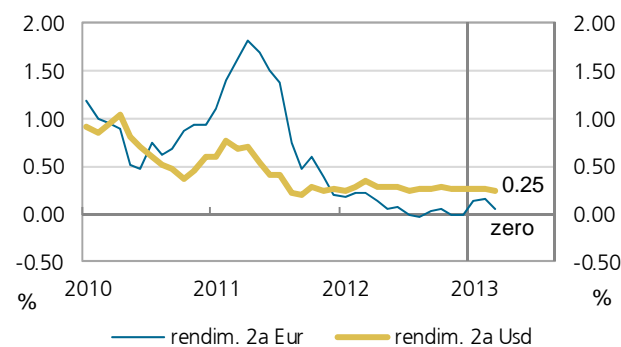
Il range all'interno del quale appare più probabile che l'euro possa muoversi nei prossimi mesi è 1,25-1,35 EUR/USD, con maggiore preferenza per la parte medio/bassa piuttosto che per quella alta. Se prendiamo infatti come riferimento il nostro modello cambio-rendimenti a breve (Fig.7) possiamo notare che l'attuale combinazione (Fig. 8) di rendimenti area euro-Stati Uniti è approssimativamente 0-0,25%, ben riflettendo il quadro congiunturale di crescita e inflazione, e in corrispondenza di tale combinazione il fair value stimato del cambio è 1,28 EUR/USD (Fig. 7).

Fig. 7 – Valori EUR/USD associati alle varie coppie di rendimenti

|                                  |      | rendimenti a breve USA (%) |        |        |        |
|----------------------------------|------|----------------------------|--------|--------|--------|
|                                  |      | 0.00                       | 0.25   | 0.50   | 1.00   |
| rendimenti a breve area euro (%) | 0.00 | 1.3045                     | 1.2859 | 1.2676 | 1.2318 |
|                                  | 0.25 | 1.3280                     | 1.3091 | 1.2905 | 1.2540 |
|                                  | 0.50 | 1.3520                     | 1.3328 | 1.3138 | 1.2767 |
|                                  | 1.00 | 1.4013                     | 1.3814 | 1.3617 | 1.3232 |

Fonte: Thomson Reuters-Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – Combinazione rendimenti a breve area euro-Stati Uniti



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fintantoché la Fed nemmeno avvia l'*exit strategy* appare poco probabile che i rendimenti a breve USA salgano sopra 0,25%, mentre quelli europei potrebbero iniziare a salire dal circa-zero attuale se i dati dell'area iniziassero a mostrare segnali di miglioramento. Comunque in corrispondenza della combinazione di rendimenti 0,25%-0,25% si avrebbe un cambio a 1,3091 EUR/USD (Fig. 7), non poi così elevato. Possiamo però immaginare che, fermo restando il quadro nell'area euro, se dagli USA i segnali di miglioramento dovessero proseguire, pur in assenza di un effettivo aumento dei rendimenti (ancora in qualche modo "bloccati" dall'attuale politica monetaria della Fed), è come se comunque i rendimenti USA salissero verso 0,50%, e in corrispondenza di tale livello di rendimenti USA l'euro scenderebbe a 1,2676 EUR/USD fermi restando a zero (Fig. 7) i rendimenti euro.

Ragionando in termini di cosa possa essere già prezzato nelle quotazioni di mercato e cosa no, si dovrebbe giungere a conclusioni analoghe. Due sono i principali **scenari di rilievo** ipotizzabili: **(1) caso peggiore per l'area euro** (dati molto negativi e/o complicarsi del caso Cipro o ri-emergere di problemi nei periferici, etc.) e **(2) caso migliore per gli Stati Uniti** (evoluzione del quadro di crescita migliore del previsto). Il caso (1) può trovare facilmente dei punti di riferimento guardando alla dinamica del cambio nel 2012, l'anno in cui più ha pesato il rischio di rottura dell'euro. All'apice della crisi il cambio era precipitato a 1,20 EUR/USD, ma non è mai sceso al di sotto. Tuttavia, il *downside* che appare più verosimile dovrebbe collocarsi intorno a 1,25 EUR/USD, perché questo è il livello dal quale è partita la rimonta dopo la riunione BCE che consentì di far svoltare il *sentiment* nei confronti dell'area euro (6 settembre 2012), quella in cui Draghi dichiarò: "Faremo qualsiasi cosa... per preservare l'euro". Nell'ipotesi più sfavorevole non è esclusa comunque un'eventuale temporanea rottura di 1,25 EUR/USD, ma appare poco probabile che si possa scendere sotto 1,20. Il caso (2) invece non presenta termini di confronto vicini nel tempo, perché lo stato di "emergenza" negli USA sta durando da oltre quattro anni, ovvero da quando la Fed ha quasi-azzerato i tassi e non li ha più toccati. Tale caso potrebbe però essere assimilato a una situazione in cui i rendimenti USA potessero iniziare a salire arrivando verso 1,00%, livello al quale corrisponde un cambio stimato a 1,2318 o 1,2540 a seconda che i rendimenti euro siano a zero o a 0,25% rispettivamente (Fig. 7): il *downside* quindi verrebbe "confermato" intorno a 1,25 o poco sotto, ma al di sopra di 1,20.

**Il principale scenario di rischio alternativo rispetto a quello centrale è che la performance dell'economia USA deluda significativamente**, complice eventualmente la gestione della politica fiscale. In tal caso l'euro ne beneficerebbe, ma per portarsi stabilmente a 1,35-1,40 EUR/USD il peggioramento USA dovrebbe essere particolarmente pesante (ipotesi riconducibile a una combinazione di rendimenti area euro-USA 0,50%-0% (euro a 1,3520 EUR/USD: Fig. 7) o 1,00%-0% (euro a 1,4013 EUR/USD: Fig. 7). La probabilità di tale evoluzione appare molto bassa, alla luce soprattutto del forte *commitment* alla crescita da parte della Fed di cui si è ampiamente discusso sopra.

### STERLINA

#### DOPO IL CROLLO SI ATTENDE IL RIMBALZO: IL RIBILANCIAMENTO DELLA CRESCITA NON PASSA PER IL CAMBIO

Per la sterlina è stato un pessimo inizio d'anno: in poco più di due mesi è crollata del 10% contro dollaro (da 1,64 a 1,48 GBP/USD) e del 9% contro euro (da 0,80 a 0,88 EUR/GBP). Responsabile del crollo non è stato un improvviso o grave deterioramento dell'economia britannica, ma una nefasta combinazione di fattori esterni e interni che si sono trovati ad agire contemporaneamente.

Tra i **fattori esterni**: **(1)** il rientro della *risk aversion* nei confronti dell'area euro con alleggerimento delle posizioni sulle valute che durante la crisi del 2012 erano state impiegate come rifugio alternativo alla moneta unica: la sterlina è stata una di tali valute; **(2)** il

generalizzato rafforzamento del dollaro; **(3)** il deterioramento del quadro complessivo dell'area euro, principale destinazione dell'export britannico.

Tra i **fattori interni**: **(1)** l'assenza di segnali di miglioramento (corrente, non prospettico) dell'economia; **(2)** l'incertezza generata dalla Bank of England alla riunione di inizio febbraio (il *board* si è spaccato con 3 voti su 9, compreso quello del governatore Mervyn King, a favore di un immediato aumento del QE, spaccatura che è rimasta tale e quale alla riunione di marzo); **(3)** la revisione in senso peggiorativo dello scenario di inflazione da parte della BoE nell'*inflation report* di febbraio; **(4)** conseguente aggravarsi del dilemma per la BoE che si è trovata in difficoltà a implementare una politica monetaria più espansiva per aiutare la crescita in presenza di un'inflazione ancora in salita e ininterrottamente sopra *target* da dicembre 2009 (ovvero da più di tre anni); **(5)** aspettative di mantenimento dell'*austerity* in occasione della presentazione del Budget 2013 (come infatti è stato) senza alcuna concessione per favorire la ripresa della crescita attraverso misure di politica fiscale; **(6)** incertezza generata dalla campagna di Cameron a favore di un futuro referendum (da tenersi a metà della prossima legislatura in caso di seconda vittoria dei Conservatori) per l'eventuale uscita del Regno Unito dall'Unione Europea; **(7)** incertezza generata dal cambio al vertice della BoE tra l'attuale governatore Mervyn King e Mark Carney (attuale governatore della Bank of Canada) che avverrà l'1 luglio, perché Carney ha espresso un approccio di politica monetaria pro-crescita, generando di conseguenza timori di ulteriore ascesa dell'inflazione (già elevata e sopra *target*) in un contesto di crescita pressoché assente; **(8)** *downgrade* da parte di Moody's con perdita della tripla A.

Tra i numerosi fattori menzionati, quello strutturalmente più critico è la bassa/nulla crescita economica accompagnata da un'inflazione ancora elevata, ma principalmente per cause non endogene e quindi non gestibili attraverso la politica monetaria. Ciononostante, ci aspettiamo che nel corso dell'anno la sterlina abbia la possibilità di riprendersi, rimbalzando sia contro dollaro sia, soprattutto, contro euro.

Per quanto infatti abbiamo rivisto al ribasso le previsioni di crescita per quest'anno (v. sezione "Regno Unito – Meno crescita oggi, maggiore sostenibilità domani") da 1,0% a 0,7% la revisione del mandato di *policy* della BoE annunciata da Osborne<sup>11</sup> in occasione della presentazione del Budget 2013 (20 marzo) consentirà alla politica monetaria di mantenersi (o diventare più) espansiva per poter aiutare – quanto prima – la ripresa, pur in un contesto di inflazione sopra *target*.

Infatti, l'*inflation targeting* (*target* a 2%  $\pm$ 1%) è stato mantenuto, ma sono state aggiunte alcune condizioni ulteriori da osservare nella condotta della politica monetaria, tra cui le principali sono le due seguenti: (1) l'esplicitazione di una *forward guidance* (come già sta facendo la Fed), e (2) l'obbligo per il governatore BoE di inviare una lettera al Tesoro (contestualmente alla pubblicazione dei verbali BoE) ogni volta che l'inflazione si trova sopra *target*, ovvero sopra il 2% (attualmente l'obbligo vige solo per quando l'inflazione sale al di sopra del limite superiore della banda obiettivo, che è 3% o scende sotto il limite inferiore che è 1%). È in particolare l'introduzione della *guidance* a consentire alla BoE di mettere in atto ulteriori misure di stimolo pur in presenza di un'inflazione sopra *target*. Tra l'altro, Osborne ha anche annunciato che Banca centrale e Governo stanno già lavorando a un programma di possibile ampliamento del Funding for Lending Scheme.

In questo modo anche la BoE, in modo simile alla Fed, si trova ad avere un **commitment sulla crescita**, che, in base ad argomentazioni analoghe a quelle che esposte per il dollaro, rappresenta il **principale fattore sui cui basiamo le nostre aspettative di rimbalzo della sterlina**

<sup>11</sup> "Review of the monetary policy framework", [http://cdn.hm-treasury.gov.uk/ukecon\\_mon\\_policy\\_framework.pdf](http://cdn.hm-treasury.gov.uk/ukecon_mon_policy_framework.pdf).

(verso 1,58-1,60 GBP/USD e verso 0,82-0,80 EUR/GBP) in corso d'anno. **Inoltre**, anche più del dollaro, **la sterlina parte da livelli storicamente molto bassi in termini di cambio effettivo sia nominale che reale**, essendo ora del 15% al di sotto della propria media storica (Fig. 3 e Fig. 4). Questo infatti suggerisce che – se si escludono *shock* di carattere straordinario o un ulteriore peggioramento, invece che miglioramento, del quadro di crescita – la sterlina ha un *bias* direzionale verso l'alto.

Una delle principali **obiezioni** che possono venire sollevate a uno scenario di rimbalzo della valuta britannica è che (1) il deprezzamento può aiutare la crescita attraverso l'aumento del contributo delle esportazioni nette, (2) il che sarebbe gradito anche alla Bank of England. A nostro avviso invece (1) un tale deprezzamento sarebbe di aiuto se la sterlina partisse da livelli più elevati e non dai livelli correnti che – come detto – sono già molto bassi in termini di confronto storico (ovvero: il deprezzamento che “doveva” realizzarsi si è già realizzato), mentre (2) per quanto riguarda la BoE questa ha chiarito proprio di recente la propria posizione in merito attraverso le dichiarazioni rilasciate da Mervyn King in un'intervista (la BoE non intende adottare misure finalizzate a indebolire la sterlina) e, in modo ancora più chiaro, attraverso i verbali dell'ultima riunione di politica monetaria del 6-7 marzo (la principale ragione per cui la maggioranza del *board* ha votato contro la proposta di aumentare l'APF è stata, esplicitamente, la preoccupazione che l'annuncio di nuovo stimolo monetario finalizzato ad aiutare la crescita, in un contesto però di inflazione in ulteriore aumento, minasse la credibilità di *inflation fighter* della BoE provocando così un ulteriore deprezzamento della sterlina).

Si aggiunga inoltre che un ulteriore deprezzamento della sterlina dai minimi recentemente raggiunti produrrebbe il duplice – indesiderato – effetto di (i) far salire l'inflazione, già molto elevata, e di (ii) far aumentare il contributo negativo del canale estero, per via di un costo dell'import che salirebbe più dei volumi di *export* (analogamente a quanto accadde negli Stati Uniti nel 2002-2004 quando si pensava di far rientrare il grave disavanzo delle partite correnti USA lasciando deprezzare il dollaro, mentre l'effetto sortito fu l'opposto a causa della scarsa elasticità delle esportazioni USA al cambio). In modo simile agli Stati Uniti, il ri-bilanciamento della crescita dell'economia britannica tra la componente interna ed esterna della domanda non può avvenire, se non in piccola parte (opzione però già “utilizzata”), attraverso il cambio ma attraverso un periodo di crescita molto più bassa se non nulla: riteniamo che buona parte di questo periodo sia già trascorso, perché infatti la crescita media dell'ultimo quinquennio è stata -0,4% contro il +3,1% del quinquennio precedente.

## YEN

### IMBOCCATO FINALMENTE IL SENTIERO DI EQUILIBRIO

Nel 1° trimestre del nuovo anno lo yen ha proseguito linearmente sul sentiero intrapreso già a novembre, ovvero ha continuato a scendere, deprezzandosi anche più delle attese da 85 USD/JPY a fine 2012 fino a poco sopra 96 USD/JPY. La crescente certezza che il nuovo vertice della BoJ allenterà ulteriormente i termini della politica monetaria, unitamente al deterioramento dei saldi commerciali e al generalizzato rafforzamento del dollaro hanno guidato il cambio nella direzione indicata dai fondamentali sia sulla base dei differenziali di tasso/rendimento sia sulla base dei differenziali di inflazione. Secondo le nostre stime di entrambe le relazioni (cambio-rendimenti e cambio-inflazione differenziale) lo yen sarebbe a *fair value* intorno a 90-95 USD/JPY. **È probabile tuttavia che la valuta nipponica scenda anche oltre**, trovandosi in una fase di aggiustamento che giunge dopo anni di divergenza dal sentiero di equilibrio. **Il range centrale atteso** sul quale dovrebbero insistere in corso d'anno le oscillazioni del cambio **è 95-100 USD/JPY**, ma non si può escludere un'eventuale temporanea escursione al di sopra di quota 100, soprattutto nel caso in cui i progressi attesi dell'economia USA dovessero rivelarsi migliori del

previsto. La prima fase di ulteriore indebolimento dello yen dovrebbe attuarsi in concomitanza di quella delle due **riunioni BoJ di aprile** in cui verrà annunciato nuovo stimolo monetario.

Un **rischio** che potrebbe sorgere, data la doppia combinazione di squilibrio non solo nei saldi commerciali ma anche e soprattutto nei conti pubblici (deficit e debito), è quello di un deprezzamento che sfugga di mano (come inizierebbe a essere al di sopra di 110-115 USD/JPY, range abbandonato nel 2007), con fuga di capitali, evoluzione che avrebbe ripercussioni negative sull'economia giapponese, e che di certo le Autorità nipponiche non desiderano. Riteniamo tuttavia che nell'ipotesi peggiore **BoJ e Governo interverrebbero** per arrestare quella che rischierebbe di trasformarsi in una indesiderata svalutazione: il Giappone resta il 2° detentore al mondo di riserve valutarie (10,8% del totale) dopo la Cina (30,2% del totale). Inoltre, per giustificare una fuga di capitali si dovrebbe avere, come minimo, una combinazione molto negativa di perdita di credibilità della Banca centrale (ipotesi troppo forte a nostro avviso) e prospettiva di ritorno in recessione (non prevista nel nostro scenario).



## Scenario Macroeconomico

Marzo 2013

| 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@intesasanpaolo.com      |
| <b>Fixed Income</b>   |       |                                      |
| Sergio Capaldi  | 62036 | sergio.capaldi@intesasanpaolo.com    |
| Chiara Manenti  | 62107 | chiara.manenti@intesasanpaolo.com    |
| <b>Macroeconomia</b>  |       |                                      |
| Guido Valerio Ceoloni   | 62055 | guido.ceoloni@intesasanpaolo.com     |
| Anna Maria Grimaldi   | 62118 | anna.grimaldi@intesasanpaolo.com     |
| Paolo Mameli  | 62128 | paolo.mameli@intesasanpaolo.com      |
| Giovanna Mossetti   | 62110 | giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com |
| Alessio Tiberi  | 32834 | alessio.tiberi@intesasanpaolo.com    |
| <b>Mercati Valutari</b>   |       |                                      |
| Asmara Jamaleh  | 62111 | asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com    |
| <b>Materie Prime</b>  |       |                                      |
| Daniela Corsini   | 62149 | daniela.corsini@intesasanpaolo.com   |
| <b>Research Assistant</b>   |       |                                      |
| Simonetta Melotto   | 62102 | simonetta.melotto@intesasanpaolo.com |
| <b>International Economics</b>  |       |                                      |
| <b>Economista Macro - Asia Emergenti</b>                                    |       |                                      |
| Silvia Guizzo   | 62109 | silvia.guizzo@intesasanpaolo.com     |

## Appendice

### Certificazione degli analisti

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

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

### Comunicazioni specifiche:

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

### Comunicazioni importanti

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

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

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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

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

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

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

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

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